

宏观点评报告

2021 年 10 月 14 日

CPI 平稳 价格传导困难 政策干涉下 PPI 继续走高

2021 年 9 月通胀点评

核心内容:

- **通胀环比保持平稳，食品价格回落，非食品价格上行** (1) 食品方面猪肉价格继续回落，蔬菜价格仅有小幅上行，食品价格整体以跌为主；9 月份猪肉价格下行 5.1%，猪肉价格跌入低谷；9 月份蔬菜价格上行 1.0%，受到季节性影响蔬菜价格开始上行，而 10 月份气温低过往年同期，预计蔬菜价格继续走高；(2) 非食品价格方面，受到能源价格上行的影响，水电燃料费用上行 0.9%；教育服务的价格上行 1.7%，预计控制校外教培，增加校内补课，校内教育费用增加。
- **蔬菜未来可能走高，猪肉价格触底** 蔬菜价格受天气影响较大。进入 10 月份后，昼夜温差较大，北方蔬菜随着气温下降，供应量会继续减少，10 月前 10 天蔬菜价格走高，超出历史水平，天气原因继续影响蔬菜价格。9 月份猪肉价格继续大幅下滑，生猪出现恐慌性出栏，10 月份生猪消费开始有所企稳。
- **通胀全年温和** 9 月份 CPI 环比平稳，食品价格走低，非食品价格小幅上行。食品方面蔬菜价格小幅上行，但以猪肉为首的农产品以跌为主。非食品价格上行多数由冲击性因素带来，水电煤气的涨价和教育费用的上行带动了非食品价格走高。2021 年 10 月份翘尾影响 1.0%，预计新涨价因素上行，CPI 同比增速约在 1.1%左右。3 季度 CPI 增长 0.8%，预计 4 季度可能在 1%左右，全年 CPI 增速 0.8%。
- **通胀条件仍然不足** (1) 疫情后我国消费增速回升速度低于预期，而消费增速的缓慢使得物价上升较为困难。(2) 工业品价格大幅走高，但工业品价格向消费品传导仍然有困难，消费者很难接受价格上行。(3) 产业链传导上来看白色家电价格上行、居民调味品价格小幅上行，同时居民用电和燃气价格上行，这些会在一定程度冲击 CPI，但涨价如果不具有持续性，对 CPI 影响有限。
- **双控扰动价格，政策成为价格主导因素** 9 月 PPI 创出新高，低基数以及上游能源等大宗商品的上行带来了 PPI 走高。原油平均价格 9 月份上行，螺纹钢、热卷价格走高，铁矿石价格下跌，煤炭类产品价格大幅上涨。预计 10 月份 PPI 环比小幅上行，10 月份 PPI 翘尾水平达到 10.7%，4 季度 PPI 水平在%以上，预计全年 PPI 水平在 7.%左右。

黑色系产品受到双控的影响，产品产量受到控制，产品价格上行，螺纹钢和热卷价格上涨，生产减少下铁矿石价格下跌，但受到供给侧改革限制的炉料价格短缺，煤炭价格大幅走高。

供给侧改革受到政策影响较大，管理层现阶段有意增加煤炭供给，但煤炭供给增加有现实困难，能源价格高位需要维持一段时间。

分析师

许冬石

☎: (8610) 8357 4134

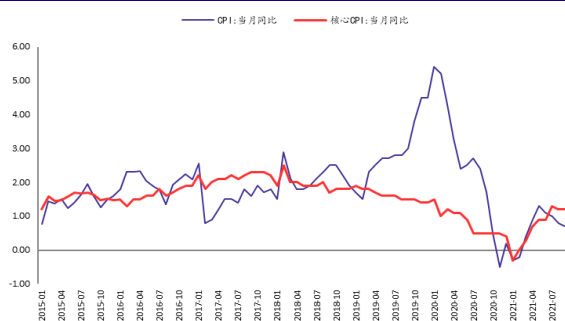
✉: xudongshi@chinastock.com

分析师登记编码: S0130515030003

一、物价走势平稳

全国居民消费价格同比增速（CPI）环比平稳，核心 CPI 小幅回落，9 月份 CPI 同比小幅走低。9 月份 CPI 同比增速 0.7%，低于市场预期 0.8%。9 月份 CPI 环比平稳；其中食品价格环比下行 0.7%，非食品价格上行 0.2%。核心 CPI 同比增速 1.2%，环比上行 0.2%，核心 CPI 保持平稳。

图 1：CPI 同比小幅下行（%）



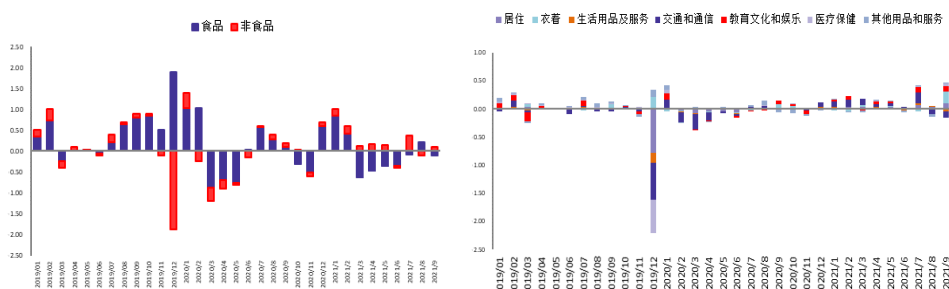
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

本月 CPI 翘尾水平 0.7%，与上个月基数水平持平。通胀环比保持平稳，食品价格回落，非食品价格上行：（1）食品方面猪肉价格继续回落，蔬菜价格仅有小幅上行，食品价格整体以跌为主；9 月份猪肉价格下行 5.1%，猪肉价格跌入低谷；9 月份蔬菜价格上行 1.0%，受到季节性影响蔬菜价格开始上行，而 10 月份气温低过往年同期，预计蔬菜价格继续走高；（2）非食品价格方面，受到能源价格上行的影响，水电燃料费用上行 0.9%；教育服务的价格上行 1.7%，预计控制校外教培，增加校内补课，校内教育费用增加。

从食品价格来看，猪肉已经跌入底部区域，再向下的空间已经不大。蔬菜价格进入上涨期，11 月份会有短期回落，但 4 季度仍然以涨为主。其他食品价格处于正常范围内。

从非食品价格来看，冲击性因素仍然占主要部分，水电燃气价格和教育服务价格均出现上行，但上行都是一次性脉冲，对通胀影响不大。

图 2：食品和非食品价格对 CPI 的拉动（%）



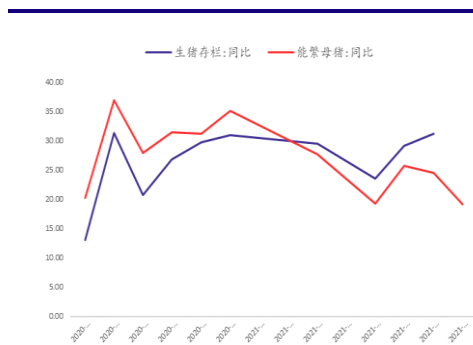
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

二、蔬菜未来可能走高，猪肉价格触底

猪肉出栏量增速拐点已现，9月份生猪出现恐慌性出栏，同时全行业生猪养殖处于亏损状态。2018-2022年猪周期已经运行接近尾声，生猪价格出现快速回落。同时能繁母猪存栏下行，生猪去产能开始。预计4季度猪肉价格随销售旺季到来有小幅反弹，猪肉价格企稳需要母猪存栏持续回落。

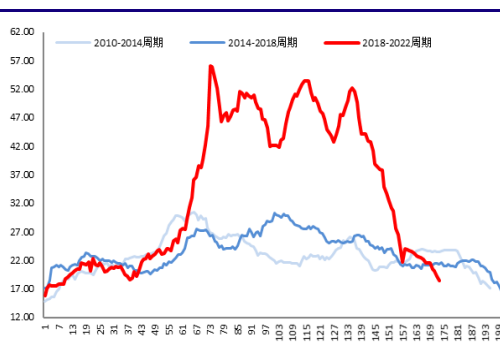
9月份猪肉价格继续大幅下滑，10月份生猪消费开始有所企稳。10月前10天，生猪价格回弹，南北方地区的价格都出现了起底回升的迹象，全国生猪市场迎来久违的震荡上涨。

图3：生猪存栏增速（%）



资料来源：统计局，中国银河证券研究院整理

图4：三轮猪周期生猪价格对比（元/公斤）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

蔬菜价格受天气影响较大。9月份前两周蔬菜主产区持续阴雨天气，还伴有冰雹天气，使蔬菜的各个环节受到不利影响，价格上涨。9月后两周天气转晴，而且正逢中秋，货源充足，终端需求减弱，共同导致菜价回落。

进入10月份后，昼夜温差较大，北方蔬菜随着气温下降，供应量会继续减少，10月前10天蔬菜价格走高，超出历史水平，天气原因继续影响蔬菜价格。预计整个10月份蔬菜价格仍然小幅走高，至11月份冬菜上市蔬菜价格才会回落。

现阶段位置，蔬菜价格仍然在合理的范围内波动，但10月开始天气再次转凉，冷冬的概率加大，可能带来蔬菜价格的走高。

图5：蔬菜价格指数较为平稳（%）



资料来源：寿光蔬菜网，中国银河证券研究院整理

图6：月度蔬菜价格变动（%）



资料来源：统计局，中国银河证券研究院整理

三、通胀全年温和

9 月份 CPI 环比平稳，食品价格走低，非食品价格小幅上行。食品方面蔬菜价格小幅上行，但以猪肉为首的农产品以跌为主。非食品价格上行多数由冲击性因素带来，水电煤气的涨价和教育费用的上行带动了非食品价格走高。核心通胀保持平稳，随着成本的逐步上行，物价有可能缓慢走高，未来核心 CPI 可能缓慢上行。

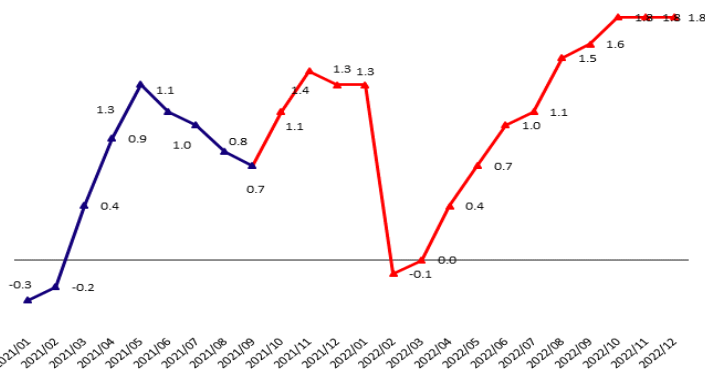
疫情后我国消费增速回升速度低于预期，而消费增速的缓慢使得物价上升较为困难，居民收入的低增长使得居民消费能力减弱，而较弱的消费能力很难拉动通胀上行。未来尽管经济在回升过程中，但物价翘尾水平处于低位。

工业品价格大幅走高，但工业品价格向消费品传导仍然有困难，在工资涨幅较低的情况下，消费者很难接受价格上行。现阶段工业品价格上行创出新高，而产业链传导上来看白色家电价格上行、居民调味品价格小幅上行，同时居民用电和燃气价格上行，这些会在一定程度冲击 CPI，但涨价只要不是持续性的，对 CPI 影响有限。最顺畅的房地产-房租链条变动不大，工业品价格传输就较为困难。

我国未来经济面临的主要问题是有效需求不足，这是我国转型经济的主要问题。扩大有效需求需要解决分配的问题，也就是减少全社会贫富分化，这仍然需要时间。新经济带来的新需求也需要时间发酵，在我国有效需求未恢复之前，CPI 全面上行概率很小，预计在未来 2-3 年左右 CPI 可能低位运行。

2021 年 10 月份翘尾影响 1.0%，预计新涨价因素上行，CPI 同比增速约在 1.1% 左右。3 季度 CPI 增长 0.8%，预计 4 季度可能在 1% 左右，全年 CPI 增速 0.8%。

图 7：2021-2022 年 CPI 预测 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

四、双控扰动价格，政策成为价格主导因素

工业生产者价格 (PPI) 继续大幅上行，生产资料价格继续走高。9 月份全国工业生产者出厂价格 (PPI) 同比 10.7%，环比上行 1.2%。2021 年翘尾水平预计达到 6.6%，低基数以及上游能源等大宗商品的上行带来了 PPI 走高。

原油平均价格9月份上行，螺纹钢、热卷价格价格走高，铁矿石价格下跌，煤炭类产品价格大幅上涨。采掘类产品出厂价格本月环比大幅上行5.5%，原材料类产品价格环比上行1.9%。原油仍然有需求支持，同时OPEC+持续限产给与市场信心，加之9月份美国飓风影响了产量，原油价格继续上行，9月份布伦特与WTI原油平均价格比8月份分别上行3.6%和4.9%。

黑色系产品受到双控的影响，产品产量受到控制，产品价格上行，螺纹钢和热卷价格上涨，生产减少下铁矿石价格下跌，但受到供给侧改革限制的炉料价格短缺，煤炭价格大幅走高。尤其是9月受到发改委全力保证取暖以及电煤的基础上，现货市场剩余煤炭较为紧缺，价格大幅上行。9月采掘类价格环比上行5.5%，9月份铁矿石价格下跌带动黑色金属矿下跌8.7%。9月焦煤和动力煤价格分别上行20.8%和27.6%，带动煤炭开采和洗选业上行12.1%。成材价格上行带动黑色金属冶炼压延加工上行1.8%，有色金属压延工业上行2.9%。天然气价格上行带动了燃气生产上行2.5%，化学原料上行2.0%。

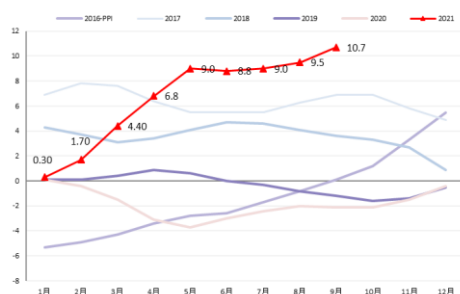
9月份PPI各行业变化显示采掘类商品上行最快，而原材料类和加工类商品出厂价格也持续走高。上游行业价格走高会直接拉高中游和下游产品出厂价格，带来了PPI的上行。

由于煤炭等黑色类产品价格上行是供给侧改革带来的，是强行的关停产能以及禁止进口的影响。而供给侧改革受到政策影响较大，现阶段决策层没有扭转政策的举动，加之冬季限产以及冬奥会临近下需要环保持续高压，黑色系产品价格仍然处于易涨难跌的状态。

预计10月份PPI环比小幅上行，10月份PPI翘尾水平达到10.7%，4季度PPI水平在%以上，预计全年PPI水平在7.%左右。

图 8：9 月份 PPI 同比上行（%）

图 9：原油期货价格上行（美元/桶）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 10：焦煤、焦炭、动力煤价格（元/吨）

图 11：PPI 预期（%）

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_27909

