



国开证券  
CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

## PPI 再创新高 CPI 持续低迷

—9月物价数据点评

2021年10月15日

### 分析师:

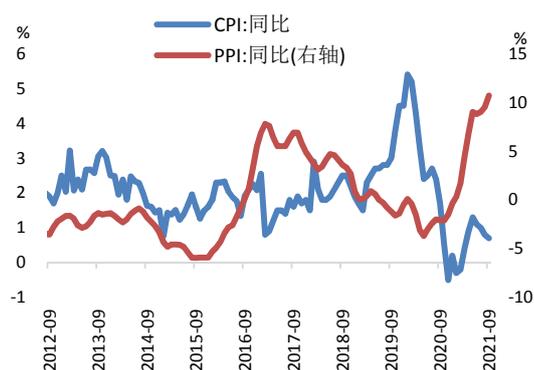
杜征征

执业证书编号: S1380511090001

联系电话: 010-88300843

邮箱: duzhengzheng@gkzq.com.cn

### CPI 与 PPI



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

### 核心 CPI



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

### 相关报告

1. 《PPI 高位徘徊 CPI 持续温和—7月物价数据点评》
2. 《供给萎缩拖累 PMI 服务有所修复—9月 PMI 数据点评》
3. 《通胀峰值已过 关注二次上行可能—2021年下半年通胀形势展望》

### 内容提要:

9月CPI同比上涨0.7%，预期上涨0.8%，前值上涨0.8%；PPI同比上涨10.7%，预期上涨10.2%，前值上涨9.5%。

9月CPI低于市场预期，食品与非食品均弱于季节性，其中既有肉类价格走弱的拖累，也有终端消费疲弱因素的影响。不过十一后蔬菜价格趋于上涨，生猪期货上市以来首次涨停，叠加近期成品油连续上调以及PPI持续高位，以及2020年四季度至今年一季度的低基数效应等，未来半年CPI或将显著回升。预计今年四季度CPI将从第三季度的0.8%升至1.6%，月度高点在2%左右；全年同比涨幅在1%左右。

PPI强于市场预期，短期仍将高位徘徊。中上游尤其是采掘业持续较大贡献，铁矿石继续下跌，煤炭、石化产业链、黑色、有色等行业对PPI同比贡献率达成8成左右。从高频数据看，10月前半个月，国内南华工业品指数、RJ/CRB商品价格指数分别环比上涨8.1%、4.7%。展望未来，国际大宗商品关注原油等，国内大宗商品关注稳价保供（力度加大）以及能耗双控（有所放松）等政策的变化，不排除在电价上涨的推波助澜下，PPI继续上冲突破11%的可能。如果上述政策效用能得到较好的发挥，叠加2020年11月后PPI基数持续较快抬升，明年初PPI掉头的趋势会更加明显。

虽然当前弱CPI与强PPI的格局不会对政策调整形成硬约束，但决策层仍要考虑高PPI以及未来CPI上行的可能，预计年内政策将继续稳健操作

**风险提示:** 央行超预期调控，食品价格超预期，大宗商品价格超预期贸易摩擦升温，金融市场波动加大，经济下行压力增大，国内外疫情超预期变化风险，中美关系全面恶化风险，国际经济形势急剧恶化，海外黑天鹅事件等。

**事件:**国家统计局 10 月 14 日公布的数据显示,9 月 CPI 同比上涨 0.7%, 预期上涨 0.8%, 前值上涨 0.8%; PPI 同比上涨 10.7%, 预期上涨 10.2%, 前值上涨 9.5%。

**点评:**9 月通胀数据总体超预期,强 PPI 与弱 CPI 的分化进一步加大。CPI 持续低迷,虽然肉类价格下跌拖累 CPI 幅度连续 4 个月在 2 个百分点左右,但剔除猪肉后的 CPI 并未出现明显回升,终端需求疲弱很大程度上压制了 PPI 向 CPI 非食品端进而向 CPI 传导的动力。PPI 再度超预期上行,虽然全球经济增长峰值可能已经过去,对大宗商品与原材料需求有所减弱,但部分品种供应问题并未得到根本缓解,预计仍然需要一定的时间来对冲消化,叠加近期全球能源风波(或危机)导致电价与天然气价格大涨,短期工业品价格仍将高位徘徊。未来,不排除在电价上涨的推波助澜下,PPI 继续上冲突破 11% 的可能。虽然当前弱 CPI 与强 PPI 的格局不会对政策调整形成硬约束,但决策层仍要考虑高 PPI 以及未来 CPI 上行的可能,预计年内政策将继续稳健操作。

### 1、CPI 持续低迷,核心 CPI 低位持平

**9 月 CPI 低于市场预期,食品与非食品均弱于季节性。**从环比看,9 月 CPI 环比持平,低于历史(2011-2019 年,下同)同期均值 0.5 个百分点。从同比看,食品烟酒类价格同比下降 2.8%,影响 CPI 下降约 0.79 个百分点。食品中,畜肉类价格同比下降 28.5%,影响 CPI 下降约 1.26 个百分点,其中猪肉价格下降 46.9%,影响 CPI 下降约 1.12 个百分点;鲜菜价格下降 2.5%,影响 CPI 下降约 0.05 个百分点;鲜果价格下降 0.8%,影响 CPI 下降约 0.01 个百分点;蛋类价格上涨 12.6%,影响 CPI 上涨约 0.08 个百分点;水产品价格上涨 9.8%,影响 CPI 上涨约 0.18 个百分点;粮食价格上涨 0.7%,影响 CPI 上涨约 0.01 个百分点。在 9 月 0.7% 的 CPI 同比涨幅中,新涨价影响约为 0.7 个百分点,比 8 月扩大 0.1 个百分点。

**食品价格逆季节性下跌。**9 月食品价格环比下跌 0.7%,大幅弱于历史均值(上涨 1.3%),主要受近期肉类等价格逆季节性下跌影响。今年 2 月以来食品价格环比表现持续弱于季节性特征,剔除猪肉价格下行拖累影响,终端需求不振是主要原因。

**肉类价格回落仍是拖累 CPI 的主要因素。**其中,9 月猪肉价格环比下跌 5.1%,大幅弱于历史均值(上涨 3.6%);同比下跌 46.9%,再创 2005 年有数据以来新低,拖累 CPI 同比 1.12 个百分点。肉禽及其制品环比下跌 2.3%,同比下跌 28.5%,拖累 CPI 同比 1.26 个百分点。猪肉供给增加是

导致其价格跌跌不休的主要原因，7月国家启动猪肉收储，但仅仅稳定了1个月左右后继续下跌。猪价持续低位迫使养殖企业减少产能扩张规模，农业部公布的数据显示，今年7-8月全国能繁母猪存栏环比分别下降了0.5%和0.9%，结束了此前连续21个月的增长。潜在供给高位边际回落、国家收储等因素推动市场预期改善，叠加消费旺季逐步到来以及成本刚性，猪肉价格继续下跌空间有限，但短期供给仍然较为充足，反弹空间有限，年内或呈震荡走势。此外，2020年四季度猪肉价格小幅下降，亦有助于今年四季度同比跌幅收窄。

**其他食品价格跌多涨少且均弱于历史均值。**其中，鸡蛋（环比变化为-0.2%，下同）、鲜菜（1.0%）、鲜果（0）、水产品（-2.5%）、奶及奶制品（-0.4%）、粮食（-0.1%）、油脂（-0.1%）分别弱于季节性4.7、2.0、1.7、1.6、0.7、0.4、0.4个百分点。

**非食品价格变化弱于季节性特征。**9月非食品价格环比上涨0.2%，稍弱于历史均值（0.3%），8、9月PPI环比持续大增对其并无明显推动。分项数据4涨1平2降。其中，衣着、教育文化娱乐价格分别上涨0.8%和0.7%，其他用品及服务、居住价格分别上涨0.3%和0.2%；医疗保健价格持平；交通通信、生活用品及服务价格分别下降0.2%和0.1%。受原材料价格上涨等因素影响，水泥、液化石油气和小汽车价格均有上涨，涨幅在0.6-7.6%；冬装新品上市，服装价格上涨0.8%。服务价格由上月持平转为上涨0.1%，其中新学期开学部分学校收费上调，教育服务价格上涨1.7%；暑期结束叠加散发疫情影响，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%。

**核心CPI低位持平。**9月除去食品与能源的核心CPI同比上涨1.2%，与8月持平。相较于持续强势的PPI，核心CPI在7月跳升至1.3%后小幅回落，终端需求疲弱很大程度上压制了PPI向CPI非食品端进而向CPI传导的动力。

综合而言，9月CPI低于市场预期，既有肉类价格走弱的拖累，也有终端消费疲弱因素的影响。不过十一后蔬菜价格趋于上涨，生猪期货上市以来首次涨停，叠加近期成品油连续上调以及PPI持续高位，以及2020年四季度至今年一季度的低基数效应等，未来半年CPI或将显著回升。预计今年四季度CPI将从第三季度的0.8%升至1.6%，月度高点在2%左右；全年同比涨幅在1%左右。

## 2、PPI 跳涨并再创新高，短期仍将在高位徘徊

**PPI 强于市场预期。**9 月 PPI 环比上涨 1.2%，大幅强于历史同期均值（0.2%）；同比上涨 10.7%，强于市场预期（10.2%）。PPIRM 环比上涨 1.1%，同比涨幅（14.3%），1999 年以来仅低于 2008 年 7 月（15.4%）与 8 月（15.3%）。在 9 月 10.7% 的同比涨幅中，新涨价影响约为 8.9 个百分点，较 8 月扩大 1.2 个百分点。

**中上游尤其是采掘业持续较大贡献，铁矿石继续下跌。**从环比看，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。受需求旺盛叠加供应持续偏紧影响，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。部分高耗能行业生产受限，价格上涨较多，其中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。另外，进口天然气价格上涨等因素推动国内燃气生产和供应业价格上涨 2.5%，国际铁矿石价格下降等因素带动国内黑色金属矿采选业价格下降 8.7%。从同比看，煤炭、石化产业链、黑色、有色等行业对 PPI 贡献率达成 8 成左右。

**短期 PPI 仍将高位徘徊。**虽然全球经济增长峰值可能已经过去，对大宗商品与原材料需求有所减弱，但部分品种供应问题并未得到根本缓解，预计仍然需要一定的时间来对冲消化，叠加近期全球能源风波（或危机）导致电价与天然气价格大涨，短期工业品价格仍将高位徘徊。从高频数据看，10 月前半个月，国内南华工业品指数、RJ/CRB 商品价格指数分别环比上涨 8.1%、4.7%。展望未来，国际大宗商品关注原油等，国内大宗商品关注稳价保供（力度加大）以及能耗双控（有所放松）等政策的变化，不排除在电价上涨的推波助澜下，PPI 继续上冲突破 11% 的可能。如果上述政策效用能得到较好的发挥，叠加 2020 年 11 月后 PPI 基数持续

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\\_27971](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_27971)

