

2021年10月14日

结构性通胀加快凸显

宏观研究团队

——宏观经济点评

赵伟 (分析师)

zhaoweil@kysec.cn

证书编号: S0790520060002

杨飞 (分析师)

yangfeil@kysec.cn

证书编号: S0790520070004

马洁莹 (联系人)

majieying@kysec.cn

证书编号: S0790120080081

● **原材料涨价对CPI的传导在持续显性化，猪价和服务低迷使得CPI保持低位** 猪价等拖累食品回落，部分商品涨价推升非食品。9月，CPI同比回落0.1个百分点至0.7%，环比走平于1.2%；核心CPI同比走平于1.2%。分项环比中，食品由正转负至-0.7%、上月为0.8%，主要受猪价等拖累；非食品环比转正至0.2%、上月为-0.1%，主要受原材料涨价传导、服装季节性涨价等影响，其中，家用器具、服装等分项环比明显上涨，而疫情反复拖累服务项的涨幅低于季节性。

原材料涨价传导继续显现，关注供给收缩下成本压力加速凸显的潜在风险。9月，剔除猪肉和服务的CPI同比达2%左右、高于疫情前，与原材料涨价相关、成本转嫁能力较强的消费品涨价在CPI中进一步显现，例如，耐用消费品涨价持续推升CPI家用器具、9月创近10年新高的1.5%。原材料涨价对中下游利润挤压，或导致部分中下游消费品供给收缩，一旦消费修复，可能加速成本压力的显性化。

● **生产资料价格飙升、推动PPI创新高，涨价压力加速向部分中下游行业传导** 生产资料价格飙升、推动PPI创有数据以来新高。9月，PPI同比10.2%、涨幅扩大1.2个百分点，环比涨幅扩大0.5个百分点至1.2%。大类分项同比中，生产资料创新高至14.2%，采掘涨幅扩大7.6个百分点至49.4%，原材料和加工工业涨幅分别扩大2.1和0.9个百分点；生活资料小幅抬升0.1个百分点至0.4%，衣着、一般日用品和耐用消费品涨幅扩大超0.2个百分点，食品回落0.2个百分点。

供需缺口下，工业品涨幅继续扩大，向中下游传导加速显现。主要行业环比来看，煤炭加工、煤炭开采分别上涨18.9%和12.1%、合计影响PPI环比上涨0.5个百分点，有色矿采、有色冶炼延续上涨、涨幅分别扩大0.3和1.5个百分点；原材料涨价推动中下游涨价延续，其中，电热生产、燃气生产供应环比均较上月扩大0.8个百分点至0.4%和2.5%，化学制品、非金属制品、通用设备等均环比上涨。

● **重申观点：经济承压下，结构性通胀对货币政策掣肘有限，不会动摇债牛基础** 经济下行压力加大下，结构性通胀对货币政策的掣肘有限；伴随债务风险、结构性矛盾等凸显，货币流动性环境仍有进一步宽松的必要性。伴随地产和出口两大动能加速走弱，经济加速回落的风险上升；在终端消费低迷下，原材料涨价进一步加剧了中小企业生存压力，进而加剧经济结构性矛盾。经济走弱、结构分化的同时，地方债务和地产债务等风险加速显现，仍需要宽松的货币流动性环境“呵护”。综合宏观形势和流动性环境等来看，本轮债牛基础牢固，不要轻易“下车”。我们在《坚定债牛不动摇》中指出，当前与过往的三大不同点，决定债市分析“基准”已变；尤其是眼下货币政策要服务于多重目标，经济压力加大、债务风险的加速暴露、原材料涨价对中小企业的“伤害”等，仍需宽松的货币流动性环境来“呵护”；叠加经济增速下台阶、信用和利率中枢下移，皆指向债牛基础牢固。

● **风险提示：**供给短缺持续，需求加速修复。

相关研究报告

《宏观经济点评-“宽”信用，并非易事》-2021.10.13

《宏观经济专题-低估的通胀传导》-2021.7.4

《《全球大通胀时代》系列报告六-钢材大涨，折射的全球大通胀脉络》-2021.7.4

目 录

1、 结构性通胀加快凸显	3
2、 风险提示	5

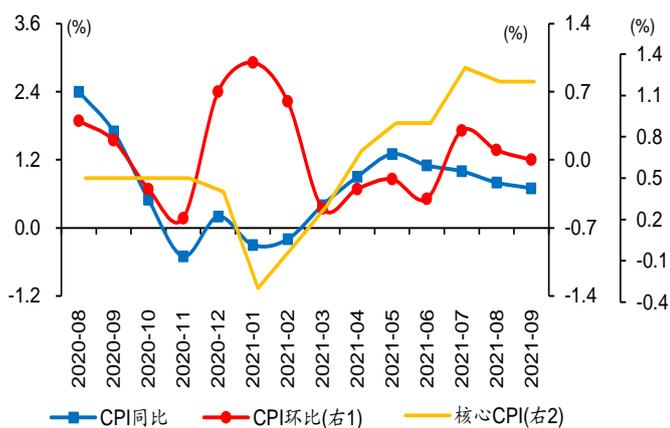
图表目录

图 1: 9 月, CPI 同比 0.7%, 核心 CPI 同比走平于 1.2%	3
图 2: 9 月, CPI 食品同比延续回落、非食品抬升	3
图 3: CPI 食品环比受猪肉等拖累明显	3
图 4: 非食品环比中, 衣着等分项贡献明显	3
图 5: 食品项中猪肉拖累明显, 非食品多数已处历史高位	4
图 6: 剔除猪肉和服务的 CPI 已高于疫情前	4
图 7: CPI 交通工具用燃料同比处于历史高位	4
图 8: PPI 耐用消费品向 CPI 传导进一步体现	4
图 9: 9 月, PPI 同比 10.7%、创有数据以来新高	5
图 10: 9 月, 生产资料明显抬升、尤其采掘行业	5
图 11: 9 月, 煤炭开采、黑色冶炼、化学制造等行业涨价幅度扩大	5

1、结构性通胀加快凸显

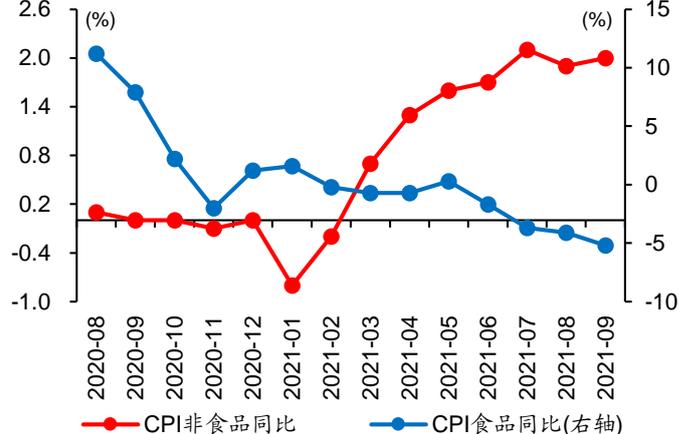
猪价等拖累食品回落，部分商品涨价推升非食品。9月，CPI同比回落0.1个百分点至0.7%，环比走平于1.2%；核心CPI同比走平于1.2%。分项环比中，食品由正转负至-0.7%、上月为0.8%，主要受猪价等拖累；非食品环比转正至0.2%、上月为-0.1%，主要受原材料涨价传导、服装季节性涨价等影响，其中，家用器具、服装等分项环比明显上涨，而疫情反复拖累服务项的涨幅低于季节性。

图1：9月，CPI同比0.7%，核心CPI同比走平于1.2%



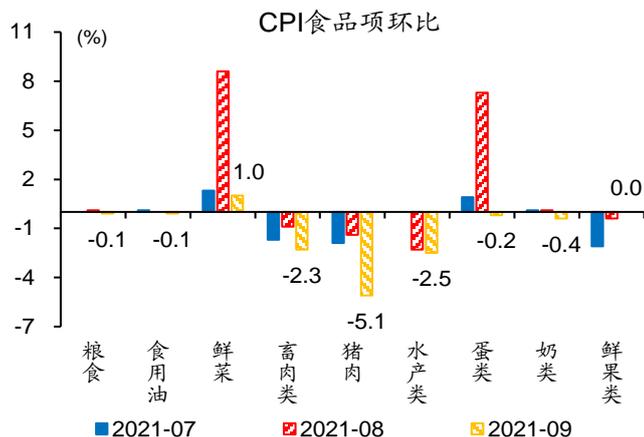
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：9月，CPI食品同比延续回落、非食品抬升



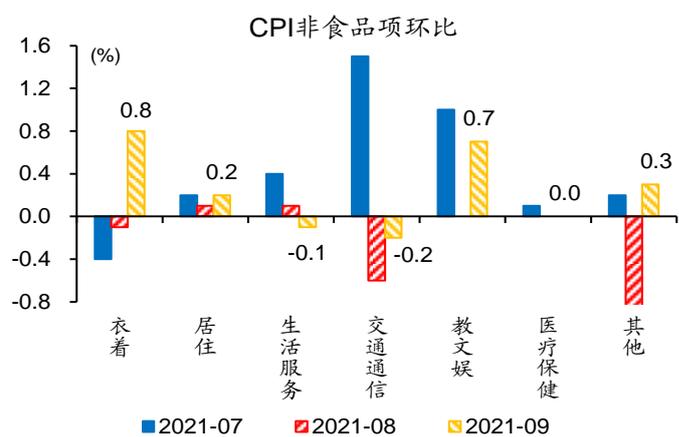
数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：CPI食品环比受猪肉等拖累明显



数据来源：Wind、开源证券研究所

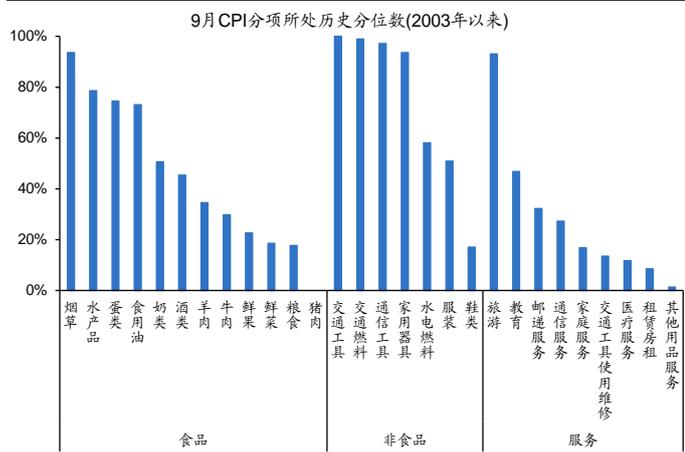
图4：非食品环比中，衣着等分项贡献明显



数据来源：Wind、开源证券研究所

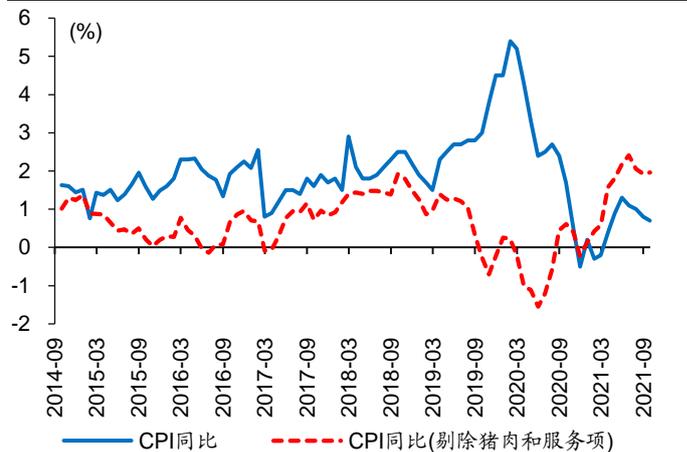
原材料涨价传导继续显现,关注供给收缩下成本压力加速凸显的潜在风险。9月,剔除猪肉和服务的CPI同比达2%左右、高于疫情前,与原材料涨价相关、成本转嫁能力较强的消费品涨价在CPI中进一步显现,例如,耐用消费品涨价持续推升CPI家用器具、9月创近10年新高的1.5%。原材料涨价对中下游利润挤压,或导致部分中下游消费品供给收缩,一旦消费修复,可能加速成本压力的显性化。

图5: 食品项中猪肉拖累明显,非食品多数已处历史高位



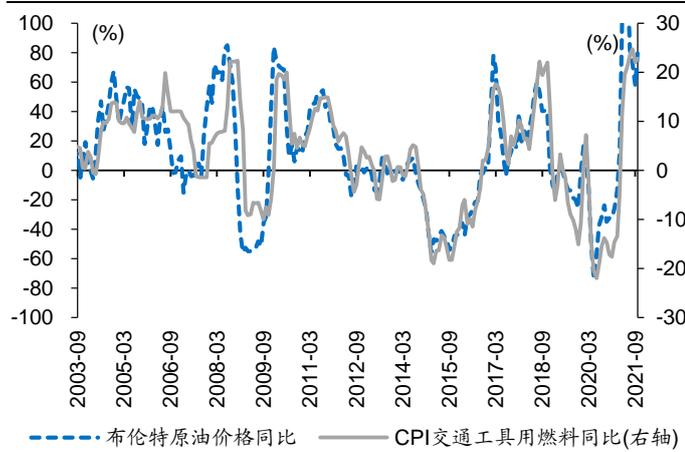
数据来源: Wind、开源证券研究所

图6: 剔除猪肉和服务的CPI已高于疫情前



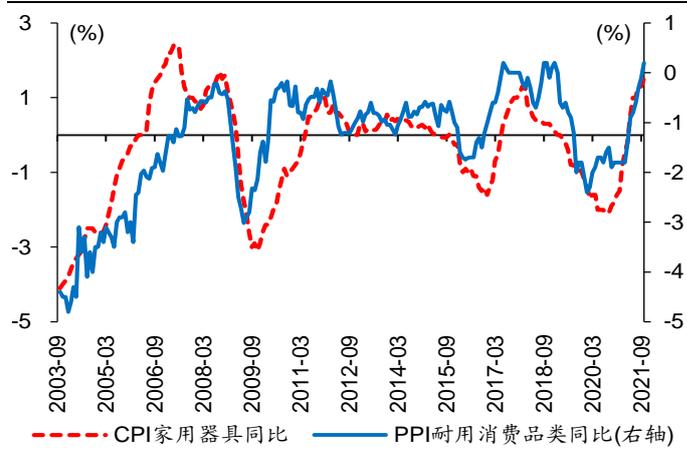
数据来源: Wind、开源证券研究所

图7: CPI交通工具用燃料同比处于历史高位



数据来源: Wind、开源证券研究所

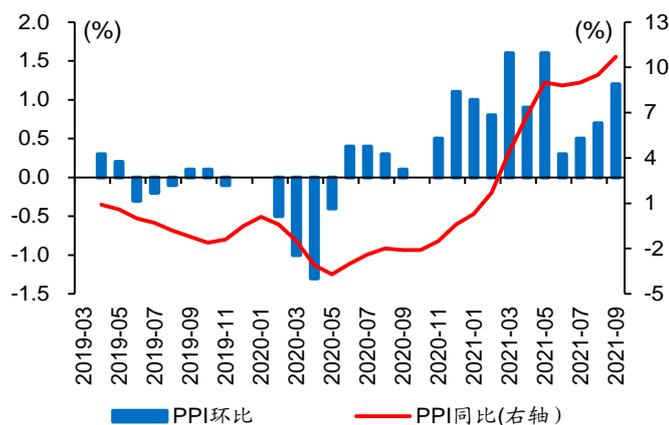
图8: PPI耐用消费品向CPI传导进一步体现



数据来源: Wind、开源证券研究所

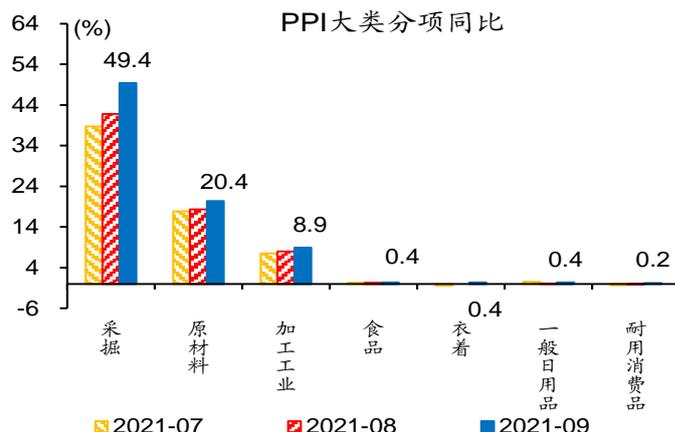
生产资料价格飙升、推动PPI创有数据以来新高。9月, PPI同比10.2%、涨幅扩大1.2个百分点, 环比涨幅扩大0.5个百分点至1.2%。大类分项同比中, 生产资料创新高至14.2%, 采掘涨幅扩大7.6个百分点至49.4%, 原材料和加工工业涨幅分别扩大2.1和0.9个百分点; 生活资料小幅抬升0.1个百分点至0.4%, 衣着、一般日用品和耐用消费品涨幅扩大超0.2个百分点, 食品回落0.2个百分点。

图9: 9月, PPI同比10.7%、创有数据以来新高



数据来源: Wind、开源证券研究所

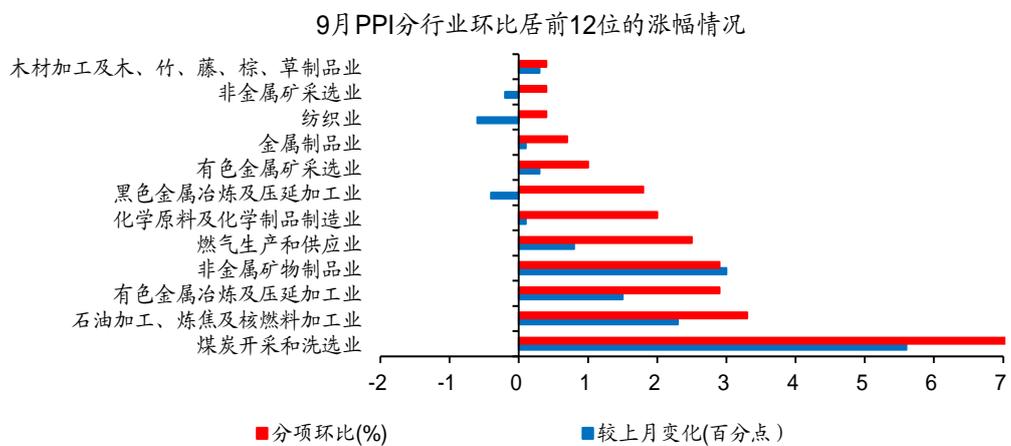
图10: 9月, 生产资料明显抬升、尤其采掘行业



数据来源: Wind、开源证券研究所

供需缺口下, 工业品涨幅继续扩大, 向中下游传导加速显现。主要行业环比来看, 煤炭加工、煤炭开采分别上涨18.9%和12.1%、合计影响PPI环比上涨0.5个百分点, 有色矿采、有色冶炼延续上涨、涨幅分别扩大0.3和1.5个百分点; 原材料涨价推动中下游涨价延续, 其中, 电热生产、燃气生产供应环比均较上月扩大0.8个百分点至0.4%和2.5%, 化学制品、非金属制品、通用设备等均环比上涨。

图11: 9月, 煤炭开采、黑色冶炼、化学制造等行业涨价幅度扩大



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_27679



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn