

CPI-PPI 触底了吗？价格传导如何？

报告日期：2021-11-10

分析师：何宁

执业证书号：S0010521100001

电话：15900918091

邮箱：hening@hazq.com

相关报告

1.《华安证券_宏观研究_宏观专题_转型、回归与再平衡——2022 年宏观经济展望》2021-11-01

2.《华安证券_宏观研究_宏观点评_五问碳减排支持工具，对大类资产有何影响？》2021-11-09

主要观点：

● **事件：**10 月 CPI 同比上涨 1.5%，预期值 1.3%，前值 0.7%；PPI 同比上涨 13.5%，预期值 12.0%，前值 10.7%。

● **CPI 同比走高，蔬菜、能源是主要拉动，核心 CPI 升幅受限**

10 月 CPI 同比上涨 1.5%，较前值回升 0.8 个百分点；环比上涨 0.7%，较前值回升 0.7 个百分点。具体看：1) 食品项环比较前值回升 2.4 个百分点至 1.7%，同比降幅低于前值，主要受蔬菜价格提升拉动；猪价虽降幅收窄，但仍为 CPI 主要拖累。2) 非食品 CPI 有三个值得关注的要点：环比涨幅扩大主要受能源价格上涨提振，上半年持续涨价的家用电器下半年以来涨价乏力，疫情拖累尚未体现在 10 月的旅游价格中。3) 核心 CPI 环比仅上升 0.1%，低于前值的 0.2%，与季节性持平。10 月制造业 PMI、服务业 PMI、BCI 指数全线回落至 49.2%、51.6%和 51.6%，表明能耗双控、疫情复发、地产调控对经济拖累较大，也抑制了核心 CPI 的升幅。

● **PPI 再创新高，重点品种涨多跌少，上游向下游价格传导有限**

PPI 同比再创新高，10 月 PPI 同比涨幅扩大 2.8 个百分点至 13.5%，环比涨幅扩大 1.3 个百分点至 2.5%。PPI 攀升主要受全球能源短缺、国际油价、天然气价格上涨和国内能耗双控等政策影响，重点品种中煤炭、油价、铜价上行，钢铁价格下跌。PPI 生产资料-生活资料增速差继续扩大，七大产业中采掘业同比大幅攀升，中游加工业升幅有限，下游较为稳定，上游价格向下游传导仍然有限。

● **PPI 向 CPI 传导不畅，警惕食品项价格全面上行**

总体看 PPI 对 CPI 传导不佳，主因上游行业 PPI 向下传导能力不强且存在时滞，但其中的 PPI 生活资料向 CPI 传导较好。一对一细项传导效果存在差异，食品、服装和交通工具方面 PPI 向 CPI 传导效果较好。近期调味品（酱油为主）因原材料、人力、运输成本上升而涨价。考虑农产品指数上涨，需警惕未来食品价格（如奶制品等）的普遍上涨。

● **后续预测：CPI-PPI 大概率已经触底**

CPI：高频数据显示 11 月上旬鲜菜、畜肉、鲜果等食品继续涨价，预计拉动 CPI 同比继续上行（目前预测为 2.7%左右）。展望明年，综合考虑季节规律、猪价、油价、电价等因素，我们认为 CPI 同比总体前低后高，全年可能从今年的 1%左右升至 2%-3%。

PPI：高频数据显示 11 月上旬南华工业品指数环比回落 12.6%，CRB 工业原料现货指数环比上涨 1.2%，预计将带动 PPI 环比回落，从而 PPI 同比回落（目前预测在 12%左右）。展望明年，综合考虑 PPI 历史特征、全球和国内经济景气度、油价等因素，预计 PPI 同比趋于回落，全年累计同比可能从今年的 8%以上降至 5%左右。

综合以上预测，预计 CPI-PPI 在今年 10 月触底，之后趋于回升。

● **风险提示**

能耗双控超预期，通胀超预期走高。

正文目录

1 CPI 同比走高，蔬菜、能源是主要拉动，核心 CPI 升幅受限	4
1.1 蔬菜价格提振 CPI，猪肉价格仍是拖累项	4
1.2 非食品 CPI 环比涨幅扩大，能源是主支撑	6
1.3 经济存压，核心 CPI 仍疲弱	7
2 PPI 再创新高，重点品种涨多跌少，传导有限	7
2.1 大类看：生产资料-生活资料增速差扩大	7
2.2 七大产业看：上游涨幅再度扩大，向下游传导不畅	8
2.3 40 个工业行业看：重点品种涨多跌少	8
3 三大维度看 PPI 向 CPI 传导，一对一细项传导效果存在差异	10
4 后续价格预测：CPI-PPI 大概率已经触底	16
风险提示：	18

图表目录

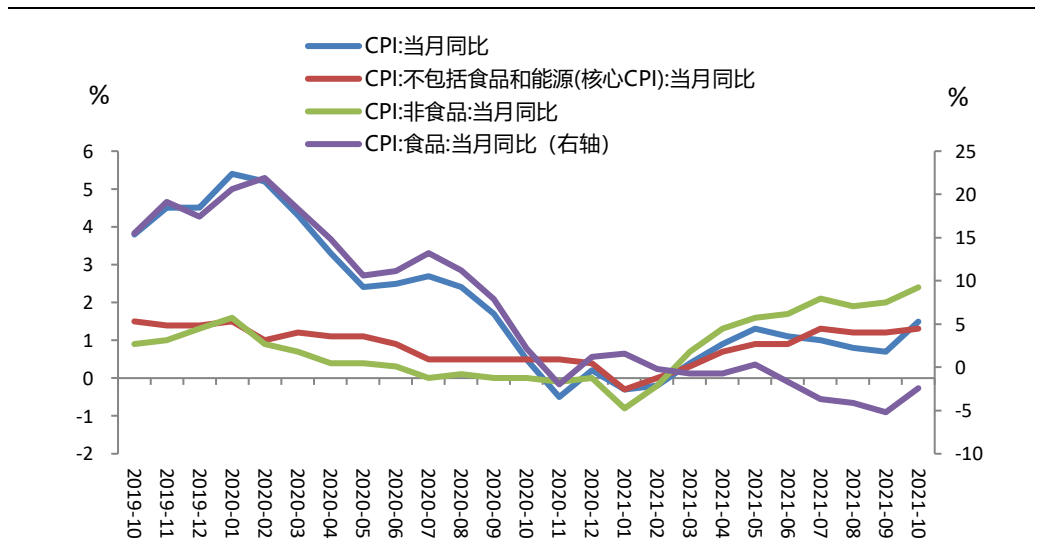
图表 1 CPI 同比大幅上涨.....	错误!未定义书签。
图表 2 鲜菜拉动 CPI，猪肉价格拖累 CPI.....	5
图表 3 蔬菜价格普遍环比上涨.....	5
图表 4 猪肉均价仍有下行空间.....	5
图表 5 水产品拉动 CPI，畜肉类价格拖累 CPI.....	5
图表 6 非食品 CPI 中燃料相关 CPI 同比上涨.....	6
图表 7 汽油、柴油月均市场价环比上升.....	6
图表 8 36 大中城市日用工业消费品平均价格普遍环比下跌.....	6
图表 9 核心 CPI 偏弱.....	7
图表 10 PPI 生产资料向生活资料传导不畅.....	8
图表 11 上中游工业 PPI 同比上涨，涨幅递减.....	8
图表 12 下游工业 PPI 同比涨幅明显不及上游工业.....	8
图表 13 上游行业 PPI 环比普遍上行.....	9
图表 14 煤炭价格上涨.....	9
图表 15 油价震荡上行，天然气价格涨幅下降.....	9
图表 16 钢铁价格环比下跌.....	10
图表 17 铜价上涨.....	10
图表 18 PPI 与 CPI 剪刀差走阔.....	11
图表 19 PPI 向 CPI 传导能力测算.....	11
图表 20 领先一期的 PPI 向 CPI 传导依然不强.....	12
图表 21 上中下游 PPI 同比波动对比.....	12
图表 22 PPI 生产资料向 CPI 传导不畅.....	12
图表 23 PPI 生活资料向 CPI 传导较好.....	12
图表 24 PPI 细项向 CPI 细项传导能力测算（未调整）.....	14
图表 25 PPI 细项向 CPI 细项传导能力测算（调整后）.....	15
图表 26 调味品 PPI 和大豆价格同比上行.....	16
图表 27 南华农产品指数震荡上涨.....	16
图表 28 CPI 同比测算值.....	16
图表 29 PPI 同比测算值.....	17
图表 30 CPI-PPI 同比测算值.....	17

1 CPI 同比走高，蔬菜、能源是主要拉动，核心 CPI 升幅受限

CPI 同比走高，主要受蔬菜、能源价格提振，猪价虽降幅收窄，但仍为主要拖累。此外，上半年持续涨价的家用器具下半年以来涨价乏力，受制造业 PMI、服务业 PMI、BCI 回落等影响，核心 CPI 升幅受限。

10 月 CPI 同比上涨 1.5%，较前值回升 0.8 个百分点；环比上涨 0.7%，较前值回升 0.7 个百分点。其中，食品价格环比由上月下降 0.7% 转为上涨 1.7%，拉动 CPI 上涨约 0.31 个百分点；食品 CPI 同比下降 2.4%，降幅较前值回落 2.8 个百分点，主要是蔬菜价格上涨，对 CPI 同比拉动 0.33 个百分点。非食品环比上升 0.4%，较前值扩大 0.2 个百分点，同比上升 2.4%，较前值扩大 0.4 个百分点，主要与汽油、柴油等能源价格持续上涨有关。核心 CPI 同比上升 1.3%，较前值扩大 0.1 个百分点。据统计局测算，在 10 月份 1.5% 的同比涨幅中，去年价格变动的翘尾影响约为 0.2 个百分点，新涨价影响约为 1.3 个百分点。

图表 1 CPI 同比大幅上涨



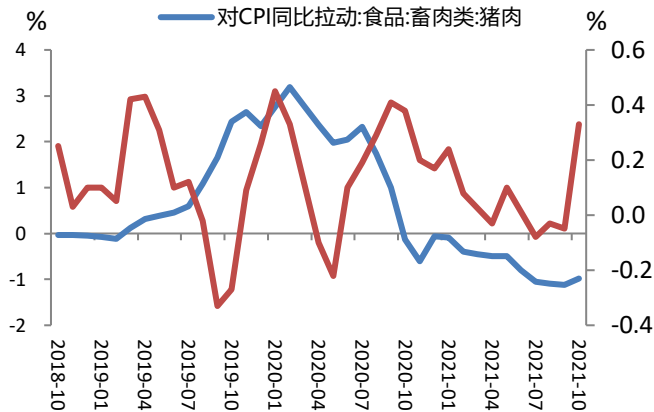
资料来源：Wind，华安证券研究所

1.1 蔬菜价格提振 CPI，猪肉价格仍是拖累项

食品项环比较前值回升 2.4 个百分点至 1.7%，同比降幅低于前值，主要受蔬菜价格提升拉动；猪价虽降幅收窄，但仍为 CPI 主要拖累。

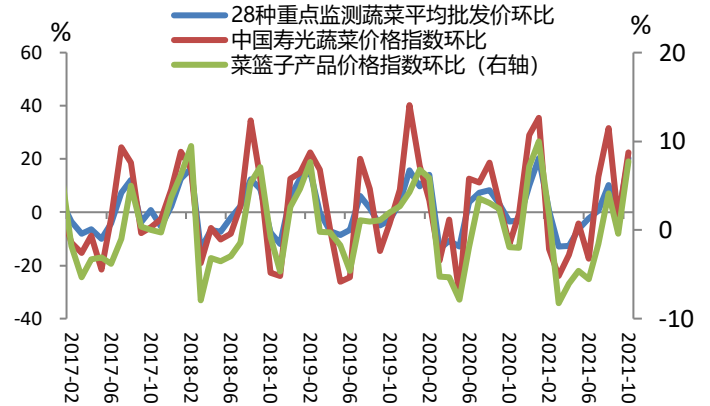
受秋季蔬菜主要产区降水过多，叠加夏秋交接、人工成本上涨、运输成本也因燃料等价格上涨而上升等因素影响，蔬菜价格大幅上涨，其中菜篮子产品价格指数同比上升 0.3%，28 种重点监测蔬菜 10 月份环比上涨 20.36%，主要产区寿光蔬菜价格指数环比上涨 22.51%。在以上因素的影响下，鲜菜 CPI 环比大涨 16.6%，涨幅高于前值 15.6 个百分点，也高于近五年同期均值 18.2 个百分点。根据高频数据，再考虑到洪涝灾害下蔬菜减产、人工和运输成本短时间内不会显著下降的影响，预计蔬菜价格仍趋上行。

图表 2 鲜菜拉动 CPI，猪肉价格拖累 CPI



资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 3 蔬菜价格普遍环比上涨



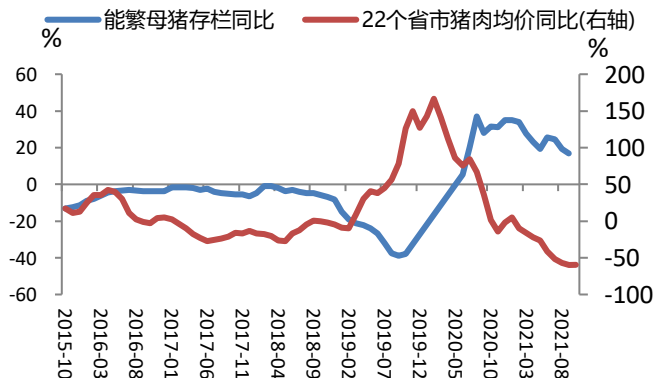
资料来源: Wind, 华安证券研究所

猪价环比降幅收窄，但仍是 CPI 的主要拖累项之一，预计猪价拐点要到明年下半年。10 月猪肉 CPI 环比下降 2%，降幅低于前值 3.1 个百分点，同比下降 44%，低于前值的 46.9%，拖累 CPI 向下 0.98 个百分点。原因上看，随着天气转寒，猪肉消费需求季节性增加，第二轮中央储备猪肉收储工作已启动，需求端有所上抬，但供给端受能繁母猪存栏仍然同比为正和生猪屠宰量仍然上升的影响，供给量仍然较高。从数据看，能繁母猪存栏同比自 6 月起持续下滑，但仍为正。22 个省市猪肉月均价 10 月环比下跌 6.5%，二元母猪均价环比下跌 16%。10 月生猪饲料均价环比小幅上涨 0.14%。

往后看，维持年度报告《转型、回归与再平衡——2022 年宏观经济展望》中的观点，即猪肉价格短期难以调整，仍有下行空间，对 CPI 造成拖累，预计 2022 年 1-2 月的猪肉价格应有回升，春节后波动下行，3-5 月可能触底，2022 年下半年再趋势上行。对于猪价对通胀的影响，我们首先假设生猪价格四季度至春节期间波动上升至 15 元/千克，然后波动下行至 12 元/千克左右，至 2022 年下半年再回升至 15-20 元/千克，假设猪肉占 CPI 权重为 2.31%，则在 2022 年下半年月均拉动 CPI 环比 0.1 个百分点。

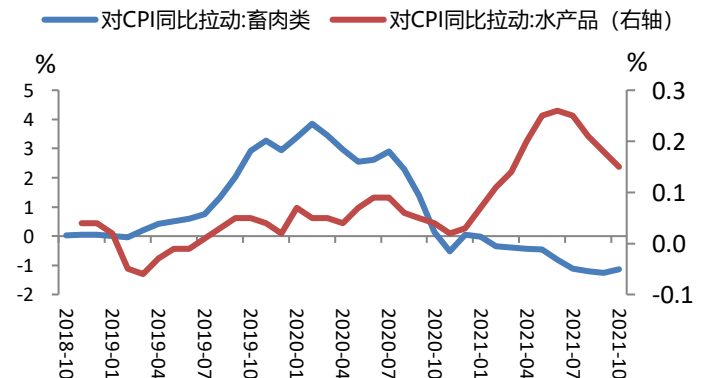
其他食品分项中，环比涨幅明显低于季节性的还有牛羊肉等畜肉类、水产品，明显高于季节性的是鲜果。

图表 4 猪肉均价仍有下行空间



资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 5 水产品拉动 CPI，畜肉类价格拖累 CPI



资料来源: Wind, 华安证券研究所

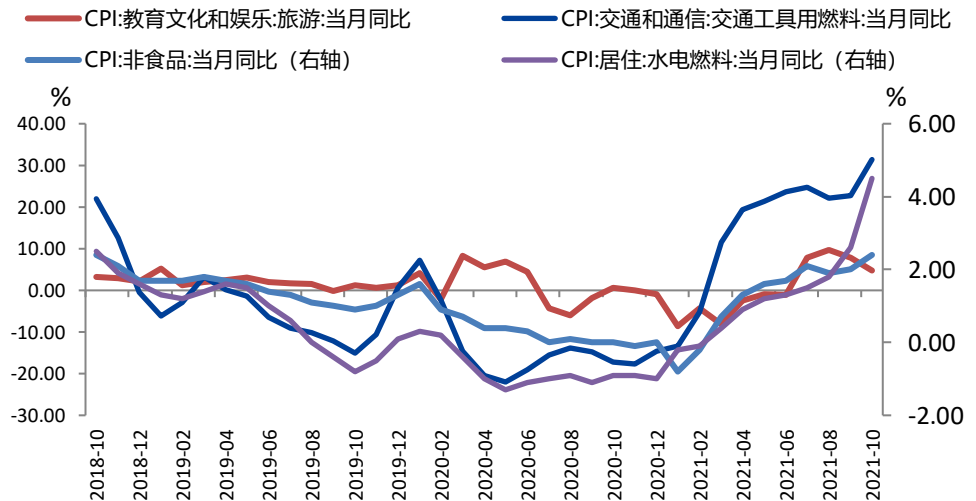
1.2 非食品 CPI 环比涨幅扩大，能源是主支撑

非食品 CPI 有三个值得关注的要点：环比涨幅扩大主要受能源价格上涨提振，上半年持续涨价的家用器具下半年以来涨价乏力，疫情拖累尚未体现在 10 月的旅游价格中。

10 月 CPI 非食品环比涨幅扩大 0.2 个百分点至 0.4%，较 2016-2020 年同期均值（季节性）高 0.24 个百分点，非食品 CPI 上涨主要和能源价格上涨有关。10 月布伦特原油期货环比上涨 11.8%，汽油、柴油月均市场价环比涨幅在 10.77%-15.25%之间，带动居住水电燃料和交通工具燃料环比分别上涨 2%和 4.7%，高于季节性。

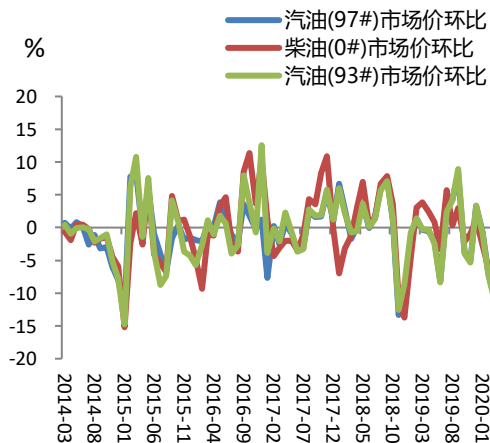
在其他非食品分项中，环比涨幅高于季节性的有生活用品及服务、交通和通信、旅游、其他用品及服务。环比涨幅低于季节性的有通信工具、服装、鞋类、房租、西药。需要指出的是，1-5 月我们持续看到家电等下游消费品涨价，但这一规律在今年下半年并不明显，即 CPI 家用器具分项 6 月以来环比涨跌存在反复，10 月环比 0%，36 大中城市日用工业消费品平均价格中，洗衣机、空调机、冰箱、数码照相机、电脑环比跌幅在 0.28%-1.21%之间。10 月疫情多点复发尚未呈现在 10 月的旅游价格中，10 月 CPI 旅游分项环比扩大 3.3 个百分点至 0.3%，也略高于近五年同期均值。

图表 6 非食品 CPI 中燃料相关 CPI 同比上涨



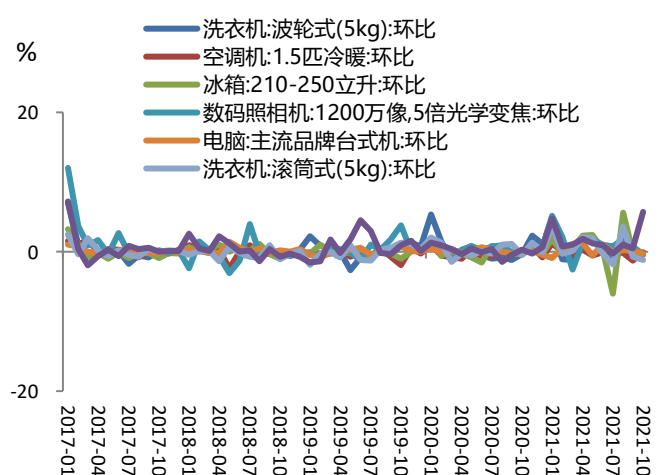
资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 7 汽油、柴油月均市场价环比上升



资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 8 36 大中城市日用工业消费品平均价格普遍环比下跌

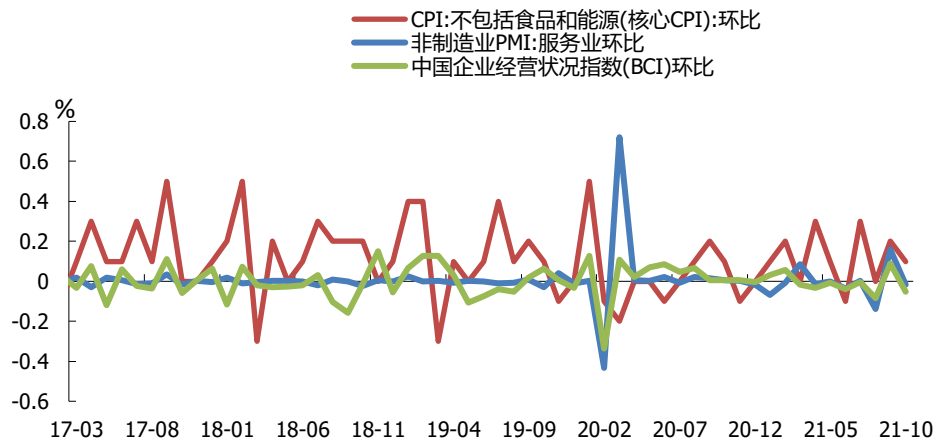


资料来源：Wind，华安证券研究所

1.3 经济存压，核心 CPI 仍疲弱

核心 CPI 环比仅上升 0.1%，低于前值的 0.2%，与季节性持平。10 月制造业 PMI、服务业 PMI、BCI 指数全线回落至 49.2%、51.6% 和 51.6%，表明限产限电、疫情复发对经济拖累较大，也抑制了核心 CPI 的升幅。

图表 9 核心 CPI 偏弱



资料来源：Wind，华安证券研究所

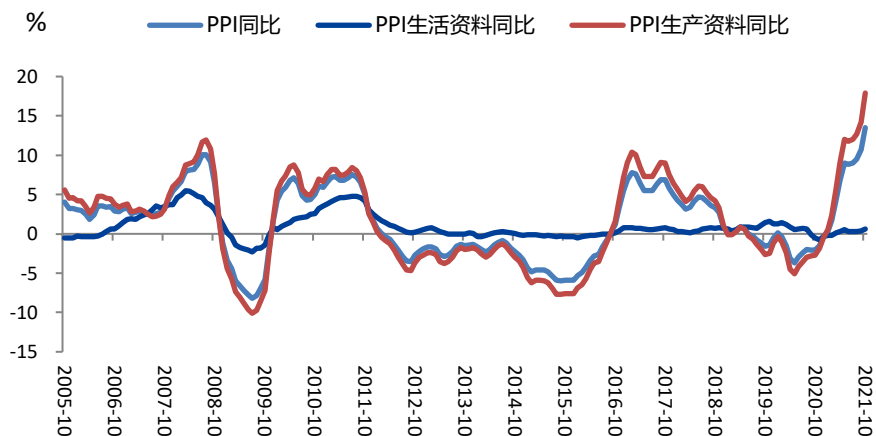
2 PPI 再创新高，重点品种涨多跌少，传导有限

PPI 同比再创新高，10 月 PPI 同比涨幅扩大 2.8 个百分点至 13.5%，环比涨幅扩大 1.3 个百分点至 2.5%。PPI 攀升主要受全球能源短缺、国际油价、天然气价格上涨和国内能耗双控等政策影响，重点品种中煤炭、油价、铜价上行，钢铁价格下跌。总体看，上游价格向下游传导仍然有限。据国家统计局测算，在 10 月份 13.5% 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 11.7 个百分点，比上月增加 2.8 个百分点。

2.1 大类看：生产资料-生活资料增速差扩大

10 月 PPI 生产资料和生活资料涨幅差距持续扩大，PPI 生产资料同比扩大 3.7 个百分点至 17.9%，但生活资料同比仅扩大 0.2 个百分点至 0.6%。PPI 生产资料-生活资料增速差由 9 月的 1.5% 扩大至 3.2%，意味着价格传导仍然有限。

图表 10 PPI 生产资料向生活资料传导不畅

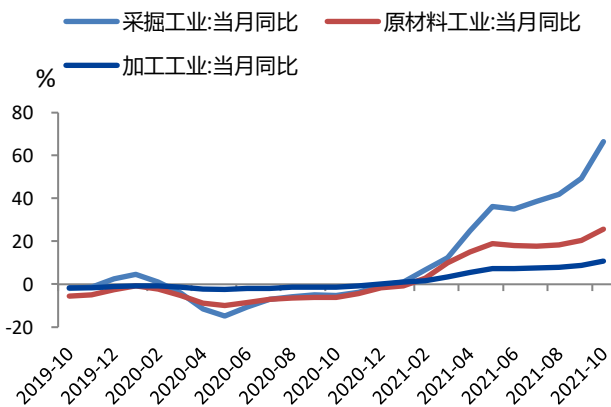


资料来源：Wind，华安证券研究所

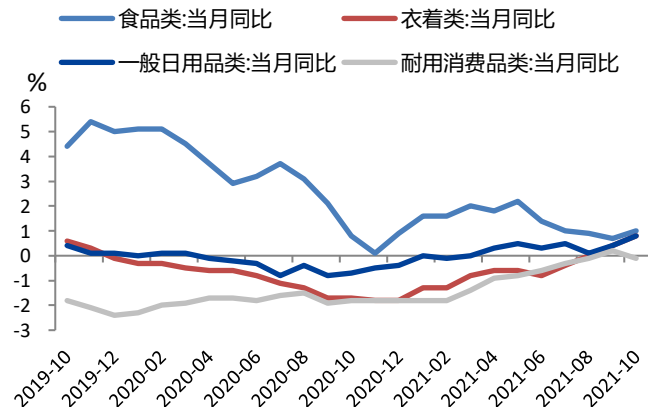
2.2 七大产业看：上游涨幅再度扩大，向下游传导不畅

10月PPI上游的采掘工业同比涨幅扩大17.1个百分点至66.5%，高于9月同比涨幅的扩张幅度（7.6个百分点）；原材料工业同比虽有上涨，但涨幅明显不及采掘工业，同比涨幅上升5.3个百分点至25.7%；中游加工工业同比涨幅上升幅度更小，仅扩大1.9个百分点至10.8%。下游的食品、衣着、一般日用品同比涨幅扩张幅度在0.3-0.4个百分点之间；耐用消费品类PPI同比由上月的上涨0.2%转为下跌0.1%。

图表 11 上中游工业 PPI 同比上涨，涨幅递减



图表 12 下游工业 PPI 同比涨幅明显不及上游工业



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_29269

