

更为棘手的通胀形势& 通胀对利率的别样影响

报告要点:

● PPI 的同比很可能还存在一些上涨空间:

- 1) 从季节性的规律去推测, PPI 的环比应不会很快跌破去年同期水平;
- 2) 此外, 从结构上看, 上游采掘价格的边际表现要比全盘 PPI 更加强劲, PPI 环比还存在向上修复的动力;
- 3) PPI 可能在 11 月会升至 11% 左右。

● PPI 的环比可能已经见顶, 这意味着 PPI 同比的顶部应会出现在 11 月份附近。

● CPI 的涨势可能会逐步变得清晰:

- 1) CPI 又陷入到一个不稳定的结构之中 (食品价格的增长低于非食品价格的增长), 一旦该情况出现, 至少意味着 CPI 已经离底部不远;
- 2) 推动 CPI 进一步向上收敛的应是猪肉价格, 一来猪粮比已经打到历史低位; 二来生猪存栏速度的下降已经持续了近一年的时间。

● 但现如今, 我们谈论 CPI, 似乎无法带给我们充足的总量意义的证据, 毕竟 CPI 与货币政策的关联没有之前那么强了, 这可能与恩格尔系数的下降有关。

● 但问题并不只是货币政策那么简单:

- 1) 通胀对利率还存在一个别样影响: 通过加大企业资本开支的方式影响利率水平;
- 2) 一个历史经验是: 利率一直围绕着工业企业收入在波动, 这代表着利率是一个比货币政策更加内生的变量。

● 当前来看, 这个别样的力量可能即将对利率发挥作用:

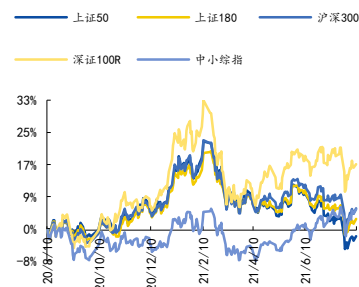
- 1) 当前的工业企业收入增长与利率之间已经出现了一个很明显的裂口, 一旦这种充裕的资金出现一个哪怕边际意义的拐点, 资金需求都会推动利率向上;
- 2) 如果 PPI 还有一个加速空间的话, 工业企业收入的增长速度起码不会很快掉下来, 这时对于利率来说, 向上的向心力是持续存在的。

风险提示: 货币政策超预期, 经济复苏超预期。

主要数据:

上证综指:	3494.63
深圳成指:	14941.44
沪深 300:	4985.56
中小盘指:	4828.38
创业板指:	3456.75

主要市场走势图



资料来源: Wind

相关研究报告

- 《经济衰退也许是个皇帝的新衣: 我们在赌什么》
2021.08.09
《躺平的碳达峰——通胀之论 (三)》2021.08.07

报告作者

分析师 杨为敦
执业证书编号 S0020521060001
邮箱 yangweixue@gyzq.com.cn
电话
联系人 孟子君
邮箱 mengzijun@gyzq.com.cn
电话 021-51097188

PPI 很可能还存在一些上涨空间。

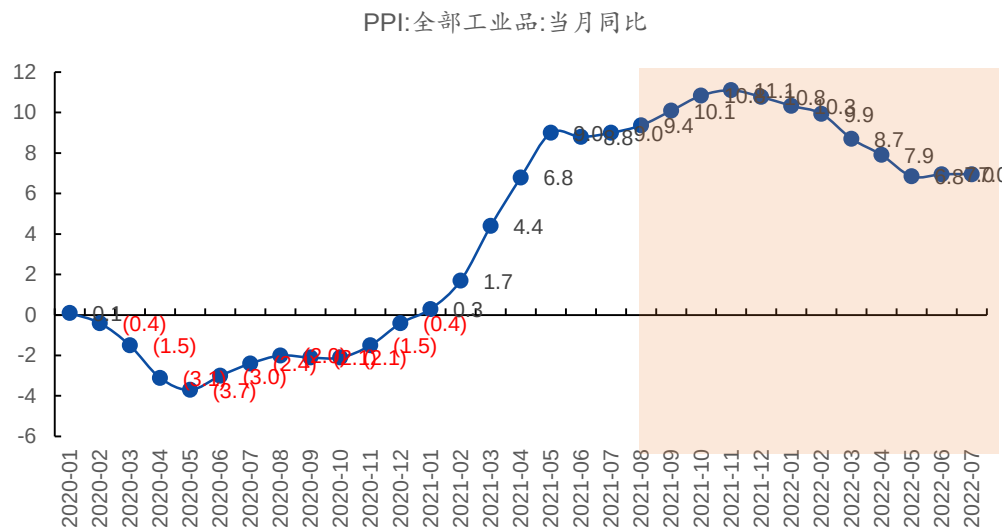
1) 一个技术性的问题是：PPI 的环比不会很快跌破去年同期水平。只要后续的 PPI 环比不会落到 0.4%（去年同期水平）以下，PPI 同比就还有进一步上升的空间。实际上，达成这一条件是非常有可能的，PPI 环比的季节性往往在下半年会抬高，而今年 6 月的 PPI 环比又仅仅略低于 0.4%（0.3%），这时如果商品市场不遭受预期之外的冲击的话，PPI 可能在 11 月会升至 11%左右。

图 1：PPI 环比的季节性规律



资料来源：Wind，国元证券研究所

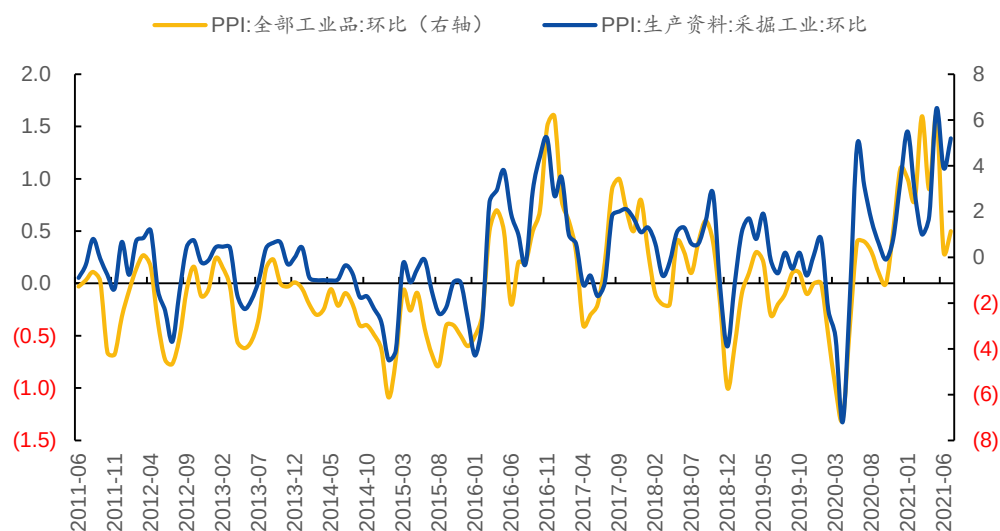
图 2：我们对 PPI 同比走势的预估



资料来源：Wind，国元证券研究所

2) 协助我们判断的另一个线索是上游价格。近年来，因货币对通胀的影响越来越大，通胀的起源多是上游价格。而当前来看，工业品的上游价格（采掘价格）增速仍然在冲高，而且采掘价格的环比表现要比全盘 PPI 更加强劲，这意味着，PPI 的环比不仅后面存在季节性的推动，还存在着向上修复的动力。

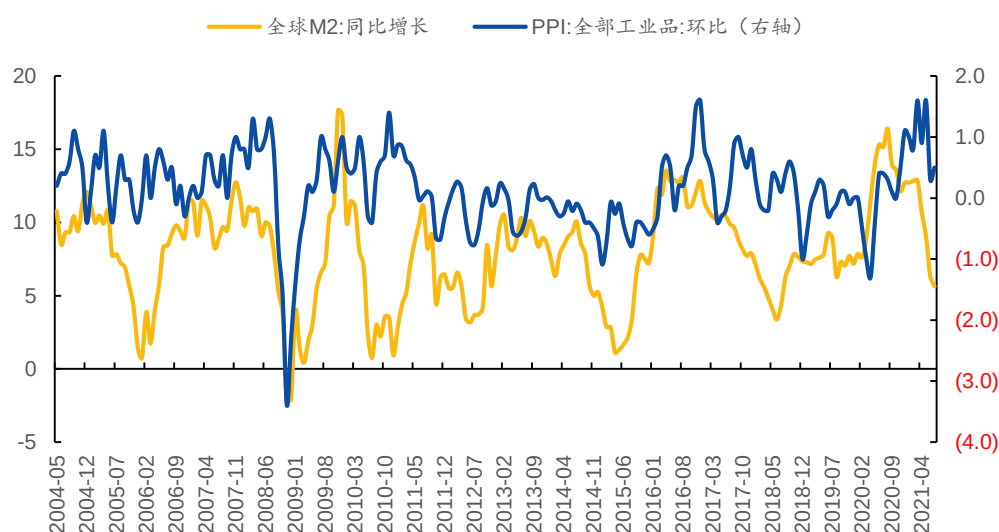
图 3：采掘价格的环比表现要比全盘 PPI 更加强劲



资料来源：Wind，国元证券研究所

但PPI的环比可能已经见顶,这至少代表着PPI的上行进入到接近尾声的位置。从货币的角度来看,经验上PPI环比会滞后于全球信用投放(M2)一年左右而见顶,照此推算的话,今年5月的1.6%的PPI环比增长很可能已是这一轮PPI环比加速的顶部,而PPI的同比顶部很可能于今年11月份出现。

图 4: PPI 环比会滞后于全球信用投放 (M2) 一年左右而见顶

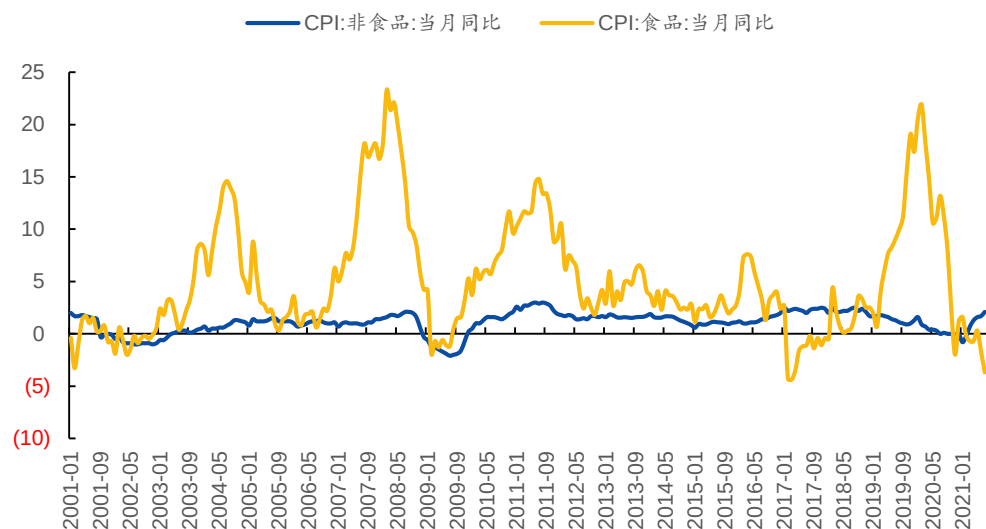


资料来源: Wind, 国元证券研究所

对于CPI来说,目前又陷入到一个不稳定的结构之中,这可能意味着CPI的涨势再起。

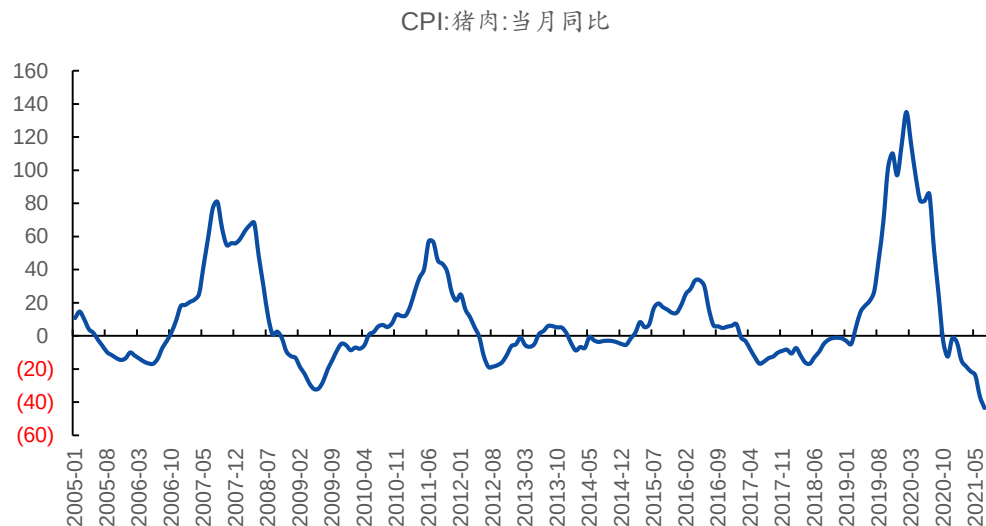
1) 我们所指的不稳定的结构是: CPI 中食品价格的增长低于非食品价格的增长。历史上,或许是出于供给是否过剩的缘故,食品价格增长跌破非食品价格增长的情况非常少,一旦食品价格跌破非食品价格,至少意味着CPI已经离底部不远。而毋庸置疑的是:当前导致食品/非食品价格错配的原因是猪肉价格。猪肉价格的跌速已经突破了历史新高,这一势头给过往的食品价格带来了莫大的压力。

图 5：历史上食品价格增长跌破非食品价格增长的情况非常少



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 6：猪肉价格的跌速已经突破了历史新高



资料来源：Wind，国元证券研究所

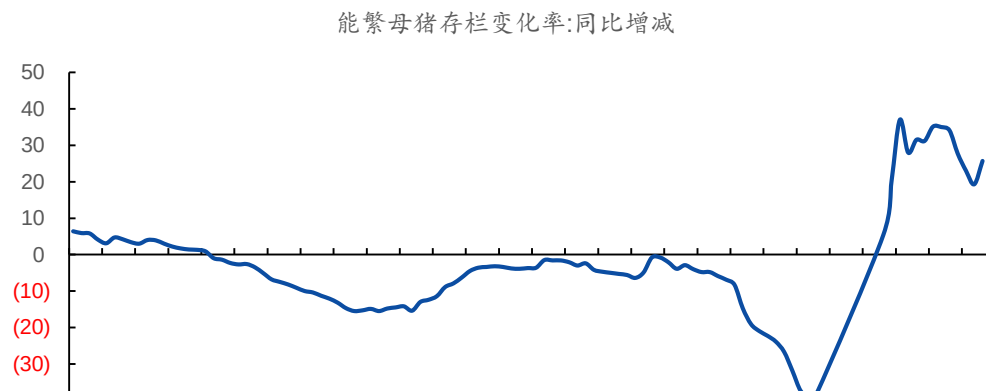
2) 当前，猪肉价格带动 CPI 向上收敛的痕迹非常明显。一方面，猪粮比已经打到历史的低位，这意味着猪肉价格的弹簧已经被压到了非常极致的状态；另一方面，虽然生猪的去栏趋势还没出现，但生猪存栏速度的下降已经持续了近一年的时间，这代表着猪肉价格的同比增长正在筑底。

图 7：猪粮比已经打到历史的低位



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 8：生猪存栏速度的下降已经持续了近一年的时间



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_25002

