

9 月通胀数据点评

——供应压力持续，PPI 上行未完

袁方¹ 章森（联系人）² 束加沛（联系人）³

2021 年 10 月 14 日

内容提要

9 月通胀数据延续了此前分化的格局，尽管 PPI 同比增速创历史新高，但这主要由供应收紧所致，而经济的需求层面仍然偏弱。在此背景下，央行货币政策有望维持中性偏松的基调。

今年频繁的极端天气对新能源的供应形成冲击，与此同时传统能源供应又受到中国碳中和政策的影响，这一供应压力推动传统能源价格大幅飙升。随着冬季取暖季节的到来，这一压力趋增，传统能源价格的上涨有望延续。

风险提示：（1）疫情发展超预期；（2）地缘政治风险

1 宏观分析师，yuanfang@essence.com.cn，S1450520080004

2 报告联系人，zhangsen@essence.com.cn，S1450120120014

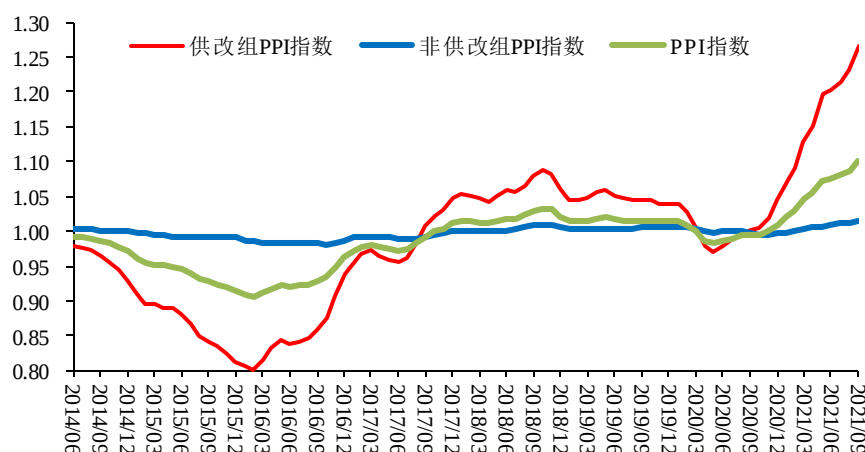
3 报告联系人，shujp@essence.com.cn，S1450120120043

一、PPI 同比加速上行

9 月 PPI 环比为 1.2%，较上月上升 0.5 个百分点；PPI 同比为 10.7%，较上月大幅上行 1.2 个百分点。

分项来看，PPI 环比的上行主要集中在煤炭、水泥、石油、有色等上游行业，而医药、交通运输设备、计算机等中下游行业价格表现偏弱。按照我们此前对供改组和非供改组的划分，供改组价格指数从去年以来快速抬升，而非供改组价格中枢大致持平，这一分化反映出碳中和政策对供应层面的影响。

图1：供改组和非供改组价格指数

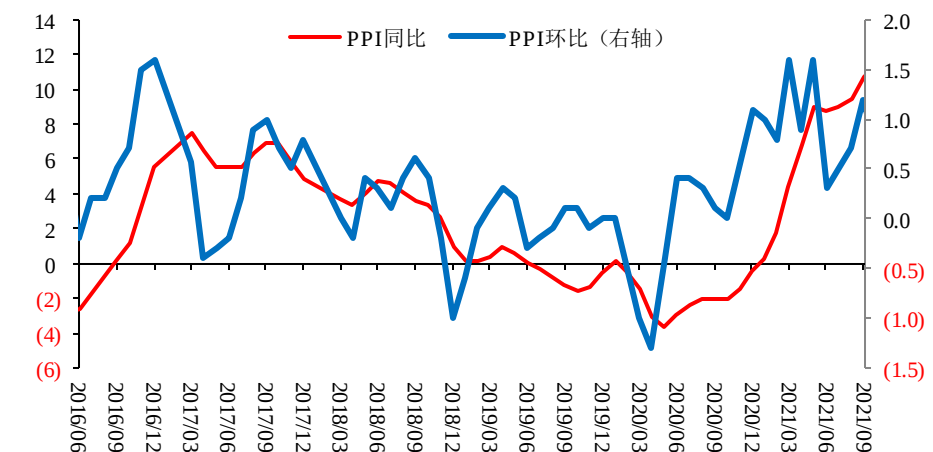


数据来源：Wind，安信证券

10 月以来大宗商品价格的上涨更多聚焦在能源领域，煤炭、天然气、原油等价格加速上行。在需求复苏的背景下，今年频繁的极端天气对新能源的供应形成冲击，与此同时传统能源供应又受到中国碳中和政策的影响，这一供需矛盾推动传统能源价格大幅飙升。随着冬季取暖季节的到来，这一供需压力可能进一步增加，传统能源价格的上涨有望延续，这也是尽管近期国内煤炭供应逐步释放，但煤炭价格仍然上涨的原因。

对 PPI 而言，全球大宗商品供需矛盾愈演愈烈，将推动 PPI 中枢上行，10 月 PPI 同比增速有望突破 11%，整个四季度 PPI 同比增速的中枢将维持在 10% 以上。

图2: PPI 同比和环比, %



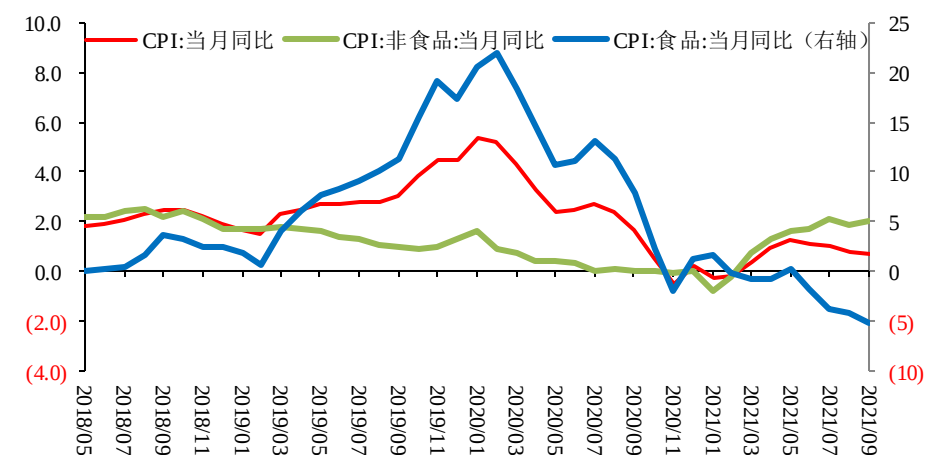
数据来源: Wind, 安信证券

二、猪价下跌对 CPI 形成主要拖累

9 月 CPI 同比 0.7%，较上月小幅下行 0.1 个百分点；核心 CPI 同比 1.2%，与上月持平。

拆解看，食品分项表现大幅低于历史水平，而非食品分项环比也低于历史均值，进而共同导致 CPI 环比表现偏弱。

图3: CPI、非食品和食品同比, %



数据来源: Wind, 安信证券

食品分项的走弱主要源于猪肉价格回落的拖累，猪肉价格的走弱更多反映出生猪供应恢复的影响，猪价持续下跌也导致牛肉、羊肉和水产品价格走弱。鲜菜价格的表现也低于季节性。

非食品分项中，生活用品及服务、交通和通信表现弱于季节性，反映了国内局部地区疫情扩散的影响。居住、医疗保健行业也小幅低于季节性。

往后看，猪价的下跌在逐步接近尾声，核心通胀的恢复温和进行，四季度 CPI 同比增速有望缓慢回升。

整体而言，9 月通胀数据延续了此前分化的格局，尽管 PPI 同比增速创历史新高，但这主要由供应收紧所致，而经济的需求层面仍在持续走弱。在此背景下，央行货币政策有望维持中性偏松的基调。

分析师简介

袁方，中央财经大学经济学学士，北京大学光华管理学院金融学硕士，曾在国家外汇管理局中央外汇业务中心工作两年。2018年7月加入安信证券研究中心。

联系人简介

束加沛，北京大学物理学学士，前沿交叉学科研究院物理电子学博士，光华管理学院国民经济学博士后，曾在华夏幸福研究院工作两年。2020年12月加入安信证券研究中心。

章森，北京大学经济学院经济学学士和国际商务硕士，曾在北京市发展和改革委员会工作两年。2020年12月加入安信证券研究中心。

分析师声明

袁方声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议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，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本

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_27669

