

## 9 月 CPI 与 PPI 同比 “一下一上”，四季度 “剪刀差” 难现明显收窄

—— 2021 年 9 月物价数据点评

分析师 王青 冯琳

**事件：**据国家统计局数据，2021 年 9 月 CPI 同比 0.7%，前值 0.8%，上年同期 1.7%；PPI 同比 10.7%，前值 9.5%，上年同期-2.1%。

### 主要观点：

9 月物价数据有两个特征：首先是 CPI 与 PPI 走势进一步分化，两者之间的“剪刀差”扩大。这意味着下游小微企业经营困难加剧，未来金融、财政等相关部门定向扶持力度有望继续加大。其次，9 月能源和工业品价格大涨，带动 PPI 新涨价动能明显增强，当月 PPI 同比涨幅加快至 10.7%，创下有记录以来历史新高，引发广泛关注。

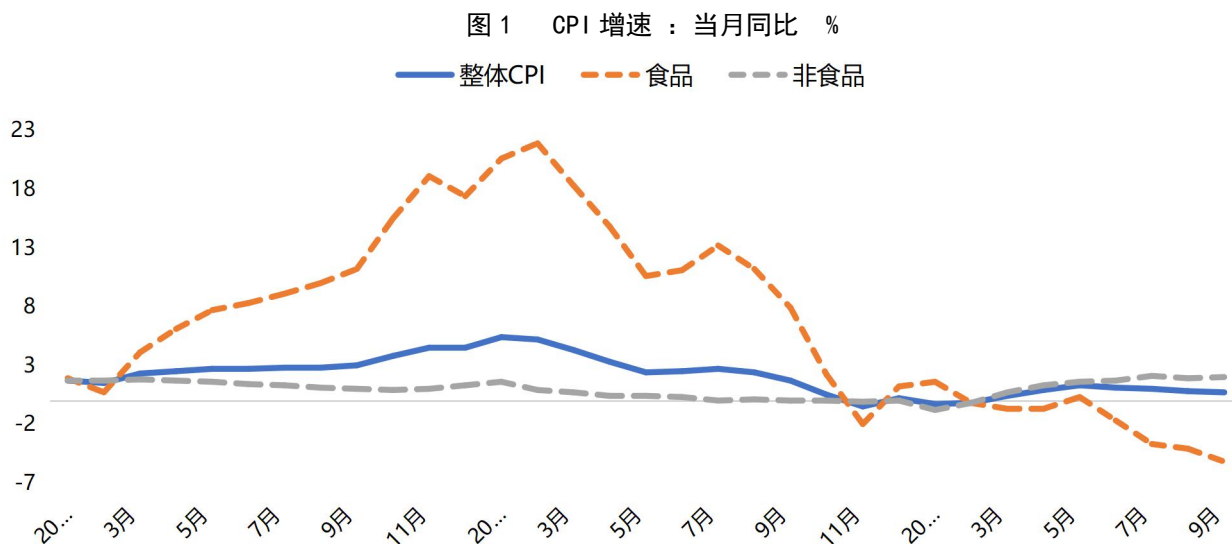
CPI 方面，主要受猪肉价格继续下跌带动食品价格同比降幅扩大影响，9 月 CPI 同比继续下沉；当前 CPI 走势明显偏弱，背后有多种原因，主要是在国内外疫情反复背景下，居民消费心理比较谨慎，这意味着未来一段时间 PPI 高涨引发全面通胀的风险依然不大。

PPI 方面，9 月国内外供给约束引发供需缺口扩大，能源和工业品价格大涨，带动 PPI 新涨价动能明显增强，抵消了翘尾因素的进一步减弱，当月 PPI 同比涨幅再创新高。

展望未来，CPI 同比有望进入一个小幅回升过程，但四季度 CPI 同比超过 2.0% 的可能性不大；10 月 PPI 同比将继续冲高，短期内 PPI 与 CPI 之间的“剪刀差”仍将处于高位。这意味着未来一段时间下游小微企业的经营困难还将加剧，预计四季度针对小微企业的定向支持政策会进一步加码。

具体分析如下：

一、主要受猪肉价格继续下跌带动食品价格同比降幅扩大影响，9月CPI同比继续下沉；当前CPI走势明显偏弱，背后有多种原因，主要是在国内外疫情反复背景下，居民消费心理比较谨慎。



数据来源:WIND, 东方金诚

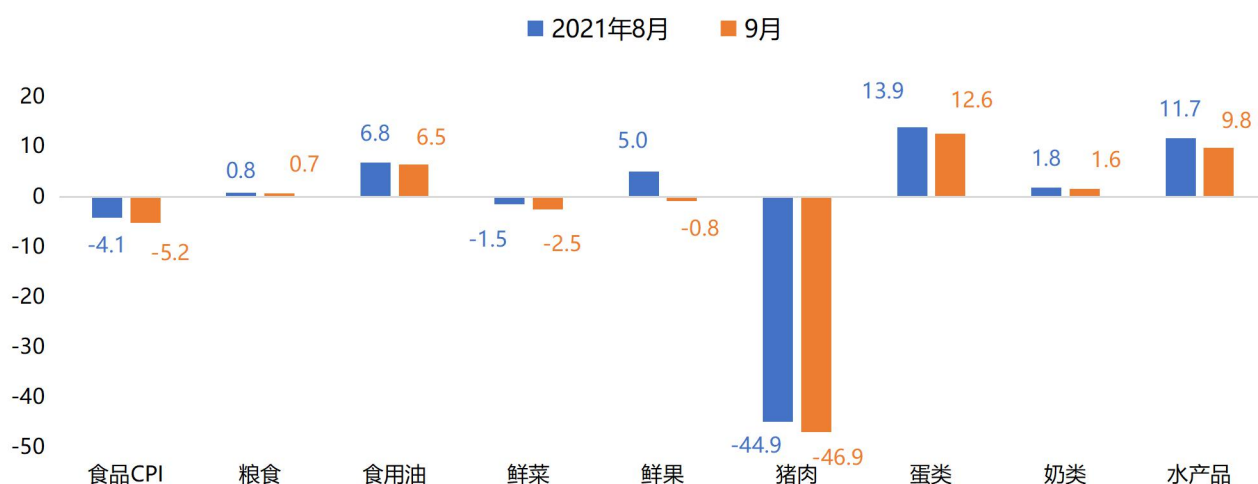
食品价格方面，9月猪肉价格延续下行，同比跌幅扩大，带动食品价格同比下行幅度加深；近期国际农产品价格大幅上涨，但未对国内粮价造成明显影响。

9月食品价格环比下降0.7%，明显不符合季节性规律，主要原因是在生猪大规模出栏、猪肉消费需求不振导致的市场供需失衡作用下，当月猪肉价格环比继续下降5.1%，降幅较上月的1.4%不减反增，这导致猪肉价格同比降幅由上月的44.9%扩大至46.9%。据测算，由于猪肉价格在整个CPI中所占的权重较高，仅猪肉价格下降一项，就带动当月CPI同比下降约1.12个百分点，成为本月CPI同比增速下行的主要原因。

此外，受气候及需求等因素影响，9月鲜菜、鲜果价格环比涨势偏弱，同比涨幅都有不同程度回落；前期水产品价格大涨后带动养殖规模扩大，9月水产品价格回落明显，同比涨幅也在收窄。以上因素叠加，9月食品价格同比跌幅扩大，影响CPI同比下降约1个百分点。

值得注意的是，9月粮食价格环比下降0.1%，同比涨幅也微降0.1个百分点至0.7%。这表明，尽管近期海外谷物等农产品及食品价格出现较大幅度上涨，但在国内主粮供需平衡以及国内粮价普遍高于国际粮价的背景下，国内粮价并未随之出现显著波动，即这段时间国内外粮价和食品价格波动实现了“有效隔离”。唯一例外的是食用油，由于我国大豆进口依赖度很高，9月食用油价格同比上涨6.5%，尽管较上月有所回落，但仍属明显偏高水平。

图2 食品类各分项 CPI 同比增速 %

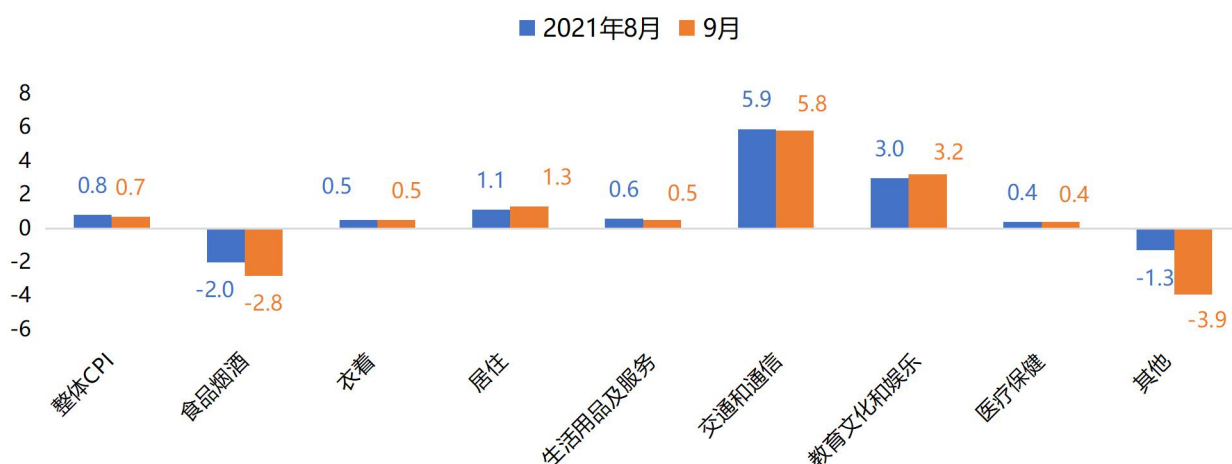


数据来源:WIND, 东方金诚

非食品价格方面, 9月同比涨幅微升至2.0%, 主要原因有两个: 一是当月受大城市房租普遍上调带动, 居住价格涨幅加快; 二是新学期开学部分学校收费上调, 带动教育和文化娱乐价格同比涨幅扩大。其他商品和服务价格变化幅度很小, 表明PPI冲高向CPI的传导效应依然很弱。

9月非食品价格涨势依然偏弱, 主要价格上涨项依然是交通和通信价格。当月国际原油价格走高, 国内成品油价格随之上调, 但由于上年同期价格基数上升更快, 当月交通和通信价格同比涨幅为5.8%, 较上月回落0.1个百分点。9月推高非食品价格涨幅的主要因素来自居住价格的较快上涨。当月, 受大城市房租普遍上调影响, 居住价格同比增速由上月的1.1%加快至1.3%。与此同时, 新学期开学部分学校收费上调, 教育服务价格上涨1.7%, 带动教育和文化娱乐价格同比涨幅扩大。值得注意的是, 9月其他商品和服务降幅明显加大, 我们判断, 这主要是受当月黄金价格下行, 同比跌幅加大带动。

图3 八类商品与服务 CPI 同比增速 %



数据来源:WIND, 东方金诚

整体上看，9月食品之外的商品和服务价格涨幅变化不大，显示当前PPI冲高向CPI的传导效应依然很弱。背后的原因有三个：首先，在商品供应充分的背景下，当前居民消费需求偏低。数据显示，与居民收入增速相比，以两年平均增速衡量，年内居民消费支出增速始终偏弱，背后是当前国内外疫情屡有反复，居民消费心理仍然谨慎，预防性储蓄增加。这也与央行三季度储户问卷调查结果相印证：选择更多消费的储户占比较上季度下降1个百分点，至24.1%，而更多储蓄占比达到50.8%，较上季度提升1.4个百分点。其次，过去20年我国CPI年均涨幅仅为2.2%，整整一代人没有经历过高通胀，社会上很难形成高通胀预期。第三，去年以来我国疫情控制较早，宏观政策逆周期调节力度整体上较为温和，货币发行量没有出现大幅上升，也是当前CPI并未全面上涨的一个重要原因。

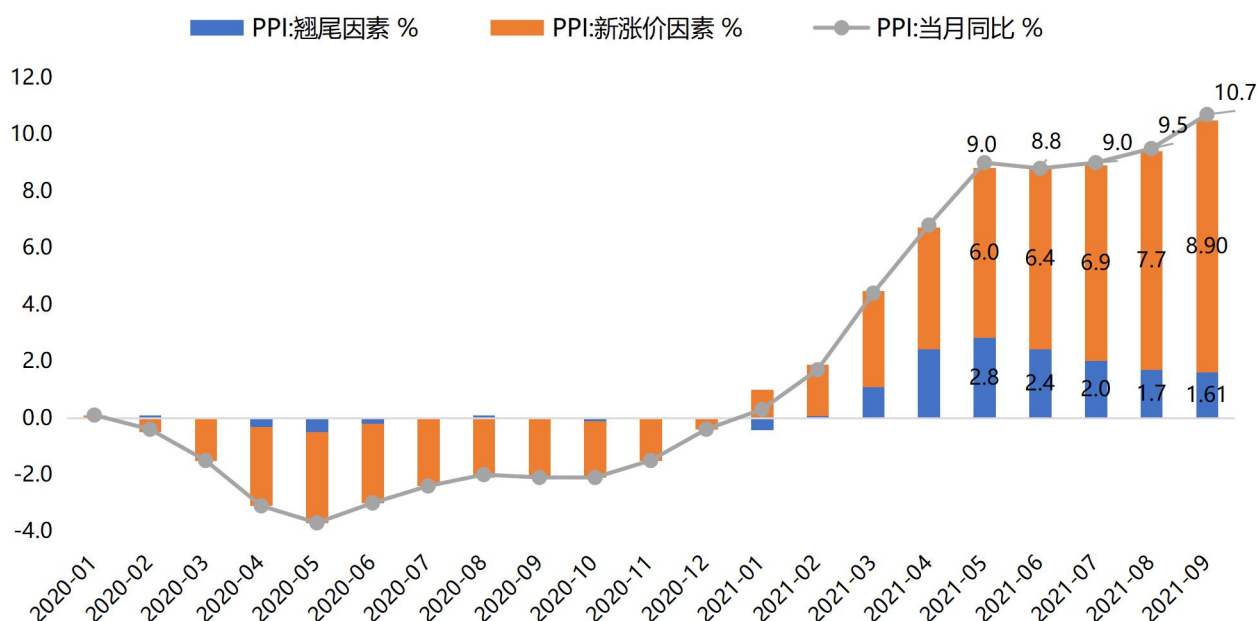
最后，扣除波动较大的食品和能源价格，9月核心CPI环比小幅上涨0.2%，同比持平于1.2%，都明显低于同期PPI走势（历史数据显示，核心CPI与PPI相关性较强）。这直观地反映了当前物价走势剧烈分化的现实。

在当前宏观经济下行压力加大背景下，CPI涨幅偏低有两个政策含义：首先，央行货币政策目标主盯CPI，CPI涨幅偏低意味着接下来物价因素不会对货币政策宽松形成掣肘。其次，在政策工具选择方面，考虑到9月PPI同比再创1996年有历史记录以来的最高值，PPI与CPI之间的剪刀差进一步扩大，而且接下来一段时间这种局面不会显著缓解。这意味着下游小微企业的经营困难在加剧。可以看到，央行7月降准的一个直接原因是这种剪刀差对下游小微企业带来的成本压力。由此，为稳定今年底明年初宏观经济运行，特别是定向加大对小微企业的金融扶持力度，在当前物价走势剧烈分化的局面下，四季度央行再次实施全面降准的可能性增大。

**二、主要受国内外供给约束引发供需缺口扩大推动，9月能源和工业品价格大涨，带动PPI新涨价动能明显增强，这抵消了翘尾因素的进一步减弱，由此，当月PPI同比涨幅加快至10.7%，创下有记录以来历史新高。**

9月PPI环比上涨1.2%，涨幅大于前值0.7%，同比涨幅达10.7%，较前值加快1.2个百分点，创1996年有记录以来历史新高。从翘尾和新涨价因素来看，9月PPI翘尾因素较上月回落0.1个百分点，新涨价因素则大幅上扬1.2个百分点。因此，9月PPI同比上行与基数因素无关，新涨价动能明显增强才是当月PPI同比涨幅扩大的原因所在。可以看到，在6月短暂回落后，7月以来PPI同比涨幅连续加速走阔，使得本轮PPI上行的高度和长度均已超出预期——这与供需两方面因素都有关系，但近期PPI的连续超预期上涨更多受到国内外供给约束引发供需缺口扩大推动。

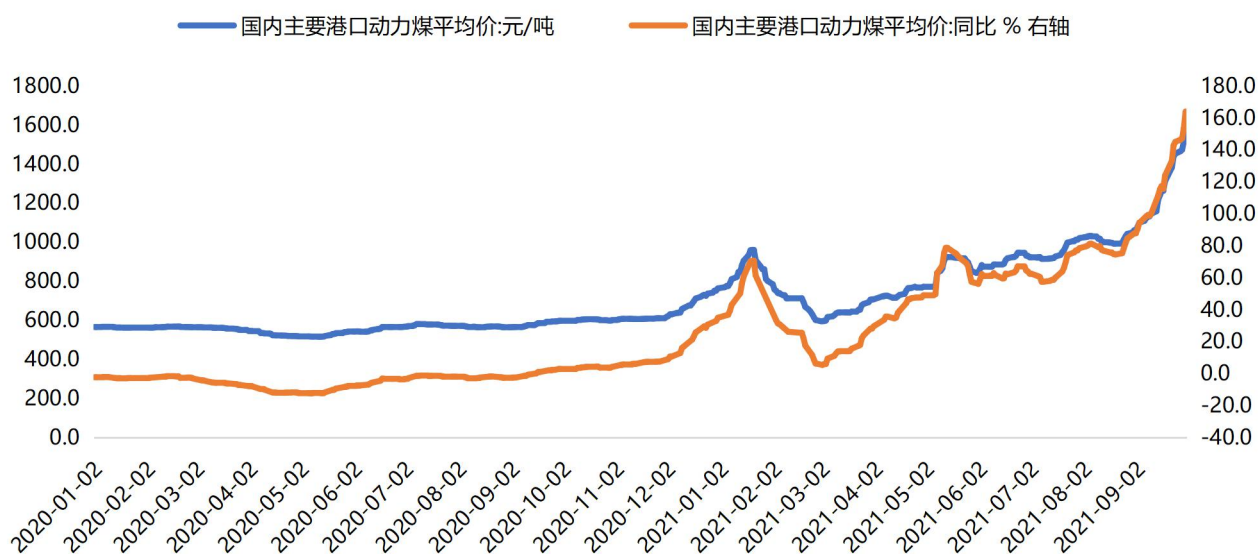
图4 9月翘尾因素对PPI同比的贡献进一步减弱，新涨价因素大幅上扬



数据来源:WIND, 东方金诚

首先，7月以来，受安监、环保、极端天气、疫情防控以及进口收紧等因素影响，煤炭供给偏紧，导致煤炭价格快速拉升。由于煤价上涨令下游火电厂出现严重亏损，进而影响电力供应，造成缺电问题突出，再加上部分地区上半年“能耗双控”目标完成情况不佳，8月以来，国内“能耗双控”政策密集落实，多地出台限电、停产措施。尽管高耗煤行业限产停产在一定程度上减少了煤炭需求，但煤炭供给紧张局面仍未得到逆转，9月以来煤炭价格持续攀升。同时，钢铁、电解铝、水泥、化工等高耗电、高碳排放行业受“能耗双控”政策影响较大，减产也导致国内钢材、铝、水泥等相关工业品价格上涨。

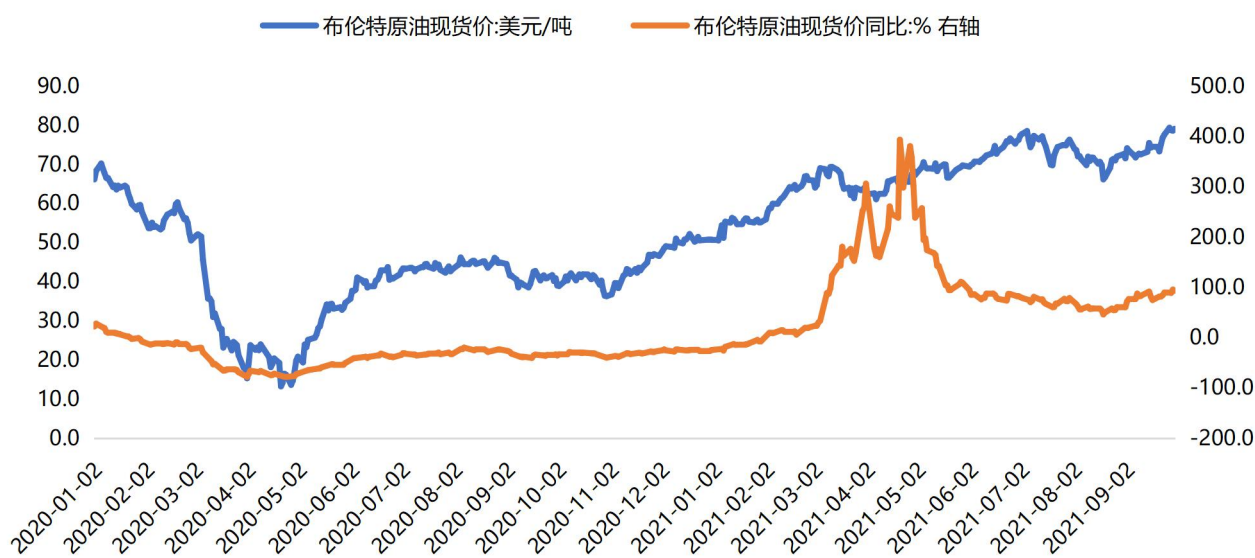
图5 9月动力煤价格持续攀升，同比涨幅显著走阔



数据来源:WIND, 东方金诚

另一方面，9月以来，欧美能源危机愈演愈烈，原油、天然气、煤炭等传统能源及电力价格快速上涨。原因在于极端天气频发影响新能源发电，引发天然气、煤炭等传统能源发电需求上升，但在全球“碳中和”加速推进背景下，欧美传统能源行业产能持续萎缩、供给弹性减弱，供需缺口迅速扩大导致天然气、煤炭价格飙升。同时，因“缺气”推升油气转换需求，而原油供给侧美国页岩油增产和伊朗产能回归仍存变数，9月国际油价亦重拾涨势。

图6 9月国际油价重拾涨势，同比涨幅再度走阔



数据来源:WIND, 东方金诚

9月PPI加速上涨主要受煤炭、油气等传统能源以及钢材、有色金属、水泥等工业品价格上涨带动，这也反映于当月生产资料PPI环比、同比涨幅均有所扩大，且分项中上游采掘工业PPI涨势最强，原材料工业次之；而与此同时，受终端消费不振制约，中上游涨价向下游的传导仍不太通畅，9月生活资料PPI环比走平，同比仅小幅加速，其与生产资料PPI之间的“剪刀差”进一步拉大。

9月生产资料PPI环比上涨1.5%，涨幅较上月扩大0.6个百分点；同比涨幅达14.2%，较上月加快

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\\_27806](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_27806)

