

2021年8月物价数据点评

CPI与PPI剪刀差再扩大

■ 核心摘要

事件：9月9日国家统计局公布8月中国物价数据，CPI环比0.1%、同比0.8%；PPI环比0.7%、同比9.5%。

总体上，保供稳价政策执行力度较弱，PPI同比再次快速上扬，加工工业PPI同比创下历史新高，上游涨价向下游传导的压力加大，经济“类滞胀”风险上升。细分来看值得关注的信息如下：

1、需求弱叠加疫情冲击，核心CPI同比时隔半年再度回落。8月CPI环比明显低于季节性均值，食品烟酒（猪肉环比跌幅收窄但仍大幅低于前三年8月的环比均值10.3%）、交通通信（成品油降价）和其他项（金价下跌）是主要拖累。从同比看，食品、工业消费品和服务三者的CPI同比均较上月回落，8月核心CPI同比1.2%，时隔半年再次回落，除受局部地区疫情的短期冲击外，也映射出终端需求偏弱。

2、加工工业PPI同比创历史新高，下游行业的成本压力进一步上升。生产资料内部，采掘工业PPI环比3.0%，主要是煤炭开采和洗选业在支撑，需求旺盛叠加供应整体偏紧，其8月环比上涨6.5%；原材料工业PPI环比连续2个月上升，印证了保供稳价政策的实际执行力度不强；加工工业PPI环比0.7%，同比8.0%是1996年有统计以来的最高值。加工工业是连接生产资料和生活资料的环节，生产资料内部（采掘工业→原材料工业→加工工业）的传导一直通畅，但加工工业2012年后涨价向生活资料的传导减弱，即加工工业品涨价增加了生活资料生产企业的成本，但后者并没有转移出去。加工工业PPI同比创新高，下游生活资料行业的成本压力进一步上升。生活资料内部，耐用消费品PPI同比连续6个月回升，上游涨价已逐步向下游传导。8月铁矿石和原油价格环比跌幅靠前，输入性因素对国内PPI的影响有所减弱。

3、PPI同比居高不下，CPI同比也有回升压力。PPI方面，最大影响因素仍是政策，一些行业和地方政府在长期减碳与短期保供稳价之间向前者倾斜，对扩大生产、新上项目持谨慎态度，部分产品如煤炭、钢铁短期的供应料将持续紧缺，PPI同比9-10月或将继续处于高位，不排除有进一步上升的可能，基数效应下11-12月较快下行，预计全年为7%左右。CPI方面，猪肉价格环比跌幅收窄、基数效应减弱，以及工业消费品有涨价风险，预计CPI同比将开始回升，11月高点可能接近2.5%，全年CPI同比预计为1.0%。

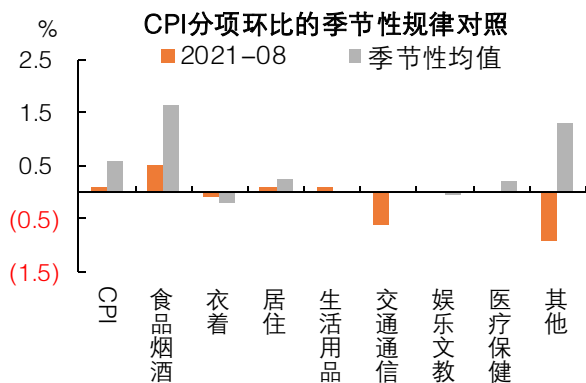
中国经济进入“被动补库存”阶段，但PPI同比居高不下，“类滞胀”风险上升。8月物价剪刀差进一步扩大，中下游企业面临需求偏弱和成本上升的双重压制，预计利润将进一步被挤压。“类滞胀”风险增加了宏观政策跨周期调节的难度，货币政策面临物价剪刀差高位的约束；PPI同比高位的情况下，以基建投资为主要抓手的财政政策发力，可能会进一步推升大宗价格，挤出民间投资。在这样的环境下，严格落实保供稳价政策的必要性进一步凸显，这或需中央进一步推动地方和部分行业，去更好平衡长期减碳和短期保供。中下游行业生产经营环境进一步恶化，更需政策呵护，延续7月降准的逻辑，我们认为货币政策因PPI同比走高而收紧的概率较低。4季度仍有降准可能，在补充流动性的同时，降低银行负债成本，去更好支持经济薄弱环节。

一、核心 CPI 同比时隔半年再回落

8 月 CPI 环比 0.1%，明显低于 2018-2020 年这三年 8 月的环比均值 0.6%；同比从 1.0% 下滑到 0.8%，拆分来看，翘尾为 0.2%，新涨价因素为 0.6%；核心 CPI 同比 1.2%，较前值回落 0.1%。

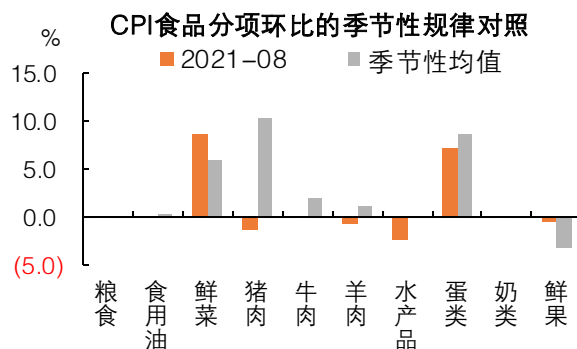
从环比看，CPI 八个一级分项中，食品烟酒、交通通信和其他项是主要拖累。今年 8 月 CPI 食品烟酒项环比 0.5%（2018-2020 年同期的环比均值 1.6%，简称为季节性均值），其中猪肉项环比 -1.4%（季节性均值 10.3%），生猪仍供过于求，猪价下跌压力还未释放完毕，生猪期货活跃合约价格 9 月初至今下跌了 8.9% 也在印证这一点；蔬菜和蛋类价格见底回升，蛋类环比上涨 7.3%，不过依然低于季节性均值 8.8%，目前蛋鸡存栏低位，后续仍有涨价压力。8 月 CPI 交通通信项环比 -0.6%（季节性均值 0.0%），主要是国内成品油降价。8 月 CPI 其他用品及服务项环比下降 0.9%，是八个一级分项里环比最低的，主要原因是黄金降价，8 月国内足金均价环比下跌 1.0%，历史上它和 CPI 其他用品及服务项的环比有很高同步性。

图表1 8 月食品烟酒、交通通信、其他项的环比都明显低于季节性



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表2 8 月鲜菜和蛋类涨价，猪肉价格环比仍大幅低于季节性均值



资料来源:wind, 平安证券研究所

从同比看，CPI 食品、工业消费品和服务三者的同比均较上月回落。8 月 CPI 食品项同比 -4.1%，跌幅比上月扩大 0.4 个百分点。猪肉、水产品、蛋类、鲜果这四项的 8 月同比都低于上月，其中猪肉项同比 -44.9%，继续刷新 2005 年有统计以来的新低，拖累 CPI 同比 1.1 个百分点。8 月 CPI 工业消费品同比 2.5%，涨幅较上月回落 0.3 个百分点，成品油降价是主因。8 月 CPI 服务价格同比上涨 1.5%，涨幅较上月回落 0.1 个百分点，疫情扩散后出行和在外餐饮等服务需求下降。8 月核心 CPI 同比 1.2%，是最近半年的首次回落，除疫情短期冲击外，也映射出终端需求走弱。

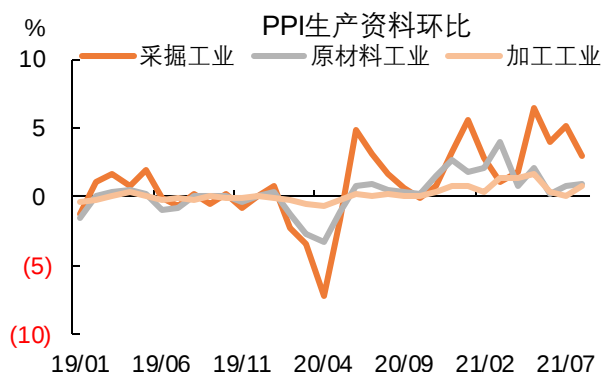
二、加工工业 PPI 同比创历史新高

8 月 PPI 环比 0.7%，较上月的 0.5% 有所扩大，已连续 2 个月回升，和“保供稳价”措施不及预期的直观感受一致。8 月 PPI 同比 9.5%，在连续 3 个月窄幅震荡后，再次快速上扬，也明显高于 Wind 统计的市场预期值 9.1%。拆分来看，8 月 PPI 翘尾为 1.8%，新涨价因素为 7.7%。8 月 PPIRM 环比从前值 0.9% 小幅下降到 0.8%，但同比仍从 13.1% 提高至 13.6%。

分项来看，8 月生产资料 PPI 环比从 0.7% 提高到 0.9%，生活资料 PPI 环比持平。生产资料内部，8 月采掘工业 PPI 环比从 5.2% 下降到 3.0%，铁矿石和国际油价下降，石油和天然气开采业、黑色金属矿采选业的 PPI 环比都高位转负。由于需求旺盛叠加供应整体偏紧，煤炭开采业和洗选业 8 月价格环比上涨 6.5%，是采掘工业 PPI 环比仍处较高水平的主

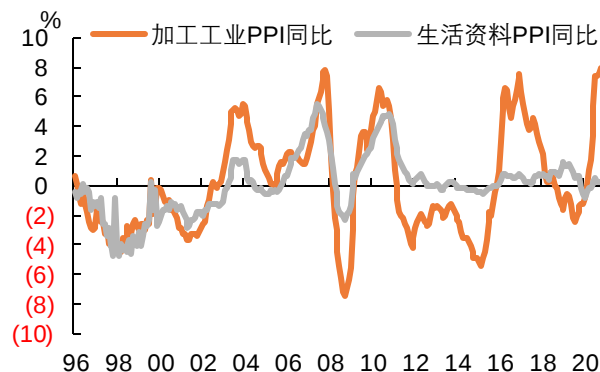
要支撑；**原材料工业** PPI 环比从 0.8% 回升到 0.9%，连续 2 个月上升，印证了保供稳价政策的实际执行力度不强；**加工工业** PPI 环比 0.7%，较上月的 0.1% 明显提高，8 月它的同比为 8.0%，是 1996 年有统计以来的最高值。加工工业是连接生产资料和生活资料的环节，生产资料内部（采掘工业→原材料工业→加工工业）的传导一直通畅，但加工工业 2012 年后涨价向生活资料的传导减弱，即加工工业品涨价增加了生活资料生产企业的成本，但后者并没有转移出去。**加工工业 PPI 同比创新高，下游生活资料行业的成本压力进一步上升。生活资料内部**，食品类和一般日用品类的 PPI 环比都持平与 0%，衣着类 PPI 环比从 0.2% 回升到 0.3%，耐用品类 PPI 环比从 0.2% 下滑到 -0.2%。

图表3 8月原材料工业和加工工业的PPI环比回升



资料来源:wind, 平安证券研究所

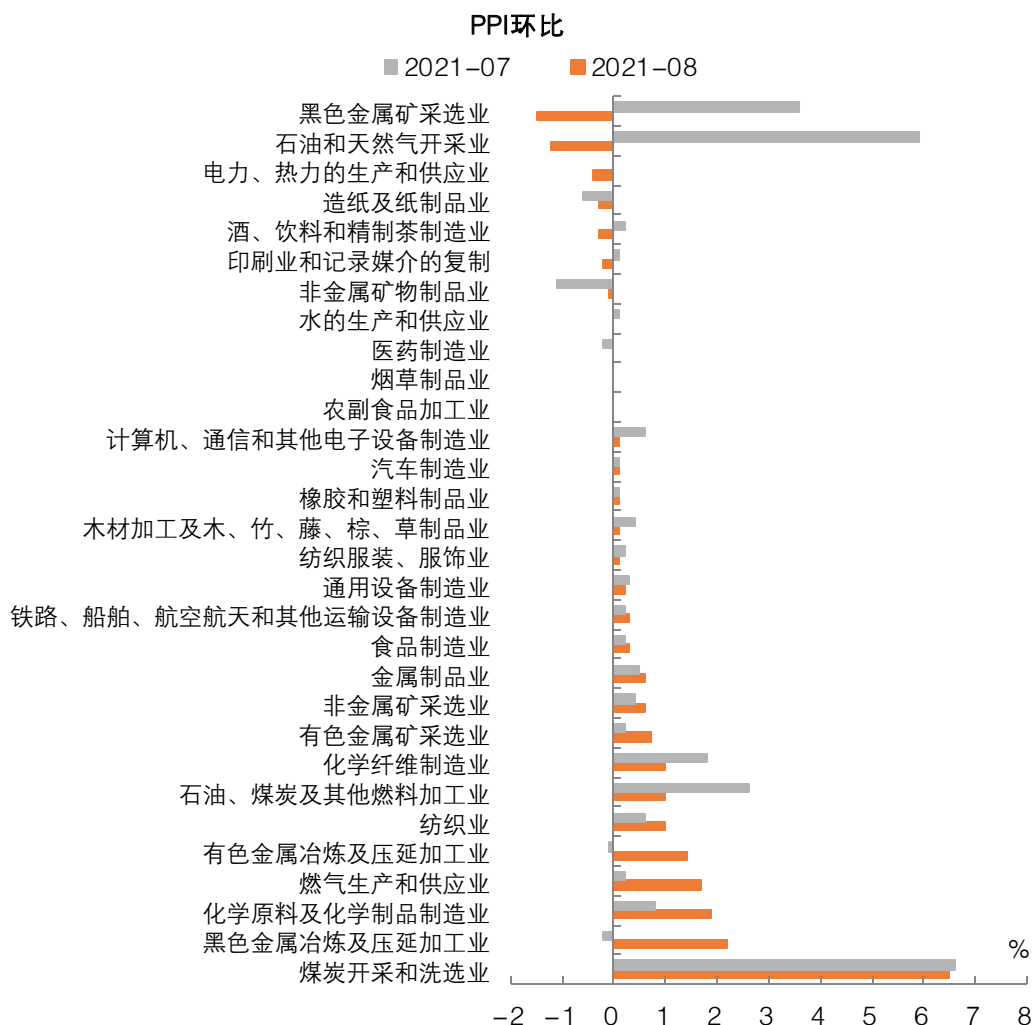
图表4 2012年后加工工业向生活资料的传导减弱



资料来源:wind, 平安证券研究所

分行业看，涨价明显的主要仍是上游行业。煤炭开采和洗选业、黑色金属冶炼及压延加工业、化学原料及化学制品制造业、燃气生产和供应业、有色金属冶炼及压延加工业五个行业 8 月的 PPI 环比涨幅靠前，且除煤炭开采和洗选业的 8 月环比较 7 月小幅回落 0.1 个百分点外，另外四个行业的 8 月环比都明显高于 7 月，表明大宗商品保供稳价政策确实没有很好推进。黑色金属矿采选业、石油和天然气开采业的 8 月环比在 30 个行业中排后两位，且都大幅低于 7 月，主要是铁矿石和国际油价下降，输入性因素对国内 PPI 的推升减弱。PPI 同比方面，根据国家统计局领导的解读，8 月煤炭开采和洗选业、化学原料和化学制品制造业、黑色金属冶炼和压延加工业价格的同比涨幅分别扩大 11.4、2.7 和 1.1 个百分点，是 8 月 PPI 同比涨幅上扬的主要原因。

图表5 8月环比涨价明显的主要集中在上游行业

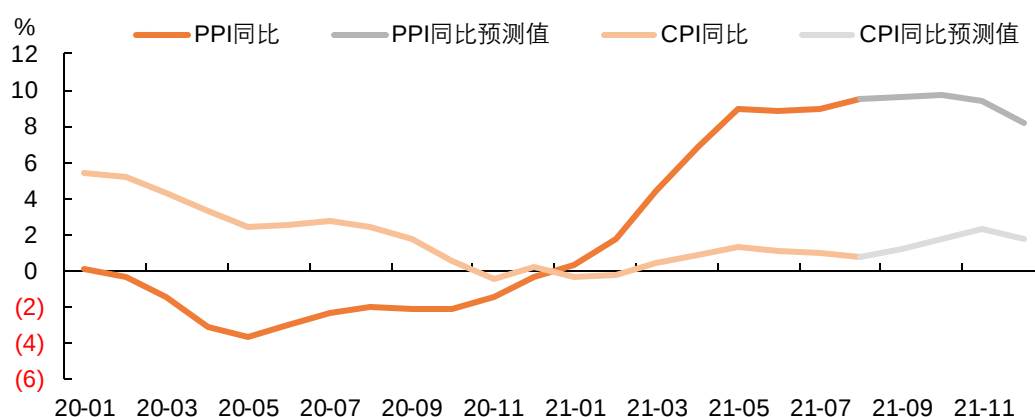


资料来源:wind,平安证券研究所

三、“类滞胀”风险上升

中国经济进入“被动补库存”阶段，下行压力开始显现，但大宗商品保供稳价政策执行力度较弱，PPI同比居高不下，CPI同比也有回升压力，“类滞胀”风险上升。PPI方面，最大的影响因素仍是政策，在政策释放保供稳价信号后，市场预期供给将有序恢复，事后来看预期并没有兑现。之前导致减产预期升温的主要是钢材，即使在7月政治局会议后，仍有多个省市限产减产。我们认为，主要原因是钢铁等行业和地方政府在长期减碳与短期保供稳价之间向前者倾斜，对扩大生产、新上项目持谨慎态度，加上煤炭进口受地缘政治冲击。往后看，部分品种，如煤炭、钢材短期的供应料将继续紧缺，PPI同比9-10月或将继续处于高位，不排除有进一步上升的可能，基数效应下11-12月较快下行，预计全年为7%左右。CPI方面，猪肉价格环比跌幅收窄、基数效应减弱，以及工业消费品有涨价风险，预计CPI同比将开始回升，11月高点可能接近2.5%，全年CPI同比预计为1.0%。

图表6 CPI、PPI 的同比及预测值



资料来源:wind,平安证券研究所

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_26385

