

宏观观点

PPI 同比会破 10% 么？——兼评 8 月物价

事件：8 月 CPI 同比 0.8%，预期 1.0%，前值 1.0%；PPI 同比 9.5%，预期 9.1%，前值 9.0%。

核心观点：CPI 受疫情拖累下降；PPI 破新高且可能再创新高，预计不会明显制约货币政策宽松。

1. **CPI 同比略不及预期，核心 CPI 同比小幅回落**，主因疫情冲击服务业、就业和油价下跌。分项看：食品项环比由降转升，猪肉水产品降，鲜菜鸡蛋升，价格分化主要受供给端影响。非食品项环比由降转升，不及季节性。受油价下跌和疫情影响，燃料类和旅游价格较 7 月回落较多；房租、家庭服务、其他服务等分项较季节性的回落反映了疫情对服务业和就业的冲击。此外，此前受益于原材料价格上涨传导的工业消费品价格结束 4-7 月涨势，8 月转跌。8 月 CPI 同比升 0.8%，升幅缩窄 0.2 个百分点，其中翘尾、新涨价分别影响约 0.2、0.6 个百分点；食品同比降 4.1%，较前值降 0.4 个百分点；非食品同比升 1.9%，升幅缩窄 0.2 个百分点。核心 CPI 同比为 1.2%，涨幅回落 0.1 个百分点；CPI 环比回落 0.2 个百分点至 0.1%。

> 食品项环比由降转升，不同品种供给分化导致价格分化，猪肉水产品降，鲜菜鸡蛋升。8 月 CPI 食品项环比涨幅扩大 1.2 个百分点至 0.8%，内部分化明显。一方面是受供给增加而降价的品种，包括猪肉（环比下降 1.4%）和水产品（环比下降 2.3%）；另一方面是疫情、高温多雨等不利天气影响，供给减少而涨价的品种，包括鲜菜（环比上涨 8.6%）和鸡蛋（环比上涨 7.3%）。

> 非食品项环比由降转升，不及季节性。受油价下跌和疫情影响，燃料类和旅游价格较 7 月回落较多，同时其他分项较季节性的回落也反映了疫情对服务业和就业的冲击。此外，此前受益于原材料价格上涨传导的工业消费品价格结束 4-7 月涨势，8 月转跌。8 月 CPI 非食品项环比涨幅缩窄 0.6 个百分点至 -0.1%，较 2016-2019 年同期均值（季节性）低 0.2 个百分点。环比涨幅明显低于前值的是交通工具燃料和旅游，与国际原油价格下降和疫情影响出行有关。环比涨幅明显低于季节性的分项有房租、家庭服务、交通工具燃料、通信工具、医疗保健和其他用品和服务，原因上看，除了油价下跌外，也反映了疫情反复对服务业和就业的拖累。此外，今年 4-7 月我们持续观察到的现象是，原材料价格上涨传导至工业消费品叠加竣工修复，带动家电、通信设备、住房装潢材料等价格上涨，但这一规律在 8 月被打断。即 8 月 CPI 家用器具、通信工具、生活用品及服务价格环比涨幅分别缩窄 0.7、0.8、0.3 个百分点至 -0.1%、-0.7%、0.1%。

> 核心 CPI 小幅回落，应与疫情对服务业冲击有关，后续可能维持稳定。扣除食品和能源的核心 CPI 同比涨幅缩窄 0.1 个百分点至 1.2%，细项看主要受通信工具和其他用品和服务拖累，与疫情反复对服务业冲击有关。往后看，鉴于疫情已得到有效控制，叠加中秋、国庆假期临近，9 月服务业景气度可能回升，同时 PPI 维持高位也将向核心 CPI 传导，后续核心 CPI 有望维持稳定。

2. **PPI 同比创 2008 年 9 月以来新高至 9.5%，环比增速续升，上游原材料价格涨跌分化，其中：煤炭、天然气涨价明显，原油、螺纹钢跌，铁矿石价格环比大幅下跌**；此外，前期上游原材料价格上涨向中下游化学制品、黑色和有色金属冶炼和压延加工业等传导。8 月 PPI 同比回升 0.5 个百分点至 9.5%，创 2008 年 9 月以来新高。其中翘尾、新涨价各影响约 1.8 个、7.7 个百分点；PPI 环比较前值回升 0.2 个百分点至 0.7%。

> 分七大产业看，8 月 PPI 环比呈现两头降，中间升的特点。上游采掘工业和下游耐用消费品环比涨幅分别回落 2.2、0.4 个百分点至 3% 和 -0.2%，中游加工业环比回升 0.6 个百分点至 0.7%。

> 分 40 个工业行业看：上游原材料价格涨跌分化，其中煤炭、天然气涨价；原油、钢铁降价。前期上游原材料价格上涨向中下游化学制品、黑色和有色金属冶炼和压延加工业等传导。1) 煤炭价格大幅上涨。受国内环保、安全检查，蒙古疫情减少进口等影响，煤炭产量和进口量偏低；冬季采暖保供提升需求，供需平衡提升提价。8 月秦皇岛港动力煤环比涨价 5.3%，焦煤环比涨价 15%，反映为 PPI 煤炭开采和洗选业环比继续上涨 6.5%。2) 油价小幅下跌。8 月初以来受德尔塔变异毒株疫情反弹抑制需求、美联储缩减购债预期发酵、OPEC+ 增加石油产量等影响，油价下跌；后又受飓风艾达对供给的冲击提振，油价反弹。全月布伦特原油价格环比下降 5%，对应 PPI 石油和天然气开采业、石油加工炼焦及核燃料加工业、化学纤维制造业环比涨幅缩窄 7.1、1.6、0.8 个百分点至 -1.2%、1% 和 1%。3) 钢铁价格环比小幅下跌。8 月受局部疫情和淡季影响，需求偏弱，螺纹钢价格环比下降 3.7%。受国内各地降低钢铁产量政策落地，以及全球钢铁需求减少，供给增加的影响，8 月铁矿石价格环比下降 27%。PPI 黑色金属矿采选业环比涨幅下降 5.1 个百分点至 -1.5%。4) 天然气涨价。8 月天然气期货价格上涨 5.9%，带动 PPI 燃气生产和供应业环比涨幅扩大 1.5 个百分点至 1.7%。此外，此前原油、煤炭价格上涨，也推动了中下游的化学原料和化学制品制造业价格上涨。

3. **PPI 可能再创新高吗？以及是否会对货币政策形成掣肘？**

1) **CPI 年内维持低位**，关注中长期猪价、低通胀等的影响。

> 高频数据看，9 月首周猪肉、水产品继续降价；鸡蛋、蔬菜、水果价格上涨。往后看，预计随着天气转凉、疫情稳定、中秋国庆提振等，9 月猪肉消费有望逐步向好，带动猪价企稳回升，但鉴于整体供给偏多，猪价也难大幅反弹；再结合季节规律看，9 月 CPI 食品项有望维持高位。9 月疫情受控、叠加中秋国庆假期临近，服务业景气度可能回升，同时季节规律看 9 月非食品 CPI 环比也一般会走高。综合看，预计 9 月 CPI 同比 8 月持平或小幅升。全年预测维持此前判断，预计 2021 年 CPI 同比由去年的 2.5% 降至 1%-2%。

> 中长期关注两大变量：一是立秋之后猪价有望震荡走强，但本轮猪周期底部可能要到 2022 年之后。从存栏同比领先指标和猪周期运行规律看，2022 年 3-5 月可能迎来本轮猪周期下行期的生猪行业底部，也即 2022 年中-2024 年中可能是新一轮猪周期上行期，从而抬高 CPI 读数。二是受全球供需失衡和供应链破裂、全球低通胀等、国内产业转型、劳动力转型等影响，关注长期通胀中枢可能上移。

2) **大宗商品价格难大幅走高，但 PPI 同比读数年内可能再创新高**。

> 上游原材料价格后续可能发生分化，体现为国内强国外弱，关键因素是国内保供稳价和碳中和的平衡，以及全球疫情、经济情况。一方面，国内定价品种受冬季限产和需求阶段性提升影响，煤炭、螺纹钢短期可能震荡走强，但幅度有限。煤炭：供给偏紧、冬季用煤提振需求，后续价格可能继续上涨。但需注意，8 月 26 日，发改委召开会议，研究采暖季煤炭保供工作，并加强监测遏制恶意炒作、哄抬价格等行为，我们预计将一定程度限制涨幅。螺纹钢：受保供稳价和碳中和影响，减产持续但节奏和幅度可能温和，我们预计供给端变化不大；需求端受旺季逐步开启影响，需求上升，钢价可能企稳回升。另一方面，国际定价品种受病毒变异拖累全球需求预期，美联储缩减购债预期发酵等影响，价格涨幅可能受抑制甚至下跌，典型的如原油、铁矿石和铜。

> 高频数据看，截至 9 月 8 日南华工业指数和 CRB 工业原料现货指数分别环比上涨 3.4% 和下降 0.5%，生产资料价格指数环比上涨 1.3%。综合看，若后续大宗商品不大幅下跌，9 月 PPI 同比大概率可能再创新高（以 9 月首周高频数据判断的 9 月 PPI 环比为 0.5%，同比为 9.9%），后续不排除继续探高至 10% 以上。直到 12 月，PPI 同比受基数等影响才会表现为较为明显的下行。综合当前经济面，预计 2021 年 PPI 同比由 -1.8% 升至 6% 甚至 7% 以上。

3) **PPI 同比走高目前看可能不会对货币政策维持宽松形成明显掣肘**。诚然央行已关注 PPI 持续抬升的影响，并在 Q2 货币政策报告中指出“密切跟踪研判物价走势，稳定社会预期，保持物价水平总体稳定”，但鉴于下半年至明年经济下行压力加大、MLF 到期量较高、上游涨价仍挤压中下游利润，我们预计 PPI 同比读数的走高（有一定的基数因素）尚不足以掣肘货币政策的宽松，维持此前判断，下半年货币政策应是稳中偏松，再降准甚至降息可期。

风险提示：疫情反弹超预期、经济复苏不及预期、政策操作不及预期。

作者

分析师 熊园

执业证书编号：S0680518050004

邮箱：xiongyuan@gszq.com

分析师 何宁

执业证书编号：S0680520070002

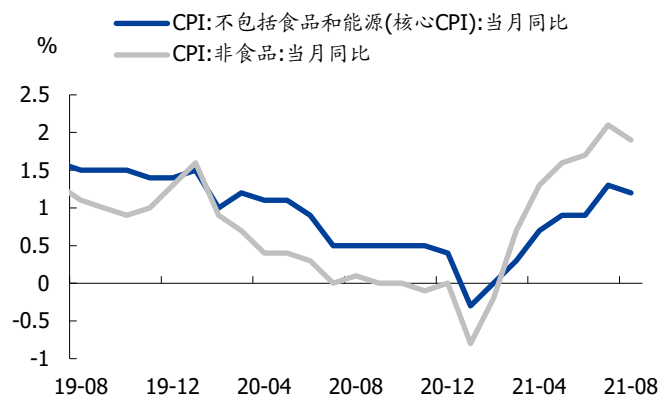
邮箱：hening@gszq.com

相关研究

- 1、《央行二季度货币政策报告的 7 大信号》2021-08-10
- 2、《后续通胀关注三大变量，PPI 会再创新高吗？——兼评 7 月物价》2021-08-09
- 3、《6 月 CPI、PPI 同比均微降，下半年会怎么走？》2021-07-09
- 4、《下半年 PPI 仍高，名义 GDP 增速破 13% 可期》2021-06-09
- 5、《宏观专题：分化下的预期差——2021 年中期宏观经济和资产配置展望》2021-06-07
- 6、《宏观专题：四大方法测算上游涨价对企业利润的影响》2021-06-04
- 7、《大宗商品价格的 3 条线索和 PPI 的 4 重传导——兼评 4 月物价》2021-05-11
- 8、《宏观专题：价格有蝴蝶效应吗？——论 PPI 的四重传导》2021-04-26
- 9、《PPI 持续超预期，有哪些经济与政策的信号？》2021-04-09
- 10、《PPI 上行会如何演绎，对政策和利率有何影响？——兼评 2 月物价》2021-03-10
- 11、《宏观专题：以史为鉴，本轮 PPI 上行和大宗涨价会如何演绎？》2021-02-26

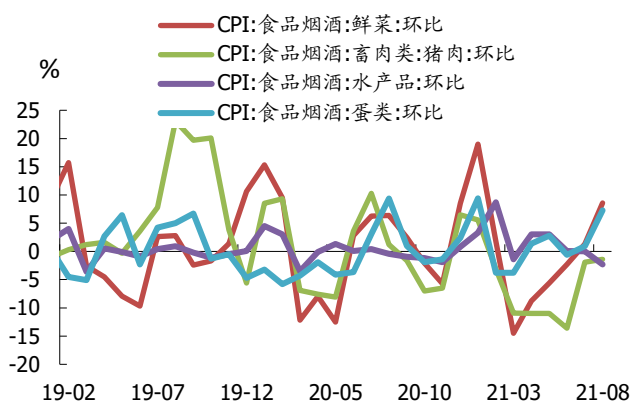


图表 1: 8月CPI和核心CPI同比回落



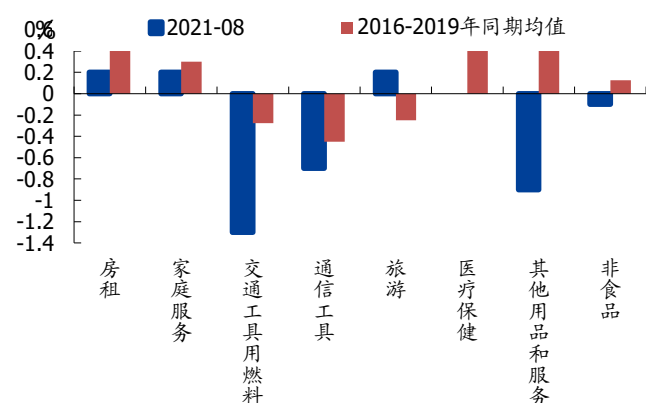
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 2: 8月CPI食品项涨跌分化



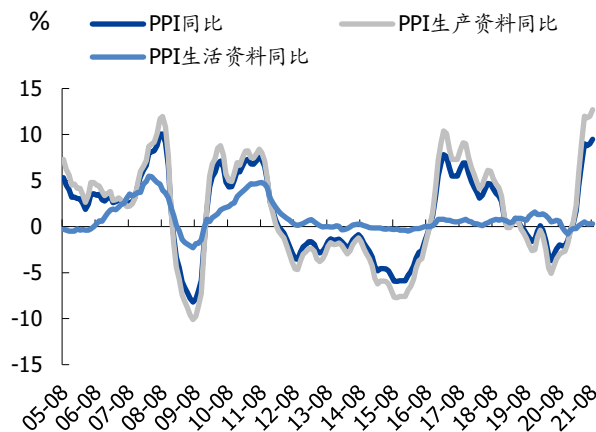
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 3: 8月CPI非食品反映了疫情对服务业、就业的冲击



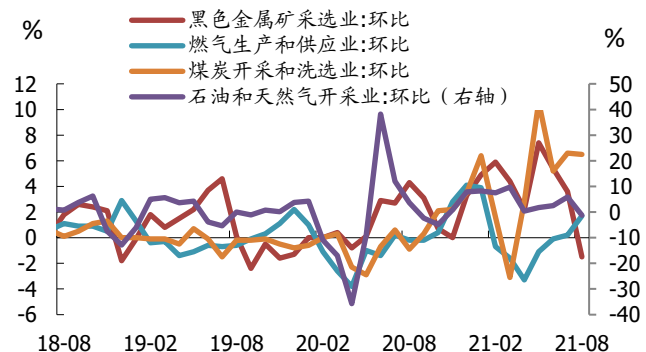
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 4: 8月PPI同比再创新高



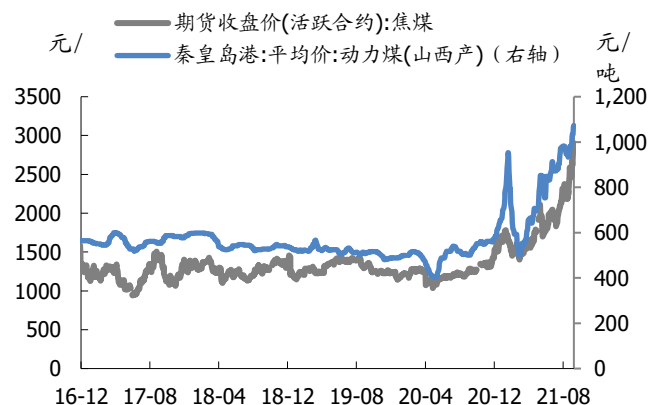
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 5: 8月原材料价格涨跌分化



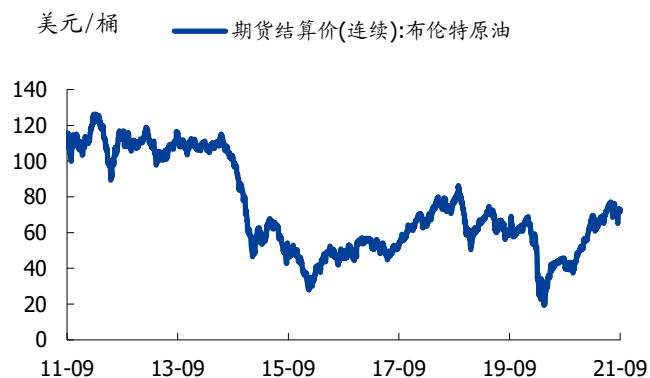
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 6: 8月煤炭价格大幅上涨



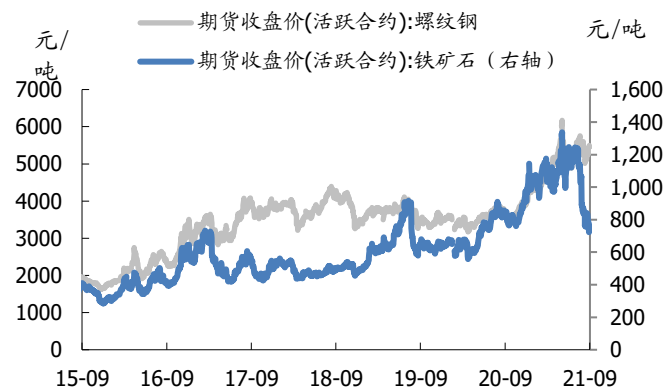
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 7: 8月布伦特油价环比下跌



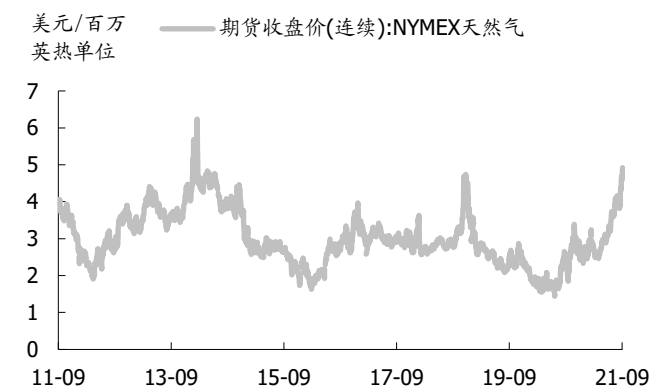
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 8: 8月铁矿石价格大幅下跌



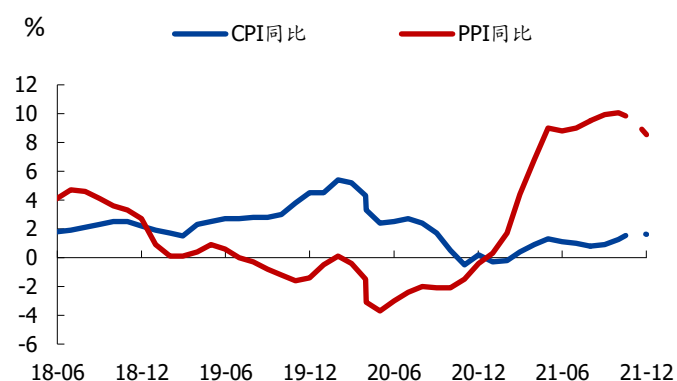
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 9: 8月天然气价格上涨



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 10: CPI、PPI 预测



资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 图中虚线代表预测值

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

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_26377

