

## 总量研究

## PPI 持续走高，国内滞涨风险加大

——2021年9月价格数据点评

## 要点

## 事件：

- 1) CPI 同比 0.7%，前值 0.8%，市场预期 0.8%；CPI 环比 0%，前值 0.1%；
- 2) 核心 CPI 同比 1.2%，前值 1.2%；
- 3) PPI 同比 10.7%，前值 9.5%，市场预期 10.2%；PPI 环比 1.2%，前值 0.7%。

## 核心观点：

9月CPI同比再度回落，与食品价格下跌、出行等服务需求疲弱有关。9月PPI同比超预期上行，主要受煤炭供需偏紧、高耗能行业限产影响。

向前看，大宗商品价格将延续高位运行，而下游需求面临进一步回落的隐忧，国内滞涨风险正在不断加大。一方面，短期内全球能源问题难以缓解，国内双控政策约束仍在，工业品供需环境偏紧，预计年内PPI同比将维持在10%以上。另一方面，随着欧美供应链加速修复、房地产调控政策延续，将持续拖累出口和房地产投资。

**原材料上涨影响有限，核心CPI环比仍弱于季节性。**9月CPI同比降至0.7%，符合我们预期。CPI环比由上月的0.1%转为持平，不及季节性表现，主要受食品价格拖累，非食品价格环比回升。

受猪肉和水产品价格下跌影响，食品价格环比转负，不及季节性表现。9月食品CPI环比由上月上涨0.8%转为下降0.7%。因供应充足，猪肉和水产品价格分别环比下降5.1%、2.5%，二者分别影响CPI环比下降0.07、0.05个百分点。

原材料上涨叠加季节性提价，带动非食品价格环比转正，但受疫情扰动影响，整体表现仍弱于季节性。具体来看，一是，原材料涨价逐步向终端消费品传导。受液化天然气、芯片供求紧张影响，9月水电燃料、交通工具价格环比分别上涨0.9%、0.5%；二是，衣着、教育迎来季节性提价，9月衣着、教育服务价格环比分别上涨0.8%、1.7%；三是，受暑期结束以及国内疫情零星散发影响，9月服务价格环比涨幅低于季节性。

**能耗双控叠加电煤紧缺，推升PPI同比升破10%。**9月PPI环比涨幅继续扩大，同比持续超预期上行。煤炭供需偏紧、高耗能行业限产是推动本月PPI环比涨幅扩大的主因，二者分别影响PPI环比上涨约0.50、0.57个百分点。同时，受能源价格上涨影响，下游纺服、公用事业也在不断提价。

**短期内能源问题难以缓和，国内滞涨风险加大。**预计四季度大宗商品价格仍将维持高位，PPI同比将保持在10%以上。国内方面，尽管地产、出口需求承压，但供给端约束较多，包括钢铁限产延续、煤炭新增产能释放偏慢，加之能耗双控推进，导致工业品供需环境持续偏紧，带动高耗能行业价格上涨。国际方面，近期各国加快解封步伐，极端天气限制绿色能源发力，加之冬季用能高峰到来，共同推动石油、天然气等传统能源需求上升，而供给端又面临产能不足、库存低位、地缘政治风险等问题，供给弹性不足，将导致能源问题短期内难以有效缓解。

年内CPI同比上行幅度有限，食品价格延续弱势，非食品价格温和回升。当前生猪供应已恢复正常，但产能尚未见顶，年内将持续拖累食品价格。非食品价格温和回升，一是，疫情影响尚未消退，出行等服务价格仍将承压；二是，居民收入结构性分化、储蓄率维持高位，消费表现疲弱，原材料涨价影响有限。基数效应下，11月大概率出现年内CPI高点，预估在2%左右。

## 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

liuyc@ebsecn.com

## 相关研报

社融增速或将企稳，国债收益率3.0%震荡——9月金融数据点评（20211014）

“疫情防控红利”延续，推动出口持续超预期——9月贸易数据点评（20211013）

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）

鲍威尔为Taper预热，维持暂时性通胀观点——光大宏观周报（20210828）

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）

为什么我们认为四季度可能会降息？——货币政策前瞻系列四（20210722）

财政收入提速，支出减速——2021年6月财政数据点评（20210721）

降准箭在弦上——7月7日国常会降准信号点评（2021-07-08）

如何看待下半年利率走势？——20210704光大宏观周报（2021-07-04）

价格见顶回落，消费复苏加快——2021年6月PMI数据点评（2021-06-30）

## 目 录

一、	PPI 超预期上行, CPI 再度回落 .....	3
二、	原材料上涨影响有限, 核心 CPI 环比仍弱于季节性 .....	3
三、	能耗双控叠加电煤紧缺, 推升 PPI 同比升破 10% .....	5
四、	短期内能源问题难以缓和, 国内滞涨风险加大 .....	6

## 图目录

图 1:	食品 CPI 同比跌幅扩大, 核心 CPI 同比走平 .....	4
图 2:	食品 CPI 环比回落, 非食品 CPI 环比转正 .....	4
图 3:	9 月各类食品价格明显弱于季节性表现 .....	4
图 4:	交通通信、医疗价格弱于季节性表现 .....	4
图 5:	9 月采掘工业、原材料工业价格上涨明显 .....	5
图 6:	PPI 生产资料涨幅扩大、生活资料价格持续走平 .....	5
图 7:	9 月能源价格上涨, 带动下游纺服、公用事业提价 .....	6
图 8:	通胀剪刀差再度上行 .....	7

## 表目录

表 1:	9 月 PPI 再度走高, CPI 延续回落 .....	3
------	------------------------------	---

## 一、PPI 超预期上行，CPI 再度回落

### 事件：

- 1) CPI 同比 0.7%，前值 0.8%，市场预期 0.8%；CPI 环比 0%，前值 0.1%；
- 2) 核心 CPI 同比 1.2%，前值 1.2%；
- 3) PPI 同比 10.7%，前值 9.5%，市场预期 10.2%；PPI 环比 1.2%，前值 0.7%。

### 核心观点：

9 月 CPI 同比再度回落，与食品价格下跌、出行等服务需求疲弱有关。9 月 PPI 同比超预期上行，主要受煤炭供需偏紧、高耗能行业限产影响。

向前看，大宗商品价格将延续高位运行，而下游需求面临进一步回落隐忧，国内滞胀风险正在不断加大。一方面，短期内全球能源问题难以缓解，国内双控政策约束仍在，工业品供需环境偏紧，预计年内 PPI 同比将维持在 10% 以上。另一方面，随着欧美供应链加速修复、房地产调控政策延续，将持续拖累出口和房地产投资。

表 1：9 月 PPI 再度走高，CPI 延续回落

月份 (2021 年)	CPI 同比	CPI 环比	核心 CPI 同比	PPI 同比	PPI 环比
7 月 实际值	1.0%	0.3%	1.3%	9.0%	0.5%
8 月 实际值	0.8%	0.1%	1.2%	9.5%	0.7%
9 月 实际值	<b>0.7%</b>	<b>0.0%</b>	<b>1.2%</b>	<b>10.7%</b>	<b>1.2%</b>
9 月 市场预期	0.8%			10.2%	

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、原材料上涨影响有限，核心 CPI 环比仍弱于季节性

9 月 CPI 同比降至 0.7%，符合我们预期。CPI 环比由上月的 0.1% 转为持平，不及季节性表现，主要受食品价格拖累，非食品价格环比回升。

受猪肉和水产品价格下跌影响，食品价格环比转负，不及季节性表现。9 月食品 CPI 环比由上月上涨 0.8% 转为下降 0.7%，低于 2016-2020 年同期均值 1.3%。因供应充足，猪肉和水产品价格分别环比下降 5.1%、2.5%，二者分别影响 CPI 环比下降 0.07、0.05 个百分点，是本月食品价格回落的主因。

原材料上涨叠加季节性提价，带动非食品价格环比转正，但受疫情扰动影响，整体表现仍弱于季节性。9 月非食品 CPI 环比由上月 -0.1% 升至 0.2%，低于 2016-2020 年同期均值 0.3%。

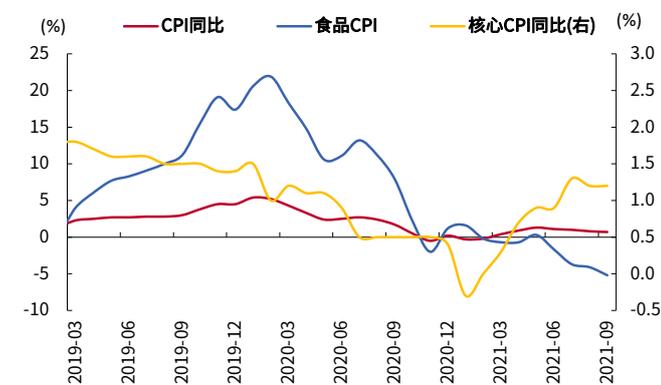
具体来看：

一是，原材料涨价逐步向终端消费品传导。受液化天然气、芯片供求紧张影响，9月水电燃料、交通工具价格环比分别上涨0.9%、0.5%，高于2016-2020年同期均值0.4%、0%；

二是，衣着、教育迎来季节性提价，9月衣着、教育服务价格环比分别上涨0.8%、1.7%，提价幅度基本符合季节性；

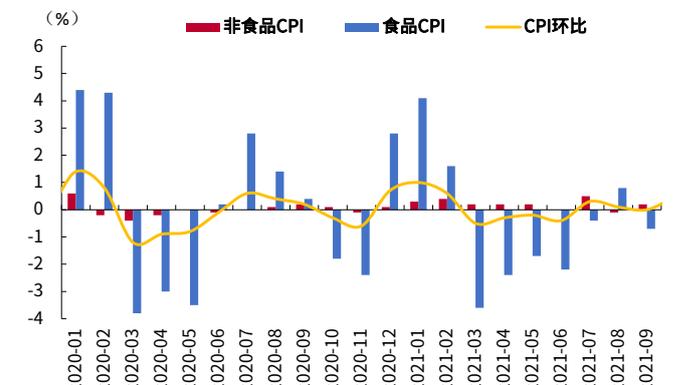
三是，受暑期结束以及国内疫情零星散发影响，9月服务价格环比涨幅低于季节性。9月服务价格环比上涨0.1%，不及2016-2020年同期均值0.3%。

图 1：食品 CPI 同比跌幅扩大，核心 CPI 同比走平



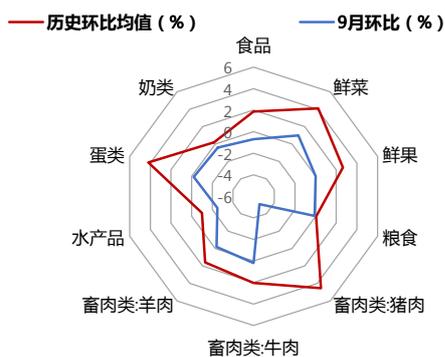
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 2：食品 CPI 环比回落，非食品 CPI 环比转正



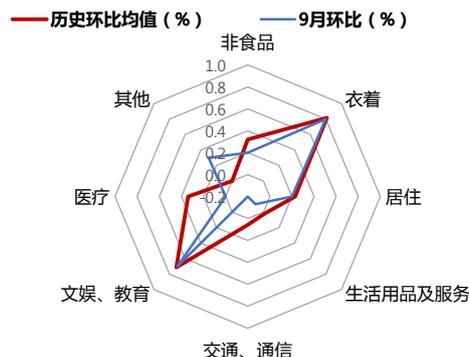
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 3：9 月各类食品价格明显弱于季节性表现



资料来源：Wind，光大证券研究所  
注：历史环比均值为 2016-2020 年 9 月环比均值

图 4：交通通信、医疗价格弱于季节性表现



资料来源：Wind，光大证券研究所  
注：历史环比均值为 2016-2020 年 9 月环比均值

### 三、能耗双控叠加电煤紧缺，推升 PPI 同比升破 10%

9月 PPI 环比涨幅继续扩大，同比持续超预期上行。9月 PPI 环比由上月的 0.7% 升至 1.2%，同比走高至 10.7%。煤炭供需偏紧、高耗能行业限产是推动本月 PPI 环比涨幅扩大的主因，二者分别影响 PPI 环比上涨约 0.50、0.57 个百分点。

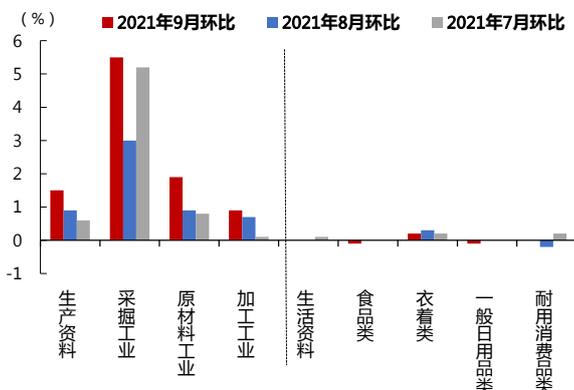
具体来看：

一是，受需求旺盛、供给弹性不足影响，9月煤炭加工、开采和洗选业价格分别环比上涨 18.9%、12.1%，是本月 PPI 上涨的最大拉动项；

二是，受能耗双控政策推进、叠加电煤紧缺影响，江苏、浙江、广东等省份出现限电限产，约束高耗能行业生产。9月，有色、水泥、化工、黑色等加工品价格分别环比上涨 2.9%、2.9%、2.0%、1.8%；

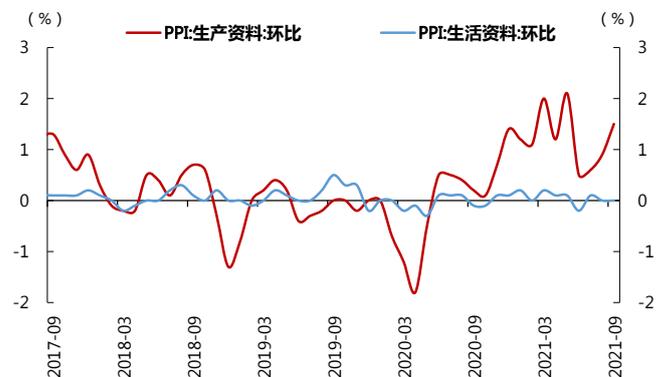
三是，受能源价格上涨影响，下游纺服、公用事业也在不断提价。衣着价格连续三个月上涨；电力热力、燃气的生产和供应业价格分别环比上涨 0.4%、2.5%，上月分别为-0.4%、1.7%。

图 5：9月采掘工业、原材料工业价格上涨明显



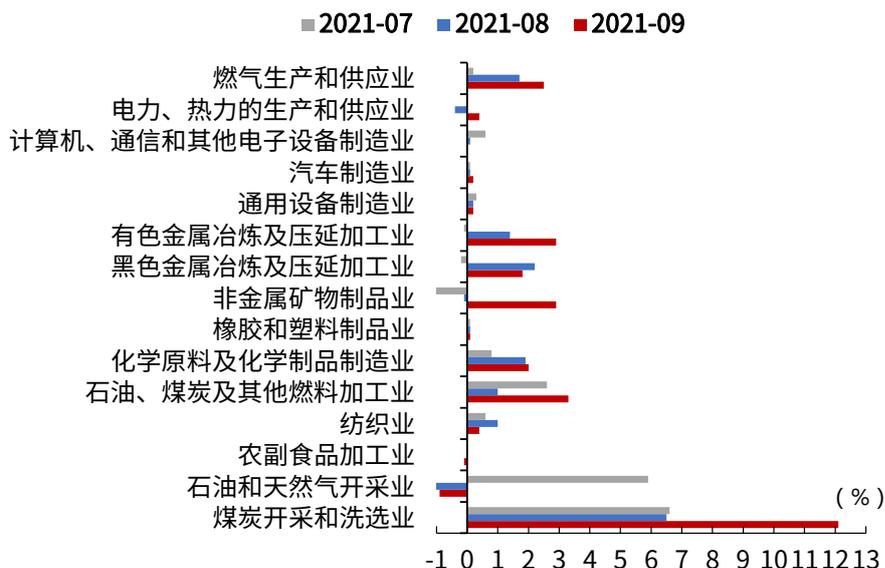
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 6：PPI 生产资料涨幅扩大、生活资料价格持续走平



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 7：9 月能源价格上涨，带动下游纺织、公用事业提价



资料来源：Wind，光大证券研究所

## 四、短期内能源问题难以缓和，国内滞胀风险加大

预计四季度大宗商品价格仍将维持高位，PPI 同比将保持在 10% 以上。

国内方面，尽管地产、出口需求承压，但供给端约束较多，包括钢铁限产延续、煤炭新增产能释放偏慢，加之能耗双控推进，导致工业品供需环境持续偏紧，带动高耗能行业价格上涨。

国际方面，近期各国加快解封步伐，极端天气限制绿色能源发力，加之冬季用能高峰到来，共同推动石油、天然气等传统能源需求上升，而供给端又面临产能不足、库存低位、地缘政治风险等问题，供给弹性不足，将导致能源问题短期内难以有效缓解。

年内 CPI 同比上行幅度有限 食品价格延续强势 非食品价格温和回升

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\\_27672](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_27672)

