



宏观点评

# PPI 年末或回落，CPI 短期内稳定

## ——2021年8月通胀数据点评

证券分析师

芦哲

资格编号：S0120521070001

邮箱：luzhe@tebon.com.cn

潘京

资格编号：S0120521080004

邮箱：panjing@tebon.com.cn

研究助理

相关研究

- 1.《非农异动难以阻挠 taper 进程 8 月非农数据点评-》，2021.9.4
- 2.《流动性缺口扩张、“降准”时点或前置》，2021.9.1
- 3.《外需缓慢回落，生产成本仍高企 2021 年 8 月官方 PMI 点评-》，2021.8.31
- 4.《我们为什么认为缩减恐慌不会重演美联储货币政策跟踪系列-》，2021.8.31
- 5.《放水的“姿势”、收水的“架势”与资产的走势》，2021.8.30

投资要点：

- **疫情干扰下 8 月 CPI 增速继续下滑**：8 月 CPI 同比增速 0.8%，较上月回落 0.2 个百分点。5-8 月 CPI 读数分别为 1.3%、1.1%、1.0%、0.8%，增速逐渐回落。8 月核心 CPI 同比增速 1.2%，较上月回落 0.1 个百分点。CPI 增速继续下滑，核心 CPI 也开始出现回调，一方面是受到去年猪价基数较高同比大幅回落的影响，另一方面是 8 月疫情冲击影响消费需求。食品项来看，目前从生猪存栏与能繁母猪存栏的情况显示猪肉供给逐渐趋于充足且稳定，需求端来看，8 月疫情与汛期干扰已过，随着 9 月中秋和国庆双节对于猪肉需求的带动，供需有望实现平衡，对猪价形成一定支撑，带动食品项 CPI 维持稳定。非食品项来看，短期因素扰动消失后，服务业将出现短期小幅反弹，中长期看，成本端高涨而收入端需求不足，挤压了中下游企业的盈利空间，投资端数据显示企业对于未来补库存、投资扩产的预期调整更加谨慎。**受制于总需求的孱弱，上游成本向下游传导的路径并不通畅。叠加去年下半年的基数效应，我们预计 CPI 将维持较为稳定的态势。**
- **减产与需求不足导致 PPI 持续回升**：8 月 PPI 同比增速 9.5%，较上月回升 0.5 个百分点；环比增速 0.7%，较上月回升 0.2 个百分点。PPI 生产资料环比继续回升，由 7 月 0.6% 上升至 0.9%，同比较上月回升 0.7 个百分点，生活资料环比与上月持平，同比维持在 0.3%。供给端煤炭、有色产业的限产导致上游生产资料价格高企，而需求不足，价格传导不畅，根源问题供需错配仍未得到解决，叠加碳中和推进，预计生产资料价格高企的格局仍将持续。从高频数据来看，9 月国际油价仍然维持高位，在疫情影响逐渐被平滑，社交需求稳步回升的情况下，油价可能仍有上涨空间；国内煤炭、钢材、铝价等由于限产，供给不足的情况预计将随着国内纠正运动式减碳、新增产能投产等因素逐渐缓解，需求高企则将随着美国耐用品消费需求走弱、地产及企业投资需求走弱而出现回落。**短期内预计 PPI 仍然将维持高位，年末可能随着生产资料供需错配的缓解而逐渐回落。**
- **债券市场**：二季度货币政策执行报告里央行辟专栏论述通胀和货币的关系，且强调在中国经济内需不过热的情况下，通胀很难大幅上行，决定了对债券资产而言，突破 5 月份读数高点的通胀不是核心矛盾，反而指向上游产品价格涨价对中下游企业利润的挤兑正在侵蚀经济稳固复苏的基础。在下半年出口和房地产投资增速回落而基建投资难以对冲投资下滑的情况下，**内需依旧是债券收益率下行的**



决定性因素，并且上中下游之间涨价不平衡造成的利润挤压或推动更多旨在“降低成本”的结构性政策工具落地，狭义流动性难言紧缩。

- **权益市场：**目前经济整体动能放缓的趋势较为确定，但广义流动性不宽松。从政治局会议对于财政的定调来看，下半年的财政政策强调要提升总体的效能，财政政策和信贷政策可能带动新一轮实体经济流动性的宽松，实体经济流动性宽松向A股市场传导，而当前盈利进入三季报真空期，**A股市场震荡区间中枢可能会上移**。当前A股市场连续37日成交额突破万亿，但行业主线切换清晰度不高，本质上还是对经济景气度下滑的趋势和政策支持力度的博弈。未来随着社融企稳，金融体系对实体经济的支持不断地加强，宏观逻辑可能从结构效应向均值回归切换，**建议关注两个方向：1、“均值回归”，前期政策对部分行业的影响较大，互联网、医药、白酒等板块的调整进入新阶段，赛道估值已来到相对低位，具有长期价值的、被情绪错杀的优质标的可在左侧逐步布局；2、“政策主题”，“共同富裕”视角下的碳中和相关的新能源、光伏等市场空间增量较大的方向以及“专精特新”赛道的高端工业、新材料、创新药、新能源车、半导体等。**
- **风险提示：**国内外疫情扩散超预期，政策支持不及预期，大宗商品持续涨价。

## 内容目录

1. 疫情干扰下 8 月 CPI 增速继续下滑 .....	4
2. 减产与需求不足导致 PPI 持续回升 .....	5
3. 预计 CPI 短期偏稳定，PPI 短期仍处于高位 .....	5
4. 市场观点 .....	6
5. 风险提示 .....	6

## 图表目录

图 1：CPI 同比继续回落 .....	4
图 2：CPI 食品项大幅回落 .....	4
图 3：CPI 食品分项同比 .....	4
图 4：CPI 消费品增速大幅下滑 .....	4
图 5：PPI 同比新高 .....	5
图 6：PPI 生产资料增速上行较快 .....	5

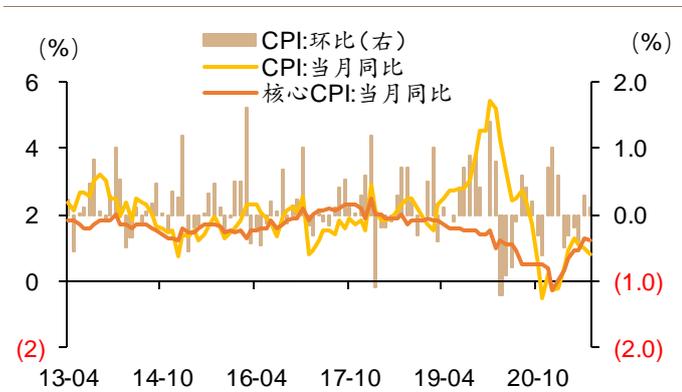
## 1. 疫情干扰下 8 月 CPI 增速继续下滑

8 月 CPI 同比增速 0.8%，较上月回落 0.2 个百分点。5-8 月 CPI 读数分别为 1.3%、1.1%、1.0%、0.8%，增速逐渐回落。8 月核心 CPI 同比增速 1.2%，较上月回落 0.1 个百分点。CPI 增速继续下滑，核心 CPI 也开始出现回调，一方面是受到去年猪价基数较高同比大幅回落的影响，另一方面是 8 月疫情冲击影响消费需求。

食品 CPI 降幅继续扩大，由上月的-3.7%下滑至-4.1%，环比增速 0.8%，较上月回升 1.2 个百分点，但低于历史同期均值。其中猪肉平均批发价格环比降幅缩窄 0.6 个百分点，同比降幅扩大 2.1 个百分点。7 月底至 8 月底疫情、汛期影响餐饮需求和供应链，对猪肉需求产生一定影响，同时，2020 年 9 月至 2021 年 2 月，猪肉批发均价持续位于高位 40 元/公斤以上位置，预计猪价同比仍将受到压制。CPI 鲜菜当月同比-1.5%，较上月大幅提升 2.5%，菜价环比涨幅扩大，可能来自于近期极端洪涝灾害对于供给端的压制和疫情反复下需求端的恐慌性储备需求有关，短期扰动因素消失后，供给释放，菜价有望下降。

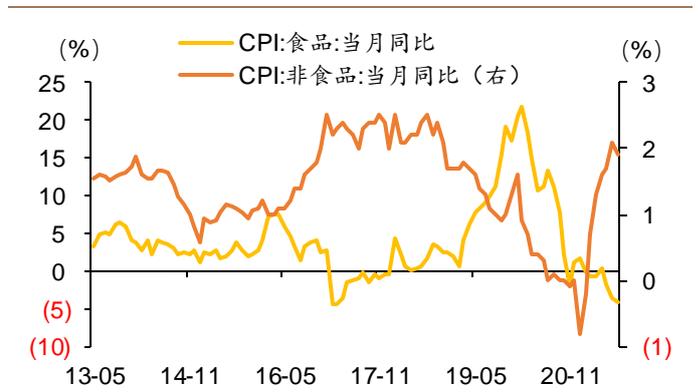
非食品 CPI 同比增速 1.9%，较上月回落 0.2 个百分点，环比-0.1%，较上月下滑 0.6 个百分点，低于同期均值。各个分项来看，同比都有不同的小幅上行，但大部分分项弱于季节性。CPI 服务当月同比 1.5%，较上月小幅回落 0.1%，8 月是传统的出行旅游旺季，表明极端天气和疫情复发对于人口密集型的线下服务业压制了出行类服务消费，服务 CPI 环比大幅下滑。

图 1：CPI 同比继续回落



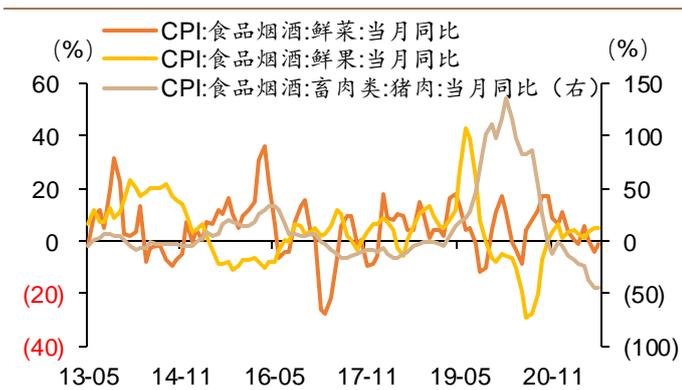
资料来源：Wind, 德邦研究所

图 2：CPI 食品项大幅回落



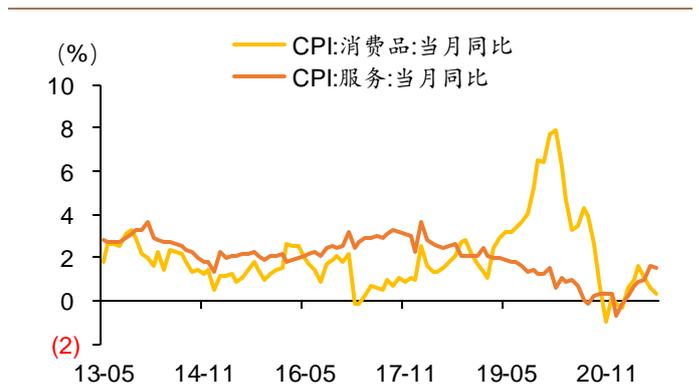
资料来源：Wind, 德邦研究所

图 3：CPI 食品分项同比



资料来源：Wind, 德邦研究所

图 4：CPI 消费品增速大幅下滑



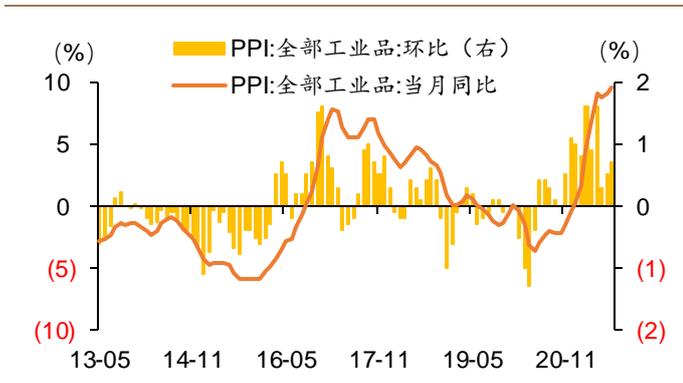
资料来源：Wind, 德邦研究所

## 2. 减产与需求不足导致 PPI 持续回升

8 月 PPI 同比增速 9.5%，较上月回升 0.5 个百分点；环比增速 0.7%，较上月回升 0.2 个百分点。PPI 生产资料环比继续回升，由 7 月 0.6% 上升至 0.9%，同比较上月回升 0.7 个百分点，生活资料环比与上月持平，同比维持在 0.3%。供给端煤炭、有色产业的限产导致上游生产资料价格高企，而需求不足，价格传导不畅，根源问题供需错配仍未得到解决，叠加碳中和推进，预计生产资料价格高企的格局仍将持续。

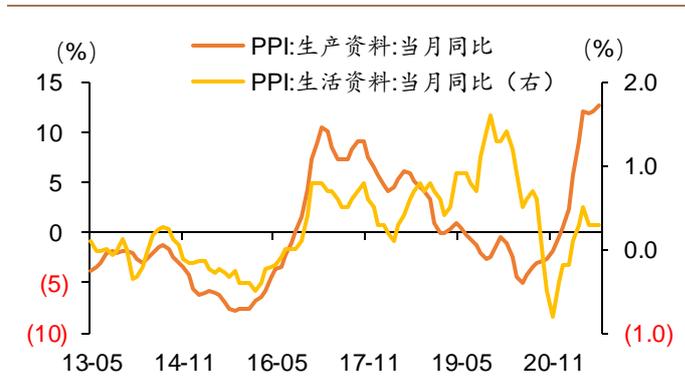
从分项来看，生产资料价格上涨 0.9%，影响工业生产者出厂价格总水平上涨约 0.69 个百分点。分具体行业看，煤炭、有色是上涨较快的领域。煤炭开采与洗选业出厂价格涨幅较大，与 7 月份的涨幅基本持平。由于近期焦煤价格持续高位运行，成本端支撑稳固，且受到山东地区第二轮环保限产、焦炭供应端预期再度收缩的影响，短期内成本偏高，供需格局偏紧局面仍在延续。此外，黑色金属冶炼及压延加工业、有色金属冶炼及压延加工业、燃气生产与供应业分别环比上涨较快。其他工业原料与半成品环比维持高位，说明产业成本传导压力较大。

图 5：PPI 同比新高



资料来源：Wind, 德邦研究所

图 6：PPI 生产资料增速上行较快



资料来源：Wind, 德邦研究所

## 3. 预计 CPI 短期偏稳定，PPI 短期仍处于高位

**CPI:** 食品项来看，目前从生猪存栏与能繁母猪存栏的情况显示猪肉供给逐渐趋于充足且稳定，需求端来看，8 月疫情与汛期干扰已过，随着 9 月中秋和国庆双节对于猪肉需求的带动，供需有望实现平衡，对猪价形成一定支撑，带动食品项 CPI 维持稳定。非食品项来看，短期因素扰动消失后，服务业将出现短期小

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\\_26387](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_26387)



云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>