



孙彬彬：下半年通胀怎么看？



意见领袖 | 孙彬彬团队

摘要:

我们整体判断下半年 CPI 和 PPI 继续分化, PPI 处于高位运行同时 CPI 则在低位徘徊。

考虑到猪肉价格整体回落, 同时消费复苏偏慢的情况下核心 CPI 上行可控, 下半年 CPI 基本是先升后稳, 高点出现在 11 月前后, 全年 CPI 预计在 2%以下。

从 PPI 分项来看, 石油、铜等工业品价格下半年将维持震荡走势, 或小幅下降。但需要注意由内需定价的钢铁、煤炭走势面临较大不确定性, 其中钢铁还有涨价的可能。

对于 PPI, 考虑以下 两种情形: (1) 如果大宗商品维持当前位置 (PPI 环比=0), 那么下半年 PPI 基本都在 7%-8%的区间; (2) 如果大宗商品下半年继续短暂调整 (三季度 PPI 环比=-0.2%, 四季度 PPI 环比为 0.2%), 此时下半年 PPI 将整体下行, 到年底 PPI 同比大概率降到 6.5%以下。

自上而下观察, 无论是货币扩张、产出缺口, 还是从库存周期角度, 基本都可以判断出下半年 CPI 压力不大, PPI 也大概率已经见顶。

最后回到货币政策。毫无疑问, 今年以来央行对通胀的关注度在逐渐提升, 但货币政策的锚还是在于基本面, 核心在于就业。相比之下, 央行对此轮通胀的看法是去年低基数效应之下的输入性通胀, 在后续 PPI 企稳,

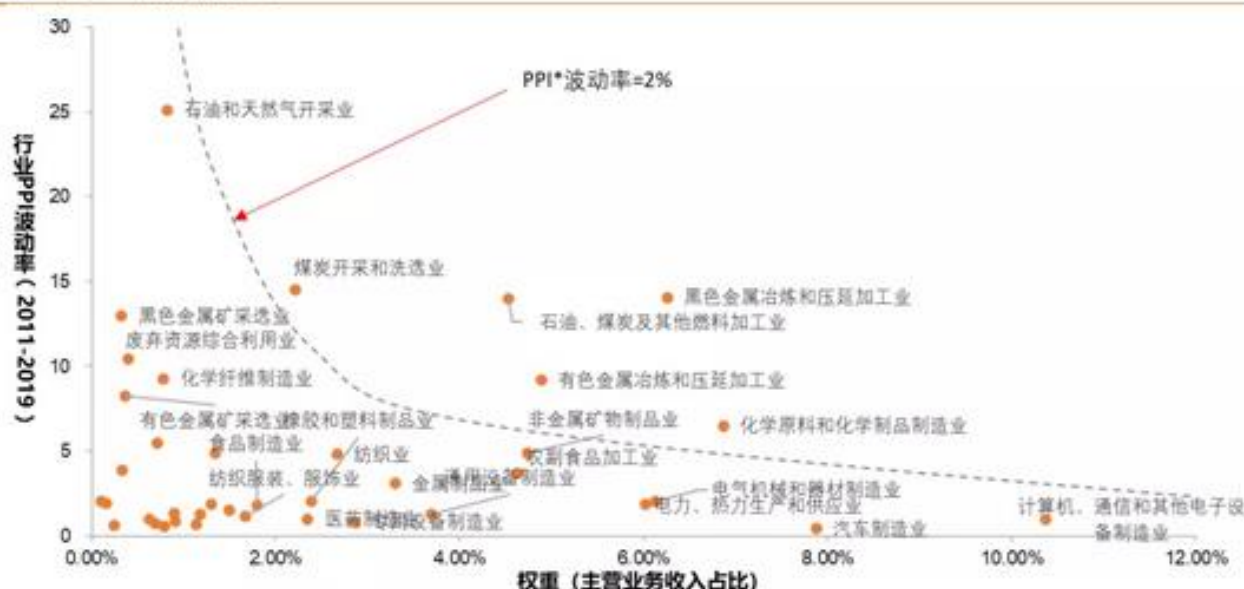
CPI 上行压力不大的情况下，央行大概率不会针对通胀进行调控。

对债市而言，我们还是强调今年宏观的复杂性，建议不急不躁，走一步看一步。

下半年大宗商品走势分析

观察各行业对 PPI 的拉动率可以发现，对 PPI 变动贡献最大的行业主要是能源、化工、黑色、有色等行业，因此本小节中重点分析以上几种重要产品的价格走势。

图 1：工业品价格权重



资料来源：Wind，天风证券研究所

1.1 原油：预计维持高位震荡态势，下半年均价在 70 左右

判断未来原油走势的关键点在于原油市场的供需缺口变动。

EIA 预测数据预示原油增势将放缓。根据 EIA 测算，2021 年全球原油

供需同步走高，Q1、Q2 的原油供需缺口较大，导致原油价格持续走高，下半年产量增幅(主要来自 OPEC+)将超过需求增幅，供需缺口持续缩小，原油价格增势放缓，平均维持在 72 美元[1]。

但需注意，EIA 数据也许低估了下半年原油供给。EIA 公布 7 月短期能源预测时，OPEC 会议尚未召开，其估计的 OPEC 原油产量增幅比 OPEC 实际公布的小，因此还应进一步调整原油价格估计。

截至目前，OPEC+的减产执行率仍维持在较高水平，但未来将逐步增加产量。

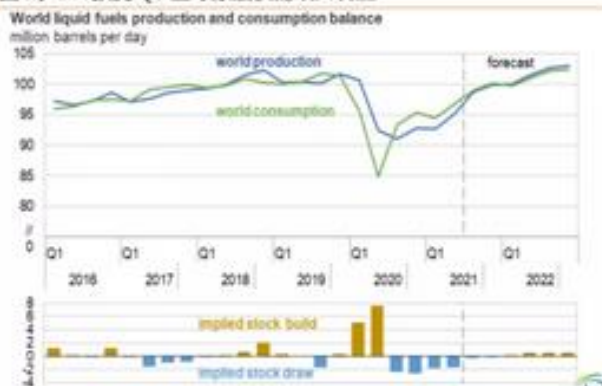
OPEC 从 4 月以来的部长级会议中，多次提到合作宣言 (DoC) [2]在支持全球石油市场再平衡放面的持续贡献，并肯定了减产协议参与国的积极表现，2、4、6 月减产执行率为 115%[3]、114%[4]、113%[5]。

根据 7 月 OPEC 会议，下半年每个月增产 40 万桶/天，计划于 2022 年 9 月之前全面取消 580 万桶/日的减产。此外，还将于 2022 年 5 月一次性提高 OPEC+国家的生产基线 163 万桶/日，原油产值增量大大提高。

当然，也需要警惕 DoC 破裂的可能性。7 月 OPEC 会议出现分歧，分歧背后反应的是各国财政盈亏平衡油价有所不同，核心矛盾在于当前油价下财政平衡状况逐渐分化[6]。因此不能排除 DoC 破裂的可能性。

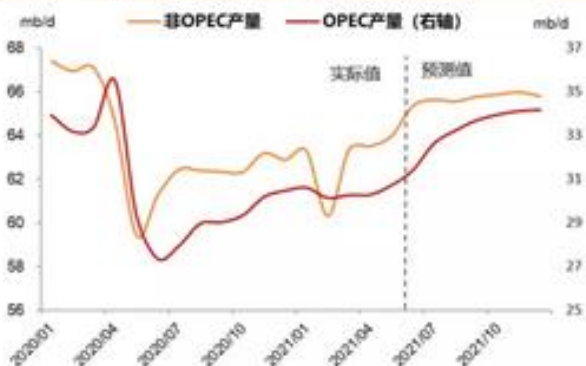
总体上，预计原油的供需缺口收缩，油价暂时不存在进一步大幅上行的基础。

图 2: EIA 预测 Q3 全球原油供需缺口转正



资料来源: EIA, 天风证券研究所

图 4: EIA 预测下半年 OPEC 增产较多



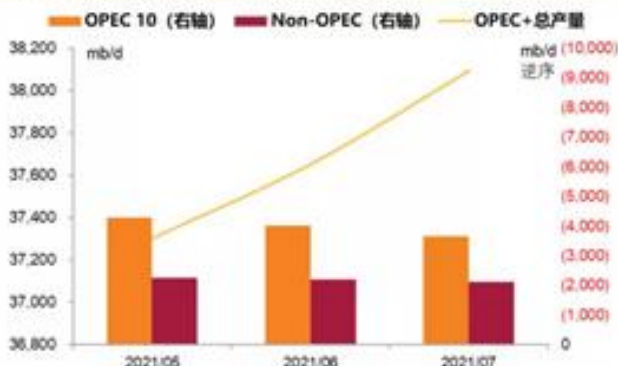
资料来源: EIA, 天风证券研究所

图 3: 全球原油需求与非 OPEC 国家供给差值逐渐放大



资料来源: OPEC, 天风证券研究所

图 5: OPEC+ 成员国 5-7 月减产协议情况



资料来源: OPEC, 天风证券研究所

从库存角度观察，下半年原油库存依然处于较低水平，这也限制了油价的下跌空间。根据 EIA 最新数据，随油价逐渐升高，OECD 国家和美国原油库存开始下降，均处于较低水平。

图 6: OECD 与美国库存有升高趋势



资料来源: EIA, 天风证券研究所

注: 均值为 EIA 公布的 2017-2019 年期间库存水平平均值。

美国页岩油 E&P 企业的资本支出指数达到 3 年来高点, 但与美国页岩油企业的资本支出计划和美国钻机数相背离, 预示美国页岩油企业产量恢复节奏较慢。

根据达拉斯联储调查数据显示, 2021Q2 页岩油 E&P 企业的资本支出指数 42.4, 仅次于 2017Q4; 但页岩油企业的 2021 年资本支出计划仅小幅上升, 且远未恢复到疫情前水平。从过去的走势看, 资本支出指数与钻机数量走势基本一致, 但今年以来两者出现了显著背离。

说明页岩油企业对经济前景存疑, 仅致力于提高企业现金管理能力。

在 2021 年 2 月的康菲石油公司电话会议中, 其董事长明确表示:

“尽管宏观环境有所好转, 但我们对复苏的轨迹和时机持谨慎态度。

需求复苏需要更长时间, 全球石油市场的潜在供应能力仍然存在, 库存仍

在上升，在这种市场环境中成长是没有一样的，所以我们选择在今年保持一个可持续的水平。

其次，我们致力于增加自由现金流，并将公司打造成为一个重要的自由现金流生成器。这意味着保持资本纪律，同时推动项目改进，提高运营效率，将经营目标从产量转换为自由现金流增长。” [7]

在 2021 年 6 月 30 日的市场更新会议中，其董事长“重申对纪律严明、注重汇报的战略承诺，并提出 2022-2031 年计划，重提资本支出和运营成本降低，同时增加股份回购、自由现金流，并到 2050 年实现零排放，致力成为业内最可持续的 E&P 公司” [8]。

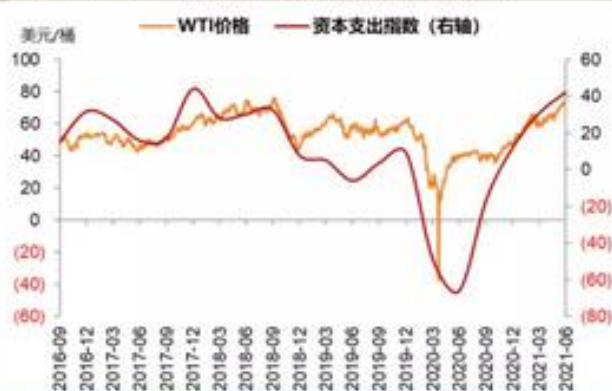
综合评估，我们认为下半油价可能维持高位震荡，均价保持在 70 美元以上。

图 7：页岩油企业 2021 年资本支出计划并未大幅回升

公司列表	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2021-2020	2021-2019
APA	4748	1900	3089	3100	2366	988	1100	112	-1266
CRC	401	75	429	747	612	140	213	73	-399
COP	10050	4869	4591	6750	6636	4715	5500	785	-1136
CLR	2564	1110	2035	2929	2809	1159	1400	241	-409
EOG	4711	6329	4234	6196	6274	3500	3900	400	-2374

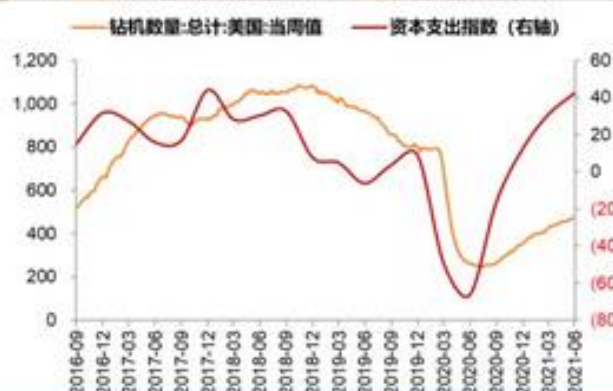
资料来源：各公司年报及季报，天风证券研究所

图 8：页岩油企业资本支出指数与 WTI 价格显著正相关



资料来源：Wind，达拉斯联储，天风证券研究所

图 9：2020H2 以来页岩油企业资本支出指数与钻机数量背离



资料来源：Wind，达拉斯联储，天风证券研究所

1.2 钢铁：预计价格仍将提高

钢铁供需缺口仍存，预计价格将提高。

从供给端来看，“碳达峰、碳中和”对钢铁去产能提出了更高要求，钢铁行业以煤为主的能源结构、以高炉—转炉为主的流程结构、行业集中度不高、高端绿色产品供给不充分等能源、产业、产品结构性问题都是影响碳达峰、碳中和的因素[9]。4 月 17 日工信部印发了更加严格的钢铁产业产能置换实施办法[10]，6 月 17 日国务院也对此有所回应，提出“将重点从 5 个方面推动钢铁产业结构的调整：严格执行禁止新增产能的规定、推动钢铁行业低碳绿色发展、促进钢铁行业兼并重组、鼓励钢铁行业优化布

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_32675

