2021 年 9 月 9 日

光大证券 EVERBRIGHT SECURITIES

总量研究

需求对 CPI 的拖累仍在持续

——2021 年 8 月 CPI 和 PPI 数据点评兼债市观点

要点

事件

2021 年 9 月 9 日，国家统计局发布 2021 年 8 月 CPI 和 PPI 数据：2021 年 8 月 CPI 同比上涨 0.8%，7 月为上涨 1%；核心 CPI 同比增长 1.2%，7 月为 1.3%；PPI 同比上涨 9.5%，7 月为 9%。

点评

CPI：供给端的影响已经减弱，需求端疲弱带来的拖累仍在持续。8 月 CPI 同比上涨 0.8%，增速比 7 月下降 0.2 个百分点，连续 3 个月回落；环比上升 0.1%，比 7 月回落 0.2 个百分点。结合食品、核心 CPI 的表现，以及 8 月服务业 PMI 的表现，可以判断：1）供给端对 CPI 的影响已经减弱，后续影响 CPI 变化的主要是需求端的因素；2）从 8 月数据来看，需求疲弱对 CPI 的拖累仍在持续。消费品端 CPI 尤其是核心 CPI 的疲弱，以及今年以来消费修复持续不及预期，均是居民资产负债表修复不畅的侧面表现。今年 Q1、Q2 居民部门杠杆率出现了小幅下降，但居民资产负债表的修复可能刚刚开始，这都将制约居民消费的修复速度，也将压制消费品端物价的表现，我们预计短期内，CPI 的疲弱表现仍将持续。

PPI：煤炭开采和洗选业主导当前工业品价格的演变，后续增速回落的概率远大于继续攀升的概率。8 月 PPI 同比上升 9.5%，涨幅比 7 月上升 0.5 个百分点，续创近年来新高；环比上涨 0.7%，涨幅比 7 月提升 0.2 个百分点（连续 2 个月提升），但低于上半年 PPI 环比 1.05%的均值。当前 PPI 处于磨顶阶段，目前需关注的问题是后续 PPI 的走势及传导效应。逐层分析 PPI 的结构，可以判断：PPI 当前强劲表现，是由于生产资料项的强劲带来的，而采掘业是生产资料项的主要影响因素，煤炭开采和洗选业出厂价格 4-8 月环比增速均维持在较高水平，是目前采掘业出厂价格继续攀升的主导因素。我们认为，后续 PPI 走势向下的概率要远大于继续向上的概率，一方面，后续供需矛盾将进一步减弱；另一方面，上游价格向中下游的传导整体不畅的背景下，政策端也不可能无视上游成本过高对下游企业尤其是制造业企业利润的侵蚀。

债市观点

我们认为，下一阶段货币政策将是稳健的，即 MLF 利率较难出现变化，DR007 利率也仍将继续以 7D OMO 利率为中枢波动。对于后续债券投资，我们建议投资者对基本面和宏观政策保持理性预期，继续保持均值回复的思维。从中长期看，国债收益率取决于经济基本面的大逻辑没有变化。我国经济长期向好的基本面并没有变，很难给收益率的下行提供充足的动力。

风险提示

近期疫情有所反复，后续全球经济复苏的不确定因素仍存；国内经济仍处于恢复进程中，疫情带来的衍生风险也不能忽视。

作者

分析师：张旭
执业证书编号：S0930516010001
010-56513035
zhang_xu@ebscn.com

分析师：危玮肖
执业证书编号：S0930519070001
010-56513081
weiwx@ebscn.com

分析师：李枢川
执业证书编号：S0930521040004
010-56513038
lishuchuan@ebscn.com

联系人：方钰涵
010- 56513071
fangyuhan@ebscn.com

联系人：毛振强
010- 56513030
maozhenqiang@ebscn.com

相关研报

核心 CPI 快速修复——2021 年 7 月 CPI 和 PPI 数据点评兼债市观点（2021-08-09）

从 3 种理论框架和 6 个特征事实看本轮全球通胀——通胀再研究系列之五（2021-08-06）

CPI 供需两端均有所走弱，PPI 后续需关注回落速度——2021 年 6 月 CPI 和 PPI 数据点评兼债市观点（2021-07-09）

PPI 虽创新高但难引致政策收紧 ——2021 年 5 月 CPI 和 PPI 数据点评兼债市观点（2021-06-09）

关注两个方面价格传导不畅 ——2021 年 4 月 CPI 和 PPI 数据点评兼债市观点（2021-05-11）

全球再通胀如何影响我国通胀环境——通胀再研究系列之四（2021-02-26）

我国核心 CPI 分析方法与后续展望——通胀再研究系列之三（2020-09-21）

1、 事件

2021 年 9 月 9 日，国家统计局发布 2021 年 8 月 CPI 和 PPI 数据：2021 年 8 月 CPI 同比上涨 0.8%，7 月为上涨 1%；核心 CPI 同比增长 1.2%，7 月为 1.3%；PPI 同比上涨 9.5%，7 月为 9%。

2、 点评

2.1、 CPI：供给端的影响已经减弱，需求端疲弱带来的拖累仍在持续

2021 年 8 月 CPI 同比上涨 0.8%，增速比 7 月（1%）下降 0.2 个百分点，连续 3 个月回落；环比上升 0.1%，比 7 月回落 0.2 个百分点。

从数据表现来看，8 月 CPI 同比、环比增速均出现下降。**从季节性来看，**2016-2020 年间，8 月 CPI 环比增速比 7 月提升的情况更多（仅 2016、2020 年下降），因此结合季节性特点，8 月 CPI 的表现可能比数据呈现的更为疲弱。

从结构来看，8 月食品价格环比上升 0.8%（今年 3 月以来首次转正），而 7 月为下降 0.4%，影响 CPI 上升约 0.14 个百分点，说明食品价格对 CPI 的拖累作用正在减弱。8 月非食品价格环比下降 0.1%（2020 年 12 月以来首次转负），而 7 月为上升 0.5%，说明当前 CPI 的疲弱主要是由于非食品项带来。

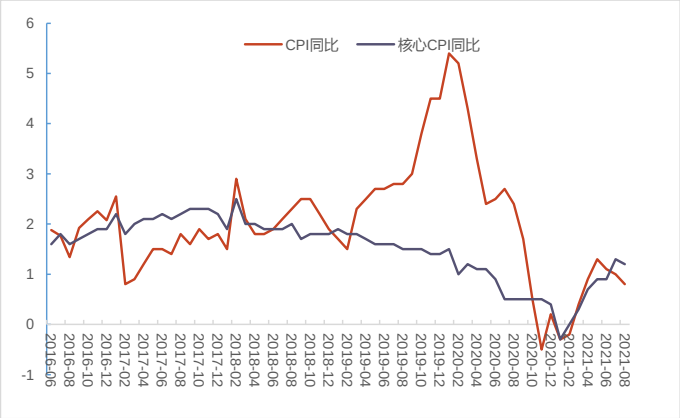
核心 CPI 剔除了食品和能源项，是反映需求端强弱程度的重要指标。8 月核心 CPI 同比为 1.2%，比 7 月下降 0.1 个百分点。从数据表现来看，7 月核心 CPI 表现离疫情前只有一步之遥（2020 年 4 季度核心 CPI 同比均值为 1.4%），但 8 月再次出现下降，同样说明消费品通胀持续向上的动力并不足。8 月核心 CPI 环比为 0 %，而 7 月为 0.3%。结合食品、核心 CPI 的表现，以及 8 月服务业 PMI 的表现，大致可以判断：

1）供给端对 CPI 的影响已经减弱，后续影响 CPI 变化的主要是需求端的因素；

2）从 8 月数据来看，需求疲弱对 CPI 的拖累仍在持续。

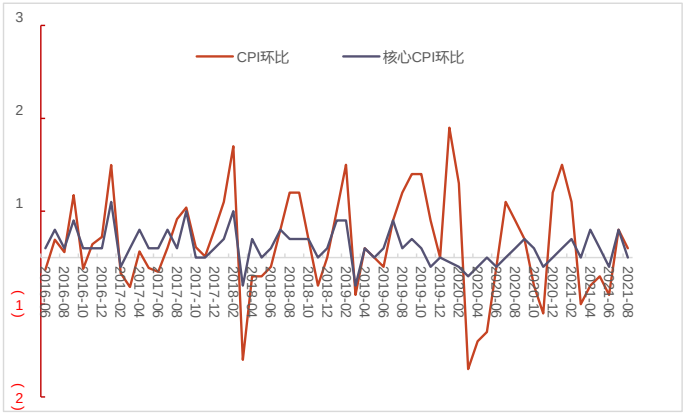
对于后续消费品端物价的走势，在前期多篇报告中，我们均指出，疫情出现使得居民杠杠率持续上升，而收入增速放缓，以及房价的上涨均制约了居民资产负债表的修复。因此消费品端 CPI 尤其是核心 CPI 的疲弱，以及今年以来消费持续修复不及预期，均是居民资产负债表修复不畅的侧面表现。今年 Q1、Q2，居民部门杠杆率出现了小幅下降（与经济增速有关），但居民资产负债表的修复可能刚刚开始，我们认为，这都将制约居民消费的修复速度，也将压制消费品端物价的表现，我们预计短期内，CPI 的疲弱表现仍将持续。

图表 1：8 月 CPI 和核心 CPI 同比均现小幅下降



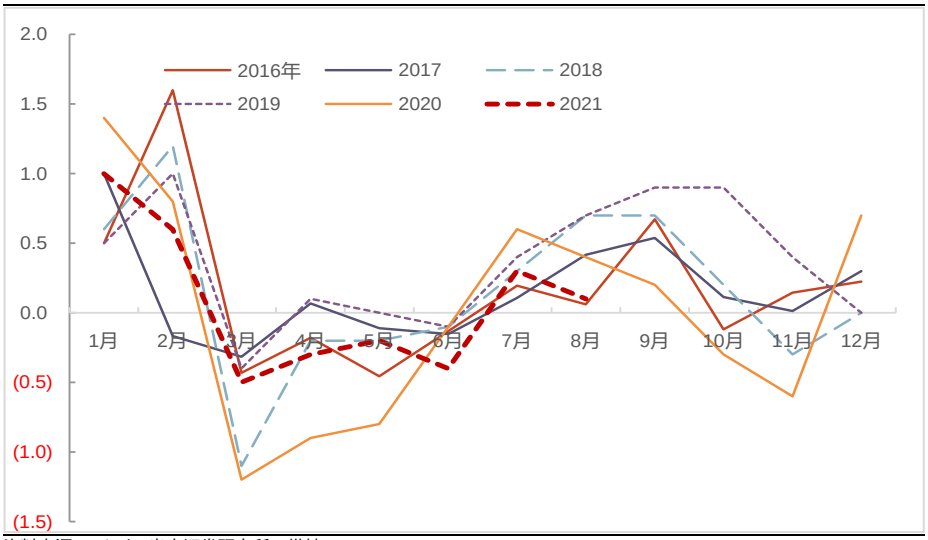
资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：%

图表 2：8 月 CPI 和核心 CPI 环比增速同样均现一定程度下降



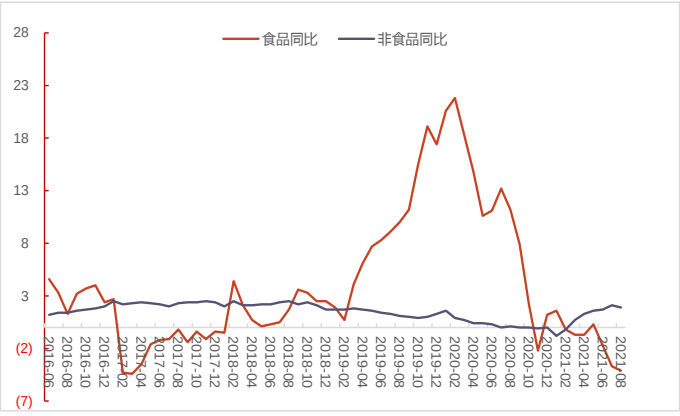
资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：%

图表 3：CPI 环比增速的季节性特征



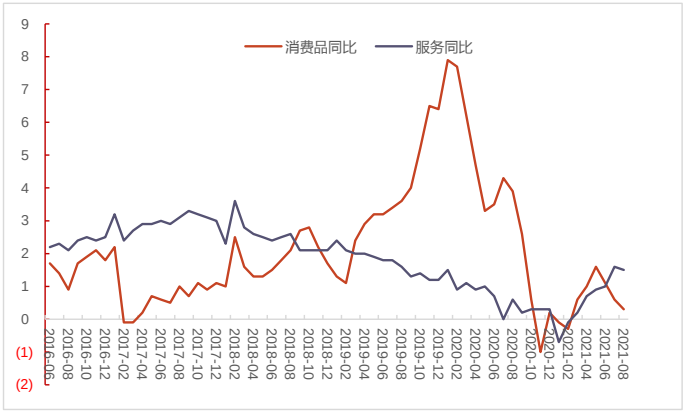
资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：%

图表 4：8 月 CPI 中非食品项同比增速出现回落



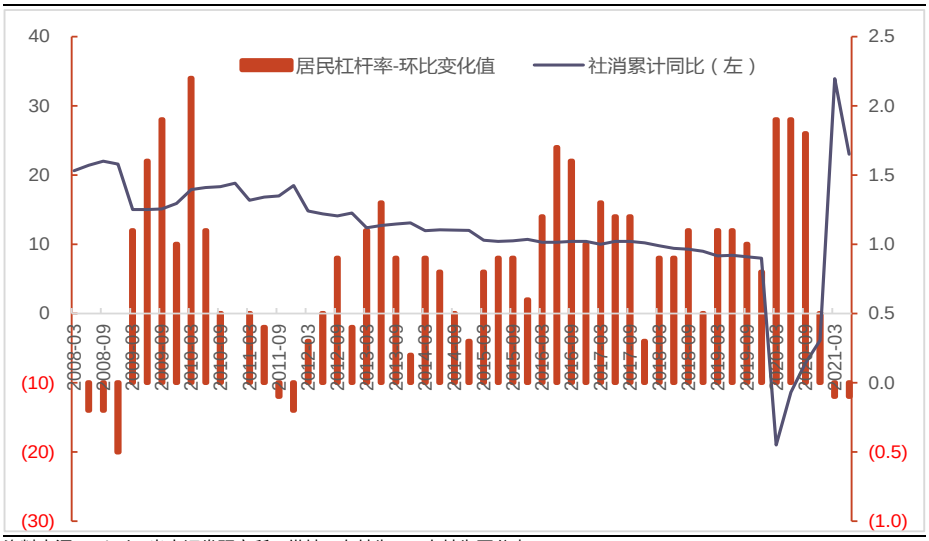
资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：%

图表 5：8 月服务价格同比增速持续提升的势头中止



资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：%

图表 6：居民杠杆率 2020 年全年持续提升，今年 Q1、Q2 稍有下降



资料来源：Wind，光大证券研究所　纵轴：左轴为%，右轴为百分点

2.2、 PPI：煤炭开采和洗选业主导当前工业品价格的演变，后续增速回落的概率远大于继续攀升的概率

8 月 PPI 同比上升 9.5%，涨幅比 7 月上升 0.5 个百分点，续创近年来新高；环比上涨 0.7%，涨幅比 7 月提升 0.2 个百分点（连续 2 个月提升），但低于上半年 PPI 环比 1.05%的均值。

整体来看，当前 PPI 处于磨顶阶段，目前需关注的问题是后续 PPI 的走势及传导效应。我们逐层分析 PPI 的结构，从而回答这两个问题。

生产资料和生活资料项的表现方面，8 月 PPI 中生产资料和生活资料环比增速分别为 0.9%、0%，生产资料项主导 PPI 的变化。这个情况也是开年以来 PPI 演变的主要逻辑。1-8 月 PPI 累计同比增速为 6.2%，生产资料和生活资料累计同比增速分别为 8.2%、0.2%。因此 PPI 目前的强劲表现，是由于生产资料项的强劲带来的。

生产资料中采掘、原材料、加工三个分项方面，8 月生产资料中采掘、原材料、加工分别为环比增速分别为 3%、0.9%、0.7%。1-8 月采掘、原材料、加工三项同比累计增速分别为 23.9%、12.3%、5.2%，较 1-7 月提升 2.5、0.8 和 0.4 个百分点。采掘业无论是累计还是当月增速都高于其他两项，**因此采掘业是生产资料项的主要影响因素。**

采掘业内部的情况，我们以环比增速来观察，可以看到：

1）石油和天然气开采业出厂价格在去年四季度持续上升，今年一季度维持在高位，4 月有所下降，5-7 月继续上升，而 8 月环比增速已经为负值；

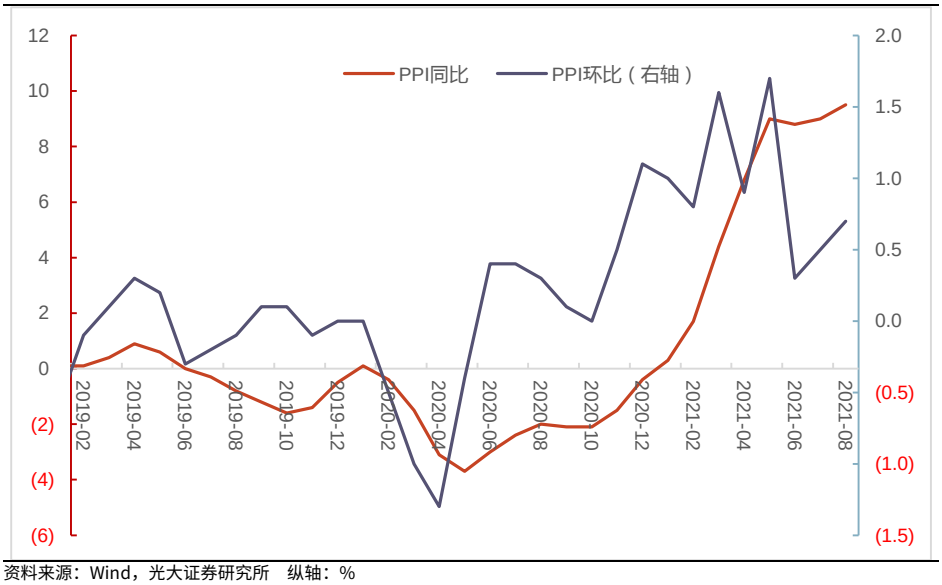
2）黑色金属矿采选业出厂价格的环比增速则是 5 月开始出现下降，8 月同样降为负值；

3）有色金属矿采选业和非金属矿采选业出厂价格，则是自开年以来一直维持在温和上升的状态；

4）煤炭开采和洗选业的出厂价格，在 3 月环比降至负值后，5-8 月各月环比增速均维持在较高水平，也是目前采掘业出厂价格继续攀升的主导因素。而这即有需求旺盛的影响，也有由于低碳政策带来的供应整体偏紧的影响。

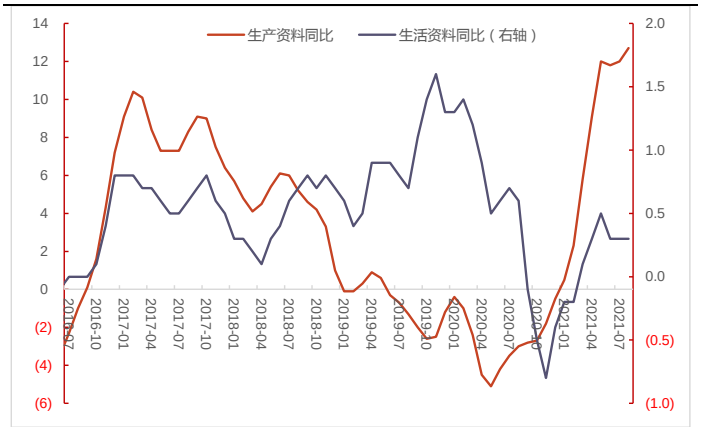
展望后续，我们认为，后续 PPI 走势向下的概率要远大于继续向上的概率，一方面，后续供需矛盾将进一步减弱；另一方面，上游价格向中下游的传导整体不畅的背景下，政策端也不可能无视上游成本过高对下游企业尤其是制造业企业利润的侵蚀。

图表 7：8 月 PPI 同比、环比增速均有一定程度提升



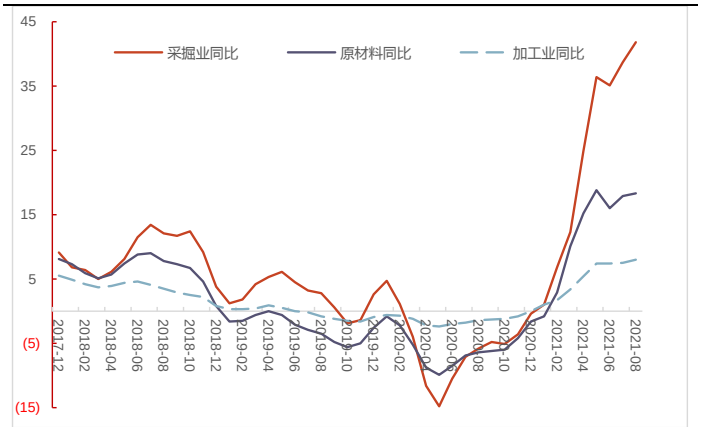
资料来源：Wind，光大证券研究所　纵轴：%

图表 8：8 月生产资料同比增速继续提升



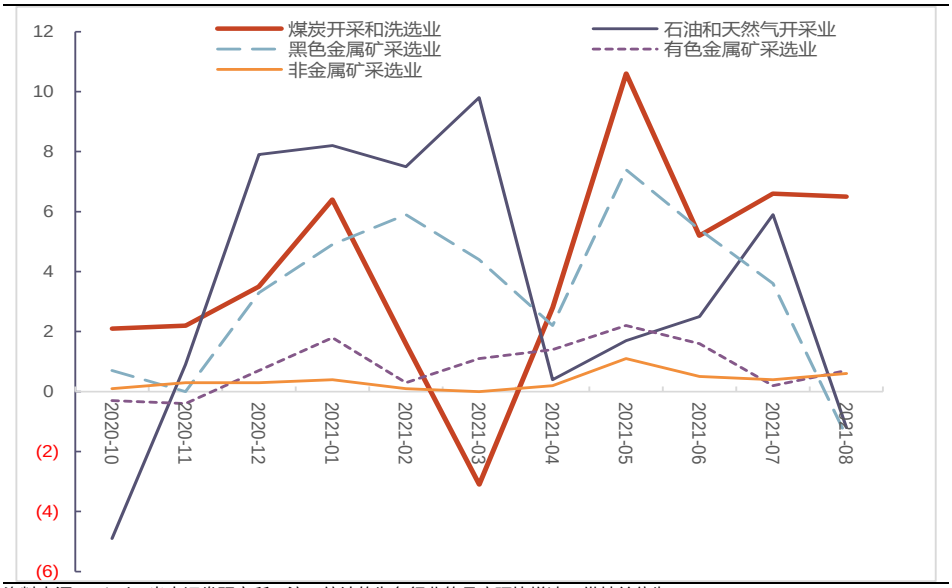
资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：%

图表 9：8 月生产资料中三个分项的同比增速均继续提升，但采掘业表现更强



资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：%

图表 10：5-8 月煤炭开采和洗选业出厂价格环比增速持续处于高位



资料来源：Wind，光大证券研究所　注：统计的为各行业的月度环比增速；纵轴单位为%

3、 债市观点

回溯过往几月债券市场的走势，一方面 7 月下旬以来，资金市场 DR001、DR007 整体处于窄幅波动状态，持续向上或向上的情况没有出现。国债收益率方面，1Y 品种则在 8 月中旬至下旬出现了一波持续向上的走势（上升大致 10BP），9 月则相对稳定；10Y 品种在 9 月以来稍有上升，目前在 2.85%上下窄幅波动。

9 月 7 日国务院政策例行吹风会上，央行强调判断流动性最重要的指标是观察市场利率，特别是 DR007；在目前的条件下，可能不需要原来那么多的流动性就可以保持货币市场利率平稳运行。我们认为，下一阶段货币政策将是稳健的，即 MLF 利率较难出现变化，DR007 利率也仍将继续以 7D OMO 利率为中枢波动。**对于后续债券投资，我们建议投资者对基本面和宏观政策保持理性预期，继续保持均值回复的思维。**从中长期看，国债收益率取决于经济基本面的大逻辑没有变化。我国经济长期向好的基本面并没有变，很难给收益率的下行提供充足的动力。

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_26579