

2021年9月物价数据点评

四季度通胀上行压力加大

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号
S1060520090001
ZHONGZHENGSHENG934@pingan.
com.cn

研究助理

张璐 一般证券从业资格编号
S1060120100009
ZHANGLU150@pingan.com.cn



事项:

2021年9月CPI同比为0.7%，PPI同比为10.7%。

平安观点:

- **1、服务、食品拖累9月CPI同比。**9月交通工具和家用器具的环比涨幅扩大，由此还是可以看到PPI向CPI传导的迹象。只是医疗、家庭服务等服务消费偏弱，以及肉蛋菜果的供给充沛，对CPI同比起到了更明显的下拉作用。
- **2、四季度CPI从油价、菜价、猪价、PPI传导层面都面临正向驱动。**考虑到去年四季度CPI基数显著降低，我们预计四季度CPI将呈显著回升：三种情形下，11月高点分别在1.6%、1.7%、2.2%。**1）10月以来，国际油价进一步攀升，**截至上半月涨幅已超6.8%，10月10日国内成品油价格上涨幅度达到350元/吨，油价上涨对CPI的推升作用将会体现出来。**2）10月以来蔬菜价格快速攀升，**农业部公布的菜篮子价格指数涨幅已近5%，而往年10月蔬菜价格通常仍在下跌阶段，这可能受到了河南等地暴雨洪灾导致蔬菜歉收的影响。**3）猪肉价格对CPI的拖累也面临减弱的可能。**今年6月生猪养殖开始亏随，且亏损率持续扩大，已显著超过2013、2017年，这势必导致养殖户补栏积极性减弱。生猪养殖周期在5个月左右，预计从11月生猪供过于求的压力将有所缓和。
- **3、高耗能行业推动PPI创历史新高。**而耐用消费品表现相比上半年来说仍属低迷，一般日用品环比跌幅扩大，均体现居民消费疲软，成为PPI向CPI传导的阻滞环节。根据统计局公布的计算结果，煤炭、石化产业链、黑色、有色几大行业合计影响PPI上涨约8.42个百分点，约占总涨幅的八成。同样分三种情形测算四季度PPI同比，四季度PPI同比的低点分别在9.2%、11.1%、7.4%（更可能介于前两者之间），均仍处高位。
- **综上，四季度国内通胀压力面临上升。**在PPI居高难下的同时，PPI向CPI传导在局部领域有增强迹象，油价上涨同时作用于PPI和CPI导致二者联动增强；加之今年极端天气频发对蔬菜价格形成上行驱动、猪肉价格对CPI的拖累面临减弱的可能，CPI的上行压力加大。虽然CPI上行尚不会触及3%的经验警戒线，但从PPI水平和CPI趋势来讲，货币政策仍需管理好通胀预期。且明年猪价回升后，若叠加冷冬对蔬菜、能源价格的冲击，CPI还将面临进一步的上行压力。这是货币政策若要采取更宽松的举措所必须考虑的约束，也是当前债券市场面临的核心利空因素。

一、服务、食品拖累 CPI 同比

9月CPI同比较上月回落0.1个百分点至0.7%。其中，食品价格同比进一步下滑至-5.2%，非食品价格同比高位向上波动至2%，提出食品和能源的核心CPI同比持平于1.2%。由此可见，**食品价格是拖累CPI同比回落的主要原因**。

分项来看，9月CPI环比0%明显弱于季节性水平，其中，**食品烟酒分项**环比逆季节性下跌，成为最大的拖累项。食品当中，猪肉和鸡蛋价格环比逆季节性下跌，鲜菜、鲜果以及水产品价格环比涨幅弱于季节性，反映秋季肉蛋菜果供应充足，帮助平抑了物价上涨。**医疗保健分项**环比弱于季节性，主要是医疗服务的拖累，而中西药品环比均有所回升。**交通通信分项**环比也逆季节性下跌，里面的交通工具环比显著攀升至0.5%，创下近年来最高值，可能与汽车受限于芯片而供给不足相联系；交通工具用燃料环比跌幅收窄至-0.4%，这与9月国际油价大涨9.4%相悖，主要由于国内成品油调价不同步，继8月24日下调汽油价格250元/吨后，直到9月7日才上调140元/吨，9月19日再上调90元/吨，尚未抵消此前下调幅度。**生活用品分项**环比逆季节性下跌，里面的家用器具环比涨幅有所扩大，拖累主要来自家庭服务，体现疫情对于服务消费的影响。其它分项，包括衣着、娱乐文教、居住分项环比涨幅基本符合季节性规律。

从以上交通工具和家用器具的环比涨幅扩大来看，还是可以看到PPI向CPI传导的迹象。只是医疗、家庭服务等服务消费偏弱，以及肉蛋菜果的供给充沛，对CPI同比起到了更为明显的下拉作用。

不过这种下拉作用的持续性已经面临挑战：10月以来，国际油价进一步攀升，截至上半月涨幅已超6.8%，10月10日国内成品油价格上调幅度达到350元/吨，油价上涨对CPI的推升作用将会体现出来。10月以来蔬菜价格快速攀升，农业部公布的菜篮子价格指数涨幅已近5%，而往年10月蔬菜价格通常仍在下跌阶段，这可能受到了河南等地暴雨洪灾导致蔬菜歉收的影响。此外，猪肉价格对CPI的拖累也面临减弱的可能，今年6月升猪养殖开始亏随，且亏损率持续扩大，已显著超过2013、2017年，这势必导致养殖户补栏积极性减弱。生猪养殖周期在5个月左右，预计从11月生猪供过于求的压力将有所缓和。加之全国猪肉批发价（10月13日为18.1元/公斤）距离2013年有统计以来的低点15.62元/公斤已不远，猪肉价格进一步下跌的空间已然有限。综上，四季度CPI从油价、菜价、猪价、PPI传导层面都面临正向驱动，考虑到去年四季度CPI基数显著降低，我们预计四季度CPI将呈显著回升。

具体地，分基准、乐观、悲观三种情形，利用环比规律推算，今年10-12月CPI同比的高点将在11月达到，高点分别在1.6%、1.7%、2.2%。情形一是利用季节性规律，假定今年10月-12月的CPI环比，为2016年-2020年对应月份的CPI环比均值。情形二是猪肉价格继续下跌（7月和8月的CPI猪肉项环比分别为-1.9%、-1.4%，假定10月-12月都为-1.5%），上游涨价没有向下游的工业消费品传导（符合季节性规律）。情形三是猪肉价格止跌企稳（与之相似的是2018年6月-8月，CPI猪肉项环比分别为1.1%、2.9%和6.5%），上游涨价向下游的工业消费品传导（与之相似的是2010年8月-10月，CPI工业消费品环比分别为0.3%、0.9%和0.8%）。

图表1 9月CPI食品分项同比进一步下滑



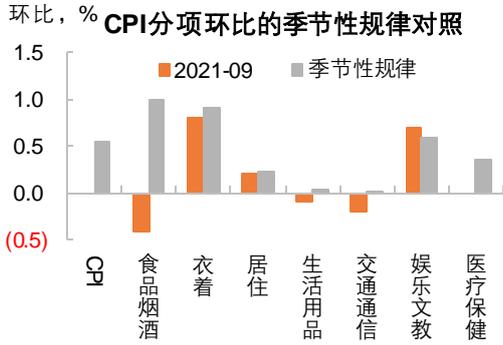
资料来源:wind, 平安证券研究所

图表2 9月核心CPI同比持平上月



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表3 9月食品、服务、国内油价环比涨幅明显偏弱



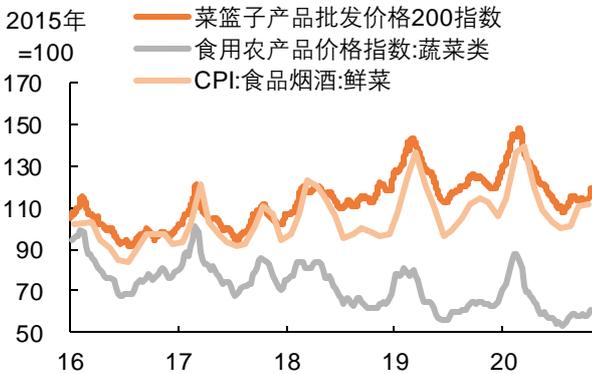
资料来源:wind, 平安证券研究所

图表4 9月猪肉、蛋、菜、果环比显著不及季节性



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表5 10月以来蔬菜价格出现快速上涨



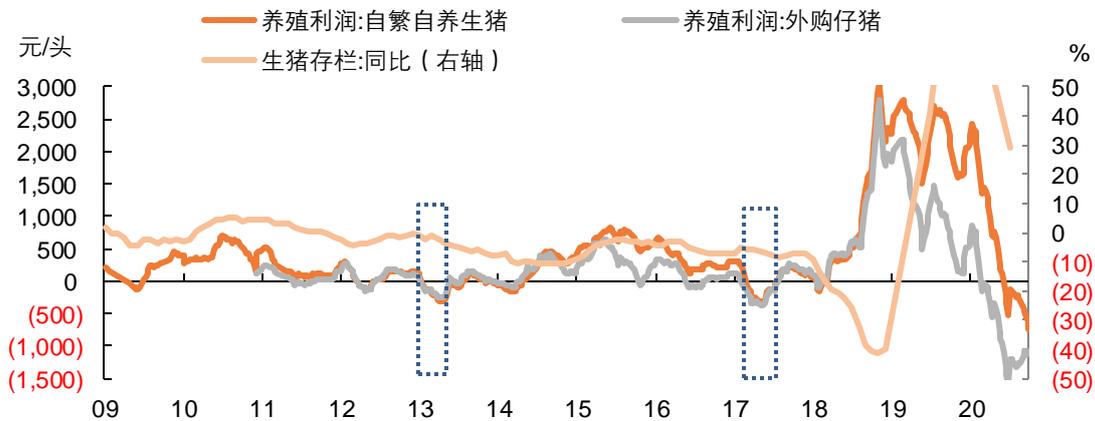
资料来源:wind, 平安证券研究所

图表6 往年10月蔬菜价格通常处于回落阶段



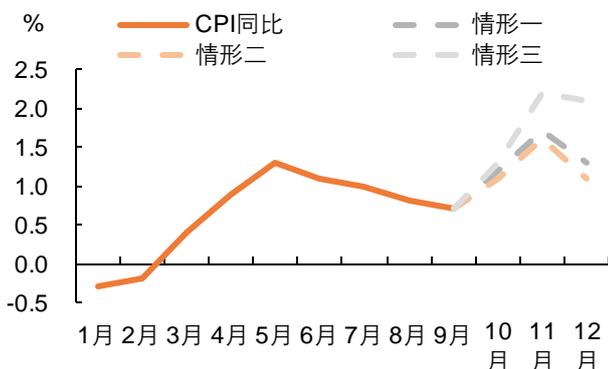
资料来源:wind, 平安证券研究所

图表7 6月以来生猪自繁自养利润已陷入亏损且为历史最低



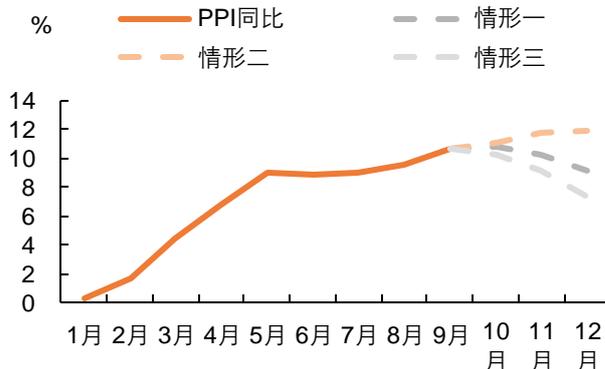
资料来源:平安证券研究所

图表8 预计 11月达到 CPI 同比高点



资料来源: wind, 平安证券研究所

图表9 预计四季度 PPI 同比仍处高位



资料来源: wind, 平安证券研究所

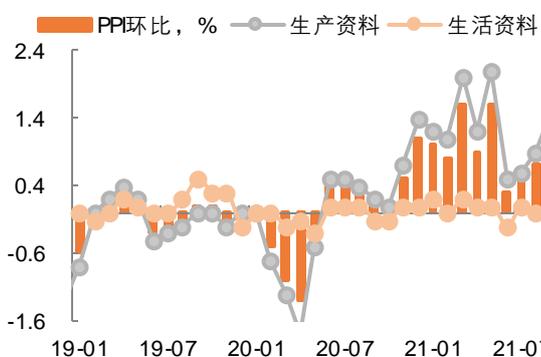
二、高耗能行业推动 PPI 创历史新高

9月 PPI 同比达到 10.7% 创下历史新高, PPI 环比上涨 1.2%。其中, 生产资料环比涨幅扩大至 1.5%, 生活资料持平于 0%。生活资料中, 衣着类环比上涨 0.2% 为近年来同期最高, 这可能是疫情趋于缓和后有“补涨”性质。耐用消费品环比回到 0%, 表现相比上半年来说仍属低迷, 一般日用品环比跌幅扩大, 均体现居民消费疲软, 成为 PPI 向 CPI 传导的阻滞环节。

分行业来看, 9月 PPI 环比涨幅扩大最多的是: 煤炭、水泥等非金属、石油加工和有色, 均为能源和高耗能行业; 而黑色金属、化学纤维业环比大幅下滑, 与国际铁矿石价格下挫相联系。根据统计局公布的计算结果, 煤炭、石化产业链、黑色、有色几大行业合计影响 PPI 上涨约 8.42 个百分点, 约占总涨幅的八成。

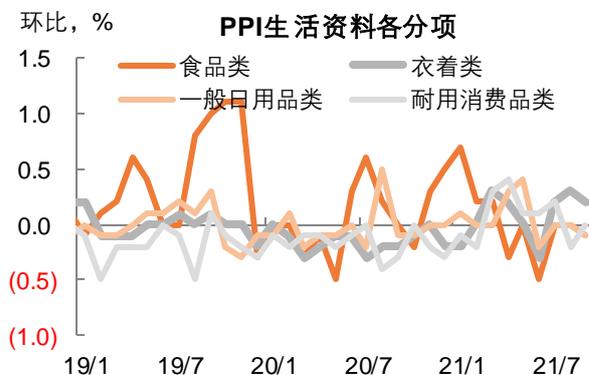
我们同样分三种情形, 定量测算四季度 PPI 同比。情形一是利用季节性规律。PPI 环比的季节性明显弱于 CPI, 但取过去 10 年 10 月-12 月的 PPI 环比均值进行推算, 仍具有一定参考意义。情形二是考虑到当前上游商品的供应仍然紧张, 和当前相似的年份有 2016 年和 2020 年, 取这两年对应月份的 PPI 环比均值进行推算。情形三是经济下行压力加大后, 政策转向稳增长, 上游商品的保供稳价工作取得实质性成效。大宗商品价格高位下行, 和当前相似的有 2014 年和 2015 年, 据此确定今年 10 月-12 月的 PPI 环比均值。三种情形下, 四季度 PPI 同比的低点分别在 9.2%、11.1%、7.4%, 仍处高位。目前来看, 在能耗双控约束下, 四季度大宗商品供应仍然紧缺, 实际情况介于情形一和情形二之间的可能性更大。

图表10 9月 PPI 环比涨幅扩大主要受生产资料拉动



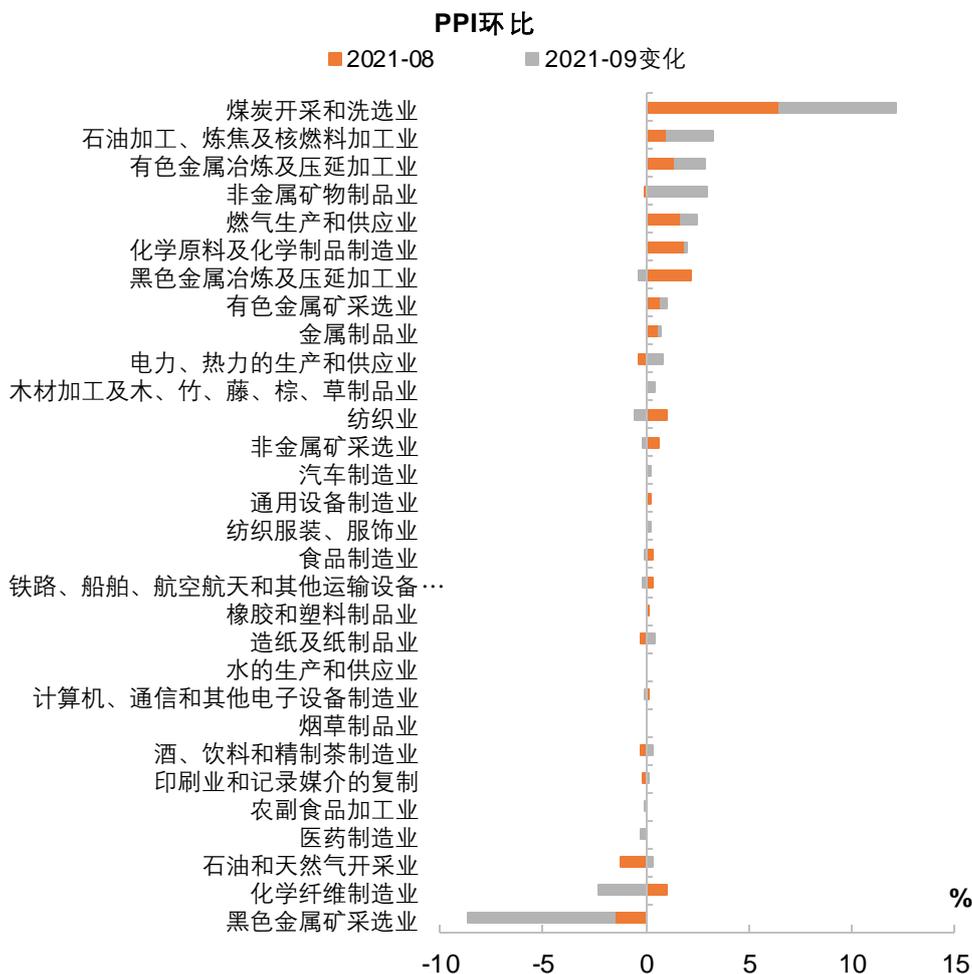
资料来源: wind, 平安证券研究所

图表11 9月 PPI 生活资料分项普遍低迷



资料来源: wind, 平安证券研究所

图表12 PPI 环比主要受煤炭和高耗能产业拉动



资料来源:平安证券研究所

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_27686

