



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

PPI 向 CPI 传导有限

——2021 年 9 月物价数据点评

日期： 2021 年 10 月 14 日

分析师： 陈彦利
Tel: 021-53686170
E-mail: chenyanli@shzq.com
SAC 编号: S0870517070002

相关报告：

■ 投资摘要

价格分化格局更显著

9 月 CPI 同比环比继续回落，表现略弱于预期。食品仍是主要拖累项，非食品中服务价格偏弱，工业消费品受到 PPI 传导有所上升，但对于 CPI 整体的影响有限。CPI 从环比看，由上月上涨 0.1% 转为持平。食品继续拖累 CPI，其中猪肉下降 5.1%，降幅扩大 3.7 个百分点。非食品价格由上月下降 0.1% 转为上涨 0.2%，影响 CPI 上涨约 0.16 个百分点。非食品价格中工业消费品以及服务的价格均有所上涨。从同比看，CPI 上涨 0.7%，涨幅比上月回落 0.1 个百分点。

以煤炭为首的主要工业品价格持续上涨，带动 PPI 快速突破 10 大关。9 月工业品价格环比和同比涨幅均明显扩大。从环比看，PPI 上涨 1.2%，涨幅扩大 0.5 个百分点。由于煤炭供需持续偏紧，煤炭价格居高不下，成为涨价的主因。而煤炭价格高涨引发的电力紧缺，限电限产对高能耗企业生产造成影响，导致相关工业品价格的进一步上涨。从同比看，PPI 上涨 10.7%，涨幅比上月扩大 1.2 个百分点。调查的 40 个工业行业大类中，价格上涨的有 36 个，比上月增加 4 个。主要行业价格涨幅均有所扩大，煤炭、石油化工、黑色金属冶、有色金属冶炼等行业合计影响 PPI 上涨约 8.42 个百分点，约占总涨幅的八成。

CPI 低位运行，PPI 屡创新高，价格结构分化更加严重。核心 CPI 的平稳也反映经济底部徘徊阶段，需求相对疲弱。

滞涨忧虑加深，市场波动上升

中国经济仍处在“底部徘徊”阶段，资本市场运行前景则主要取决于物价形势变化给市场预期的影响。由于国际大宗商品持续上涨，国内企业经营压力仍未有缓解，未来经济短期走软压力较大。在 PPI 构成中具有举足轻重地位的煤炭上台阶态势确立——煤炭产业集中带来的定价权提升和“减碳”政策决定，故而 PPI 高位运行时间超出了市场预期。滞涨忧虑加深，不过我们认为只能是暂时的，预计延续 1-2Q，市场的波动也会上升。

PPI 高位运行时间或延长

中国通胀形势自 2014 年以来就呈现了非经济周期性的特征：先是关键商品猪肉的变动决定了 CPI 的变化，接着是大宗商品价格的变动决定着 PPI 走势。当前物价变化焦点的煤炭价格，主要是供给集中度提升后价格上台阶过程中的“J”型波动上行，未来将临稳中回落前景；有色金属和能源价格，由于定价权问题主要跟随国际市场；钢铁价格则已越过了供给冲击阶段，正迎来回落。国际货币收缩政策开启时点和供给冲击消除节奏，也将影响 PPI 顶部运行时间。

■ 风险提示

通胀持续上行；货币政策超预期改变；疫情反复。

目 录

事件：9月CPI、PPI数据公布	3
事件解析：数据特征和变动原因	3
1.CPI低位运行.....	3
2.PPI屡创新高.....	5
事件影响：对经济和市场	8
3.经济“底部徘徊”阶段特征不变.....	8
4.滞涨忧虑加深，市场波动上升.....	8
事件预测：趋势判断	9
5.PPI高位运行时间或延长.....	9

图

图 1：CPI 同比、环比 (%).....	4
图 2：食物价格分项同比 (%).....	5
图 3：非食物分项同比 (%).....	5
图 4：PPI 同比、环比 (%).....	6
图 5：生产资料和生活资料价格指数 (%).....	7
图 6：PPI 细项 (%).....	8

事件：9月CPI、PPI数据公布

国家统计局数据显示，2021年9月份，全国居民消费价格同比上涨0.7%。其中，城市上涨0.8%，农村上涨0.2%；食品价格下降5.2%，非食品价格上涨2.0%；消费品价格上涨0.2%，服务价格上涨1.4%。1—9月平均，全国居民消费价格比去年同期上涨0.6%。

9月份，全国居民消费价格环比持平。其中，城市持平，农村上涨0.1%；食品价格下降0.7%，非食品价格上涨0.2%；消费品价格持平，服务价格上涨0.1%。

2021年9月份，全国工业生产者出厂价格同比上涨10.7%，环比上涨1.2%；工业生产者购进价格同比上涨14.3%，环比上涨1.1%。1—9月平均，工业生产者出厂价格比去年同期上涨6.7%，工业生产者购进价格上涨9.3%。

表1：9月CPI、PPI同比数据（%）

	实际值	上月值	去年同期
CPI 同比	0.7	0.8	1.7
PPI 同比	10.7	9.5	-2.1

数据来源：wind，上海证券研究所

事件解析：数据特征和变动原因

1.CPI 低位运行

9月CPI同比环比继续回落，表现略弱于预期。食品仍是主要拖累项，非食品中服务价格偏弱，工业消费品受到PPI传导有所上升，但对于CPI整体的影响有限。

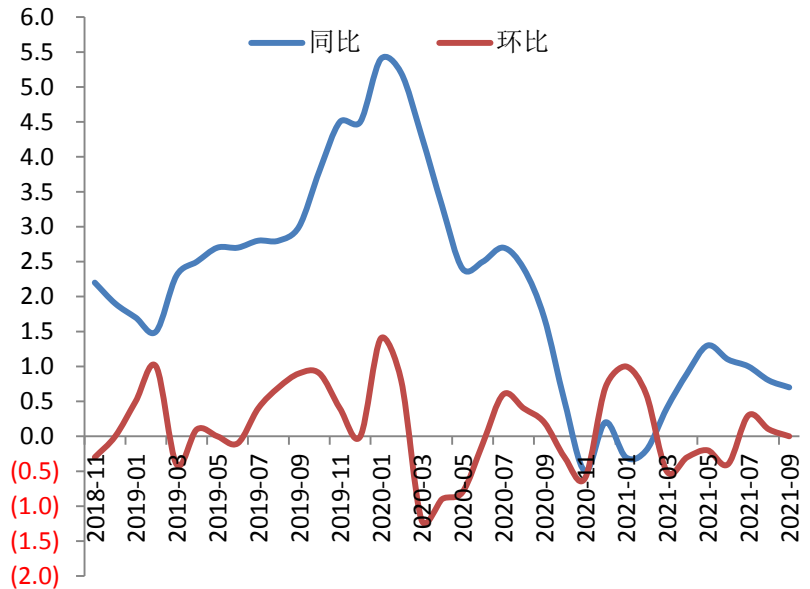
9月CPI数据从环比看，由上月上涨0.1%转为持平，环比走弱。食品价格由上月上涨0.8%转为下降0.7%，影响CPI下降约0.12个百分点。食品继续拖累CPI，其中猪肉下降5.1%，降幅扩大3.7个百分点。非食品价格由上月下降0.1%转为上涨0.2%，影响CPI上涨约0.16个百分点。非食品价格中工业消费品以及服务的价格均有所上涨。工业消费品价格由上月下降0.2%转为上涨0.3%。其中，受原材料价格上涨等因素影响，水泥、液化石油气和小汽车价格均有上涨，涨幅在0.6%—7.6%之间，PPI向CPI的传导显现。

从同比看，CPI上涨0.7%，涨幅比上月回落0.1个百分点。食品价格下降5.2%，降幅比上月扩大1.1个百分点，影响CPI下降约0.98个百分点。其中猪肉等食品均出现降幅扩大或涨幅回落的情况。非食品中，工业消费品价格上涨2.8%，涨幅扩大0.3个百分点，其

中汽油和柴油价格分别上涨 23.4%和 25.7%，涨幅均有扩大；服务价格上涨 1.4%，涨幅回落 0.1 个百分点，其中飞机票、旅行社收费和宾馆住宿价格分别上涨 15.7%、8.7%和 1.2%，涨幅均有回落。

除食品和能源价格的核心 CPI 同比上涨 1.2%，涨幅与上月相同，说明其余商品或服务价格仍相对平稳。

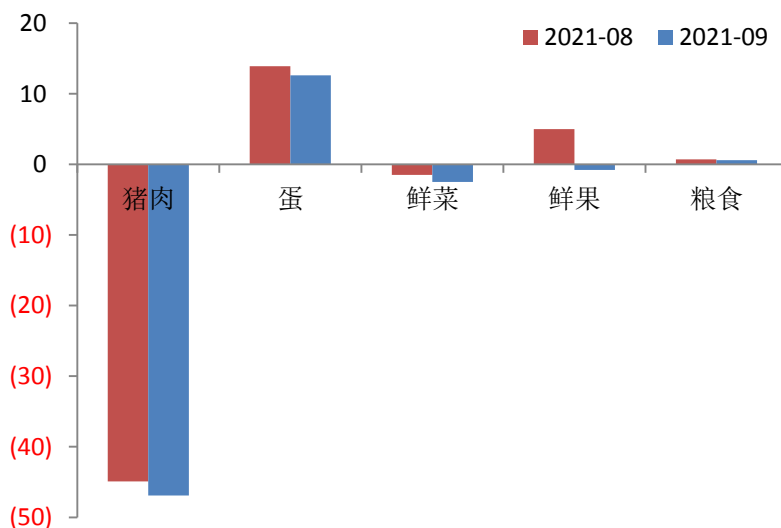
图 1：CPI 同比、环比(%)



数据来源：wind, 上海证券研究所

同比涨幅从各类商品及服务分类来看，食品烟酒类价格同比下降 2.8%，影响 CPI（居民消费价格指数）下降约 0.79 个百分点。食品中，畜肉类价格下降 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。

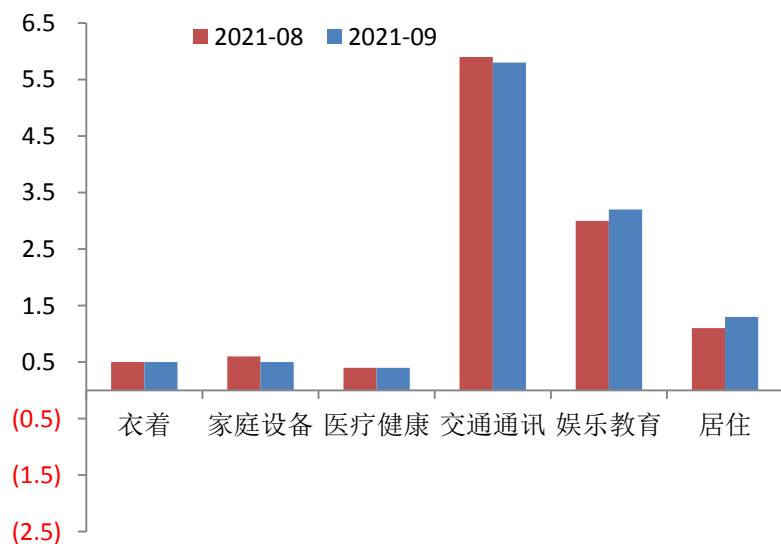
图 2：食物价格分项同比 (%)



数据来源：wind, 上海证券研究所

9 月，其他七大类价格同比六涨一降。其中，交通通信、教育、文化娱乐、居住价格分别上涨 5.8%、3.2%和 1.3%，衣着、生活用品及服务、医疗保健价格分别上涨 0.5%、0.5%和 0.4%；其他用品及服务价格下降 2.8%。

图 3：非食物分项同比 (%)



数据来源：wind, 上海证券研究所

2. PPI 屡创新高

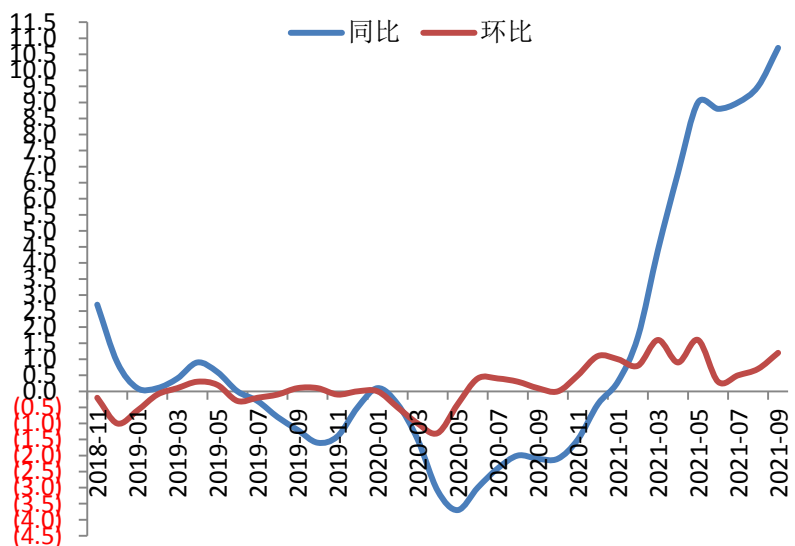
以煤炭为首的主要工业品价格持续上涨，带动 PPI 快速突破 10 大关。9 月工业品价格环比和同比涨幅均明显扩大。煤炭涨价导致的电力紧缺，限电限产下供需更趋失衡，导致工业品价格进一步

上涨。

从环比看，PPI 上涨 1.2%，涨幅比上月扩大 0.5 个百分点。其中，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。行业来看，由于煤炭供需持续偏紧，煤炭价格居高不下，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，成为涨价的主因。煤炭价格高涨引发的电力紧缺，限电限产对高能耗企业生产造成影响，导致相关工业品价格的进一步上涨。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，PPI 上涨 10.7%，涨幅比上月扩大 1.2 个百分点。其中，生产资料价格上涨 14.2%，涨幅扩大 1.5 个百分点；生活资料价格上涨 0.4%，涨幅扩大 0.1 个百分点。调查的 40 个工业行业大类中，价格上涨的有 36 个，比上月增加 4 个。主要行业价格涨幅均有所扩大，主要有煤炭开采和洗选业、石油和天然气开采业、石油、煤炭及其他燃料加工业、黑色金属冶炼和压延加工业、化学原料和化学制品制造业、有色金属冶炼和压延加工业。上述 6 个行业合计影响 PPI 上涨约 8.42 个百分点，约占总涨幅的八成。

图 4: PPI 同比、环比 (%)

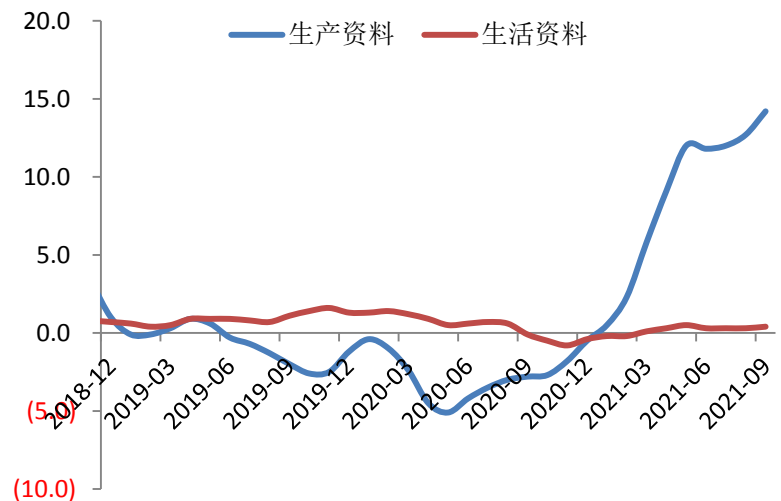


数据来源: wind, 上海证券研究所

考虑生产资料和生活资料的同比增速。一方面，生产资料价格上涨 14.2%，影响工业生产者出厂价格总水平上涨约 10.60 个百分

点。其中，采掘工业价格上涨 49.4%，原材料工业价格上涨 20.4%，加工工业价格上涨 8.9%。另一方面，生活资料价格上涨 0.4%，影响工业生产者出厂价格总水平上涨约 0.11 个百分点。其中，食品价格上涨 0.7%，衣着和一般日用品价格均上涨 0.4%，耐用消费品价格上涨 0.2%。

图 5：生产资料和生活资料价格指数（%）



数据来源：wind，上海证券研究所

而从生产资料端分行业来看，煤炭开采和洗选业价格同比上涨 74.9%，涨幅扩大 17.8 个百分点；黑色金属矿采选业上涨 29.4%，涨幅收窄 16.7 个百分点；石油和天然气开采业上涨 43.6%，涨幅扩大 2.3 个百分点；石油、煤炭及其他燃料加工业上涨 40.5%，涨幅扩大 5.2 个百分点；黑色金属冶炼和压延加工业上涨 34.9%，涨幅扩大 0.8 个百分点。

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_27677



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn