

疫情扰动有限，PPI 将再冲高

——2021年8月CPI和PPI数据点评

宏观点评

财信研究院 宏观团队

李沫

事件：2021年8月份全国居民消费价格指数（CPI）环比上涨0.1%，同比上涨0.8%，较上月回落0.2个百分点；工业生产者出厂价格指数（PPI）环比上涨0.7%，同比上涨9.5%，涨幅较上月扩大0.5个百分点。

核心观点：

一、食品和非食品共致CPI同比回落，疫情影响相对有限，预计9月CPI同比增长1.0%左右，全年涨幅温和。一方面，食品贡献CPI同比降幅的四成。猪肉价格受供给端改善影响，同比跌幅扩大1.4个百分点，对CPI拖累作用仍强；鲜菜和蛋类价格受疫情和极端天气影响，环比均大幅上涨，但受高基数效应拖累，两者同比对CPI的推升作用不强。另一方面，非食品贡献CPI同比降幅的六成。受疫情和国际油价下跌拖累，非食品价格对CPI的拉动作用减弱，但服务价格和核心CPI均仅回落0.1个百分点，疫情影响相对有限。往后看，随着国内疫情得到有效控制，服务业恢复、价格传导大概率带动核心CPI中枢回升，但消费修复偏慢和猪肉压制作用仍存，年内CPI通胀整体温和。预计9月CPI同比增长1.0%，全年中枢水平处于“1”时代。

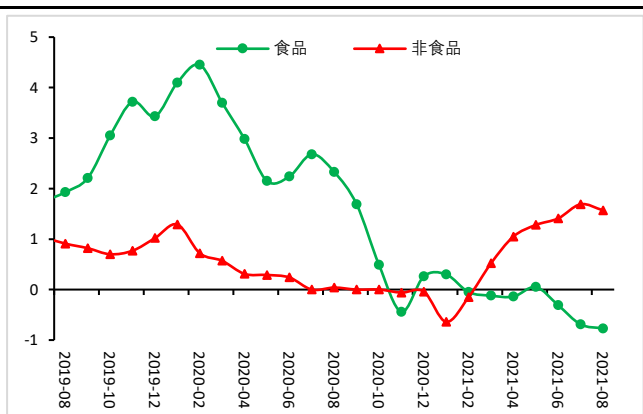
二、预计9月份PPI同比增长9.8%，未来几个月将延续高位震荡格局。受国内基建投资需求回升、疫情环保政策扰动供给以及国际油价传导滞后效应影响，8月PPI同比上涨9.5%，创2008全球金融危机以来新高。往后看，拉长的全球商品需求恢复周期和受限的供给能力，决定此轮大宗商品周期持续时间偏长，预计9月份PPI同比升至9.8%左右，未来几个月或延续高位震荡格局。但考虑到国内经济动能边际趋缓，加之翘尾因素的较快降低，预计年底PPI将小幅回落，全年中枢在“7”时代。

正文:

一、食品和非食品共致 CPI 同比回落，疫情影响相对有限

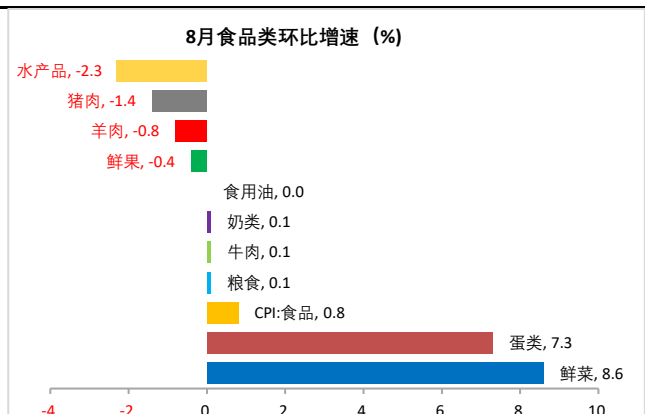
短期扰动难抵高基数，食品拖累作用仍强。8月食品价格环比由下跌0.4%转为上涨0.8%，同比降幅扩大0.4个百分点至4.1%，对CPI的拉动作用较上月回落0.08个百分点（见图1）。其中猪肉价格受供给端持续改善影响，环比续降1.4%，同比降幅扩大1.4个百分点至44.9%，影响CPI下降约1.09个百分点；鲜菜和鸡蛋价格受疫情和极端天气扰动影响，环比均上涨较多，但受去年同期基数偏高影响，两者同比涨幅表现相对平稳，对CPI的推升作用不强（见图2-3）。

图 1: 食品和非食品对 CPI 同比的拉动 (%)



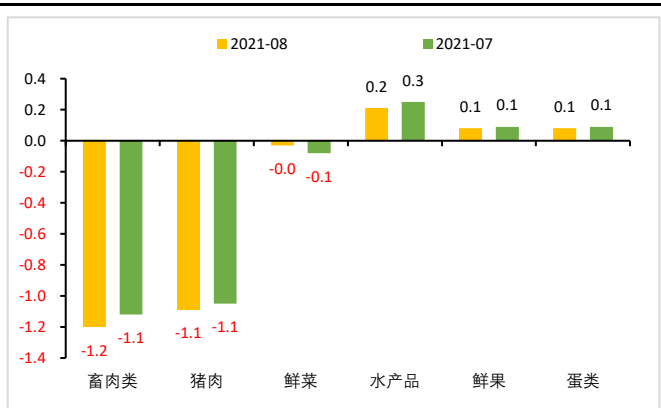
资料来源: WIND, 财信研究院

图 2: 8月食品类价格环比增速 (%)



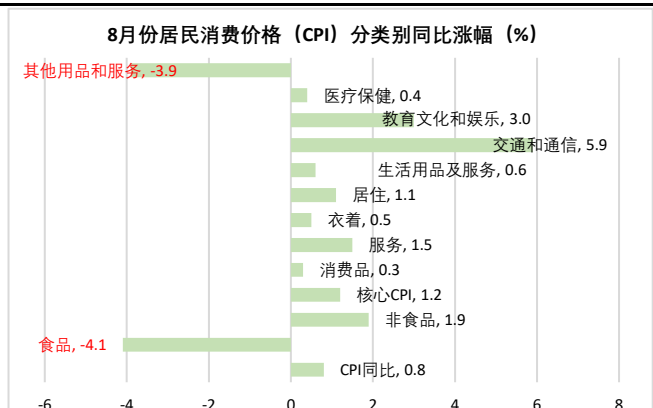
资料来源: WIND, 财信研究院

图 3: 主要食品分项对 CPI 同比的拉动作用 (%)



资料来源: WIND, 财信研究院

图 4: 8月份居民消费价格 (CPI) 分类别同比涨幅 (%)



资料来源: WIND, 财信研究院

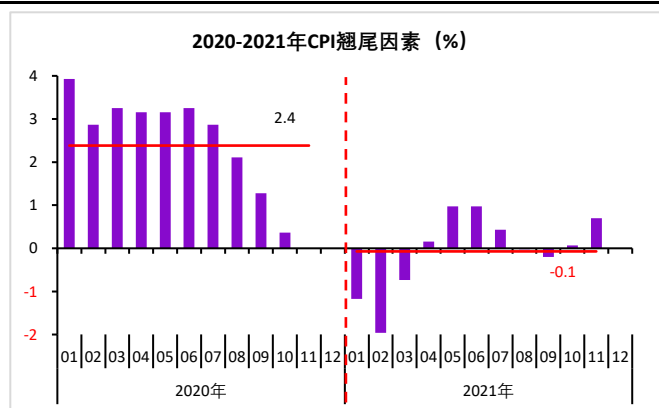
疫情扰动和油价下跌共致非食品价格回落。8月非食品价格同比回落0.2个百分点至1.9%，对CPI的拉动作用较上月回落0.12个百分点（见图1）。非食品价格同比涨幅回落，原因有二：一是受散点疫情影响，服务业修复进程放缓，如服务价格同比涨幅回落0.1个百分点，其他用品和服务价格降幅扩大2.6个百分点；二是受近期国际油价波动下行影响，交通工具用燃料同比涨幅回落2.6个百分点。

核心CPI回升可期，但幅度不宜高估。受多省多点散发疫情影响，8月剔除食品和原油的核心CPI同比增长1.2%，较上月回落0.1个百分点，表现相对平稳，疫情扰动有

限。往后看，随着国内疫情得到有效控制，核心 CPI 在服务业修复带动下回升可期，但居民收入尤其是低收入群体恢复偏慢将制约其回升幅度。

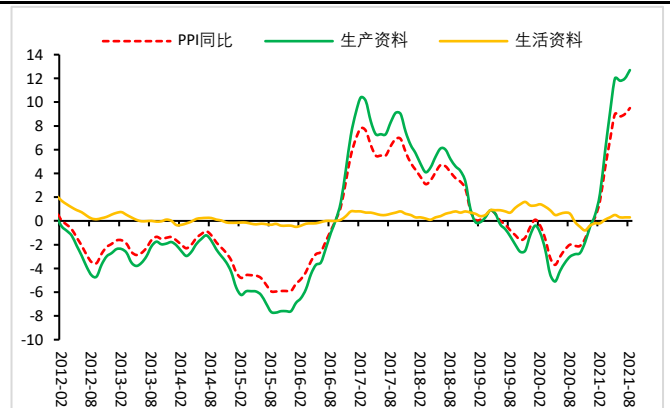
预计 9 月 CPI 同比增长 1.0% 左右。一是预计 9 月食品价格环比由涨转跌。如根据农业部数据，截止到 9 月 8 日，28 种重点监测蔬菜、7 种重点监测水果、猪肉价格分别环比下降 0.9%、3.3%、3.5%，蔬菜价格由涨转跌，水果和猪肉价格降幅与 8 月基本相当，因此预计 9 月食品价格环比将由涨转跌；二是猪肉储备政策对猪肉价格的推升作用有限，在去年全年猪肉价格中枢水平偏高的情况下，猪肉对 CPI 的下拉作用不容忽视；三是受疫情扰动逐渐消退、低基数效应和上游涨价传导作用增强共同影响，非食品对 CPI 的拉动作用或有所提高；四是 9 月份 CPI 翘尾因素较 8 月份下降约 0.2 个百分点（见图 5）。

图 5：2021 年全年翘尾因素回落



资料来源：WIND，财信研究院

图 6：生产资料和生活资料价格变化 (%)

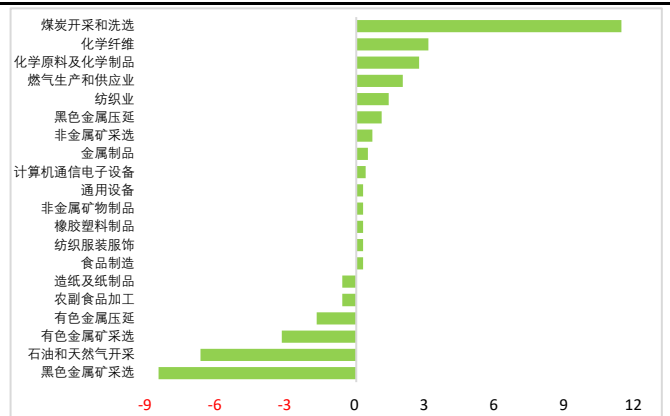


资料来源：WIND，财信研究院

二、预计 9 月 PPI 增长 9.8% 左右，未来几个月将延续高位震荡格局

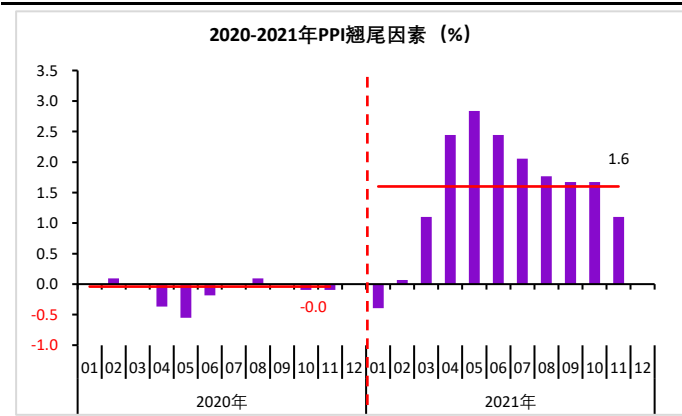
受国内基建投资需求回升、疫情环保政策扰动供给以及国际油价传导滞后效应影响，煤炭、钢材、化工等大宗商品价格均出现上涨，8 月工业生产者出厂价格同比涨幅扩大 0.5 个百分点至 9.5%。其中，生产资料和生活资料分别同比上涨 12.7% 和 0.3%，较上月提高 0.7 个百分点和持平于上月，生产资料价格回升是 PPI 上涨主因（见图 6）。

图 7：8 月主要行业工业生产者出厂价格变动 (%)



资料来源：WIND，财信研究院

图 8：下半年 PPI 翘尾因素呈回落态势



资料来源：WIND，财信研究院

从行业看，煤炭开采和原油产业链价格回升最多。受环保政策和国内基建投资需求回暖影响，煤炭开采行业出厂价格环比上行幅度最高；受前期国际油价上涨滞后效应影响，原油产业链如化学原料及化学制品、化学纤维行业出厂价格也上涨较多；黑色金属压延和非金属矿采选行业出厂价格也在基建预期升温下有所上涨；此外，纺织业价格受疫情蔓延出口需求增加影响也出现回升（见图 7）。

预计 9 月 PPI 增长 9.8% 左右，未来几个月或延续高位震荡格局。一是 9 月 PPI 翘尾因素将较 8 月回落 0.1 个百分点左右（见图 8）；二是疫苗接种和疫情演进分化决定本轮全球经济复苏周期被拉长，同时受制于 2014 年至今主要矿企资本开支放缓，大宗商品供给端新增产能扩张幅度有限，加之外围环境紧张，未来全球大宗商品价格或仍处于相对高位；三是随着国内经济恢复转向消费端，上游涨价向中下游传导的扩散效应将有所增强，但我国产业链相对较长，下游产品竞争比较充分，加之疫后国内供给恢复持续快于需求，国内价格全面大幅上涨的概率不高；四是人民币汇率弹性不断增强，能降低以人民币计价的进口产品成本，部分吸收输入性通胀压力，从而起到压降国内通胀水平的作用。

三、PPI 和 CPI 剪刀差走阔，对中下游利润形成挤占

8 月份 PPI 和 CPI 的剪刀差较上月扩大 0.7 个百分点至 8.7%，处于历史高位区间。PPI 和 CPI 剪刀差在一定程度上反映了工业企业盈利空间的变化。PPI 和 CPI 剪刀差的扩大通常意味着企业利润和经济动能的持续修复（见图 9-10）。但本轮 PPI 上行结构性特征显著，在国内需求恢复偏慢的情况下，上游向中下游行业转移成本能力较弱，导致上游原材料上涨对中下游利润的挤占作用较强，进而压制中下游企业投资扩产意愿，不利于国内经济动能的恢复。

图 9: PPI 与 CPI 差值和工业企业利润 (%)

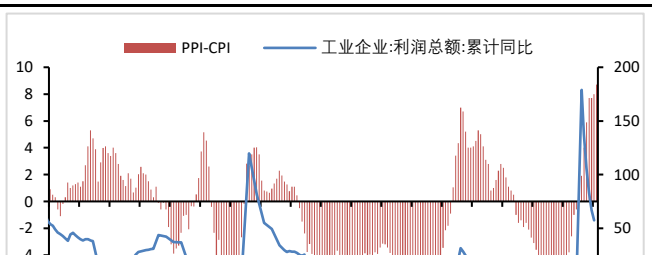
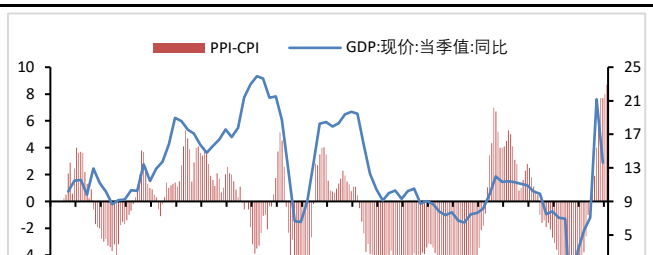


图 10: PPI 与 CPI 差值和名义 GDP 增速 (%)



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_26463



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn