

宏观点评

PPI 创新高、CPI 继续弱，后续紧盯 4 大线索

事件：9月CPI同比0.7%，预期0.8%，前值0.8%；PPI同比10.7%，预期10.2%，前值9.5%。
核心观点：PPI将再创新高，关注4线索：物价走势、电价涨、PPI对CPI传导、对政策的影响

1. **CPI同比继续走弱，主因食品价格拖累；核心CPI同比持平、环比走高，后续可能稳中趋升。**
分项看：食品项环比由升转降，猪肉水产品降幅扩大，鲜菜升幅明显收窄，鸡蛋由涨转跌。非食品项环比由跌转升，受益于原材料价格上涨，工业消费品转涨；由于开学、散点疫情，旅游价格降幅较大；服务价格由持平转为上涨，反映9月疫情冲击弱于8月；服装价格季节性回升。

>总体看，9月CPI同比升0.7%，升幅收窄0.1个百分点，其中翘尾影响为0，较前值回落0.2个百分点；新涨价影响0.7个百分点，较前值扩大0.1个百分点；CPI环比转为持平；食品同比降5.2%，降幅扩大1.1个百分点；非食品同比升2.0%，升幅扩大0.1个百分点；核心CPI同比持平前值1.2%，环比由持平转为上涨0.2%。

>食品项环比由升转降，猪肉水产品降幅扩大，鲜菜升幅收窄，鸡蛋由升转降，主因在于供给充足。9月CPI食品环比回落1.5个百分点至-0.7%，具体看，重点品种价格环比增速均明显回落：猪肉环比降5.1%，前值为降1.4%；水产品环比降2.5%，前值为降2.3%；鲜菜环比升1.0%，前值为升8.6%；鸡蛋环比降0.2%，前值为升7.3%。

>非食品项环比由跌转升，环比涨幅扩大，后续可能稳中偏升。9月非食品项环比涨幅扩大0.3个百分点至0.2%，略低于2016-2019年同期（季节性）均值0.3%。边际上看，环比涨幅明显扩大的分项有教育服务、衣着、交通工具燃料、水电燃料等，分别受益于学校开学部分收费上调、冬装上市和国际油价上行；此外，受益于原材料价格上涨，工业消费品价格环比由下降0.2%转为上升0.3%。环比降幅较大的分项主要是旅游类，主要是开学、疫情等因素拖累；但是，也应看到9月服务价格环比转涨，表明疫情对服务消费的拖累应该弱于8月。

>核心CPI同比持平，环比涨幅扩大，后续可能稳中偏升。扣除食品和能源的核心CPI同比持平前值1.2%，环比由持平转为上涨0.2%，细项看服务价格、水电燃料、交通工具燃料、衣着对核心CPI存在支撑，分别体现疫情好转、原材料涨价和季节性的影响。往后看，服务业景气度可能延续修复，叠加PPI高位也将继续向核心CPI传导，后续核心CPI可能稳中偏升。

2. **PPI同比升至10.7%，创有数据以来新高，环比增速续升，其中：大类行业PPI环比中上游升、下游降；细分行业上游原材料价格多数上涨，煤炭、水泥涨幅较大，油气价格普涨，需关注全球能源紧缺情况的演化。**9月PPI同比回升1.2个百分点至10.7%，创有数据以来新高；其中翘尾、新涨价因素分别影响1.8、8.9个百分点；PPI环比扩大0.5个百分点至1.2%。

>分七大产业看：9月PPI环比表现为中上游升、下游降。上游采掘、原材料，中游加工工业PPI环比各升2.5、1.0、0.2个百分点；下游食品、衣着、日用品加工工业环比均降0.1个百分点。

>分40个工业行业看：上游原材料价格多数上涨，煤炭、水泥等涨幅较大，铁矿石价格续跌；油气价格普涨。1) 煤炭价格持续上行。由于国内安全检查、进口减少、电厂补库、冬季采暖保供等因素影响，煤炭供需仍然偏紧，9月秦皇岛港Q5500动力煤价环比上涨24.7%，反映为PPI煤炭采选行业环比涨幅扩大5.6个百分点至12.1%。2) 油价由跌转涨。9月在OPEC+增产不及预期、飓风扰动美油生产、天然气价格大涨加剧市场对能源短缺的担忧等因素影响下，布油价格环比上涨7.2%，对应PPI油气开采、化工分别环比上涨0.3、2.3、0.1个百分点至-0.9%、3.3%、2.0%。3) 钢铁价格上涨，铁矿石价格续跌。由于国内限产趋严，钢铁供应收缩，9月螺纹钢价格环比上涨6.6%，但PPI黑色金属冶炼环比下降0.4个百分点至1.8%，二者存在背离；国内多地压降钢铁产量政策落地，9月铁矿石环比大跌23.0%，带动PPI黑色采选下跌7.2个百分点至-8.7%。4) 水泥价格大幅上涨。由于多地能耗双控、限产限电升级，水泥供应相对偏紧，叠加基建发力预期升温，9月水泥价格环比上涨20.4%，带动PPI非金属矿物制品涨幅扩大3.0个百分点至2.9%。5) 天然气延续大幅上涨。9月天然气期货价格环比上涨26.9%，带动PPI燃气生产供应环比扩大0.8个百分点至2.5%。

3. **往后看，通胀端关注四大线索：物价走势、电价涨、PPI对CPI的传导、对政策的影响**

1) **物价走势：CPI弱稳，PPI、10/11月可能继续探高，高基数下12月转降；紧盯猪肉价格**
>CPI：高频数据看，10月首旬猪肉水产品鸡蛋价格环比续降，蔬菜水果价格反弹；叠加季节规律10月食品CPI环比多数下行，预计CPI食品项可能延续弱势。非食品项原材料价格上涨向下游传导、服务消费景气回升，可能对非食品项形成支撑。综合看，在基数明显回落情况，预计10月CPI同比可能回升。维持此前判断，预计2021年CPI同比可能有去年的2.5%降至1%-2%。

>PPI：高频数据看，截至10月13日，生产资料价格指数、南华工业品指数、CRB工业原材料现货指数分别环比上涨5.0%、10.1%、1.9%；原油、煤炭、螺纹钢价格分别环比涨9.6%、49.2%、7.8%。往后看，国际定价的大宗商品可能维持震荡偏强，国内定价的大宗商品主要关注保供、能耗双控、限电等政策的落地情况。如果多头管理机制下保供政策实际效果一般，叠加电价上涨等影响，PPI可能进一步探高到11%以上，甚至突破12%。后续如果大宗商品不大幅下跌，可能直到12月PPI同比才会在基数影响下出现相对明显的回落。

2) **电价涨的影响：测算发现，电价全面涨20%，将拉动CPI、PPI各0.5个、0.7个百分点**

>理论上，电价上涨主要通过两种途径影响通胀：1) 影响通胀中直接与电力相关的分项，比如CPI中的水电燃料、PPI中的电力热力；2) 通过投入产出关系，影响其他行业的价格，而这一过程又可分两个步骤：一是各行业直接转嫁电价上涨导致的价格上升，称为直接效应，主要取决于各行业电力消耗的数量；二是由于电价上涨，导致各行业价格上涨的影响进一步向下游传导，称为间接效应，主要取决于各行业上下游的循环程度，可以理解为产业链的长短。

>测算方法：主要按照2018年42部门的投入产出表进行，过程如下：1) 由于投入产出表会考虑行业自身的影响，因此不再对途径1单独测算；2) 分别按照各行业中中间产品和中间消耗情况，确定直接效应和间接效应；3) 按最终消费支出和最终使用分别确定CPI和PPI的权重。4) 按照直接效应、间接效应以及CPI、PPI的权重，确定电价上涨对通胀的拉动（详见图表7）。

>测算发现：按10.8国常会部署，若电价普涨20%，可能推升CPI、PPI 0.5个、0.7个百分点。具体看，对CPI拉动最为明显的主要是电力行业本身，对PPI拉动最明显的主要是建筑、化工等。

3) **PPI对CPI的传导：紧盯PPI-CPI剪刀差的变化，尤其是上游对中下游企业利润的挤压情况。**目前看PPI上游向下游、PPI向CPI传导效果有限，但需持续关注原材料涨价向CPI工业消费品的传导。此外，9月PPI与CPI剪刀差为10%，创历史最大，表明PPI和CPI分化进一步加大，也表明上游企业将进一步挤压中下游企业利润（前7月上游企业利润占比首超50%）。

4) **通胀对货币政策和限产政策的影响：货币端**，鉴于经济压力仍大、MLF到期量高、地方债发行等因素，短期内“高PPI+低CPI”的组合应该不会制约货币政策，后续主基调应是稳中偏松，再降准甚至降息仍然可期。具体时点看，按说10月或11月是降准的好窗口，但当前市场预期已有所降温。限产端，预计能耗双控边际上会有松动，但全面松懈很难。

风险提示：疫情变化、政策力度等超预期。

作者

分析师 熊园

执业证书编号：S0680518050004

邮箱：xiongyuan@gszq.com

研究助理 刘安林

邮箱：liuanlin@gszq.com

相关研究

1、《信贷社融继续走弱，降准降息和宽信用能来吗？》

2021-10-14

2、《能耗双控和拉闸限电的影响与趋势》2021-09-26

3、《PPI同比会破10么？》2021-09-09

4、《补库加快，关注双重挤压—7月工业企业利润点评》

2021-08-27

5、《后续通胀关注三大变量，PPI会再创新高吗？》

2021-08-09

6、《6月CPI、PPI同比均微降，下半年会怎么走？》

2021-07-09

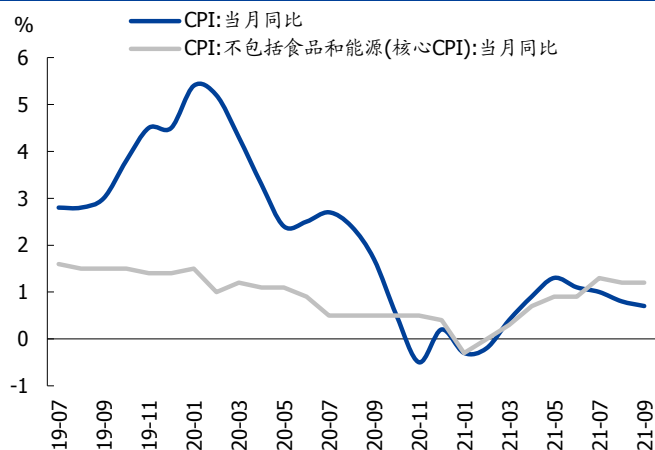
7、《宏观专题：四大方法测算上游涨价对企业利润的影响》2021-06-04

8、《大宗商品价格的3条线索和PPI的4重传导——兼评4月物价》2021-05-11

9、《宏观专题：价格有蝴蝶效应吗？——论PPI的四重传导》2021-04-26

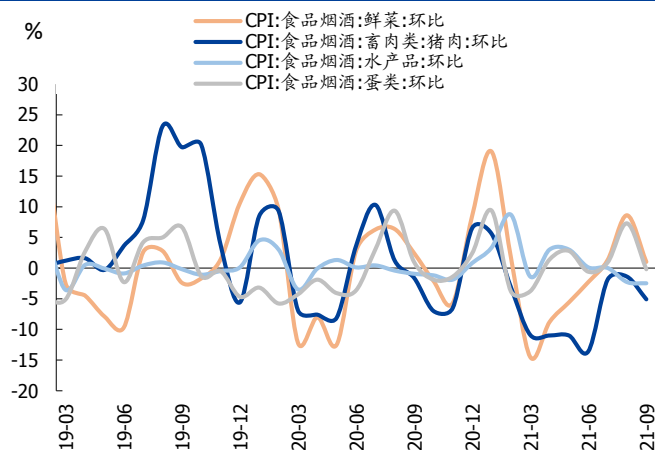
10、《宏观专题：以史为鉴，本轮PPI上行和大宗涨价会如何演绎？》2021-02-26

图表 1: 9月CPI同比回落, 核心CPI持平



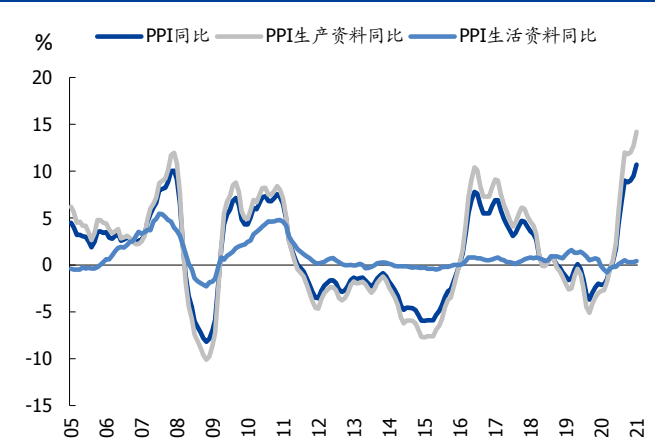
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 2: 9月CPI食品分项普跌



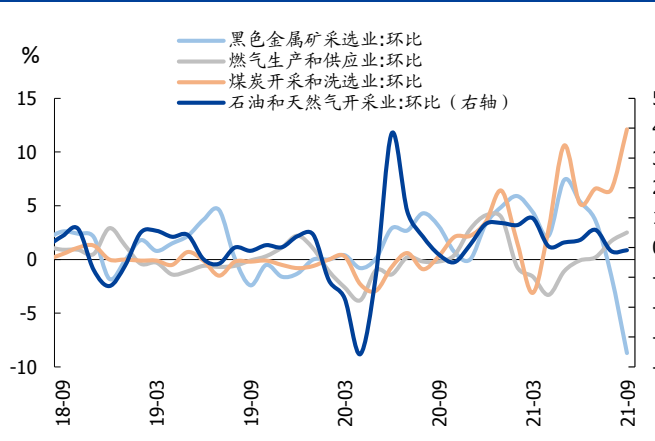
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 3: 9月PPI同比再创历史新高



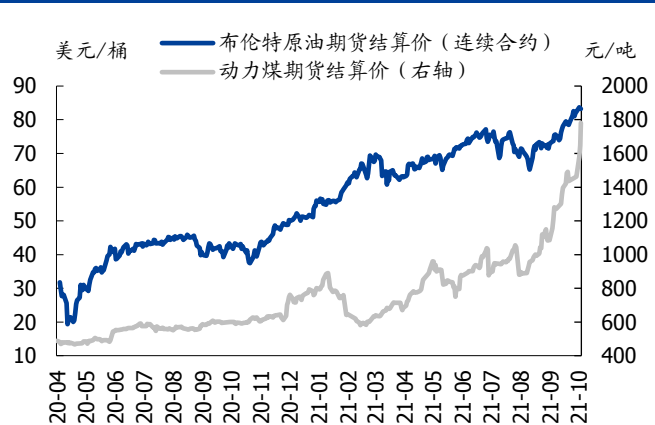
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 4: 9月原材料价格多数上涨



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 5: 9月煤炭、原油价格大幅上涨



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 6: 9月水泥价格大幅上涨



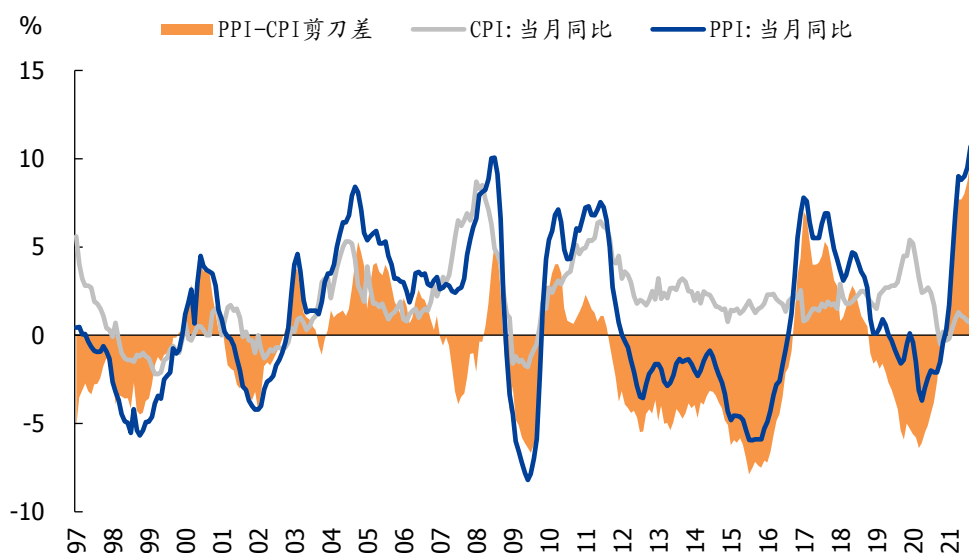
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 7: 按照投入产出表测算, 电价上涨 20% 可能拉动 CPI 上行 0.5%、拉动 PPI 上行 0.73%

	直接效应	间接效应	直接+间接合计	CPI 权重	PPI 权重	对于 CPI 的拉动	对于 PPI 的拉动
农林牧渔产品和服务	0.29%	0.17%	0.47%	5.80%	3.01%	0.03%	0.01%
煤炭采选产品	0.26%	0.70%	0.95%	0.02%	0.00%	0.00%	0.00%
石油和天然气开采产品	0.12%	0.59%	0.71%	0.00%	0.06%	0.00%	0.00%
金属矿采选产品	0.27%	1.57%	1.83%	0.00%	-0.02%	0.00%	0.00%
非金属矿和其他矿采选产品	0.20%	1.33%	1.53%	0.00%	0.04%	0.00%	0.00%
食品和烟草	0.28%	0.15%	0.43%	10.26%	5.08%	0.04%	0.02%
纺织品	0.20%	0.34%	0.54%	0.16%	0.68%	0.00%	0.00%
纺织服装鞋帽皮革羽绒及其制品	0.09%	0.15%	0.24%	2.04%	2.09%	0.00%	0.01%
木材加工品和家具	0.15%	0.35%	0.50%	0.40%	0.83%	0.00%	0.00%
造纸印刷和文教体育用品	0.22%	0.34%	0.55%	0.55%	0.88%	0.00%	0.00%
石油、炼焦产品和核燃料加工品	0.19%	0.27%	0.46%	0.65%	0.51%	0.00%	0.00%
化学产品	1.66%	0.69%	2.35%	1.43%	1.99%	0.03%	0.05%
非金属矿物制品	1.11%	0.97%	2.08%	0.09%	0.36%	0.00%	0.01%
金属冶炼和压延加工品	1.85%	1.03%	2.88%	0.00%	0.45%	0.00%	0.01%
金属制品	0.66%	0.88%	1.54%	0.08%	0.79%	0.00%	0.01%
通用设备	0.26%	0.34%	0.59%	0.02%	2.06%	0.00%	0.01%
专用设备	0.16%	0.30%	0.46%	0.03%	1.94%	0.00%	0.01%
交通运输设备	0.22%	0.16%	0.38%	1.96%	4.42%	0.01%	0.02%
电气机械和器材	0.22%	0.22%	0.45%	0.72%	2.21%	0.00%	0.01%
通信设备、计算机和其他电子设备	0.29%	0.18%	0.48%	1.20%	4.92%	0.01%	0.02%
仪器仪表	0.04%	0.25%	0.29%	0.01%	0.30%	0.00%	0.00%
其他制造产品和废品废料	0.04%	0.20%	0.25%	0.08%	0.13%	0.00%	0.00%
金属制品、机械和设备修理服务	0.02%	0.57%	0.59%	0.00%	0.05%	0.00%	0.00%
电力、热力的生产和供应	5.77%	5.77%	11.54%	1.18%	0.54%	0.14%	0.06%
燃气生产和供应	0.04%	0.42%	0.46%	0.41%	0.20%	0.00%	0.00%
水的生产和供应	0.12%	2.58%	2.70%	0.28%	0.13%	0.01%	0.00%
建筑	1.09%	0.26%	1.35%	0.00%	23.27%	0.00%	0.31%
批发和零售	0.35%	0.17%	0.51%	3.70%	4.05%	0.02%	0.02%
交通运输、仓储和邮政	0.49%	0.28%	0.78%	3.32%	2.74%	0.03%	0.02%
住宿和餐饮	0.16%	0.23%	0.39%	4.00%	1.88%	0.02%	0.01%
信息传输、软件和信息技术服务	0.25%	0.24%	0.49%	2.26%	2.84%	0.01%	0.01%
金融	0.16%	0.10%	0.26%	5.39%	2.51%	0.01%	0.01%
房地产	0.12%	0.08%	0.20%	9.08%	4.88%	0.02%	0.01%
租赁和商务服务	0.10%	0.08%	0.18%	1.31%	0.94%	0.00%	0.00%
研究和试验发展	0.08%	0.26%	0.34%	0.77%	1.75%	0.00%	0.01%
综合技术服务	0.06%	0.09%	0.15%	1.36%	0.68%	0.00%	0.00%
水利、环境和公共设施管理	0.08%	0.57%	0.64%	1.11%	0.51%	0.01%	0.00%
居民服务、修理和其他服务	0.10%	0.24%	0.34%	2.85%	1.30%	0.01%	0.00%
教育	0.08%	0.12%	0.20%	8.56%	3.89%	0.02%	0.01%
卫生和社会工作	0.08%	0.13%	0.21%	8.33%	3.79%	0.02%	0.01%
文化、体育和娱乐	0.05%	0.19%	0.23%	2.12%	1.05%	0.00%	0.00%
公共管理、社会保障和社会组织	0.18%	0.16%	0.33%	14.26%	6.49%	0.05%	0.02%
					影响合计	0.50%	0.73%

资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所测算

图表 8: 9月 PPI-CPI 剪刀差创历史新高



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

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_27816

