

## 证券研究报告

## 宏观研究

## 点评报告

解运亮 宏观分析师

执业编号: S1500521040002

联系电话: 010-83326858

邮箱: xieyunliang@cindasc.com

肖张羽 宏观研究助理

联系电话: +86 15502128053

邮箱: xiaozhangyu@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

## PPI 涨价未来将加速传导至 CPI

2021年10月14日

## 摘要:

- **CPI 涨幅回落, 核心 CPI 持平。**9月CPI同比上涨0.7%, 涨幅比上月回落0.1个百分点; 环比由上月上涨0.1%转为持平。核心CPI同比上涨1.2%, 涨幅与上月相同。食品价格由涨转跌, 主要拖累项是猪肉和水产品。9月猪肉产量延续惯性增长, 生猪出栏增多, 而需求端在疫情的影响下仍然偏弱, 致使猪肉价格环比跌幅扩大。非食品方面, 一是新学期开学部分学校收费上调, 教育服务价格上涨; 二是冬装新品上市, 拉动服装价格。但另一方面, 暑期结束叠加散点疫情影响, 飞机票、旅行社收费和宾馆住宿价格分别下降, 拖累旅游价格大幅下降。
- **PPI 同比“破 10”, 中上游与中下游分化有所加大。**PPI 同比上涨 10.7%, 涨幅比上月扩大 1.2 个百分点; 环比上涨 1.2%, 涨幅比上月扩大 0.5 个百分点。中上游与中下游 PPI 分化有所加大。中上游 PPI 继续大幅上升, 一是国内限电限产导致高耗能行业生产受限, 二是国际石油、天然气价格冲高。根据统计局数据, 煤炭加工业、煤炭采选业合计影响 PPI 上涨约 0.50 个百分点; 有色金属冶炼、非金属矿物制品、化学原料、黑色金属冶炼四个行业合计影响 PPI 上涨约 0.57 个百分点。中下游方面, 代表下游制造业的 PPI 加工工业环比涨幅小幅扩大, 对应本月手机、集成电路等出口重点商品价格明显上行; 下游消费品价格上涨乏力。
- **PPI 涨价未来将加速传导至 CPI, 具体时间预计在明年一季度。**9月以来, 由于全球能源供应短缺, 原油与天然气价格剧烈上行。而原油、天然气等大宗商品价格的上行将从成本端带动 CPI 的分项。可能的传导路径包括: 第一, 食品价格方面, 天然气—尿素—化肥—农产品; 第二, 交通价格方面, 原油—汽油柴油—交通; 第三, 衣着价格方面, 原油—涤纶长丝—服装。现阶段, 海天味业、帝欧家居、东鹏控股等部分下游上市公司已陆续宣布涨价。工业企业利润数据显示, 下游消费品利润率从年初不断下降, 8月为6.3%, 已经低于2019年12月, 也就是疫情前的水平。我们判断, 未来可能会有更多企业考虑提价。
- **风险因素:** 疫情变异导致疫苗失效; 国内政策超预期等。

## 目录

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 1

一、CPI 涨幅回落，核心 CPI 持平 .....	3
二、PPI 同比“破 10” .....	4
三、PPI 涨价未来将加速传导至 CPI .....	5
风险因素 .....	6

## 图 目 录

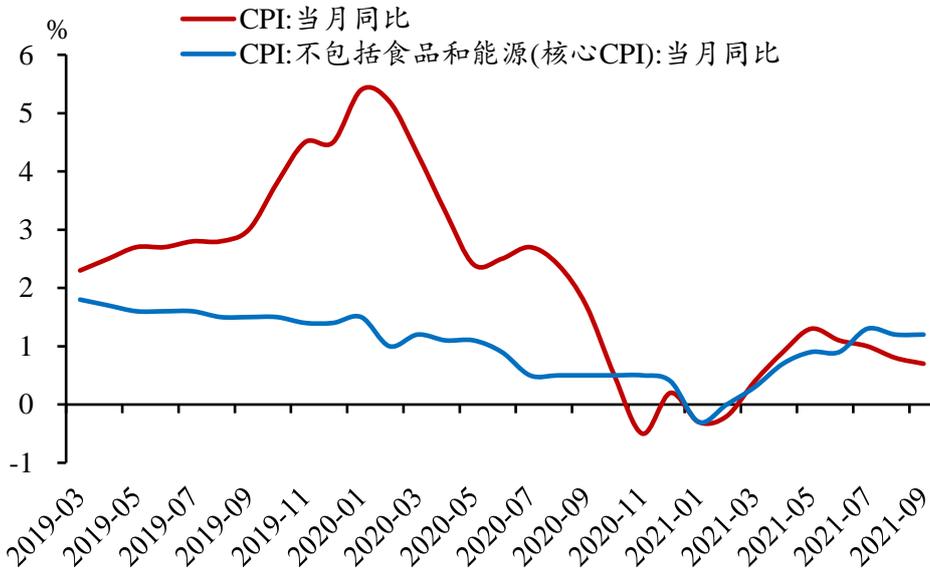
图 1: CPI 同比回落，核心 CPI 持平 .....	3
图 2: 环比来看，CPI 八大分项有七项低于季节性水平 .....	3
图 3: PPI 同比再创年内新高 .....	4
图 4: 中上游 PPI 环比涨幅对比中下游环比涨幅 .....	5
图 5: 出口重点商品量值表 .....	5
图 6: 尿素期货价格站上历史高位 .....	6

## 一、CPI 涨幅回落，核心 CPI 持平

**CPI 同比涨幅回落，环比持平。**9月CPI同比上涨0.7%，涨幅比上月回落0.1个百分点，去年价格变动的翘尾影响约为0，比上月回落0.2个百分点；新涨价影响约为0.7个百分点，比上月扩大0.1个百分点。从环比看，CPI由上月上涨0.1%转为持平。

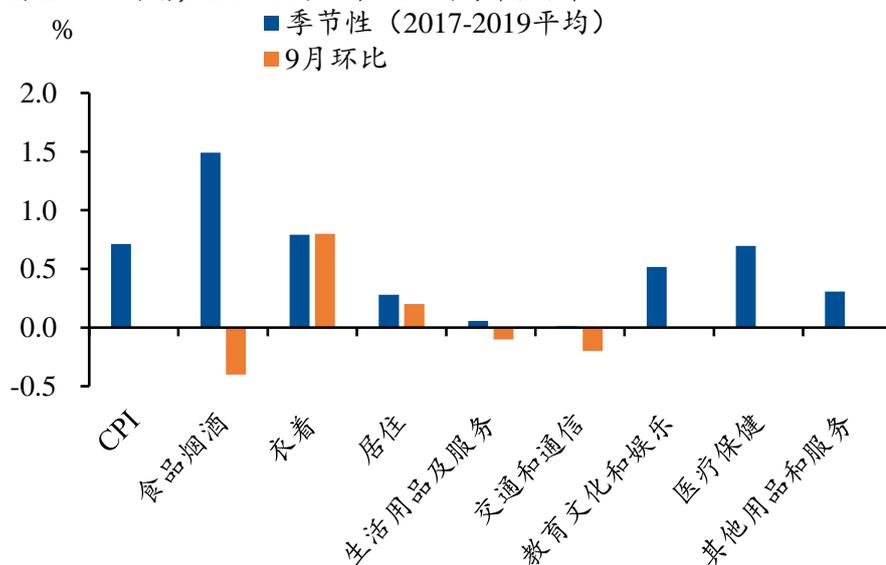
**扣除食品和能源价格的核心CPI同比上涨1.2%，涨幅与上月相同。**分项来看，除去衣着与季节性持平，其余6大类均低于季节性水平，尤其是教育文化和娱乐、医疗保健环比大幅低于季节性水平，拖累核心CPI反弹。

图 1: CPI 同比回落，核心 CPI 持平



资料来源:万得, 信达证券研发中心

图 2: 环比来看，CPI 八大分项有七项低于季节性水平



资料来源:万得, 信达证券研发中心

**食品价格由涨转跌，供大于求导致猪肉价格跌幅扩大。**9月食品价格环比由上月上涨0.8%转为下降0.7%，主要拖累项是猪肉和水产品。9月猪肉产量延续惯性增长，生猪出栏增多，而需求端在疫情的影响下仍然偏弱，致使猪肉价格环比跌幅扩大至5.1%。往后看，猪肉供大于求的状态或将持续至年末。另一个拖累项是水产品，9月水

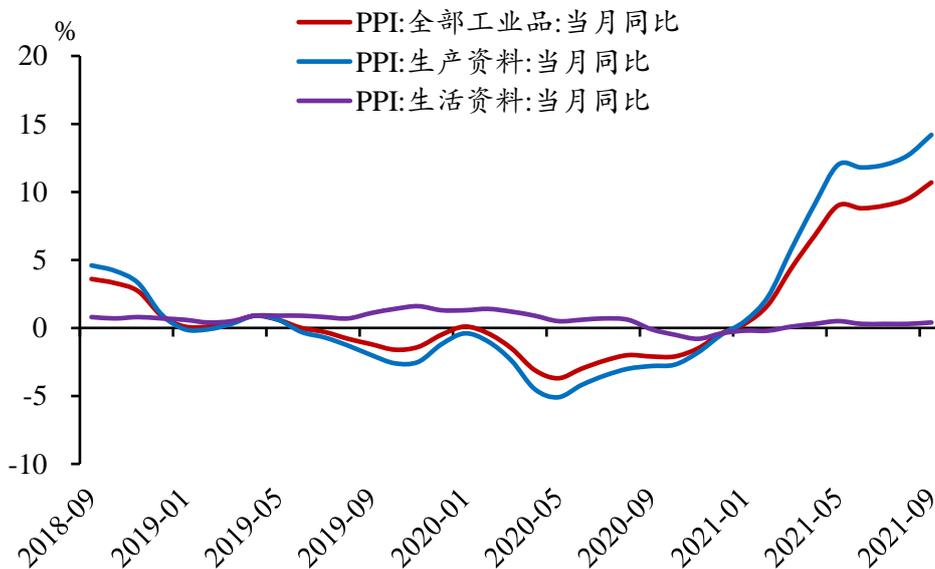
产品大量上市，供应充足，价格环比下降 2.5%。

**非食品方面，教育服务、衣着价格贡献较大。**非食品价格由上月下降 0.1% 转为上涨 0.2%。分项来看，一是新学期开学部分学校收费上调，教育服务价格上涨 1.7%；二是冬装新品上市，服装价格上涨 0.8%。但另一方面，暑期结束叠加散点疫情影响，飞机票、旅行社收费和宾馆住宿价格分别下降 9.9%、3.3% 和 2.2%，导致旅游价格下降 3.0%。

## 二、PPI 同比“破 10”

**9 月 PPI 同比突破 2008 年的记录，创下历史新高。**PPI 同比上涨 10.7%，涨幅比上月扩大 1.2 个百分点。其中，生产资料价格上涨 14.2%，涨幅扩大 1.5 个百分点；生活资料价格上涨 0.4%，涨幅扩大 0.1 个百分点。从环比看，PPI 上涨 1.2%，涨幅比上月扩大 0.5 个百分点。其中，生产资料价格上涨 1.5%，涨幅扩大 0.6 个百分点；生活资料价格持平。

图 3：PPI 同比再创年内新高

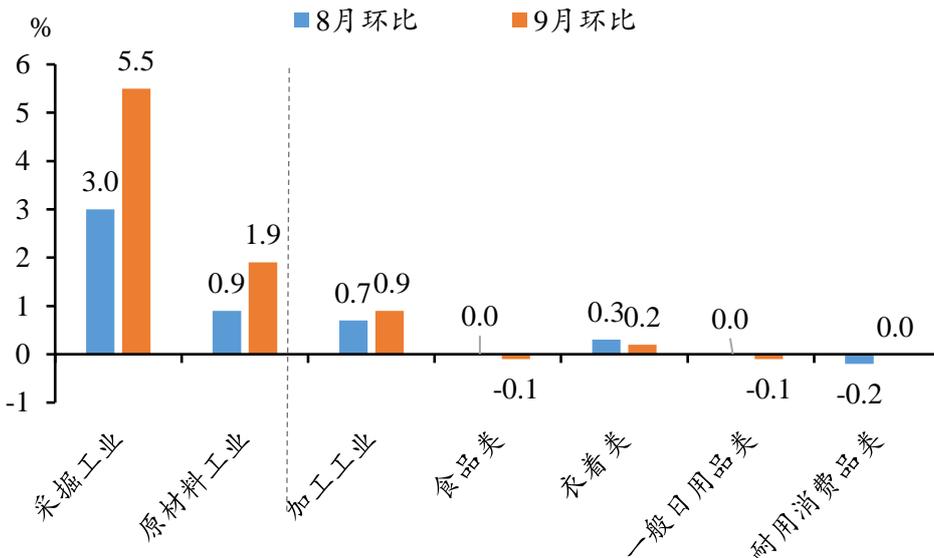


资料来源:万得, 信达证券研发中心

**中上游与中下游 PPI 分化有所加大。**

**中上游 PPI 继续大幅上升，一是国内限电限产导致高耗能行业生产受限，二是国际石油、天然气价格冲高。**PPI 采掘工业环比 5.5%，涨幅较上月扩大 2.5 个百分点，原材料工业环比 1.9%，涨幅较上月扩大 1.0 个百分点。一方面，能耗双控政策引起部分地区对高耗能产业限电限产，供给偏紧的格局下，煤炭、钢铁、水泥等国内定价的大宗商品价格维持上行动力。另一方面，海外能源供需错配推动石油、天然气等能源类商品价格大幅上涨。根据统计局数据，煤炭加工业价格上涨 18.9%，煤炭开采和洗选业价格上涨 12.1%，合计影响 PPI 上涨约 0.50 个百分点；有色金属冶炼和压延加工业价格上涨 2.9%，水泥等非金属矿物制品业价格上涨 2.9%，化学原料和化学制品制造业价格上涨 2.0%，黑色金属冶炼和压延加工业价格上涨 1.8%，合计影响 PPI 上涨约 0.57 个百分点。

**下游制造业 PPI 涨幅小幅扩大，与出口需求旺盛有关；下游消费品价格上涨乏力。**代表下游制造业的 PPI 加工工业环比上涨 0.9%，涨幅较上月上升 0.2 个百分点，对应本月手机、集成电路等出口重点商品价格明显上行。下游消费品中 PPI 食品、衣着、一般日用品环比增速小幅下滑，增速分别为 -0.1%、0.2%、-0.1%，前期分别为 0%、0.3%、0%；耐用消费品价格环比增速由负转平。

**图 4：中上游 PPI 环比涨幅对比中下游环比涨幅**


资料来源:万得, 信达证券研发中心

**图 5：出口重点商品量值表**

商品名称	单位	9月	8月	7月
手机	美元/台	166.13	106.09	132.18
家用电器	美元/台	25.84	25.11	25.51
集成电路	美元/万个	55.43	50.55	49.58
汽车(包括底盘)	美元/辆	15910.34	17639.88	17072.91
船舶	万美元/艘	535.09	353.00	360.25
液晶显示板	美元/个	22.20	21.92	20.26

资料来源:海关总署, 信达证券研发中心

### 三、PPI 涨价未来将加速传导至 CPI

近期原油、天然气等大宗商品价格大幅上升，将推升 CPI 中各类商品和服务的成本。CPI 的结构中，食品烟酒、居住的比重较大，分别为 29%和 22%，其次是娱乐教育文化用品及服务（14%）、交通和通讯（11%）、医疗保健及个人用品（11%）、衣着（7%）。上述六个分项的变化均对 CPI 的走势有重大的影响。9 月以来，由于全球能源供应短缺，原油与天然气价格剧烈上行。而原油、天然气等大宗商品价格的上行将从成本端带动 CPI 的分项。可能的传导路径包括：

第一，食品价格方面，天然气—尿素—化肥—农产品。

第二，交通价格方面，原油—汽油柴油—交通。

第三，衣着价格方面，原油—涤纶长丝—服装。

现阶段，部分下游上市公司已陆续宣布涨价。10 月 12 日，海天味业发布公告称，由于各主要原材料、运输、能源等成本持续上涨，将对酱油、蚝油、酱料等部分产品的出厂价格进行调整，主要产品调整幅度为 3%-7%不等，新价格执行于 2021 年 10 月 25 日开始实施。帝欧家居、东鹏控股等多家家居企业也纷纷宣布上调相关

产品价格。工业企业利润数据显示，下游消费品利润率从年初不断下降，8月为6.3%，已经低于2019年12月，也就是疫情前的水平。我们判断，未来可能会有更多企业考虑提价。

具体时间上，我们认为PPI向CPI的传导会体现在明年初。从三季度央行的居民问卷调查中可以发现，对于下季度，仅有23.5%的居民预期下季度物价将“上升”，说明通胀预期尚未形成。而每年春季是全年中的消费旺季，成本倒逼，叠加需求回暖，企业的提价动力更为充足。因此我们认为PPI向CPI的传导将会体现在明年初。

图 6：尿素期货价格站上历史高位



资料来源:万得, 信达证券研发中心

## 风险因素

疫情变异导致疫苗失效；国内政策超预期等。

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\\_27813](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_27813)



云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>