

总量研究

PPI 见顶、CPI 筑底、剪刀差缩窄将开启

——2021年10月价格数据点评

要点

事件：

- 1) CPI 同比 1.5%，前值 0.7%，市场预期 1.3%；CPI 环比 0.7%，前值 0%；
- 2) 核心 CPI 同比 1.3%，前值 1.2%；
- 3) PPI 同比 13.5%，前值 10.7%，市场预期 12.0%；PPI 环比 2.5%，前值 1.2%。

核心观点：

10月CPI企稳回升，主要受鲜菜、原材料价格上涨影响。10月PPI同比大幅上行，与煤价冲高、油价上涨、高耗能行业限产有关。

向前看，预计通胀剪刀差将逐步收敛，上下游行业利润分化格局有望改善。一方面，随着保供稳价政策持续生效，煤炭产能逐步释放，加之地产需求延续走弱，预计11月PPI同比将进入下行通道。另一方面，猪价阶段性回暖、鲜菜价格上涨，以及原材料价格传导，将带动CPI温和回升，预计11月大概率为年内CPI同比高点，约为2%。

CPI筑底回升，原材料涨价持续向下游传导。10月CPI同比反弹至1.5%，CPI环比升高至0.7%，主要受鲜菜、原材料价格上涨影响，食品环比由负转正，非食品环比涨幅扩大。

鲜菜价格大幅上涨，猪价触底反弹，带动食品价格环比转正。10月食品CPI环比由上月下降0.7%转为上涨1.7%，远超季节性表现。鲜菜价格上涨，与供应减少、原材料上涨抬升其生产流通成本有关。猪肉价格止跌回升，受消费季节性回暖、第二轮中央猪肉收储启动、生猪出栏体重下降等因素影响。

非食品价格环比涨幅扩大，与原材料价格持续向下游传导有关。10月非食品CPI环比由上月0.2%升至0.4%，高于过去五年同期均值0.2%。原材料上涨影响主要体现在终端能源消费、交通工具、生活用品领域。其中，受原油、天然气价格上涨影响，10月交通工具用燃料、水电燃料价格环比涨幅分别扩大至4.7%、2%。同时，原材料上涨压力也促使终端消费品逐步提价，交通工具价格连续4个月上涨，10月环比上涨0.3%；生活用品价格环比上涨0.3%，高于过去五年同期均值0.1%。

PPI高点已至，预计11月将进入下行通道。10月PPI环比涨幅再度扩大，同比延续超预期上行，主要受煤价冲高、油价上涨、高耗能行业限产影响。随着煤炭价格自高位快速回落，后续PPI涨幅将快速收敛，预计10月为本轮PPI上行周期的高点。10月下旬，随着煤炭保供稳价政策持续加码，11月初动力煤价格已经回落至8月末的价格水平。考虑到9月、10月煤价上涨分别影响PPI上涨0.5、0.74个百分点，若价格11月煤炭维持在当前水平，则对PPI环比的拖累至少为1.2个百分点。同时，10月下旬以来钢铁、有色、水泥等高耗能行业价格也开始回落，意味着11月PPI环比收窄至0以下，是大概率事件。

预计通胀剪刀差将逐步收敛，通胀担忧缓和。预计11月大概率为年内CPI同比高点，约为2%，主要受猪价阶段性回暖、鲜菜价格上涨，以及原材料涨价的滞后性传导影响。预计PPI同比将在11月进入回落区间，与保供稳价政策持续生效，煤炭产能逐步释放，地产需求延续走弱有关。整体来看，随着上游涨价压力缓解，终端消费的改善，预计通胀剪刀差将逐步收敛，上下游行业利润分化格局有望改善。

作者

分析师：高瑞东

执业证书编号：S0930520120002

010-56513108

gaoruidong@ebsecn.com

联系人：刘星辰

021-52523880

liuxc@ebsecn.com

相关研报

为什么制造业是实现共同富裕的关键？

——《共同富裕》系列第二篇（2021-11-09）

全球再平衡：能源革命、共同富裕、重构制造——

——2022年宏观年度策略报告（2021-11-02）

第三支柱养老提速迫在眉睫：来自人口的视角——

——《人口峭壁》第五篇（2021-11-02）

能耗双控影响持续，价格或进入摩顶阶段——

2021年10月PMI数据点评兼光大宏观周报

（2021-10-31）

财政收支同步走弱，政策发力延后至四季度——

光大宏观周报（2021-10-19）

美方最新549项关税排除清单：缘由、内容、意图——《大国博弈》系列第十一篇（20211011）

预计三季度GDP5.1%，两年复合底部确认——

2021年9月经济数据预测（20211010）

拜登财政刺激闯关，美债收益率突破1.4%——

美联储观察系列三（20210924）

美债交易逻辑已悄然变化——美联储观察系列

二（20210902）

为什么我们看四季度中美经贸缓和？——《大国

博弈》系列第十篇（20210830）

为什么共同富裕是中国式现代化的重要特征——

——《中央财经委员会第十次会议》精神学习体会

（20210826）

降息宜早不宜迟——货币政策前瞻系列五

（20210819）

财政平滑，货币放松，护航二十大——政治局会议

学习体会——20210730政治局会议点评

（20210731）

目 录

一、	PPI 快速上行，CPI 企稳回升	3
二、	CPI 筑底回升，原材料涨价持续向下游传导	3
三、	PPI 高点已至，预计 11 月将进入下行通道	5
四、	预计通胀剪刀差将逐步收敛，通胀担忧缓和	6

图目录

图 1:	食品 CPI 同比回升，核心 CPI 同比小幅上行	4
图 2:	食品、非食品 CPI 环比涨幅扩大	4
图 3:	鲜菜、鲜果食品价格超季节性上涨	4
图 4:	交通通信、文娱教育、居住价格超季节性上涨	4
图 5:	10 月采掘、原材料工业价格上涨明显	5
图 6:	PPI 生产资料涨幅扩大、生活资料价格小幅回升	5
图 7:	10 月煤炭、原油、有色、水泥价格上涨明显	5
图 8:	10 月造纸、汽车价格涨幅扩大，其余消费品价格普遍回落	5
图 9:	10 月通胀剪刀差再度走高，预计 11 月起将逐步回落	6

表目录

表 1:	10 月 PPI 快速上行，CPI 企稳回升	3
------	------------------------------	---

一、PPI 快速上行，CPI 企稳回升

事件：

- 1) CPI 同比 1.5%，前值 0.7%，市场预期 1.3%；CPI 环比 0.7%，前值 0%；
- 2) 核心 CPI 同比 1.3%，前值 1.2%；
- 3) PPI 同比 13.5%，前值 10.7%，市场预期 12.0%；PPI 环比 2.5%，前值 1.2%。

核心观点：

10 月 CPI 企稳回升，主要受鲜菜、原材料价格上涨影响。10 月 PPI 同比大幅上行，与煤价冲高、油价上涨、高耗能行业限产有关。

向前看，预计通胀剪刀差将逐步收敛，上下游行业利润分化格局有望改善。一方面，随着保供稳价政策持续生效，煤炭产能逐步释放，加之地产需求延续走弱，预计 11 月 PPI 同比将进入下行通道。另一方面，猪价阶段性回暖、鲜菜价格上涨，以及原材料价格传导，将带动 CPI 温和回升，预计 11 月大概率为年内 CPI 同比高点，约为 2%。

表 1：10 月 PPI 快速上行，CPI 企稳回升

月份 (2021 年)	CPI 同比	CPI 环比	核心 CPI 同比	PPI 同比	PPI 环比
8 月 实际值	0.8%	0.1%	1.2%	9.5%	0.7%
9 月 实际值	0.7%	0.0%	1.2%	10.7%	1.2%
10 月 实际值	1.5%	0.7%	1.3%	13.5%	2.5%
10 月 市场预期	1.3%			12.0%	

资料来源：Wind，光大证券研究所（备注：市场预期为 Wind 一致预期）

二、CPI 筑底回升，原材料涨价持续向下游传导

10 月 CPI 同比反弹至 1.5%，CPI 环比升高至 0.7%，主要受鲜菜、原材料价格上涨影响，食品环比由负转正，非食品环比涨幅扩大。

1) 鲜菜价格大幅上涨，猪价触底反弹，带动食品价格环比转正。10 月食品 CPI 环比由上月下降 0.7% 转为上涨 1.7%，远高于 2016-2020 年同期均值 0.1%。

鲜菜方面，受北方低温、多雨天气、局部地区疫情散发影响，鲜菜供应减少，加之化肥、能源价格上涨抬升鲜菜生产流通成本，10 月鲜菜价格环比上涨 16.6%，影响 CPI 环比上涨约 0.34 个百分点，占 CPI 总涨幅的近五成。

猪肉方面，10 月中旬以来，受消费季节性回暖、第二轮中央猪肉收储启动、生猪出栏体重下降等因素影响，猪肉价格止跌回升，全月均价下降 2.0%，降幅比

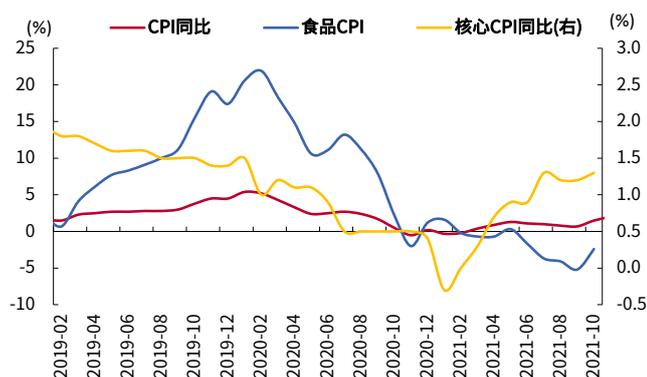
上月收窄 3.1 个百分点。但考虑到今年四季度到明年一季度，生猪生产仍在惯性增长，本轮猪价下行周期尚未结束，年内反弹空间有限。

2) 非食品价格环比涨幅扩大，与原材料价格持续向下游传导有关。10 月非食品 CPI 环比由上月 0.2% 升至 0.4%，高于过去五年同期均值 0.2%。

原材料上涨影响主要体现在终端能源消费、交通工具、生活用品领域。其中，受原油、天然气价格上涨影响，10 月交通工具用燃料、水电燃料价格环比分别上涨 4.7%、2%，涨幅分别较上月扩大 5.1、1.1 个百分点。同时，原材料上涨压力也促使终端消费品逐步提价，交通工具价格连续 4 个月上涨，10 月环比上涨 0.3%，高于过去五年同期均值 0%；生活用品价格环比上涨 0.3%，高于过去五年同期均值 0.1%。

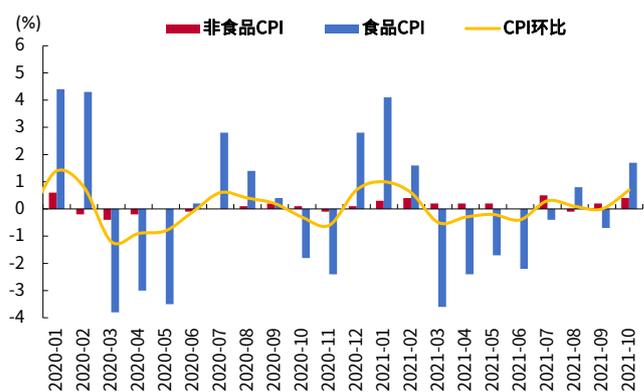
此外，受局部地区疫情散发影响，居民出行强度有所降低，服务价格涨幅与上月持平。其中，衣着价格环比涨幅收窄至 0.3%，低于过去五年同期均值 0.5%。

图 1：食品 CPI 同比回升，核心 CPI 同比小幅上行



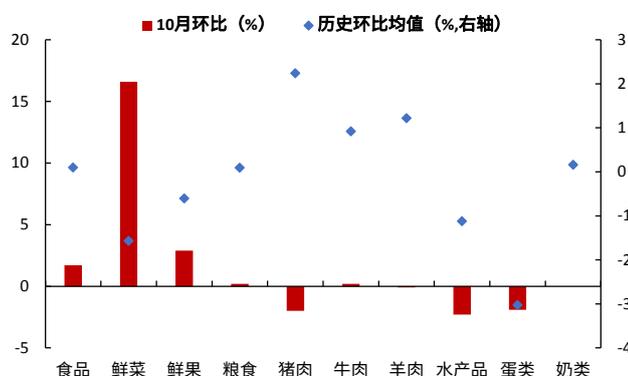
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 2：食品、非食品 CPI 环比涨幅扩大



资料来源：Wind，光大证券研究所

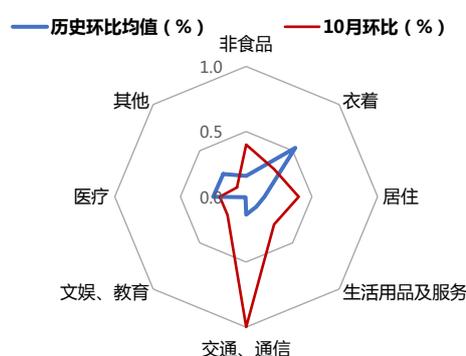
图 3：鲜菜、鲜果食品价格超季节性上涨



资料来源：Wind，光大证券研究所

注：历史环比均值为 2016-2020 年 10 月环比均值

图 4：交通通信、文娱教育、居住价格超季节性上涨



资料来源：Wind，光大证券研究所

注：历史环比均值为 2016-2020 年 10 月环比均值

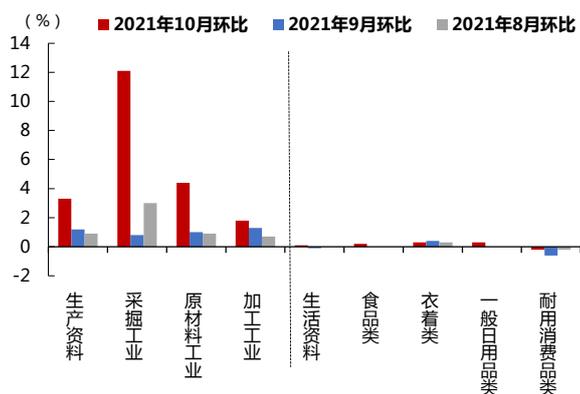
三、PPI 高点已至，预计 11 月将进入下行通道

10 月 PPI 环比涨幅再度扩大，同比延续超预期上行，主要受煤价冲高、油价上涨、高耗能行业限产影响。10 月 PPI 环比较上月的 1.2% 升高至 2.5%，同比冲高至 13.5%。其中，原油、煤炭价格分别影响 PPI 上涨 0.76、0.74 个百分点，水泥、钢铁、有色等高耗能行业价格上涨共影响 PPI 上涨约 0.81 个百分点。

随着煤炭价格自高位快速回落，后续 PPI 涨幅将明显收敛，预计 10 月为本轮 PPI 上行周期的高点。

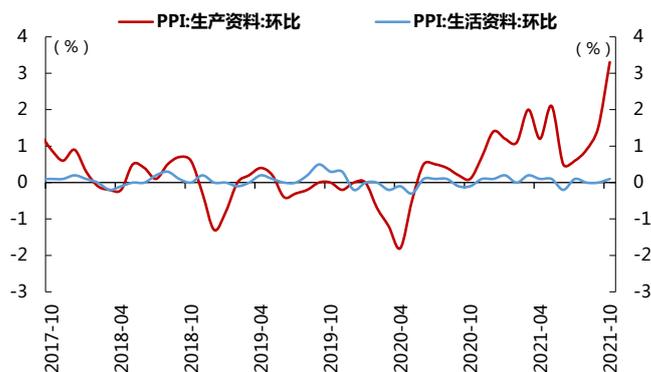
10 月下旬，随着煤炭保供稳价政策持续加码，11 月初动力煤价格已经回落至 8 月末的价格水平。考虑到 9 月、10 月煤价上涨分别影响 PPI 上涨 0.5、0.74 个百分点，若 11 月煤炭价格维持在当前水平，则对 PPI 环比的拖累至少为 1.2 个百分点。同时，10 月下旬以来钢铁、有色、水泥等高耗能行业价格也开始回落，这意味着 11 月 PPI 环比收窄至 0 以下，是大概率事件。

图 5：10 月采掘、原材料工业价格上涨明显



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 6：PPI 生产资料涨幅扩大、生活资料价格小幅回升



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 7：10 月煤炭、原油、有色、水泥价格上涨明显

图 8：10 月造纸、汽车价格涨幅扩大，其余消费品价格普遍回落

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_29244

