

## PPI 与 CPI 剪刀差正在加速赶顶

## 9月通胀数据点评

证券研究报告

2021年10月14日

## ● 核心结论

受食品项拖累，CPI同比继续回落。9月CPI同比增长0.7%，较前值回落0.1个百分点。核心CPI同比增长1.2%，与前值持平。在CPI 0.7%的同比涨幅中，翘尾因素贡献为0，新涨价因素贡献0.7个百分点。分项来看，CPI食品项同比下降5.2%，影响CPI下降约0.98个百分点。

猪肉价格继续探底，非食品项价格反弹。强降雨及高温等天气在9月对鲜菜、蛋类的生产和运输影响减弱，鲜菜价格涨幅边际回落，但环比仍上涨1%，蛋类环比由正转负，小幅回落0.2个百分点。受节假日消费需求带动，鲜果价格环比增速由负转零。猪肉、水产品价格环比分别下跌5.1%和2.5%，跌幅较前值均有所扩大。9月非食品项环比增长0.2%，强于8月表现，但弱于近5年季节性。7大类分项中，衣着、居住、教育、其他类价格环比走强，其余分项表现弱于8月。

**PPI同比创历史新高，PPI-CPI剪刀差继续扩大。**9月，PPI同比增长10.7%，前值9.5%，同比增速创历史新高，PPI-CPI剪刀差继续扩大。分行业来看，1) 由于需求旺盛而供给持续偏紧，煤炭价格上涨，煤炭开采和洗选业环比上涨12.1%，持续走高。2) 上游行业价格上涨拉动中下游行业，燃气生产和供应业及电力、热力的生产和供应业环比较前值上升0.8个百分点，9月环比分别上涨2.5%、0.4%。3) 受国际铁矿石价格下跌等因素影响，黑色金属矿采选业9月环比下跌8.7%，降幅较上月扩大7.2个百分点。

**CPI处于底部区间，PPI维持高位概率较大。**当前CPI受猪肉价格拖累仍然较大，需求偏弱下PPI向CPI的传导并不顺畅。一方面，7-8月能繁母猪存栏连续两个月环比下降，预示未来供给侧对猪价影响会逐步弱化，但传导时滞意味着供大于求的格局在年内会继续存在，随着年末猪肉消费旺季的临近，有可能会对猪肉价格形成阶段性支撑；另一方面，考虑到全球疫情影响弱化后，对原油的需求快速扩张，供需缺口有可能推高能源类价格水平。此外，在短期居民消费能力未明显变化的情况下，疫情等因素仍是影响部分服务类商品价格的重要变量。综合判断，我们认为CPI目前处于底部区间。关于PPI，国家放开市场交易电价上下浮动范围以及10月以来限电限产政策执行力度的边际弱化，均有助于缓解原材料等上游工业品涨价压力，预计PPI上升节奏将会趋缓，短期维持在高位运行的概率依然较大。总体来看，PPI和CPI剪刀差正处于加速赶顶过程中。

风险提示：新冠疫情恶化风险；国内经济超预期下行风险；国内政策变化风险。

## 分析师

 张静静 S0800521080002 13716190679 zhangjingjing@research.xbmail.com.cn

## 分析师

 宋进朝 S0800521090001 15701005636 songjinchao@research.xbmail.com.cn

## 相关研究

## 索引

## 内容目录

一、受食品项拖累，CPI 同比继续回落 .....	3
二、猪肉价格继续探底，鲜菜鸡蛋涨幅回落 .....	4
三、非食品项价格反弹，但仍弱于季节性 .....	5
四、PPI 同比创历史新高，PPI-CPI 剪刀差继续扩大 .....	5
五、CPI 处于底部区间，PPI 维持高位概率较大 .....	7
六、风险提示 .....	8

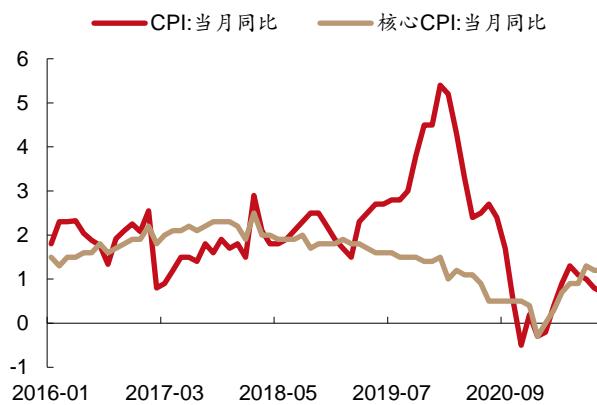
## 图表目录

图 1: CPI 与核心 CPI 当月同比变化 (%) .....	3
图 2: CPI 与核心 CPI 当月环比变化 (%) .....	3
图 3: CPI 当月同比翘尾因素 (%) .....	3
图 4: CPI 环比的季节性表现 (%) .....	3
图 5: CPI 食品和非食品项当月同比增速 (%) .....	4
图 6: CPI 食品和非食品项当月环比增速 (%) .....	4
图 7: 22 省市生猪平均价格 (元/千克) .....	4
图 8: 剔除猪肉价格影响后的 CPI 走势 (%) .....	4
图 9: CPI 食品分项环比走势 (%) .....	5
图 10: 鲜菜和水果价格走势 (元/公斤) .....	5
图 11: 非食品项环比表现弱于季节性 .....	5
图 12: CPI 非食品分项环比走势 (%) .....	5
图 13: PPI 同比创历史新高 (%) .....	6
图 14: 生产资料和生活资料 PPI 当月同比 (%) .....	6
图 15: 9 月 PPI 分行业环比涨幅情况 (%) .....	6
图 16: 煤炭开采和洗选业和石油、煤炭及其他燃料加工业环比 (%) .....	7
图 17: 黑色金属矿采选业 PPI 环比 (%) .....	7
图 18: PPI 和 CPI 剪刀差续创历史新高 (%) .....	7

## 一、受食品项拖累，CPI同比继续回落

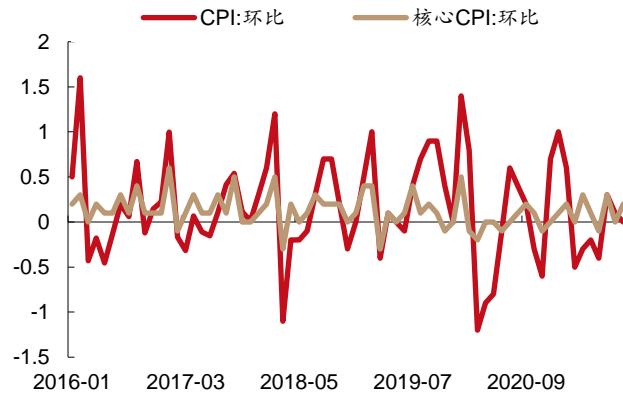
9月，CPI同比增长0.7%，较前值回落0.1个百分点，不及预期的0.8%，环比增速为0，明显弱于季节性。核心CPI同比增长1.2%，与前值持平，环比上升0.2个百分点。在CPI0.7%的同比涨幅中，翘尾因素贡献为0，新涨价因素贡献0.7个百分点。分项来看，CPI食品项同比下降5.2%，降幅较8月扩大1.1个百分点，影响CPI下降约0.98个百分点，环比下降0.7%；非食品项同比增长2%，较前值上升0.1个百分点，影响CPI上涨约1.65个百分点，环比增长0.2%。

图1：CPI与核心CPI当月同比变化（%）



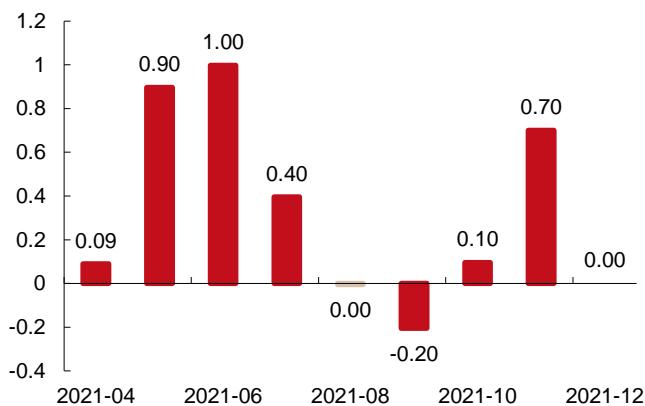
资料来源：Wind，西部证券研发中心

图2：CPI与核心CPI当月环比变化（%）



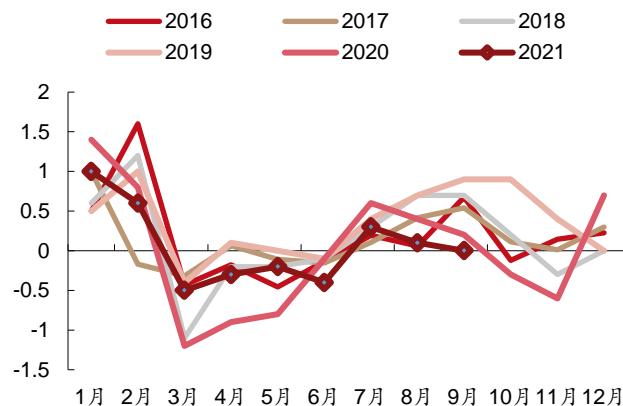
资料来源：Wind，西部证券研发中心

图3：CPI当月同比翘尾因素（%）



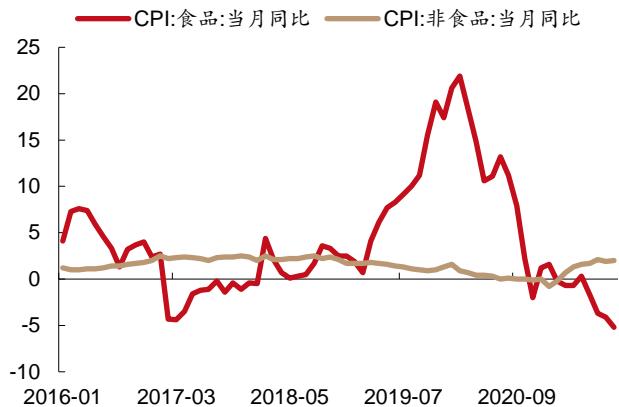
资料来源：Wind，西部证券研发中心

图4：CPI环比的季节性表现（%）



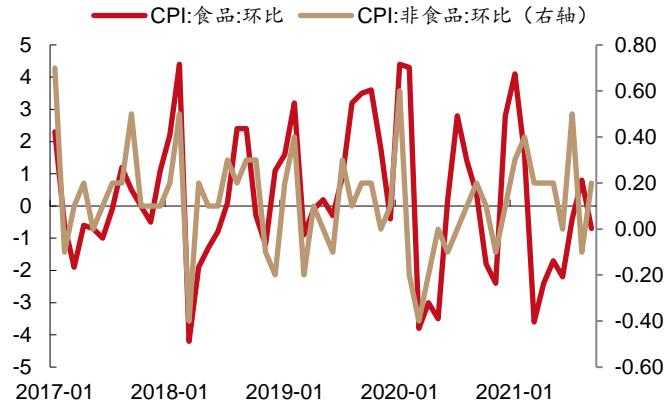
资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 5: CPI 食品和非食品项当月同比增速 (%)



资料来源: Wind, 西部证券研发中心

图 6: CPI 食品和非食品项当月环比增速 (%)



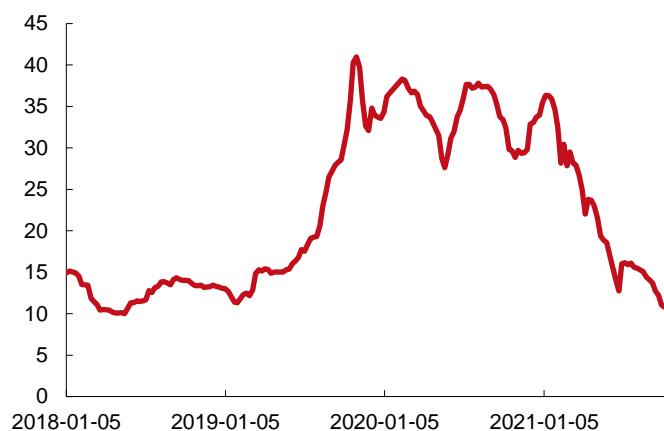
资料来源: Wind, 西部证券研发中心

## 二、猪肉价格继续探底，鲜菜鸡蛋涨幅回落

从环比变化来看，9月猪肉、水产品价格环比分别下跌5.1%和2.5%，跌幅较前值均有所扩大。其中，22省市生猪平均价格由8月末的14.4元/千克降至9月末的12.2元/千克，中秋、国庆双节备货及消费并未对猪肉价格形成较强提振，主因在于猪肉供给仍在持续增加。剔除猪肉价格影响后，CPI同比增长1.82%，仍较前值回落0.07个百分点。

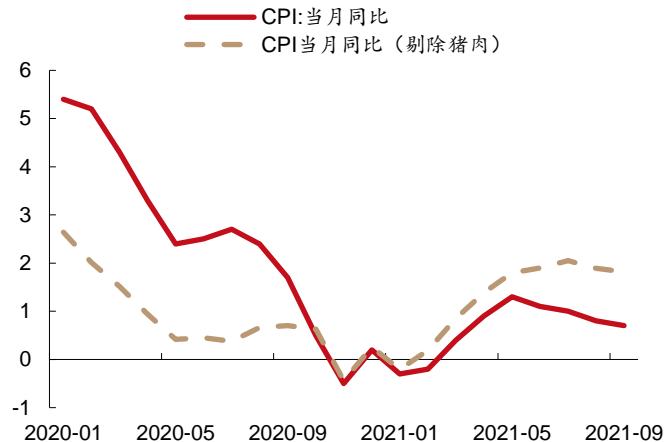
强降雨及高温等天气在9月对鲜菜、蛋类的生产和运输影响减弱，鲜菜价格涨幅边际回落，但环比仍上涨1%，弱于8月8.6%的涨幅，蛋类环比由正转负，小幅回落0.2个百分点。受节假日消费需求带动，鲜果价格环比增速由负转零。此外，水产品价格继续回落，主要是由于休渔期结束，海水和淡水养殖产品供给增加，加之猪肉价格持续走低，水产品消费的替代作用减弱。

图 7: 22 省市生猪平均价格 (元/千克)



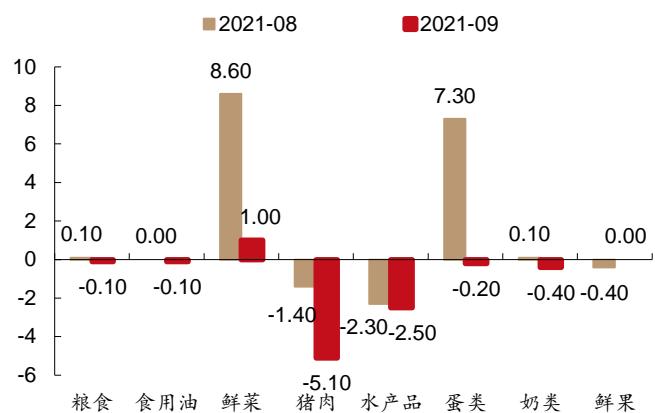
资料来源: Wind, 西部证券研发中心

图 8: 剔除猪肉价格影响后的 CPI 走势 (%)



资料来源: Wind, 西部证券研发中心

图 9: CPI 食品分项环比走势 (%)



资料来源: Wind, 西部证券研发中心

图 10: 鲜菜和水果价格走势 (元/公斤)

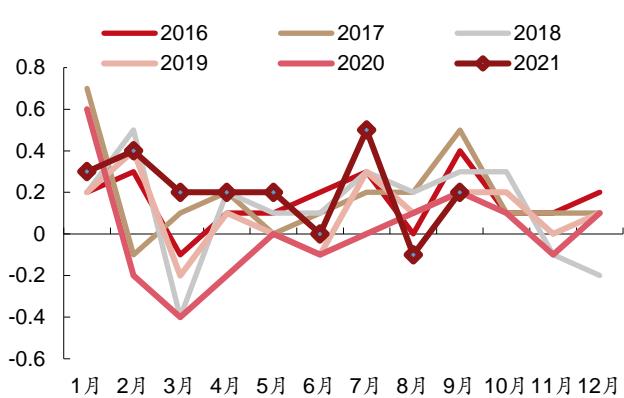


资料来源: Wind, 西部证券研发中心

### 三、非食品项价格反弹，但仍弱于季节性

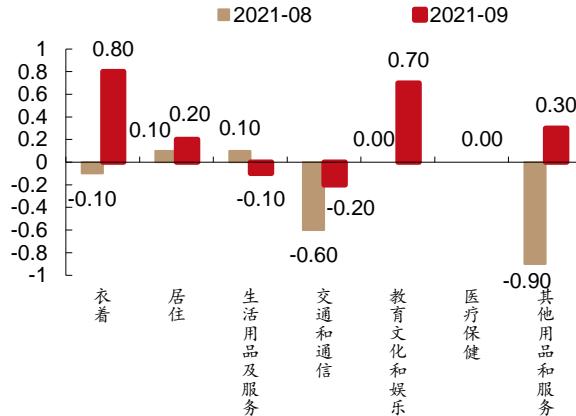
9 月，非食品项环比增长 0.2%，强于 8 月表现，但弱于近 5 年季节性。具体来看，7 大类分项中，衣着、居住、教育、其他类价格环比走强，其余分项表现弱于 8 月。其中，冬装新品上市带动服装价格上涨 0.8%；新学期开学部分学校收费上调，教育服务价格上涨 1.7%；暑期结束叠加散点疫情影响，出行和服务类需求减弱，生活用品及服务、交通和通信价格环比分别下降 0.1%、0.2%。

图 11: 非食品项环比表现弱于季节性



资料来源: Wind, 西部证券研发中心

图 12: CPI 非食品分项环比走势 (%)

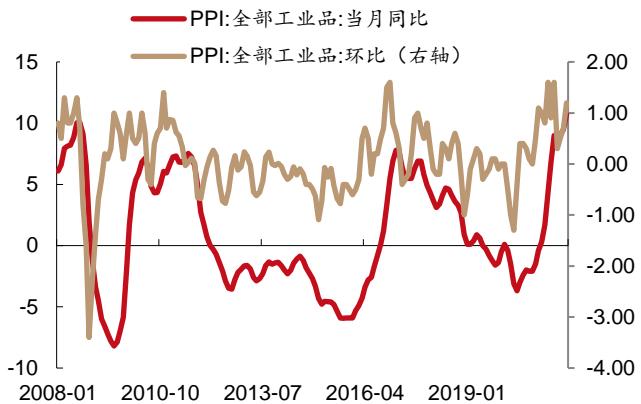


资料来源: Wind, 西部证券研发中心

### 四、PPI 同比创历史新高，PPI-CPI 剪刀差继续扩大

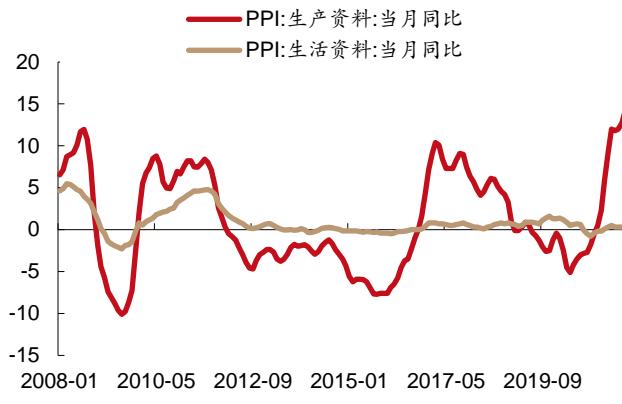
9 月，PPI 同比增长 10.7%，前值 9.5%，同比增速创历史新高。环比加速上涨 1.2%，前值 0.7%。具体来看，生产资料价格同比上涨 14.2%，环比上涨 1.5%，分项中采掘工业(环比+5.5%)，原材料工业(环比+1.9%)，加工工业(环比+0.9%) 均呈现明显上涨趋势，生活资料价格同比增长 0.4%，环比持平。其中，耐用消费品价格稳定，衣着类环比上涨 0.2%，食品类和一般日用品均环比下跌 0.1%。

图 13: PPI 同比创历史新高 (%)



资料来源: Wind, 西部证券研发中心

图 14: 生产资料和生活资料 PPI 当月同比 (%)

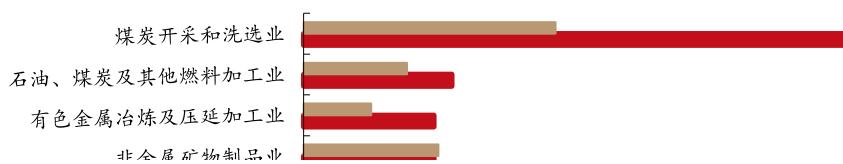


资料来源: Wind, 西部证券研发中心

分行业看, 9月 PPI 环比数据中, 纺织业、非金属矿采选业、黑色金属冶炼及压延加工业等行业较 8 月环比有所下降。具体而言, 1) 由于需求旺盛而供给持续偏紧, 煤炭价格上涨, 煤炭开采和洗选业环比上涨 12.1%, 持续走高, 石油、煤炭及其他燃料加工同非金属矿物制品业有较大涨幅, 分别环比上涨 3.3%、2.9%。2) 上游行业价格上涨拉动中下游行业, 燃气生产和供应业及电力、热力的生产和供应业环比较前值上升 0.8 个百分点, 9 月环比分别上涨 2.5%、0.4%。3) 受国际铁矿石价格下跌等因素影响, 黑色金属矿采选业 9 月环比下跌 8.7%, 降幅较上月扩大 7.2 个百分点。

通过拆分生产者购进价格指数 PPIRM 来看, 燃料、动力类上涨最快, 环比上涨 3.9%, 较上月涨幅扩大 1.5 个百分点。建筑材料环比 (+2.2%), 有色金属材料环比 (+1.7%) 位列其后。随着 PPI 上、CPI 下, 两者之间剪刀差达到 10%, 再创历史新高。

图 15: 9 月 PPI 分行业环比涨幅情况 (%)



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\\_27818](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_27818)

