

宏观点评报告

2021 年 9 月 9 日

CPI 平稳 供给侧带动 PPI 上行 PPI 走低需要政策配合

2021 年 8 月通胀点评

核心内容：

- **通胀环比小幅上行，主要是食品价格带动的，非食品价格回落**（1）蔬菜价格季节性走高；（2）原油价格走低使得 8 月份发改委调低了成品油价格，带动交通通信价格下行；（3）其他用品及服务价格大幅走低，新冠疫情使得封锁加码，服务业走低，其他用品和服务业受创最多。从食品价格来看，猪肉仍然在下行阶段，蔬菜夏季上行，其他食品价格平稳。从非食品价格来看，冲击性因素仍然占主要部分，原油下行带动了燃料价格的走低，新冠疫情再次冲击经济生活。
- **蔬菜正常波动，猪肉仍然弱势** 8 月份仍然是猪肉消费的淡季，加上猪肉价格反弹乏力使得养猪户观望情绪减弱，生猪出栏大增，8 月份猪肉价格仍然走低，部分地区猪肉价格已经跌破成本价，预计猪肉价格 9-10 月份才能企稳。8 月份蔬菜价格波动上行，天气炎热和暴雨交替进行，影响了蔬菜价格。但总体来看，8 月份蔬菜价格涨幅仍然与往年相似，从天气情况来看，9 月份蔬菜价格仍然会有小幅上行。
- **通胀全年温和** 2021 年 9 月份翘尾影响 0.6%，预计新涨价因素上行，CPI 同比增速约在 0.89% 左右。我们预计 2021 年 CPI 预计在 0.8% 左右。**疫情后我国消费增速回升速度低于预期**，而消费增速的缓慢使得物价上升较为困难。**我国未来经济面临的主要问题是有效需求不足，这是我国转型经济的主要问题**。扩大有效需求需要解决分配的问题，也就是减少全社会贫富分化，这仍然需要时间。新经济带来的新需求也需要时间发酵。
- **全球通胀仍然受物流影响，通胀走高带有一次性因素** 全球通胀处于高水平状态，但通胀仍然是一次性因素。但受到物流影响，高通胀持续的时间可能较长。发展中国家承受更大的压力。
- **煤炭带动 PPI 走高，供给侧影响出厂价格** 8 月份全国工业生产者出厂价格（PPI）同比 9.5%，环比上行 0.7%。2021 年翘尾水平预计达到 6.0%，低基数以及能源等大宗商品的上行带来了 PPI 走高。

原油平均价格 8 月份小幅回落，螺纹钢、热卷价格基本平稳，铁矿石价格大幅下滑，煤炭类产品价格大幅上涨，采掘类产品出厂价格本月大幅上行。8 月份 PPI 各行业变化显示采掘类商品上行最快，而原材料类和加工类商品出厂价格也持续走高。上游行业价格走高直接拉高中游和下游产品出厂价格，带来了 PPI 的上行。

由于煤炭等黑色类产品价格上行是供给侧改革带来的，是强行的关停产能以及禁止进口的影响。而供给侧改革受到政策影响较大，现阶段决策层没有扭转政策的举动，加之冬季限产以及冬奥会临近下需要环保持续高压，黑色系产品价格仍然处于易涨难跌的状态。

预计 9 月份 PPI 环比小幅上行，9 月份 PPI 翘尾水平达到 9.1%，4 季度 PPI 水平在 9% 以上，预计全年 PPI 水平在 7.2% 左右。

分析师

许冬石

☎：(8610) 8357 4134

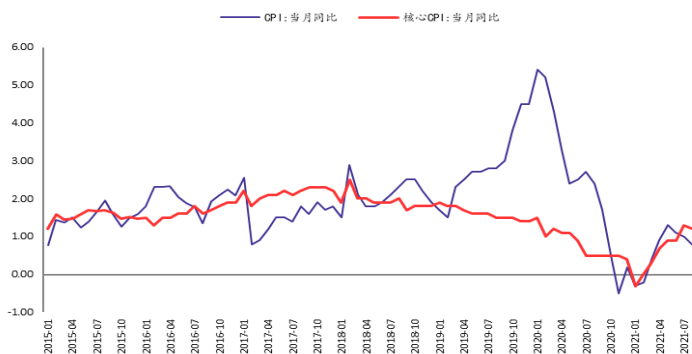
✉：xudongshi@chinastock.com

分析师登记编码：S0130515030003

一、物价走势较为平稳

CPI 环比上行，核心 CPI 小幅回落，受到翘尾影响 8 月份 CPI 同比小幅走低。8 月份全国居民消费价格同比增速 0.8%，低于市场预期 1.0%。8 月份 CPI 环比上行 0.1%；其中食品价格环比下行 0.8%，非食品价格下行 0.1%。核心 CPI 同比增速 1.2%，环比平稳，核心 CPI 小幅回落。

图 1：CPI 同比小幅下行 (%)



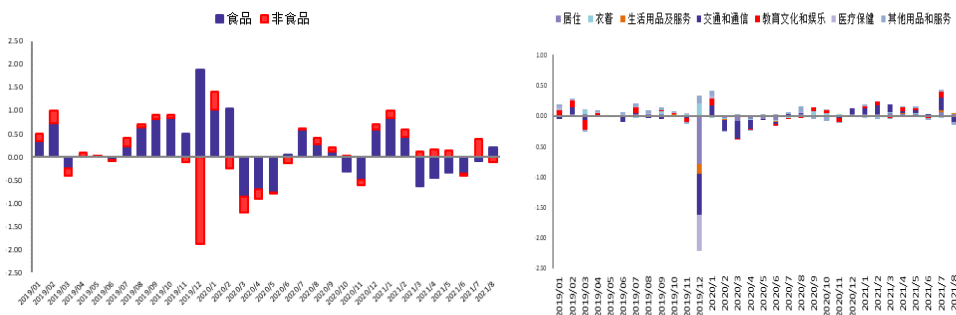
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

本月 CPI 翘尾水平 0.7%，与上个月基数水平持平。通胀环比小幅上行，主要是食品价格带动的，非食品价格回落：(1) 蔬菜价格季节性走高，8 月份受到天气影响蔬菜生长缓慢，运输成本上行，蔬菜价格上行 8.0%；(2) 交通工具用燃料下行，原油价格走低使得 8 月份发改委调低了成品油价格，带动交通通信价格下行 0.6%；(3) 其他用品及服务价格大幅走低，新冠疫情使得封锁加码，服务业走低，其他用品和服务业受创最多。

从食品价格来看，猪肉仍然在下行阶段，蔬菜夏季上行，其他食品价格平稳。8 月份猪肉价格下行 1.4 个百分点，下行幅度减弱。蔬菜价格上行 8.0 个百分点，波动在正常范围。

从非食品价格来看，冲击性因素仍然占主要部分，原油下行带动了燃料价格的走低，新冠疫情再次冲击经济生活。原油价格高位回落，但 9 月份受到美国飓风影响再次走高，原油价格处于震荡状态。新冠疫情下出行限制再加码，旅游价格冲击暂时没有显现，但其他服务和产品价格走低。

图 2：食品和非食品价格对 CPI 的拉动 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

二、蔬菜正常波动，猪肉仍然弱势

猪肉出栏量增速拐点已现，生猪出栏量整体回升，春节期间集中出栏，加之需求上行速度缓慢，使得猪肉价格在春节后迅速下行。从供给上来看，2020 年生猪出栏 5.2 亿头，我们预计与消费均衡数量上仍然有 5000 万头左右的缺口，而以猪周期 4 年的时间来计算，未来两年猪肉都是补库存增产能阶段，预计到 2022 年生猪产能才会有所恢复。需求方面，由于我国生猪需求进入淡季，加上新冠疫情下居民收入增长趋缓，猪肉价格持续下行。

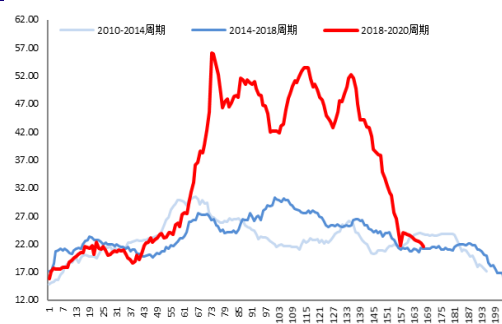
8 月份仍然是猪肉消费的淡季，加上猪肉价格反弹乏力使得养猪户观望情绪减弱，生猪出栏大增，8 月份猪肉价格仍然走低，部分地区猪肉价格已经跌破成本价，预计猪肉价格 9 月份才能企稳。

图 3：生猪存栏增速（%）



资料来源：统计局，中国银河证券研究院整理

图 4：三轮猪周期生猪价格对比（元/公斤）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

8 月份蔬菜价格波动上行，天气炎热和暴雨交替进行，影响了蔬菜价格，使得蔬菜价格提前进入了季节性行情。8 月份开始天气炎热加剧，蔬菜进入生长缓慢阶段，同时炎热的天气不利于蔬菜的运输和保存，加剧蔬菜价格上行。8 月份开始的重新封锁也为企业雇佣带来困难，侧面上抬高了蔬菜价格。但总体来看，8 月份蔬菜价格涨幅仍然与往年相似，从天气情况来看，9 月份蔬菜价格仍然会有小幅上行。

图 5：蔬菜价格指数较为平稳（%）



资料来源：寿光蔬菜网，中国银河证券研究院整理

图 6：月度蔬菜价格变动（%）



资料来源：统计局，中国银河证券研究院整理

三、通胀全年温和

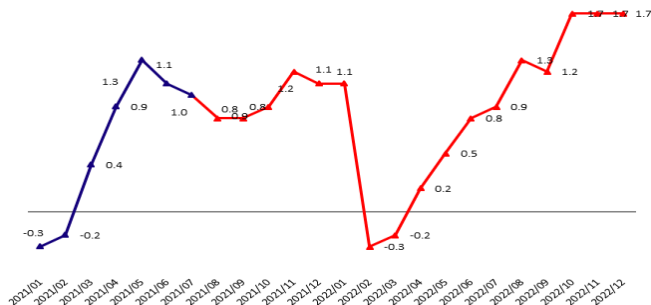
8 月份 CPI 环比小幅上行，食品价格走高，非食品价格小幅回落，蔬菜价格带动食品价格上涨，而冲击性因素原油和新冠疫情带动了非食品价格回落，总体物价波动幅度仍然较弱。核心通胀小幅回落，其走高的可能性较小，我国通胀仍然处于低水平。可以看到，疫情后我国消费增速回升速度低于预期，而消费增速的缓慢使得物价上升较为困难。未来尽管经济在回升过程中，但物价翘尾水平会持续下行，2021 年 1 季度是低点，下半年物价较为稳定。服务类价格有上行，消费品价格稳定，未来 CPI 低位运行。

工业品价格上行向消费品传导仍然有困难，在工资涨幅较低的情况下，消费者很难接受价格上行。现阶段工业品价格上行创出新高，而产业链传导上来看白色家电价格上行，但是最顺畅的房地产-房租链条变动不大，工业品价格传输就较为困难。

我国未来经济面临的主要问题是有效需求不足，这是我国转型经济的主要问题。扩大有效需求需要解决分配的问题，也就是减少全社会贫富分化，这仍然需要时间。新经济带来的新需求也需要时间发酵，在我国有效需求未恢复之前，CPI 全面上行概率很小，预计在未来 2-3 年左右 CPI 可能低位运行。

2021 年 9 月份翘尾影响 0.6%，预计新涨价因素上行，CPI 同比增速约在 0.8% 左右。我们预计 2021 年 CPI 预计在 0.8% 左右。

图 7：2021-2022 年 CPI 预测 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

四、煤炭带动 PPI 走高，供给侧影响价格

工业生产者价格 (PPI) 小幅回落，生产资料价格继续走高。8 月份全国工业生产者出厂价格 (PPI) 同比 9.5%，环比上行 0.7%。2021 年翘尾水平预计达到 6.0%，低基数以及能源等大宗商品的上行带来了 PPI 走高。

原油平均价格 8 月份小幅回落，螺纹钢、热卷价格基本平稳，铁矿石价格大幅下滑，煤炭类产品价格大幅上涨，采掘类产品出厂价格本月大幅上行。原油仍然有需求支持，同时 OPEC+ 持续限产给与市场信心，加之 9 月份美国飓风影响了产量，原油价格短暂回调后继续上行。黑色系产品出现分化，铁矿石大幅下跌显示钢铁企业限产减产预期，螺纹钢和热卷价格基本平稳。8 月受到进口以及环保限产，发改委回头看影响，焦炭价格大幅上行，带动了焦煤价

格走高。8月采掘类价格环比上行3.0%，8月份铁矿石价格下跌带动黑色金属矿下跌1.5%，煤炭开采和洗选业上行6.5%，石油和天然气开采业价格下行1.2%。而黑色金属和有色金属洗选业8月份出厂价格环比分别上行2.2%和1.4%。

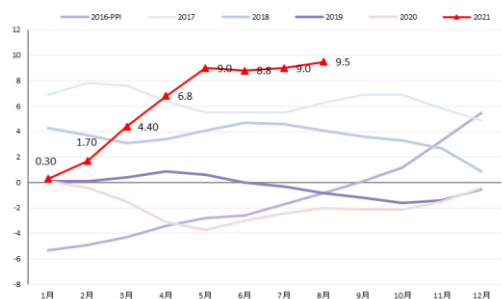
8月份PPI各行业变化显示采掘类商品上行最快，而原材料类和加工类商品出厂价格也持续走高。上游行业价格走高会直接拉高中游和下游产品出厂价格，带来了PPI的上行。

由于煤炭等黑色类产品价格上行是供给侧改革带来的，是强行的关停产能以及禁止进口的影响。而供给侧改革受到政策影响较大，现阶段决策层没有扭转政策的举动，加之冬季限产以及冬奥会临近下需要环保持续高压，黑色系产品价格仍然处于易涨难跌的状态。

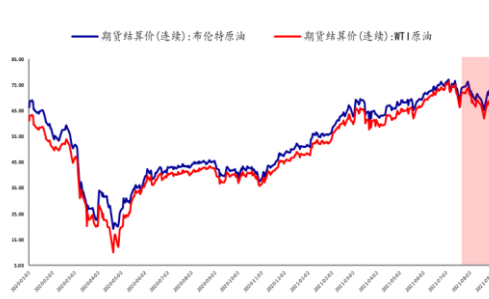
预计9月份PPI环比小幅上行，9月份PPI翘尾水平达到9.1%，4季度PPI水平在9%以上，预计全年PPI水平在7.2%左右。

图8：8月份PPI同比上行（%）

图9：原油期货价格上行（美元/桶）



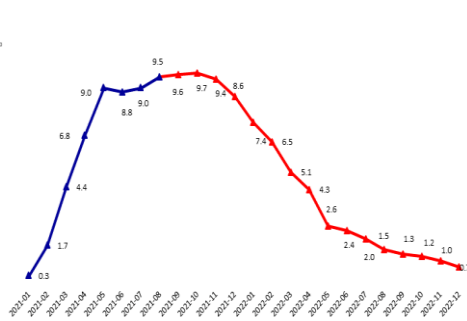
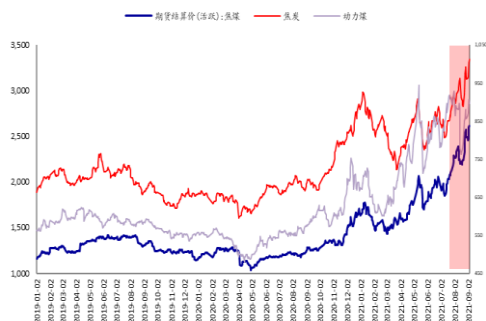
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图10：焦煤、焦炭、动力煤价格（元/吨）

图11：PPI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_26458

