

2021年9月9日

【华西固收研究】黑色价格驱动 PPI 上行， 关注基建反弹空间

——8月通胀数据点评 20210909

事件概述：

9月9日统计局公布2021年8月通胀数据，CPI同比上涨0.8%，前值上涨1.0%；PPI同比上涨9.5%，前值上涨9.0%。

分析与判断：

► 核心CPI、服务CPI同比增速出现小幅回落

本月CPI的8个一级子项目中，六项同比增速提升，两项回落。

其中食品烟酒项同比下降2.0%，但由于8月鲜菜与蛋类价格较7月出现了较大的上涨，食品烟酒项环比增速小幅上行。食品烟酒同比下降依然受猪肉价格影响，供给持续增加叠加现阶段市场消费偏弱，猪肉价格继续保持下跌态势但降幅扩大的斜率有所放缓，CPI猪肉项同比下降44.9%，降幅较上月仅扩大1.4pct。7月28日国常会对稳定生猪产能作出部署，确保生猪供应和价格稳定；8月30日国家发改委再次启动生猪收储工作。虽然受政策影响上月猪价环比下降幅度已有收窄迹象，农业农村部也表示正在分省份对生猪产能进行调控，但由于政策落实的滞后性并且生猪出栏周期需要半年左右，预计生猪价格仍在低位徘徊可能性较大。由于疫情对出行以及服务业的冲击，其他用品及服务项同比增速也出现明显下降，降幅达3.9%。

8月，国际原油价格下跌带动国内汽油价格回落，交通工具用燃料价格同比增速有所下行，同比录得22.7%，较上月下降2.6pct。原油需求方面：德尔塔毒株在全球迅速蔓延、8月美国新增非农就业不及预期使全球经济增长预期下调、市场避险情绪上升，海外需求端修复将有所放缓。供给方面：9月1日，OPEC+表示继续保持现有的每月增加至多40万桶产量政策，并批准10月份的增产计划。如果增产政策执行顺利，明年9月OPEC+将恢复其在2020年削减的石油产量。根据目前供强需弱的结构来看，预计短期受疫情影响原油价格将继续保持震荡回落态势。

剔除掉食品和能源后的核心CPI同比录得1.2%，较上月回落0.1pct。结合服务CPI同比、环比增速也出现小幅回落来看，8月疫情复发对服务业的需求影响较大，机票与酒店价格同比增速也出现明显回落。建议关注未来疫情后续发展情况。

► 上、中、下游价格增速均出现不同程度上行

PPI 同比上涨 9.5%，较前月上升 0.5pct，刷新年内高点，增幅超出市场此前预期。生产资料价格同比上涨 12.7%，大幅上行 0.7pct，同样刷新年内高点；生活资料价格与 7 月持平，表明 8 月 PPI 的大幅上行依然主要源自于生产资料。

8 月，上、中、下游生产资料价格整体出现上行态势，但上游价格的上涨幅度明显超出了中、下游。上游采掘工业同比增速录得 41.8%，较上月提升 3.1pct，延续上涨趋势。采掘工业环比增速超季节规律上涨，使其 8 月受新涨价因素影响较大，约为 7.7 个百分点，较 7 月扩大 0.8 个百分点。

从细分行业来看，煤炭与化学原料及制品价格大幅上涨是 8 月 PPI 超预期的主要驱动因素。煤炭需求方面：尽管立秋后电厂煤炭日耗开始回落，但由于北方采暖季将至电厂陆续启动煤炭补库措施，需求端整体偏紧。**供给方面：**8 月 14 日柴达尔煤矿透水事件发生后，山西省对于煤矿生产管控趋严，叠加澳洲煤矿减产与进口限制，供给端仍较为紧张。**整体来看煤炭整体供需紧张格局并未改变，**8 月焦煤期货平均结算价则环比上涨 16.34%，同比增速达到 96.41%；动力煤期货平均结算价则环比上涨 0.48%，同比增速达 71.5%。**此外，“碳中和”政策对于新能源与光伏等行业的强势拉动也助推了上游化工原材料价格的大幅上涨，**8 月 PVC 期货平均结算价则环比上涨 2.43%，同比增速达到 41.5%。

不过，由于国际原油、铁矿石等大宗商品价格震荡回落格局短期将持续，并且政府煤炭保供工作也逐步开展，后续用煤紧缺状况或将出现逐步改善。8 月 26 日，国家发展改革委运行局已开始开展专题研究东北地区今冬明春采暖季煤炭保供工作。8 月 30 日，国家能源局调研组亦到内蒙古指导煤炭稳产保供工作。**整体来看，短期 PPI 走势将主要受煤炭价格影响，预计在煤价企稳后 PPI 将重新进入逐步回落趋势。**

图 1：煤炭开采与黑色金属冶炼加工价格大幅上涨（单位：%）

门类	行业	2021/01	2021/02	2021/03	2021/04	2021/05	2021/06	2021/07	2021/08
上游	石油和天然气开采业	-21.90	-6.40	23.70	85.80	99.10	53.60	48.00	41.30
	黑色金属矿采选业	22.20	29.40	34.70	38.30	48.00	52.60	54.60	46.10
	煤炭开采和洗选业	9.10	10.90	6.90	13.30	29.70	37.40	45.70	57.10
	有色金属矿采选业	9.70	9.70	13.30	15.70	16.70	16.80	14.80	11.60
	非金属矿采选业	1.10	1.00	0.80	0.90	2.00	2.50	3.00	3.70
中游	电气机械及器材制造业	-0.70	-0.30	1.00	2.90	4.50	5.40	5.90	-
	专用设备制造业	-0.60	-0.40	-0.40	-0.30	0.20	0.10	0.50	-
	仪器仪表制造业	-0.50	-0.50	-0.10	-0.50	-0.40	-0.80	-0.30	-
	黑色金属冶炼及压延加工业	9.90	14.10	21.50	30.00	38.10	34.40	33.00	34.10
	石油、煤炭及其他燃料加工业	-9.00	-0.50	13.90	23.80	34.30	36.10	35.40	35.30
	有色金属冶炼及压延加工业	8.90	12.10	21.30	26.90	30.40	27.80	23.50	21.80
	化学原料及化学制品制造业	1.20	4.00	11.40	17.50	20.90	20.30	21.30	24.00
	化学纤维制造业	-4.00	-0.20	10.50	17.70	18.40	17.00	20.90	24.00
	金属制品业	1.10	2.00	3.50	5.10	7.00	7.50	7.90	8.40
	橡胶和塑料制品业	-1.00	-0.50	1.20	2.60	3.20	3.40	3.90	4.20
	非金属矿物制品业	-2.40	-2.50	-1.70	0.70	2.40	2.50	2.30	2.60
	通用设备制造业	-0.10	-0.20	0.20	0.50	0.90	1.40	1.70	2.00
	木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	-0.20	0.10	0.10	0.40	0.80	0.80	1.20	1.40
	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	0.60	-0.10	0.00	-0.10	0.40	0.40	0.60	0.80
	下游	废弃资源综合利用业	3.20	8.10	15.20	20.60	24.70	21.90	19.00
文教、工美、体育和娱乐用品制造业		2.70	1.70	2.40	2.80	2.80	1.70	1.60	-
燃气生产和供应业		0.30	0.80	1.80	2.40	2.20	3.50	3.60	5.60
家具制造业		-0.40	-0.60	-0.30	-0.10	0.00	-0.60	-0.10	-
皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业		-1.60	-1.60	-1.30	-0.80	-0.60	-0.70	-0.30	-
金属制品、机械和设备修理业		0.50	-0.20	-0.70	-1.10	-0.40	-0.90	-0.50	-
造纸及纸制品业		-0.50	1.00	2.30	5.00	7.40	7.80	6.30	5.70
农副食品加工业		4.40	4.90	5.60	5.00	5.60	4.30	3.50	2.90
纺织业		-2.60	-1.90	0.10	1.70	2.90	3.80	5.20	6.60
酒、饮料和精制茶制造业		1.60	1.70	2.00	2.00	1.90	1.90	1.80	1.40
食品制造业		0.40	0.70	0.80	1.20	1.60	1.50	1.60	1.90
水的生产和供应业		0.20	0.40	0.90	1.00	1.10	1.40	1.40	1.30
印刷业和记录媒介的复制		-1.10	-1.00	-0.60	-0.30	0.80	0.90	1.20	1.00
烟草制品业		0.60	0.50	0.40	0.40	0.50	0.70	0.60	0.60
纺织服装、服饰业		-1.30	-1.20	-0.50	-0.20	-0.30	-0.40	-0.20	0.10
电力、热力的生产和供应业	-1.80	-1.40	-0.80	-0.50	-0.50	-0.70	-0.30	-0.30	
汽车制造业	-0.60	-0.90	-0.80	-0.80	-0.70	-0.40	-0.50	-0.30	
医药制造业	0.20	0.00	-0.30	-0.70	-0.80	-0.90	-0.90	-0.70	
计算机、通信和其他电子设备制造业	-1.80	-2.00	-1.80	-1.40	-0.80	-0.60	0.30	0.70	

资料来源：Wind，华西证券研究所

投资策略：通胀压力非核心变量，关注信用端政策的边际变化

8月PPI同比上行幅度超出市场预期，但通胀数据发布后利率仅出现小幅上行后便开始回落，表明PPI已不是市场交易关注的核心因素。10年期国债活跃券收益率短暂上行0.5BP，10年期国债期货主力合约小幅下跌0.03%。除PPI再次刷新年内高点外，8月通胀数据基本符合市场预期：一方面，虽然PPI增速再次超预期，但对于煤炭与化工材料价格的暴涨此前市场已有所感受，市场或已对PPI上行存在一定程度预期；另一方面，核心CPI和服务CPI的回调也符合8月受疫情冲击后市场对服务业恢复不乐观预期。整体而言，海外疫情复发使国际大宗商品价格出现整体回落，通胀输入压力减小，国内政策调控加码预计猪肉与黑色价格将逐步企稳，未来通胀总体压力不大。

尽管8月PPI价格上涨幅度超出此前预期，但我们仍然维持此前的判断——即通胀不会构成后续利率债市场的风险点。受疫情影响国内消费需求整体仍疲软，德尔塔病毒的传播更造成国际大宗商品价格的整体回落，在能源价格企稳后，PPI预计仍将保持趋势性回落。

然而由于下半年专项债提速铁道债增量，供给压力将增加；9月7日央行在国务院政策例行吹风会上的发言在一定程度上对市场此前二次降准预期产生冲击，市场可能会开始逐渐修正对货币政策过于乐观的判断。除此之外，近期关于理财底层投资产品的监管指导频出，叠加2021年底资管新规即将到期可能带来的部分债券抛售风险，建议关注近期银行监管政策带来的市场交易结构变化以及下半年债券发行增量带来供给压力，短期警惕利率债震荡回调风险。预计下半年专项债将提速发行并且铁道债也有增量，然而由于城投融资政策虽有边际放松，但整体仍然偏紧，基建投资落地渠道尚不畅通。综上，预计基建投资可能会迎来反弹，但反弹空间取决于信用政策的边际变化，如信用政策不进行适度放松，基建反弹的空间可能较为有限。

风险提示

疫情发展存在不确定性。

【华西固收研究】2021年8月通胀数据一览

联系人：樊信江/颜子琦/孙嘉伦/张伟/杨锦明/李美雍

图1: CPI同比上涨0.8%, PPI同比上涨9.5%

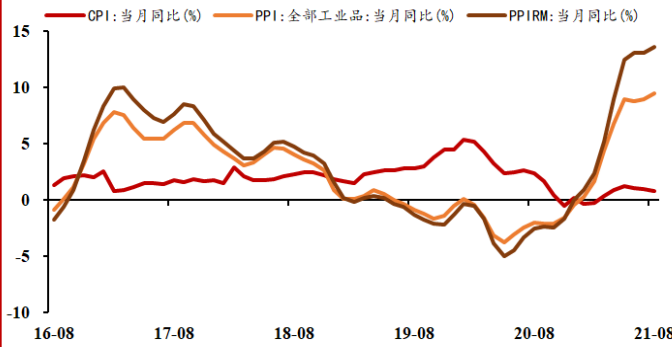


图2: CPI、PPI环比增速分别提升0.1、0.7pct

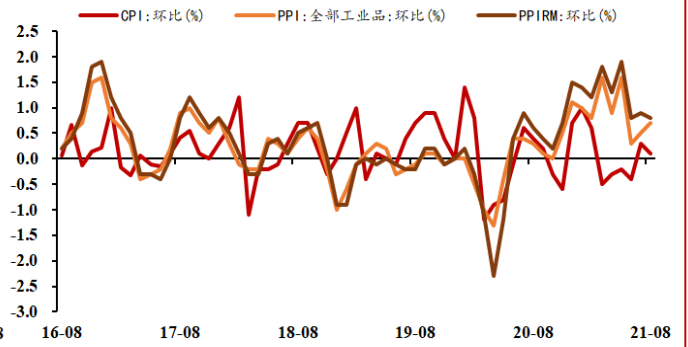


图3: CPI食品项同比增速下行态势有所企稳, 回落0.4pct

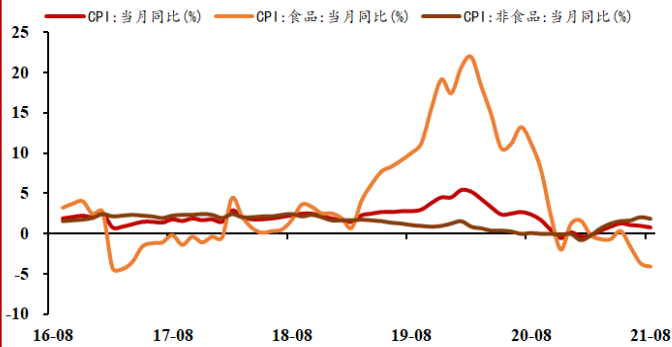


图4: 交通工具用燃料涨幅开始回落

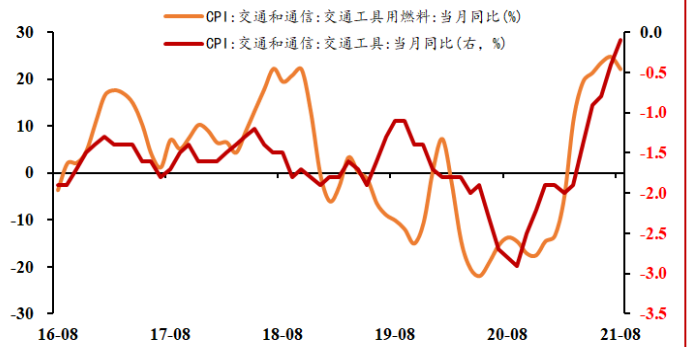


图5: 核心CPI同比增速录得1.2%, 下行0.1pct

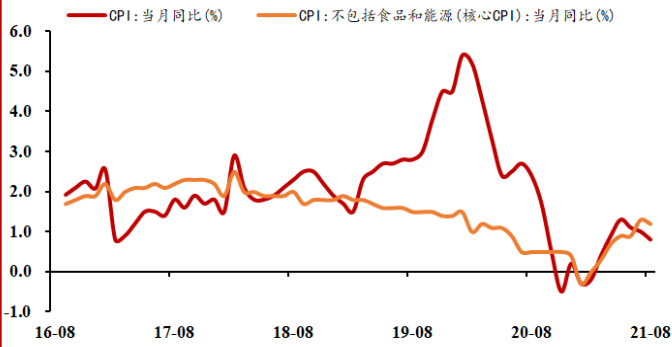


图6: 猪肉项同比录得-44.9%, 降幅仅扩大1.4pct

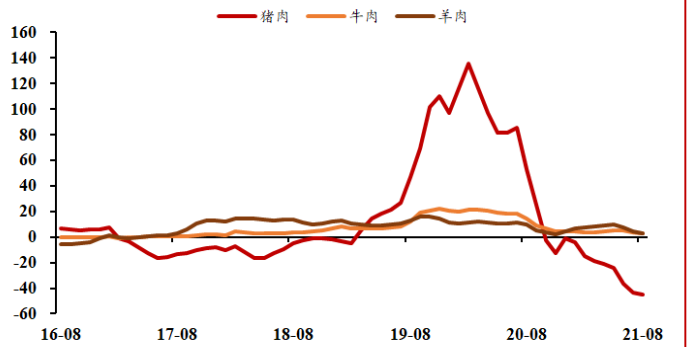
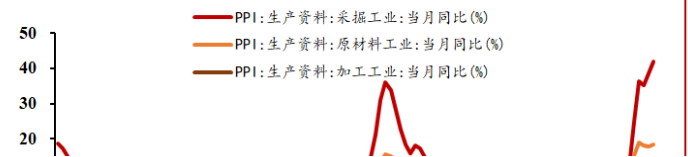


图7: 生产资料同比增速大幅上行0.7pct、生活资料维持上月水平



图8: 采掘工业同比增速大幅上行



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_26394



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>