证券研究报告

宏观研究

点评报告

解运亮　宏观分析师
执业编号：S1500521040002
联系电话：010-83326858
邮　箱：xieyunliang@cindasc.com

肖张羽　宏观研究助理
联系电话：+86 15502128053
邮　箱：xiaozhangyu@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编：100031

9.5%可能仍然不是今年 PPI 的最高点

2021 年 9 月 9 日

摘要：

在 5 月的报告《5 月份不一定是 PPI 的年内高点，高点也许还在后面》中，我们提示了 PPI 同比有进一步走高的可能性。本月 PPI 同比录得 9.5%，验证了当时的推断。现在我们再次预测 9.5%可能仍然不是今年 PPI 的最高点，年内 PPI 有再创新高的可能性。

- **CPI 和核心 CPI 均回落。**8 月 CPI 同比上涨 0.8%，涨幅比上月回落 0.2 个百分点；环比上涨 0.1%，涨幅比上月回落 0.2 个百分点。核心 CPI 同比上涨 1.2%，涨幅比上月回落 0.1 个百分点。食品价格由跌转涨，在多地散发疫情、汛情及高温天气的影响下，鲜菜和鸡蛋价格大幅上升。猪肉价格降幅逐月收窄，继上月环比降幅大幅收窄至 1.9%后，本月降幅为 1.4%。非食品价格由升转降，一是 8 月国际原油价格整体较 7 月下行，带动汽油和柴油价格下调；二是受疫情影响，飞机票和宾馆住宿等出行类服务消费受到抑制，导致旅游价格涨幅收窄。

- **PPI 同比再创年内新高。**PPI 上涨 9.5%，涨幅比上月扩大 0.5 个百分点。从环比看，PPI 上涨 0.7%，涨幅比上月扩大 0.2 个百分点。原油、煤炭的带动下，中上游 PPI 保持上行动能。黑色、有色金属冶炼价格也在需求的支撑下由降转涨。中下游 PPI 涨幅小幅扩大，其中代表下游制造业的 PPI 加工工业价格明显改善。

- **9.5%可能仍然不是今年 PPI 的最高点，未来两个月 PPI 同比可能会再创新高。第一，未来两个月 PPI 基数较低，为 PPI 冲高创造了条件。**按照公式，PPI 当月同比=上月同比+本月环比-去年同期环比，我们可以判断，如果 9 月份的 PPI 环比增速高于去年 9 月环比，那么 9 月 PPI 同比将会超过 8 月水平。去年 9 月份 PPI 环比增速为 0.1%，10 月份增速为 0.0%，意味着未来的两个月，PPI 基数处于较低水平。**第二，大宗商品价格预计维持高位。**长期来看，新冠疫苗接种率的增长以及全球需求的持续复苏，9、10 月预计原油价格将继续高位震荡。国内方面，由于环保限产力度持续趋严，煤价大幅下跌的可能性不大。8 月作为基建投资前瞻指标的建筑业 PMI 景气度回升，基建投资将带动钢铁需求，对价格形成支撑。**第三，出口韧性较强，将拉动下游制造业价格上涨。**2020 年开始，出口金额与下游制造业 PPI 的关联性出现了显著的加强，我们推测其原因在于疫情后我国凭借稳定的全球供应链，增加了出口订单的粘性，并获得了更强的议价能力。8 月出口环比大幅上升，预计带动下游制造业价格上涨。

- **企业利润将进一步向中上游倾斜。**未来两个月随着 PPI 保持在高位，甚至进一步走高，我们认为企业利润将进一步向中上游倾斜，周期板块盈利有望在三季度继续超预期。

- **风险因素：**疫情变异导致疫苗失效；国内政策超预期等。

目 录

一、CPI 和核心 CPI 均回落 3
二、PPI 同比再创年内新高 4
三、9.5%可能仍然不是今年 PPI 的最高点 5
风险因素 7

图 目 录

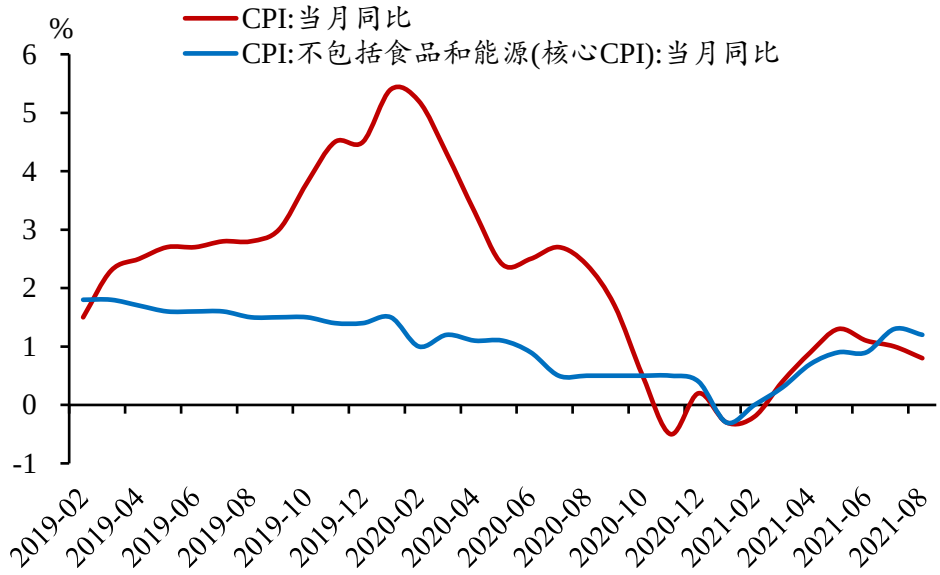
图 1：CPI 和核心 CPI 同比均回落 3
图 2：环比来看，CPI 八大分项有六项低于季节性水平 3
图 3：PPI 同比再创年内新高 4
图 4：中上游 PPI 环比涨幅对比中下游环比涨幅 5
图 5：9 月、10 月 PPI 基数较低 5
图 6：2020 年以来，出口金额与下游制造业 PPI 走势的同步性较强 6
图 7：中上游利润占比持续上升 7

一、CPI 和核心 CPI 均回落

CPI 环比、同比涨幅回落。8 月 CPI 同比上涨 0.8%，涨幅比上月回落 0.2 个百分点，去年价格变动的翘尾影响约为 0.2 个百分点，比上月回落 0.3 个百分点；新涨价影响约为 0.6 个百分点，比上月扩大 0.1 个百分点。从环比看，CPI 上涨 0.1%，涨幅比上月回落 0.2 个百分点。

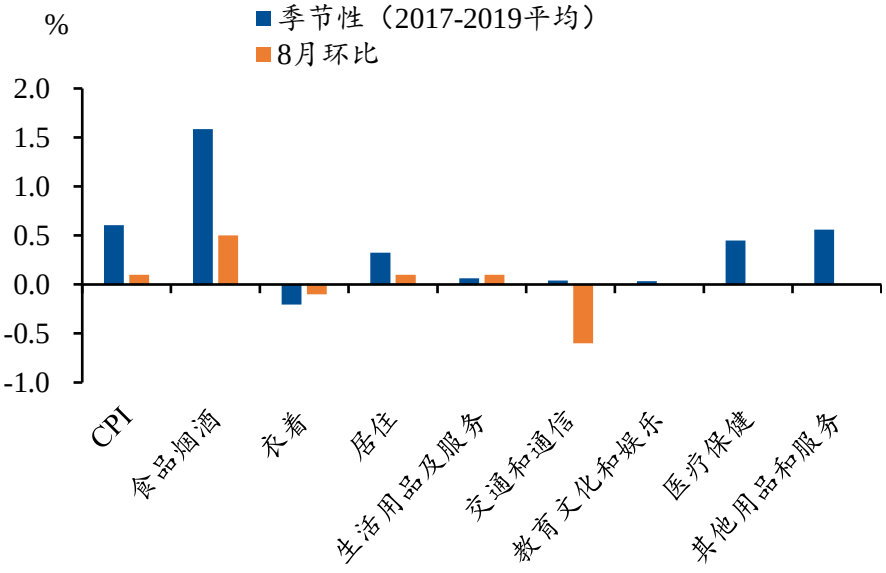
扣除食品和能源价格的核心 CPI 同比上涨 1.2%，涨幅比上月回落 0.1 个百分点。分项来看，衣着、生活用品和服务好于季节性，交通和通信、医疗保健环比大幅低于季节性水平，对核心 CPI 的反弹形成拖累。

图 1：CPI 和核心 CPI 同比均回落



资料来源:万得，信达证券研发中心

图 2：环比来看，CPI 八大分项有六项低于季节性水平



资料来源:万得，信达证券研发中心

食品价格由跌转涨，疫情和极端天气导致部分食品价格大幅上升。8 月食品价格环比由上月下降 0.4%转为上涨 0.8%，主要拉动项为鲜菜与蛋类。在多地散发疫情、汛情及高温天气的影响下，鲜菜和鸡蛋价格分别上涨 8.6%和 8.4%，涨幅比上月分别扩大 7.3 和 7.4 个百分点。猪肉价格降幅逐月收窄，继上月环比降幅大幅收窄至 1.9%后，

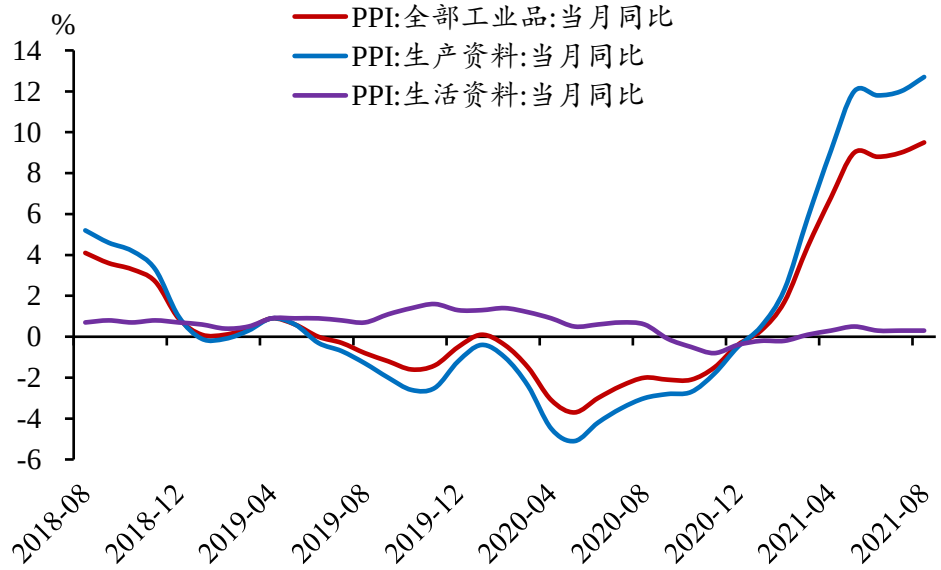
本月降幅为 1.4%。水产品是另一个拖累项，8 月水产品大量上市，淡水鱼和虾蟹类价格分别下降 3.3%和 4.0%，导致水产品由上月的持平转为环比下降 2.3%。

非食品方面，油价下行，交通通信价格承压。8 月非食品价格由上月上涨 0.5%转为下降 0.1%。分项来看，一是 8 月国际原油价格宽幅震荡，整体较 7 月下行，带动汽油和柴油价格下调，交通工具燃料价格环比下降 1.3%，上月为上涨 3.4%；二是受疫情影响，飞机票和宾馆住宿等出行类服务消费受到抑制，导致旅游价格涨幅收窄，上月为上涨 7.3%，本月仅上涨 0.2%。另外，衣着价格环比下降 0.1%，降幅收窄 0.3 个百分点。

二、PPI 同比再创年内新高

8 月 PPI 同比再创年内新高。PPI 上涨 9.5%，涨幅比上月扩大 0.5 个百分点。其中，生产资料价格上涨 12.7%，涨幅扩大 0.7 个百分点；生活资料价格上涨 0.3%，涨幅与上月相同。从环比看，PPI 上涨 0.7%，涨幅比上月扩大 0.2 个百分点。其中，生产资料价格上涨 0.9%，涨幅扩大 0.3 个百分点；生活资料价格持平。

图 3：PPI 同比再创年内新高

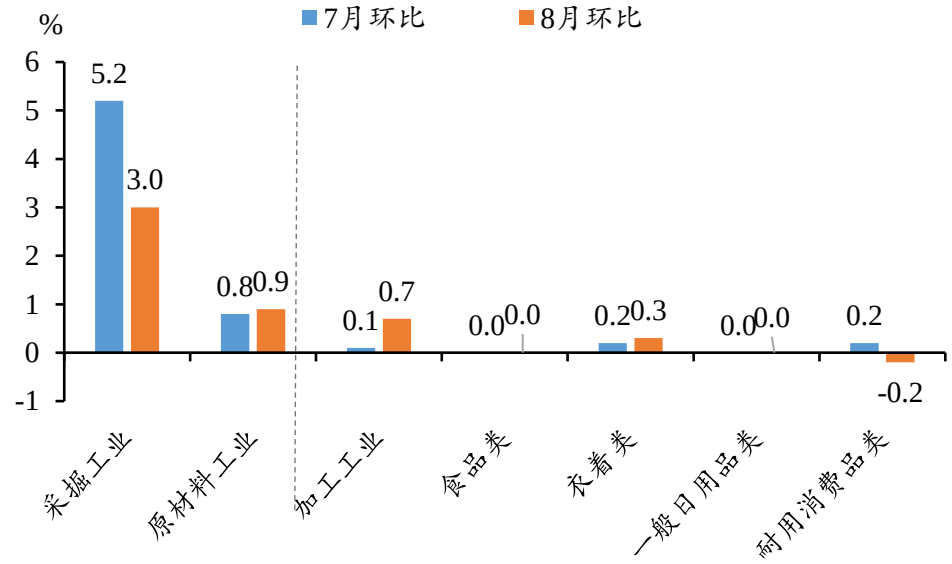


资料来源:万得，信达证券研发中心

原油、煤炭的带动下，中上游 PPI 保持上行动能。PPI 采掘工业环比 3.0%，涨幅较上月收窄 2.2%，原材料工业环比 0.9%，涨幅较上月扩大 0.1%。受需求旺盛叠加环保政策限产的影响，煤炭开采和洗选业价格上涨 6.5%。原油价格高位震荡，推动相关中下游行业价格继续上涨，化学原料和化学制品制造业价格上涨 1.9%，涨幅较上月扩大 1.1 个百分点。黑色金属冶炼和压延加工业、有色金属冶炼和压延加工业价格均由降转涨，分别上涨 2.2%和 1.4%，上月分别为下降 0.2%、0.1%。

中下游 PPI 涨幅小幅扩大。代表下游制造业的 PPI 加工工业环比上涨 0.7%，涨幅较上月上升 0.6 个百分点。下游消费品 PPI 环比基本持平，食品、衣着、一般日用品、耐用消费品环比增速分别为 0%、0.3%、0%、-0.2%，前期分别为 0%、0.2%、0%、0.2%。其中纺织业价格受到海外疫情蔓延，防疫相关出口需求回暖的影响，本月小幅回升。

图 4：中上游 PPI 环比涨幅对比中下游环比涨幅



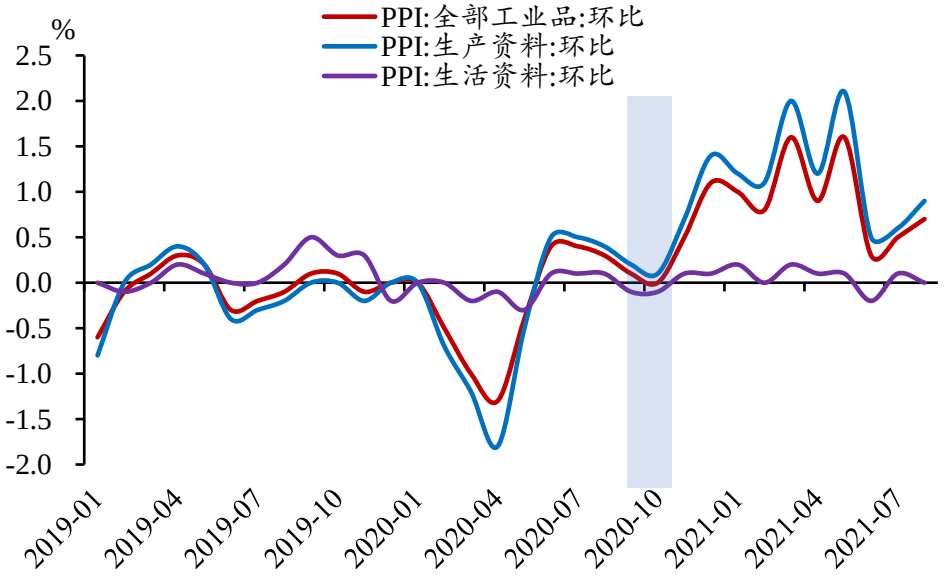
资料来源:万得，信达证券研发中心

三、9.5%可能仍然不是今年 PPI 的最高点

我们认为，9.5%可能仍然不是今年 PPI 的最高点，未来两个月 PPI 同比可能会再创新高。

第一，未来两个月 PPI 基数较低，为 PPI 冲高创造了条件。按照公式，PPI 当月同比=上月同比+本月环比-去年同期环比，我们可以判断，如果 9 月份的 PPI 环比增速高于去年 9 月环比，那么 9 月 PPI 同比将会超过 8 月水平。去年 9 月份 PPI 环比增速为 0.1%，10 月份增速为 0.0%，意味着未来的两个月，PPI 基数处于较低水平。再看近期 PPI 环比增速的情况，自 2021 年来，PPI 环比增速最低为 6 月份的 0.3%，其余月份涨幅均高于 0.5%，但具体 PPI 走势如何，还要考虑两个因素，大宗商品价格和出口。

图 5：9 月、10 月 PPI 基数较低



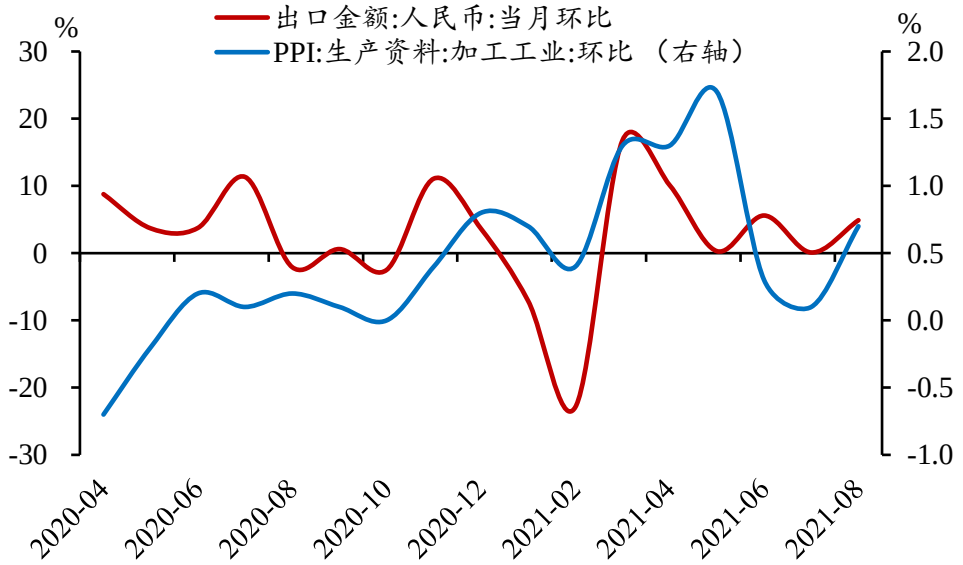
资料来源:万得，信达证券研发中心

第二，大宗商品价格预计维持高位。先看与 PPI 关系最为紧密的原油价格。8 月 20 日当周，因德尔塔病毒蔓延导致部分国家实施新封锁措施、美元走强等因素，国际油价连续下跌。随后由于飓风“艾达”登陆美国以及墨西哥国家石油公司发生事故影响供给端，叠加 8 月 27 日美联储称今年不急于加息，稳定市场情绪，原油价格快速反弹。长期来看，考虑到新冠疫苗接种率的增长以及全球需求的持续复苏，9、10 月预计原油价格将继续高位震

荡。国内方面，尽管夏季用煤高峰期已过，但是由于环保限产力度持续趋严，煤价大幅下跌的可能性不大。下半年基建投资有望逐步发力，并在年底之前形成实物工作量。8 月作为基建投资前瞻指标的建筑业 PMI 景气度回升，说明基建投资蓄势待发。基建投资将带动钢铁需求，对钢铁价格形成支撑。总体来看，9、10 月，大宗商品价格将维持在高位。

第三，出口韧性较强，将拉动下游制造业价格上涨。疫情冲击使得海外供给的修复进程受阻，中国出口的替代效应再次凸显，部分订单转移到中国，带动我国出口同比高增长。8 月出口同比增长 23.6%，大超预期，证实了我国出口的韧性。长期来看，我国出口金额与下游制造业 PPI 走势的同步性并不明显。但是 2020 年开始，两者的关联性出现了显著的加强，我们推测其原因在于疫情后我国凭借稳定的全球供应链，增加了出口订单的粘性，并获得了更强的议价能力。8 月出口环比大幅上升 4.9%，较上月扩大 4.8 个百分点，预计带动下游制造业价格上涨。本月海外防疫需求增长，引起 PPI 衣着类价格上涨也是相同的逻辑。

图 6：2020 年以来，出口金额与下游制造业 PPI 走势的同步性较强



资料来源:万得，信达证券研发中心

企业利润将进一步向中上游倾斜。今年以来，伴随 PPI 的持续上行，中上游利润占比从年初的 45.4%上升至 7 月的 48.8%，显著高于疫情前的水平。未来两个月随着 PPI 保持在高位，甚至进一步走高，我们认为企业利润将进一步向中上游倾斜，周期板块盈利情况有望在三季度继续超预期。

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_26423