宏观经济

专题报告

申港证券股份有限公司证券研究报告

PPI 同比环比再创新高 PPI 与 CPI 剪刀差已处峰值

——10 月通胀数据点评

申港证券 SHENGANG SECURITIES

2021 年 11 月 10 日

曹旭特 分析师

SAC 执业证书编号：S1660519040001

刘雅坤 研究助理

SAC 执业证书编号：S1660120080015

liuyakun@shgsec.com

投资摘要：

10 月，PPI 同比上涨 13.5%，前值 10.7%，又创新高，10 月 PPI 环比 2.5%前值 1.2%。国内能源紧张下煤炭等高能耗黑色产品价格大涨与海外供求紧平衡下原油等价格持续上涨共同贡献。受鲜菜价格大幅上涨影响，10 月 CPI 同比增长至 1.5%，非食品项继续贡献，鲜菜价格促进食品项跌幅收缩是本次 CPI 同比增长的主要原因。

- **10 月，PPI 同比上涨 13.5%，又创新高，环比增长 2.5%，同比环比继续上扬。**反映了国内能源紧张下煤炭等高能耗黑色产品价格大涨与海外供求紧平衡下原油等价格持续上涨共同贡献。分项上看，煤炭及相关产品，黑色金属等生产资料价格仍继续上拉 PPI，PPI-采掘工业同比斜率走陡。
- **受鲜菜价格大幅上涨影响，10 月 CPI 同比增长至 1.5%。**分项上来看，非食品项继续上拉，食品项虽仍在拖累 CPI，但是降幅收缩。CPI 食品项同比下降 2.4%，降幅收缩 2.8 个百分点，而 CPI 非食品项同比增长 2.4%，涨幅扩大 0.4 个百分点，食品项下拉幅度收缩是本次 CPI 同比增长的主要原因。CPI 非食品项上拉 CPI，其中交通和通信维持高位、居住、教育文化上拉显著，交通和通信、居住主要是受工业生产端价格继续传导。
- **往后看，工业生产端供给约束小幅缓解，但需求仍旺，PPI 回落幅度有限，预计 Q4 PPI 同比大概率仍维持在 9%以上区间。**需求仍旺，需求端将面临冬季供暖、电价市场化改革。供给端约束在煤炭产能小幅释放叠加长协价格稳定下小幅缓解，但仍受能耗双控限制。预计 Q4 PPI 同比大概率仍维持在 9%以上区间。数据上 PPI 又创新高也反映了国内能耗双控下黑色相关工业品的供求紧平衡及国际油价扰动未从根本上得到缓解。
- **CPI 全年中枢或在 1.5%以内，PPI 逐步传导至 CPI 非食品项，传导幅度有限。**边际上蔬菜价格大幅上涨是短期因素且已得到较好缓解，CPI 食品项中猪肉价格仍处在下降周期末到上行周期初的磨底过程中，年内或止跌但难有大幅回升。
- **PPI 与 CPI 剪刀差处于最近 10 年峰值，往后看，大幅收敛的概率持续上升，即广义意义上大众消费品风险收益比优于工业品。**相比工业品，大众消费品可能亏时间但胜率、盈亏比均不低。

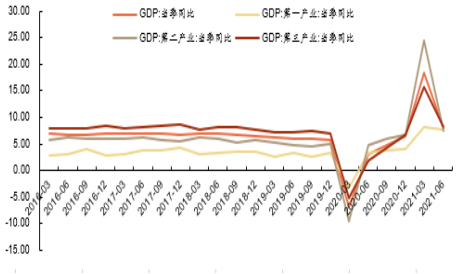
风险提示：预期外宏观经济变化、需求回暖强度、二次疫情爆发及疫苗进度等。

2021 年中国主要经济指标预测

指标	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E
实际 GDP	6.90	6.70	6.10	1.60	9.00
名义固定资产投资	7.20	5.90	5.40	2.90	6.50
名义社会零售总额	9.40	8.16	8.00	-3.5	13.00
CPI	1.56	2.10	2.90	2.50	1.20
PPI	6.31	3.54	-0.32	-1.50	1.50
顺差对 GDP 贡献度	0.6	-0.60	0.70	0.25	0.10
利率（1 年期存款）	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
汇率	6.59	6.89	7.01	6.50	6.20

资料来源：Wind，申港证券研究所

GDP 及三个产业季度累计增幅



资料来源：Wind，申港证券研究所

1、《投资端压力初现：9 月经济数据点评》2021-10-18

2、《PPI 继续新高 4 季度或难缓解 CPI 小幅回落：9 月通胀数据点评》2021-10-14

3、《社融继续磨底：9 月金融数据点评》2021-10-14

4、《宽信用能实现么：——复盘信用周期》2021-10-11

5、《经济数据全面放缓：8 月经济数据点评》2021-09-16

内容目录

1. PPI 继续新高 4 季度或难缓解 CPI 小幅增长 3
1.1 PPI 继续高点 4 季度或难缓解 3
1.2 CPI 食品下拉收缩 鲜菜大幅上涨 3

图表目录

图 1： 生产资料上涨带动仍继续上拉 PPI 3
图 2： CPI 食品下拉幅度收缩 4
图 3： 本轮猪周期自 2018 年年中开始 4
图 4： CPI 居住、教育文化上拉显著 5
图 5： PPI 与 CPI 剪刀差处于最近 10 年峰值 5

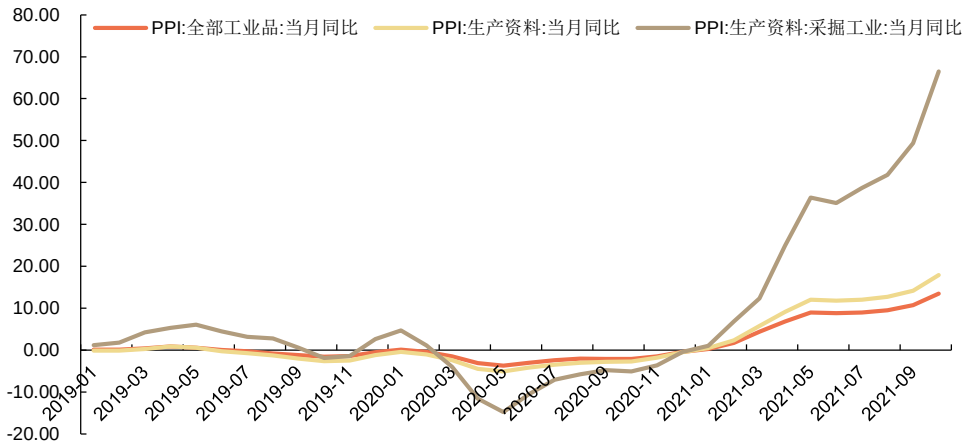
1. PPI 继续新高 4 季度或难缓解 CPI 小幅增长

1.1 PPI 继续高点 4 季度或难缓解

10 月，PPI 同比上涨 13.5%，又创新高，环比增长 2.5%，同比环比继续上扬。反映了国内能源紧张下煤炭等高能耗黑色产品价格大涨与海外供求紧平衡下原油等价格持续上涨共同贡献。分项上看，煤炭及相关产品，黑色金属等生产资料价格仍继续上拉 PPI，PPI-采掘工业同比斜率走陡。

- **2021 年 10 月，我国 PPI 同比增长为 13.5%，又创新高，环比增长 2.5%（前值 1.2%），同比和环比增速均继续向上且均为正。**其中，生产资料同比上升 17.9%（前值为 14.2%），涨幅扩大 3.7 个百分点，增长明显。PPI-采掘工业同比 66.5%，（前值为 49.4%）。
- **PPI 新高的主因是国内定价的煤炭等高能耗黑色产品与海外定价的原油等供求紧平衡导致的生产资料涨幅迅速。**煤炭开采和洗选业、石油和天然气开采业、石油、煤炭及其他燃料加工业、黑色金属冶炼及压延加工业同比增速维持高位，均达到 30%以上，其中煤炭开采和洗选业同比增速达到 103.7%。

图1：生产资料上涨带动仍继续上拉 PPI



资料来源：Wind，申港证券研究所

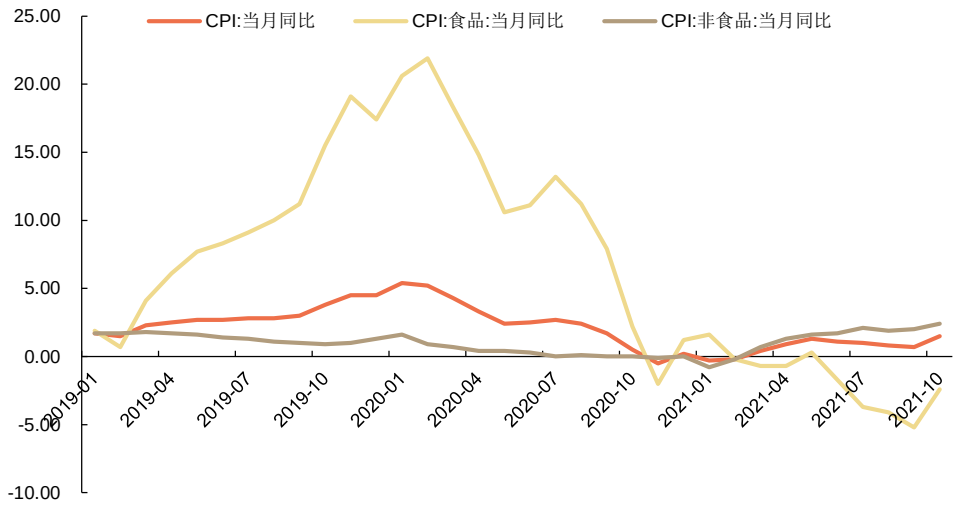
1.2 CPI 食品下拉收缩 鲜菜大幅上涨

边际上受鲜菜价格大幅上涨影响，10 月 CPI 同比上涨至 1.5%。分项上来看，非食品项继续上拉，食品项虽仍在拖累 CPI，但是降幅收缩。CPI 食品项同比下降 2.4%，降幅缩小 2.8 个百分点，而 CPI 非食品项同比增长 2.4%，涨幅扩大 0.4 个百分点，食品项下拉幅度收缩是本次 CPI 同比增长的主要原因。在国际原油、动力煤等价格上涨的背景下，交通和通信维持高位，10 月同比上升 7.0%，大幅上涨 1.2%。CPI-居住也逐步从 PPI 端传导至 CPI 端，10 月同比 1.7%，较上月同比增 0.4%。后续建议关注 PPI 通过部分分项向 CPI 传导的程度。

- **2021 年 10 月，我国 CPI 同比增长为 1.5%，前值为 0.7%。**CPI 食品项同比下降 2.4%，降幅缩小 2.8 个百分点，而 CPI 非食品项同比增长 2.4%，涨幅扩大 0.4

个百分点，食品项降幅收缩是本次 CPI 同比增长的主要原因。

图2：CPI 食品下拉幅度收缩

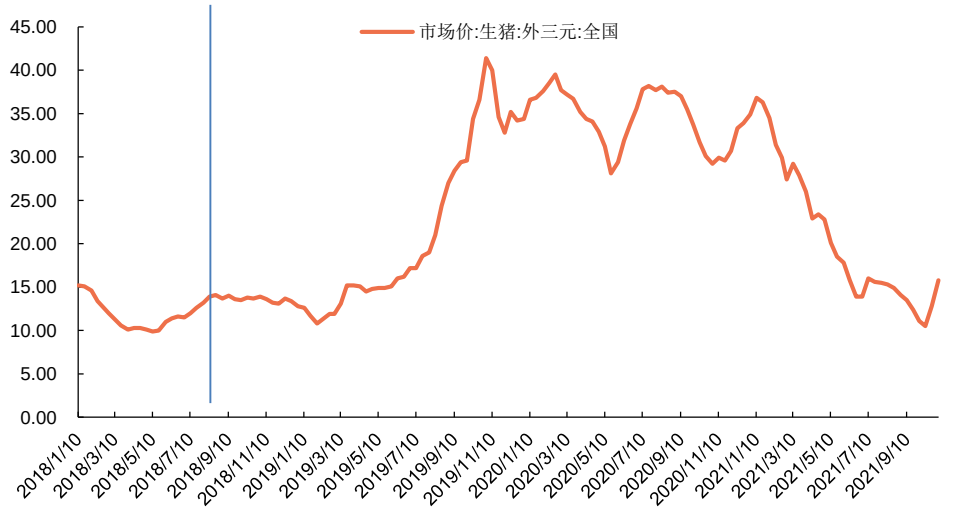


资料来源：Wind，申港证券研究所

- **CPI 食品项中，猪肉降幅收缩，鲜菜同比大幅增长。**本月猪肉的价格同比下降 44.0%，降幅有所收缩（前值-46.9%）。因为部分地区强降雨等极端天气的影响，鲜菜同比增长由负转正，从上月的-2.5%转 15.9%，鲜菜价格同比大幅上升成为带动 10 月 CPI 同比涨幅增长的主要原因。

- **年初至今生猪价格回落，仍在下行周期末到新上行周期的磨底中。**前述报告中我们讨论过上轮猪周期自 2014 年年中到 2018 年年中历时 4 年，本轮周期自 2018 年年中至今 3 年，按历史规律约在 2022 年年中到本轮周期底部，但由于本轮生猪结构有所不同，周期或短于上期。

图3：本轮猪周期自 2018 年年中开始



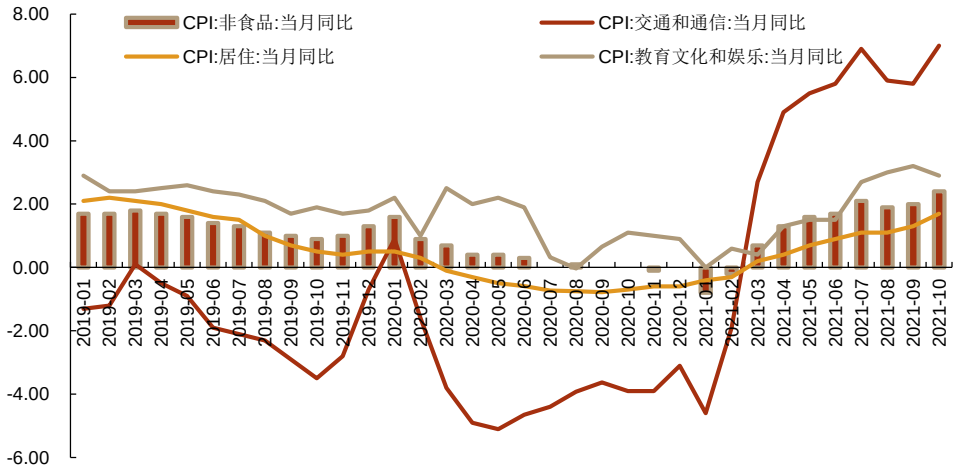
资料来源：Wind，申港证券研究所

- **二元猪与仔猪价下跌产能出清速度加快，下半年或止跌或小幅回升但幅度有限。**本轮“猪周期”从 2018 年 6 月开始生猪产能锐减，到 2021 我国生猪产能恢复到正常水平，供应充足，在政策引导下养殖企业加大落后产能母猪淘汰力度，当前二元母猪和仔猪的价格明显回落，数量下降，但是每头母猪提供的商品猪数量提升。下半年或止跌或小幅回升但幅度有限，但供需宽松状态仍处于改善阶段，

价格的上升空间有限。

- **CPI 非食品项上拉 CPI，其中交通和通信维持高位、居住、教育文化上拉显著，交通和通信、居住主要是由生产端价格传导。**在国际原油、动力煤等价格上涨的背景下，交通和通信维持高位，10 月同比上升 7.0%，大幅上涨 1.2%。CPI-居住也逐步从 PPI 端传导至 CPI 端，10 月同比 1.7%，较上月同比增 0.4%。后续建议关注 PPI 通过部分分项向 CPI 传导的程度。

图4：CPI 居住、教育文化上拉显著



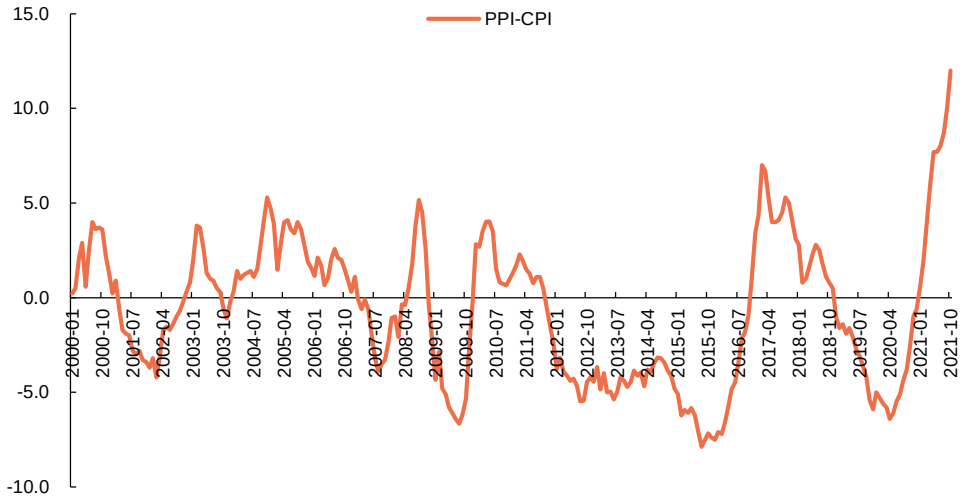
资料来源：Wind，申港证券研究所

往后看，工业生产端供给约束小幅缓解，但需求仍旺，PPI 回落幅度有限，预计 Q4 PPI 同比大概率仍维持在 9%以上区间。需求仍旺，需求端将面临冬季供暖、电价市场化改革。供给端约束在煤炭产能小幅释放叠加长协价格稳定下小幅缓解，但仍受能耗双控限制。预计 Q4 PPI 同比大概率仍维持在 9%以上区间。数据上 PPI 又创新高也反映了国内能耗双控下黑色相关工业品的供求紧平衡及国际油价扰动未从根本上得到缓解。

CPI 全年中枢或在 1.5%以内，PPI 逐步传导至 CPI 非食品项，传导幅度有限。边际上蔬菜价格大幅上涨是短期因素且已得到较好缓解，CPI 食品项中猪肉价格仍处在下降周期末到上行周期初的磨底过程中，年内或止跌但难有大幅回升。本轮“猪周期”从 2018 年 6 月开始生猪产能锐减，到 2021 我国生猪产能恢复到正常水平，供应充足，在政策引导下养殖企业加大落后产能母猪淘汰力度，当前二元母猪和仔猪的价格明显回落，数量下降。后续猪肉价格或止跌开始小幅回升但幅度有限。

PPI 与 CPI 剪刀差处于最近 10 年峰值，往后看，大幅收敛的概率持续上升，则大众消费品风险收益比优于工业品。

图5：PPI 与 CPI 剪刀差处于最近 10 年峰值



资料来源：Wind，申港证券研究所

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_29277