9 月物价数据评论

宏观经济点评

PPI 仍难向 CPI 传导

数据： 10 月 14 日国家统计局公布 9 月 CPI 当月同比 0.7%（前值 0.8%），环比 0.0%（前值 0.1%）；9 月 PPI 当月同比 10.7%（前值 9.5%），环比 1.2%（前值 0.7%）。

一、CPI 同比和环比涨幅放缓。从同比来看，食品价格为主要拖累因素，非食品价格涨幅回升。从环比来看，食品分项为主要拖累，服务业分项好转。**具体来看：1）生猪供给持续修复，对本月食品价格形成拖累。**从食品分项环比变动来看，本月猪肉批发价从 8 月的 21.42 元/公斤进一步回落至 9 月的 19.92 元/公斤，带动本月 CPI 中猪肉价格下降 5.1%，影响 CPI 下降约 0.07 个百分点；**2）疫情减退叠加开学季影响，本月非食品分项好转。**9 月 PMI 服务业重新进入扩张区间和本月非食品分项价格回升能够相呼应。另外，教育文化和娱乐相关受到中秋节和新学期开学部分学校收费上调的正面影响，环比上行较为显著。**3）从能源来看，交通和通信环比跌幅收窄。**9 月成品油价格回升，但是疫情仍然制约居民出行距离和意愿，对本月交通和通信分项提振有限。数据显示交通和通信当月环比从前值的-0.6%跌幅收窄至-0.2%、交通工具用燃料环比从前值的-1.3%收窄至-0.4%。

二、PPI 同比和环比涨幅均有所回升。从同比来看，生产资料同比大幅上行，生活资料仅小幅回升。从环比来看，生产资料环比涨幅上升，生活资料价格持平。具体来看：**1）、9 月生产资料依然受到上游供给偏紧的影响。**本月国际定价和国内定价商品均有所上涨。**首先，**原油相关的加工业价格小幅回升。天然气价格受到全球供应偏紧以及市场对北半球来临前美国供应短缺的担忧，供需双振带动价格上行，进而带动原油价格上升。**其次，**能耗双控、缺电限电仍在持续，带动上游原材料大宗商品持续走强。但是需求走弱明显，且滞涨的负面溢出效应，使得下游制造业相关的价格难以上行。**2）、生活资料来看对 PPI 的环比和同比拉动依然较疲软。**数据显示，本月生活资料对 PPI 的环比拉动持平于前值，为 0.0%，远低于生产资料的 1.16%；生活资料对 PPI 的同比拉动从前值的 0.07%上升至 0.11%，但也远低于生产资料的 10.6%。

三、需求疲软背景下 PPI 仍难向 CPI 传导。首先，本月 CPI 环比表现明显弱于季节性，需求疲软进一步体现。一方面受到食品分项的拖累，另一方面内需走弱约束居民消费意愿。虽然疫情和洪涝灾害影响减弱，但是节假日对于消费的需求并未形成明显的提振。通过跟踪线下消费的高频数据，包括临沂商城价格指数、义乌中国小商品指数以及白酒批发价格总指数在本月的环比均弱于前值，另外叠加电商淡季，包括天猫、京东和拼多多的销售额环比也弱于前值，其中天猫 9 月的交易总额同比也由正转负，说明需求中枢整体下移，约束居民消费能力和意愿。往后看，国庆期间的消费也偏弱，预计短期内 CPI 难以有明显起色。**其次，供给端偏紧使得滞涨环境愈发明显。**本月主要高耗能行业价格环比涨幅继续扩大，煤炭、水泥、Myspic 综合钢价指数、上期有色金属指数均不同程度回升，另外输入型通胀也有所加剧。虽然 10 月 12 日国家发展改革委发布《关于进一步深化燃煤发电上网电价市场化改革的通知》，确保居民电价稳定，但短期煤炭相关的产量缺口仍难以弥补。**最后，PPI 和 CPI 之间剪刀差持续走阔，但是“宽货币”的必要性上升。**当前经济环境已经处于滞涨的后期，预计后续 PPI 和 CPI 仍将高位运行，但总量需求端的下行压力较为严重，降准或者货币结构性加码的预期上行。

风险提示：疫情出现新的变化、需求超预期回落、供给收缩超预期。

段小乐 分析师 SAC 执业编号：S1130518030001
duanxiaole@gjzq.com.cn

杨一凡 联系人
yangyifan@gjzq.com.cn

正文如下：

数据：9 月 CPI 当月同比 0.7%（前值 0.8%），环比 0.0%（前值 0.1%）；9 月 PPI 当月同比 10.7%（前值 9.5%），环比 1.2%（前值 0.7%）。

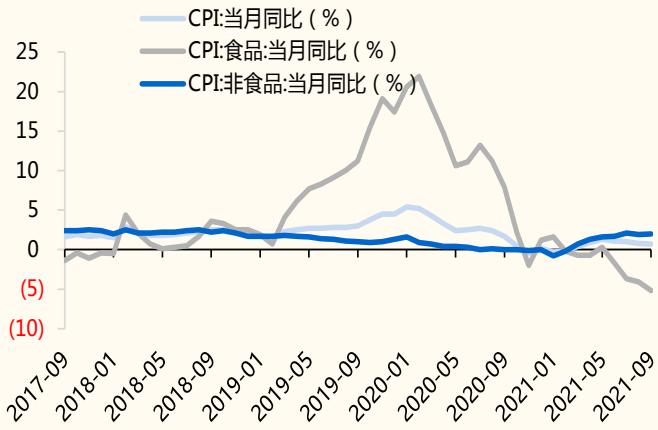
点评：

一、CPI 同比和环比涨幅放缓

从同比来看，食品价格为主要拖累因素，非食品价格涨幅回升。食品价格同比回落至-5.2%(前值-4.1%)；非食品价格同比涨幅回升至 2.0%(前值 1.9%)；核心 CPI 当月同比持平于前值，为 1.2%；消费品价格同比涨幅收窄至 0.2%（前值 0.3%）；服务价格同比涨幅收窄至 1.4%（前值 1.5%）。在 9 月份 0.7%的 CPI 同比涨幅中，去年价格变动的翘尾影响约为 0，比上月回落 0.2 个百分点；新涨价影响约为 0.7 个百分点，比上月扩大 0.1 个百分点。

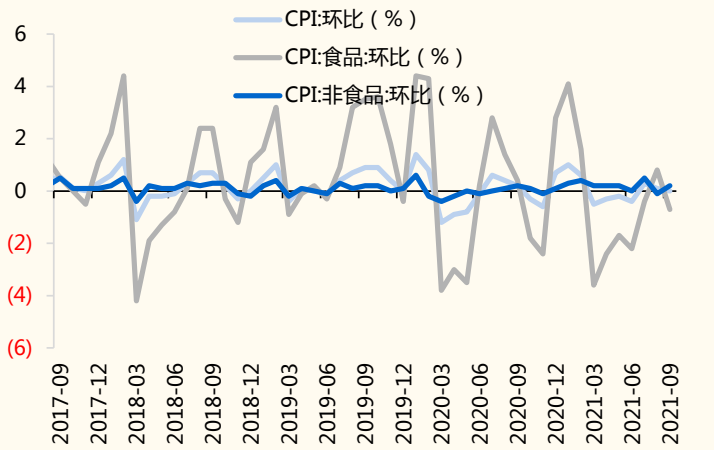
从环比来看，食品分项为主要拖累，服务业分项好转。食品价格当月环比由涨转跌至-0.7%（前值 0.8%）；非食品价格当月环比为 0.2%（前值为-0.1%）；核心 CPI 当月环比为 0.2%（前值 0.0%）；消费品价格当月环比为 0.0%(前值 0.2%)；服务价格当月环比为 0.1%（前值 0.0%）。

图表 1：CPI 当月同比涨幅走弱



来源：Wind，国金证券研究所

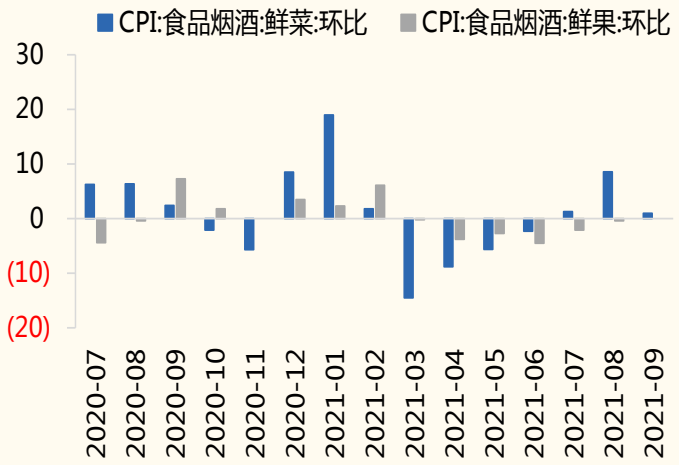
图表 2：CPI 环比持平



来源：Wind，国金证券研究所

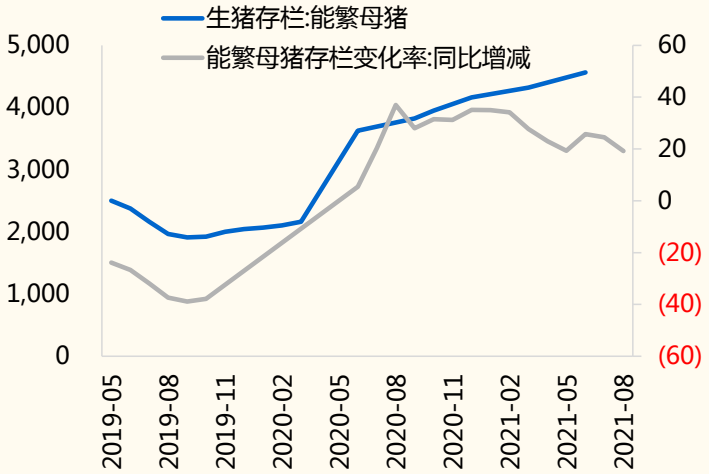
1、 **生猪供给持续修复，对本月食品价格形成拖累。**从食品分项环比变动来看，本月猪肉批发价从 8 月的 21.42 元/公斤进一步回落至 9 月的 19.92 元/公斤，带动本月 CPI 中猪肉价格下降 5.1%，影响 CPI 下降约 0.07 个百分点；水产品价格下降 2.5%，影响 CPI 下降约 0.05 个百分点；但是本月鲜菜价格上涨 1.0%，拉动 CPI 上涨约 0.02 个百分点。

图表 3：9 月鲜菜环比为食品分项主要提振



来源：Wind，国金证券研究所

图表 4：8 月能繁母猪同比增量较 7 月小幅回落



来源：Wind，国金证券研究所

2、疫情减退叠加开学季影响，本月非食品分项好转。9 月 PMI 服务业重新进入扩张区间和本月非食品分项价格回升能够相呼应。数据显示，生活用品及服务环比为-0.1%（前值 0.%）、教育文化和娱乐相关受到中秋节和新学期开学部分学校收费上调的正面影响，环比上升至 0.7%（前值 0.0%）、医疗保健环比为 0.0%（前值 0.0%）、其他用品和服务环比由跌转涨，为 0.3%（前值-0.9%）。

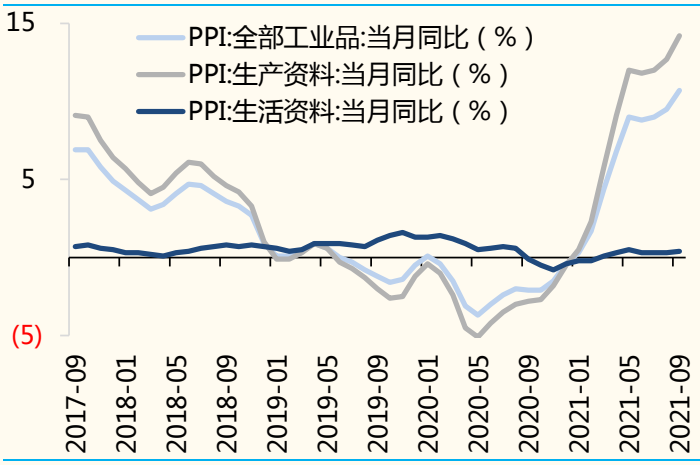
3、从能源来看，交通和通信环比跌幅收窄。9 月成品油价格回升，WTI 原油期货结算价明显上涨，布伦特原油月末达到 79 美元水平，但是可能疫情仍然制约居民出行距离，对交通和通信分项提振有限。数据显示交通和通信当月环比从前值的-0.6%跌幅收窄至-0.2%、交通工具用燃料也从前值的-1.3%收窄至-0.4%。

二、PPI 同比和环比涨幅均有所回升

从同比来看，生产资料同比大幅上行，生活资料仅小幅回升。数据显示 9 月生产资料当月同比 14.2%，高于前值 12.7%；生活资料当月同比涨幅为 0.4%，略高于前值的 0.3%。在 9 月份 10.7%的 PPI 同比涨幅中，去年价格变动的翘尾影响约为 1.8 个百分点，与上月相同；新涨价影响约为 8.9 个百分点，比上月扩大 1.2 个百分点。

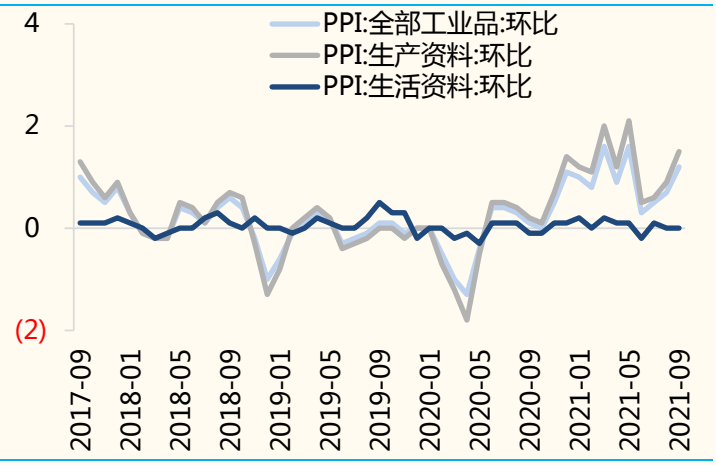
从环比来看，生产资料环比涨幅上升，生活资料价格持平。数据显示 9 月生产资料当月环比 1.5%，高于前值的 0.9%；生活资料当月环比 0.0%，持平于前值。

图表 5：PPI 当月同比和生产资料当月同比上行



来源：Wind，国金证券研究所

图表 6：PPI 中生活资料持平于前值



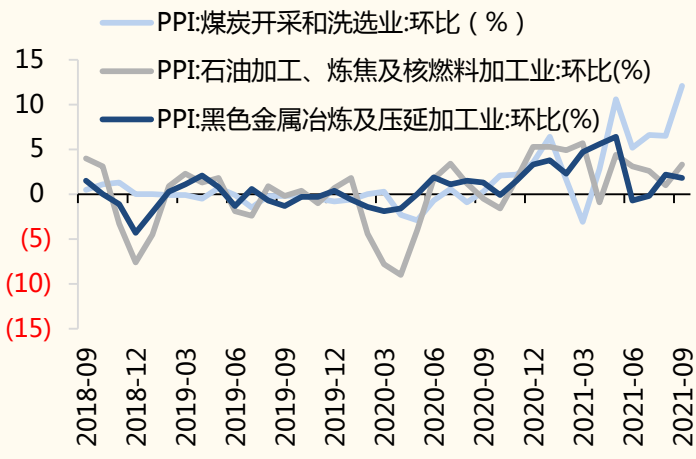
来源：Wind，国金证券研究所

9 月生产资料依然受到上游供给偏紧的影响。具体来看，采掘工业 9 月环比为 5.5%（前值 3.0%），原材料工业环比为 1.9%（前值 0.9%），加工业环比为 0.9%（前值 0.7%）。综合来看：

本月国际定价和国内定价商品均有所上涨。首先，原油相关的加工业价格小幅回升。天然气价格受到全球供应偏紧以及市场对北半球来临前美国供应短缺的担忧，供需双振带动价格上行，进而带动原油价格上升。数据显示，石油和天然气开采业环比价格从前值的-1.2%收窄至-0.9%、石油、煤炭及其他燃料加工业环比价格从前值的 1.0%上升至 3.3%。**其次，能耗双控、缺电限电仍在持续，带动上游原材料大宗商品持续走强。**数据显示，煤炭开采和洗选业价格环比从前值的 6.5%上升至 12.1%；非金属矿物制品业价格环比从前值的-0.1%上升至 2.9%；有色金属冶炼及压延加工业价格环比从前值的 1.4%回升至 2.9%。

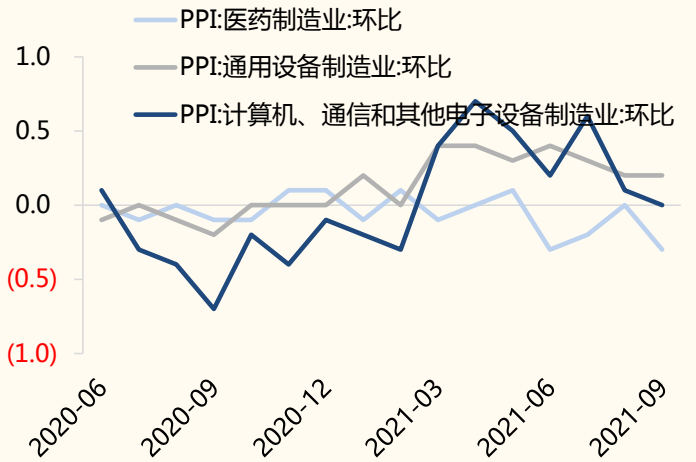
但是需求走弱明显，且滞涨的负面溢出效应，使得下游制造业相关的价格难以上行。数据显示，占 PPI 下游制造业权重较大的计算机、通信和其他电子设备制造业本月环比涨幅从前值的 0.1%收窄至 0.0%；通用设备制造业环比持平于前值为 0.2%；医药制造业环比从 0.0%回落至-0.3%。

图表 7：PPI 中煤炭开采和石油加工相关的价格环比回升



来源：Wind，国金证券研究所

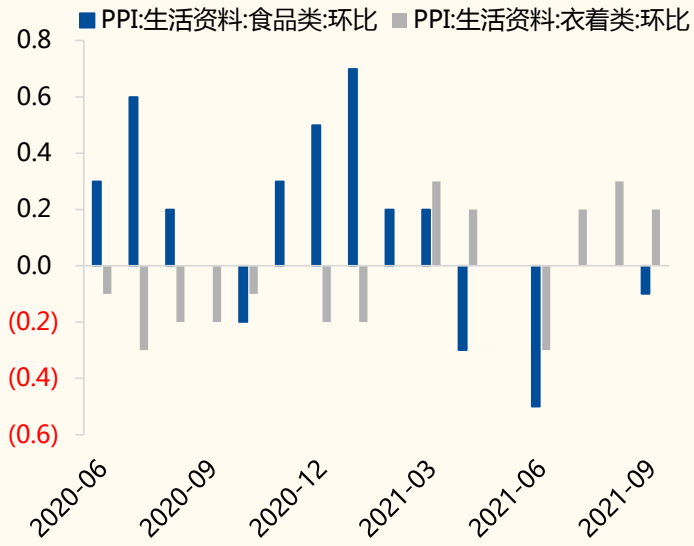
图表 8：制造业下游价格表现依旧疲软



来源：Wind，国金证券研究所

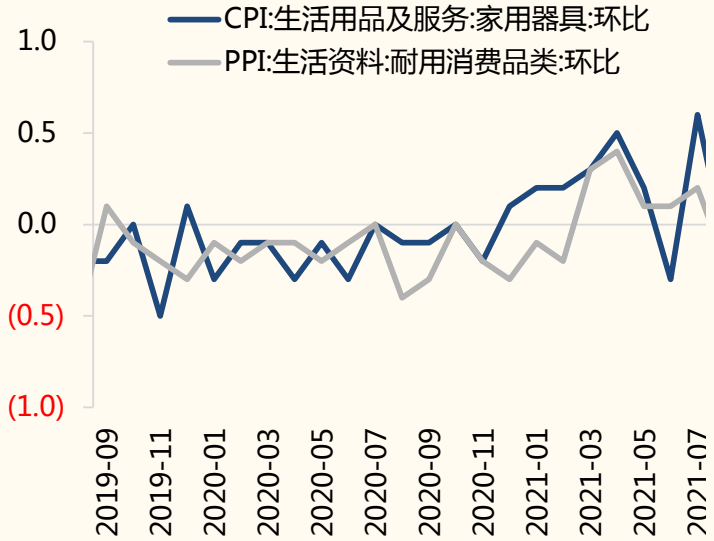
2、生活资料对 PPI 的环比和同比拉动依然较疲软。数据显示，本月生活资料对 PPI 的环比拉动持平于前值，为 0.0%，远低于生产资料的 1.16%；生活资料对 PPI 的同比拉动从前值的 0.07%上升至 0.11%，但也远低于生产资料的 10.6%。从分项资料来看，下游消费品表现依然较弱，食品类价格环比为-0.1%（前值 0.0%）、衣着类价格环比为 0.2%（前值 0.3%）、一般日用品类价格环比为-0.1%（前值 0.0%）、耐用消费品价格环比为 0.0%（前值-0.2%）。

图表 9：PPI 生活资料中食品环比回落，衣着类价格涨幅收窄



来源：Wind，国金证券研究所

图表 10：耐用品相关的价格环比回升



来源：Wind，国金证券研究所

三、需求疲软背景下 PPI 仍难向 CPI 传导

首先，本月 CPI 环比表现明显弱于季节性，需求疲软进一步体现。一方面受到食品分项的拖累，另一方面内需走弱约束居民消费意愿。虽然疫情和洪涝灾害影响减弱，但是节假日对于消费的需求并未形成明显的提振。通过跟踪线下消费的高频数据，包括临沂商城价格指数、义乌中国小商品指数以及白酒批发价格总指数在本月的环比均弱于前值，另外叠加电商淡季，包括天猫、京东和拼多多的销售额环比也弱于前值，其中天猫 9 月的交易总额同比也由正转负，说明需求中枢整体下移，约束居民消费能力和意愿。往后看，国庆期间的消费也偏弱，预计短期内 CPI 难以有明显起色。**其次，供给端偏紧使得滞涨环境愈发明显，**本月主要高耗能行业价格环比涨幅继续扩大，煤炭、水泥、Myspic 综合

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_27678