

PPI 三季度见顶，CPI 四季度有望开启上行

报告日期：2021-09-09

分析师：郑小霞

执业证书号：S0010520080007

电话：13391921291

邮箱：zhengxx@hazq.com

分析师：刘超

执业证书号：S0010520090001

电话：13269985073

邮箱：liuchao@hazq.com

联系人：方晨

执业证书号：S0010120040043

电话：18258275543

邮箱：fangchen@hazq.com

联系人：潘广跃

执业证书号：S0010121060007

电话：18686823477

邮箱：panggy@hazq.com

联系人：任思雨

执业证书号：S0010121060026

电话：18501373409

邮箱：rensy@hazq.com

联系人：张运智

执业证书号：S0010121070017

电话：13699270398

邮箱：zhangyz@hazq.com

相关报告

- 1.数据点评《出口略超此前预期，依旧维持高景气》2021-09-07
- 2.周观点《宽松退出缓慢，成长、周期可为》2021-09-05
- 3.数据点评《制造业需求延续放缓，大企业景气回落明显》2021-08-31

主要观点

● 事件：

8月PPI同比上涨9.5%，预期9.1%，前值为9.0%；环比上涨0.7%。8月CPI同比上涨0.8%，预期1.0%，前值为1.0%；环比上涨0.1%。

● PPI高位上行，年内高点预计在三季度

PPI高位上行，创年内新高。8月PPI同比上涨9.5%，同比涨幅创年内新高，较上月提高0.5个百分点。同比涨幅扩大主要是受煤炭、化工、钢材等价格上涨的影响。

PPI可能需到四季度才开启下行，9月、10月有望成为年内高点。①国际方面，美联储9月Taper预期减弱，原油、铜等国际大宗商品价格9月止跌反弹。②国内方面，煤炭紧缺的情况短期难以缓解，煤炭、焦煤、焦炭等品种价格或将继续上涨。③基数方面，9月、10月大宗商品价格基数阶段性回落，低基数推高PPI上行压力；进入四季度，大宗商品基数快速提高有望推动PPI同比涨幅回落。

● CPI依旧乏力，四季度有望开启上行

食品尤其是猪肉价格持续低迷，依然是CPI同比涨幅偏低的主要原因。8月CPI同比上涨0.8%，涨幅较上月下降0.2个百分点，同比增速连续三个月下行。按照大类分，四个大类中仅食品类8月同比下降4.1%，降幅较上月扩大0.4个百分点，其余非食品、消费品、服务类同比增长均为正，受疫情影响涨幅较上月有所回落。按8大分类来看，本月涨幅下降的0.2个百分点主要源自两个方面，交通和通讯对本月CPI正贡献较上月减少0.11个百分点，以及食品烟酒类对本月CPI负贡献绝对值较上月提高0.08个百分点。

四季度猪肉价格基数下降，有望推动CPI开启上行。①四季度猪肉价格基数开启下降，猪肉价格同比涨幅将大幅缩窄，有望不再拖累CPI涨幅。②四季度随着Delta疫情影响逐步消退，叠加中秋国庆双节传统消费旺季，服务类消费有望进一步提振，支撑CPI上行。③除燃料外，短期内PPI向CPI传导依旧不畅，原材料涨价从上游传导至下游尚需时日，后续随着消费需求的进一步恢复，上游价格有望逐步传导至下游。

● 风险提示

PPI向CPI传导超预期；对政策理解存在偏差；政策变化超预期等。

正文目录

1 PPI 高位上行，年内高点预计在三季度.....	3
2 CPI 依旧乏力，四季度有望开启上行.....	5

图表目录

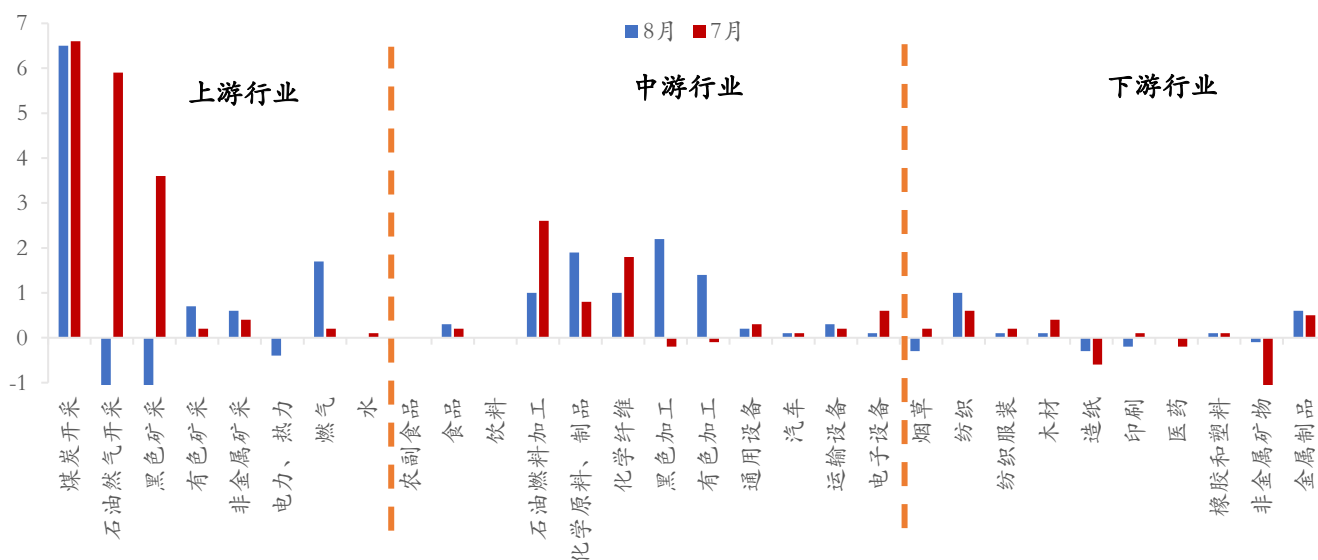
图表 1 PPI 环比上行较快的依旧集中在中上游，煤炭、燃气、黑色/有色加工、化学制品等 PPI 环比上行较快.....	3
图表 2 南华工业品指数 8 月末开启反弹.....	4
图表 3 LME 铜、布伦特原油 8 月底出现反弹.....	4
图表 4 蒙古国 9 月新增确诊继续攀升.....	4
图表 5 动力煤、焦炭 11 月合约价格依旧上行.....	4
图表 6 食品对 CPI 同比拖累依旧明显.....	5
图表 7 四季度猪肉价格（22 省市均价）基数将开启下行.....	5

8月PPI同比上涨9.5%，预期9.1%，前值为9.0%；环比上涨0.7%。8月CPI同比上涨0.8%，预期1.0%，前值为1.0%；环比上涨0.1%。

1 PPI高位上行，年内高点预计在三季度

PPI高位上行，创年内新高。8月PPI同比涨幅9.5%，涨幅较上月提升0.5个百分点。其中，新涨价因素较上月扩大0.8个百分点至7.7%，翘尾因素较上月下降0.3个百分点至1.7%。同比涨幅扩大主要是受煤炭、化工、钢材等价格上涨的影响。从环比看，原材料上游行业价格上涨，尤其是煤炭等黑色系商品价格高位上涨，依然是推动PPI上行的主要因素。PPI环比上行主要集中在上游的煤炭开采、有色/非金属矿采以及中游加工中的黑色加工、化学原料和制品、燃气等行业。其中，对澳煤禁运以及蒙古国受疫情影响煤炭进口，叠加用电高峰等影响，煤炭开采和洗选业出厂价格环比上涨6.5%，继续保持较高水平；进口天然气价格快速上涨，带动国内燃气生产和供应业出厂价格上涨1.7%，涨幅较上月扩大1.5个百分点。从同比看，价格涨幅超过20%的有8个行业，且与上月相同，分别为：煤炭开采和洗选业（57.1%）、黑色金属矿采选业（46.1%）、石油和天然气开采业（41.3%）、石油、煤炭及其他燃料加工业（35.3%）、黑色金属冶炼和压延加工业（34.1%）、化学原料和化学制品制造业（24.0%）、化学纤维制造业（24.0%）、有色金属冶炼和压延加工业（21.8%），上述行业合计拉动PPI约7.9个百分点，超过总涨幅的80%。

图表1 PPI环比上行较快的依旧集中在中上游，煤炭、燃气、黑色/有色加工、化学制品等PPI环比上行较快



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%

我们认为，PPI可能需到四季度才开启下行，9月、10月有望成为年内高点。

①国际方面，美联储9月宣布Taper预期减弱，国际大宗商品价格止跌反弹，PPI仍有上行压力。9月3日公布的美国非农数据大幅不及预期，在美联储主席鲍威尔

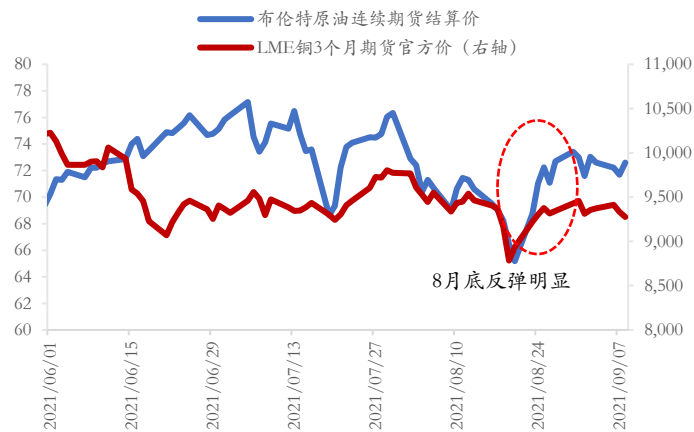
Jackson Hole 上表态决策依旧基于数据的情况下，市场对于美联储 9 月释放 Taper 信号预期有所减弱，美元流动性有望维持偏宽松，国际大宗商品价格止跌反弹。受此影响，9 月第一周国际原油、LME 铜、南华工业品指数等均出现反弹，如果 9 月美联储不宣布启动 Taper，那么在 11 月美联储议息会议之前，大宗商品价格反弹或将持续。②短期内国内煤炭短缺缓解概率低，煤炭、焦煤、焦炭等品种价格或将继续上涨。近期我国煤炭主要进口国之一的蒙古国新冠疫情加重，新增确诊人数仍在攀升。受此影响，中蒙边界煤炭出口或仍将保持较低速率。因此在澳煤禁运、全社会用电高峰、“双碳”目标的大背景下，煤炭短期供应缺口难以缓解。③基数效应助推三季度 PPI 成为年内高点。从基数看，9 月、10 月大宗商品价格基数阶段性回落，低基数推高 PPI 上行压力；进入四季度，大宗商品基数快速提高有望推动 PPI 同比涨幅回落。

图表 2 南华工业品指数 8 月末开启反弹

图表 3 LME 铜、布伦特原油 8 月底出现反弹



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：点



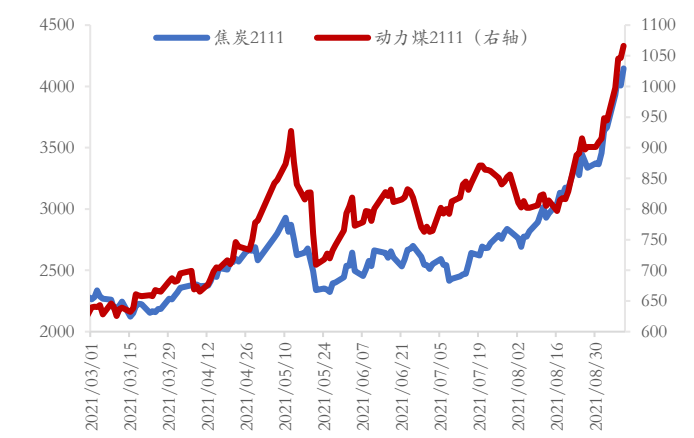
资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：美元/桶、美元/吨

图表 4 蒙古国 9 月新增确诊继续攀升

图表 5 动力煤、焦炭 11 月合约价格依旧上行



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：人



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：元/吨

2 CPI 依旧乏力，四季度有望开启上行

食品尤其是猪肉价格持续低迷，依然是 CPI 同比涨幅偏低的主要原因。8 月 CPI 同比涨幅 0.8%，涨幅较上月下降 0.2 个百分点，同比增速连续三个月下行，降幅较上个月。按照大类分，四个大类中仅食品类 8 月同比下降 4.1%，降幅较上月扩大 0.4 个百分点，其余非食品、消费品、服务类同比增长均为正，受疫情影响涨幅较上月有所回落。按 8 大分类看，本月涨幅下降的 0.2 个百分点主要源自两个方面，交通和通讯对本月 CPI 正贡献较上月减少 0.11 个百分点，以及食品烟酒类对本月 CPI 负贡献绝对值较上月提高 0.08 个百分点。食品烟酒同比下降 2%，下拉本月 CPI 月 0.58 个百分点，其中猪肉同比下降 44.9%，跌幅扩大 1.4 个百分点，下拉本月 CPI 约 1.09 个百分点；交通和通讯类价格同比上涨 5.9%，对本月 CPI 贡献约 0.6 个百分点，其中受国际原油高位运行影响，燃料为主要支撑，汽油和柴油价格分别上涨 22.7% 和 25.2%，涨幅有所收窄，但仍处于较高位置；教育文化娱乐类价格同比上涨 3%，涨幅较上月扩大 0.3 个百分点，对 CPI 贡献 0.41 个百分点左右。其中旅游服务价格受暑期出行需求增多影响同比增长 9.7%，涨幅较上月扩大 1.9 个百分点。

我们认为，四季度猪肉价格基数下降，有望推动 CPI 开启上行。①四季度猪肉价格基数开启下降，猪肉价格同比涨幅将大幅缩窄，有望不再拖累 CPI 涨幅。以 22 省市周均价处理为月度均价，9 月猪肉价格基数仍然较高，但 10、11 月基数逐步开启下行，叠加猪肉收储等政策效果有望逐步显现，预计四季度猪肉价格同比涨幅将大幅缩窄，有望不再拖累 CPI 涨幅。②疫情影响消退叠加中秋国庆双节，服务类价格有望继续提振。7 月、8 月受 Delta 变异株疫情、台风、洪水等自然灾害的扰动，国内消费需求较为疲软。而到了四季度随着 Delta 疫情影响逐步消退，叠加中秋国庆双节传统消费旺季，服务类消费有望进一步提振，支撑 CPI 上行。③除燃料外，PPI 向 CPI 传导依旧不畅。原材料涨价从上游传导至下游尚需时日，后续随着消费需求的进一步恢复，上游价格有望逐步传导至下游。

图表 6 食品对 CPI 同比拖累依旧明显

图表 7 四季度猪肉价格（22 省市均价）基数将开启下行

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_26390

