



作者：黎轲 邢博

电话：010-58352867

邮箱：like@xinhua.org

编辑：范珊珊

审核：刘琼

官方网站：cnfic.com.cn

客服热线：400-6123115



【宏观洞见】三季度上游与中下游行业经营分化加剧

前三季度，CPI和PPI累计同比分别上涨0.6%和6.7%，各自呈现环比回落和逐季走高走势。其中，9月CPI同比增长0.7%，低于市场预期的0.8%；PPI同比增长10.7%，高于市场预期的10.2%。

9月CPI同比涨幅回落主要受猪肉和水产品价格低迷的拖累，而煤炭相关和部分高耗能产业价格大幅上涨则是当期PPI上行的主要驱动力。随着PPI与CPI剪刀差走扩，上游企业对中下游企业经营空间的挤压呈现进一步加剧态势。

展望未来，预计燃料价格高位将推动四季度CPI温和上升，同时PPI易涨难跌，四季度PPI中枢仍将处于高位。

目录

一、三季度 CPI 环比回落.....	3
二、前三季度 PPI 逐季走高	6
三、四季度 CPI 有望温和回升，PPI 易涨难跌.....	9

图表目录

图表 1：9 月 CPI 继续回落.....	4
图表 2：9 月食品项与非食品项价格增速走势分化.....	5
图表 3：各分项对 CPI 同比增速的贡献拆解	5
图表 4：9 月 PPI 超预期上行.....	6
图表 5：生产资料与生活资料对 PPI 同比增速的贡献拆解.....	7
图表 6：上游企业对中下游企业经营空间挤压进一步加剧	8
图表 7：重点行业 PPI 累计同比增长	9

【宏观洞见】三季度上游与中下游行业经营分化加剧

前三季度，CPI和PPI累计同比分别上涨0.6%和6.7%，各自呈现环比回落和逐季走高走势。其中，9月CPI同比增长0.7%，低于市场预期的0.8%；PPI同比增长10.7%，高于市场预期的10.2%。

9月CPI同比涨幅回落主要受猪肉和水产品价格低迷的拖累，而煤炭相关和部分高耗能产业价格大幅上涨则是当期PPI上行的主要驱动力。随着PPI与CPI剪刀差走扩，上游企业对中下游企业经营空间的挤压呈现进一步加剧态势。

展望未来，预计燃料价格高位将推动四季度CPI温和上升，同时PPI易涨难跌，四季度PPI中枢仍将处于高位。

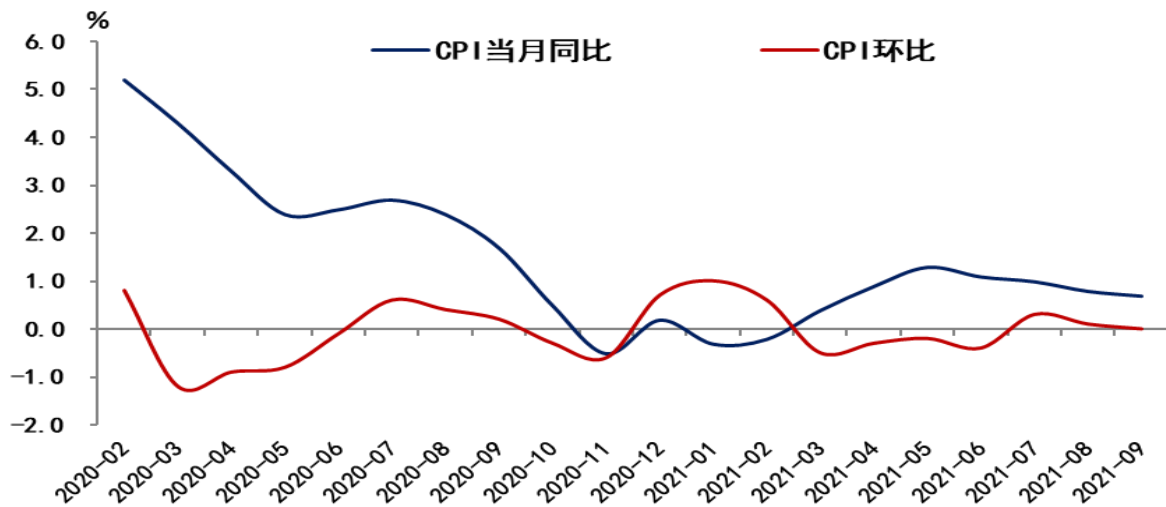
一、三季度CPI环比回落

2021年前三季度，全国居民消费价格（CPI）累计同比上涨0.6%，较二季度末上升0.1个百分点。前三季度CPI同比增速分别为-0.03%、1.1%、0.8%，三季度较二季度有所回落。其中，9月CPI同比增长0.7%，低于市场预期的0.8%，涨幅环比回落0.1个百分点。环比看，CPI由上月上涨0.1%转为持平。

具体来看，在9月份0.7%的CPI同比涨幅中，去年价格变动的翘尾影响为零，较上月回落0.2个百分点；新涨价影响约为0.7个百分点，较上月扩大0.1个百分点。扣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。

从环比看，CPI由上月上涨0.1%转为持平。其中，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。食品中，猪肉和水产品供应充足，价格分别下降5.1%和2.5%，降幅比上月均有扩大。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。非食品中，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；冬装新品上市，服装价格上涨0.8%。服务价格由上月持平转为上涨0.1%。其中，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，飞机票、旅行社收费和宾馆住宿价格分别下降9.9%、3.3%和2.2%。

图表 1：9月 CPI 继续回落



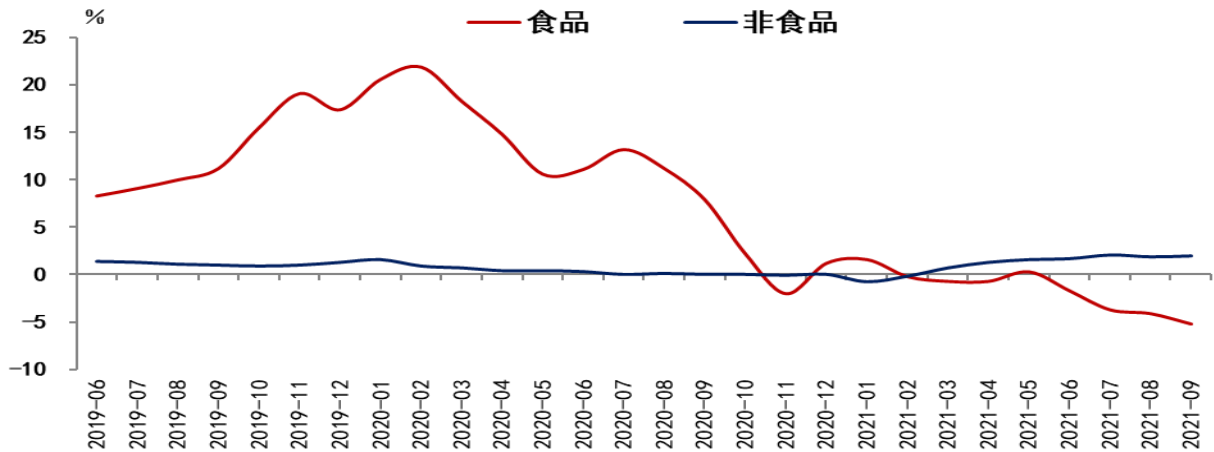
来源：新华财经

探究9月CPI同比涨幅回落的原因，主要受猪肉和水产品价格低迷的拖累。国家统计局数据显示，9月猪肉价格同比下降46.9%，降幅较8月扩大2个百分点；淡水鱼、鸡蛋和食用植物油价格分别上涨21.0%、14.2%和9.2%，涨幅均有回落。食品价格同比下降5.2%，降幅扩大1.1个百分点，拖累CPI下降约0.98个百分点。此外，由于鲜菜、鲜果供应相对充足，鲜菜价格同比下降2.5%，降幅比上月扩大1个百分点；鲜果价格同比下降0.8%，今年以来首次转负。

而另一方面，CPI的上涨因素主要来自非食品价格。数据显示，9月非食品价格同比上涨2%，涨幅扩大0.1个百分点，影响CPI上涨约1.65个百分点。其中，汽油和柴油分别上涨23.4%和25.7%，涨幅均扩大，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%，涨幅有所回落。

短期来看，猪价上涨主要是受收储政策的支撑，有效缓解了养殖户恐慌性出栏。但收储的体量有限，很难对猪价产生决定性影响。而真正决定价格的猪肉供给端预计仍将在今年四季度到明年一季度处于高位，这主要得益于前期能繁母猪的较快补栏。接下来几个月猪价仍难改低迷态势。不过随着天气转冷，消费需求将有所好转，猪价继续下行的空间也有限。所以考虑基数影响，猪价对CPI同比的拖累仍将延续。

图表 2：9月食品项与非食品项价格增速走势分化

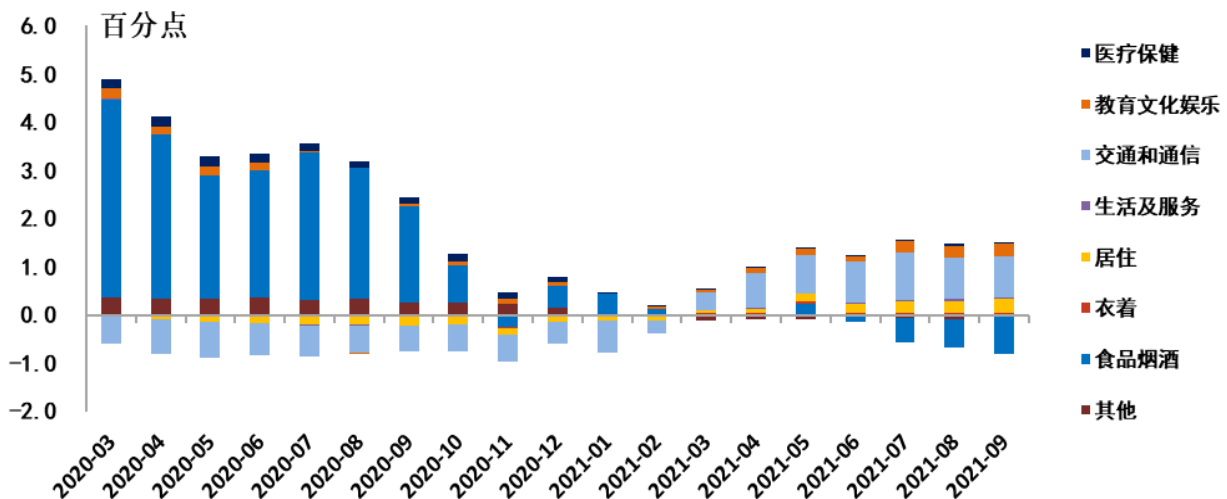


来源：新华财经

9月CPI的各分项涨多跌少。具体来看，9月食品烟酒为唯一的下降项，同比下降2.8%。与此相对的是，交通通信、教育文化娱乐、居住等项的同比增速分别为5.8%、3.2%、1.3%。

从拉动效用看，除食品烟酒项、其他项外，9月CPI各分项均为正向拉动。其中，交通通信拉动效用最强，9月食品烟酒项同比增长5.8%，拉动CPI增长0.82个百分点，拉动效用本月最强，与8月相比拉动效用下降了0.02个百分点。其余9月拉动效用较大的CPI分项还包括居住、教育文化娱乐、医疗保健等，分别影响CPI上升了0.3、0.27、0.04个百分点。而食品烟酒则拖累CPI同比增速0.79个百分点。

图表 3：各分项对 CPI 同比增速的贡献拆解



来源：新华财经

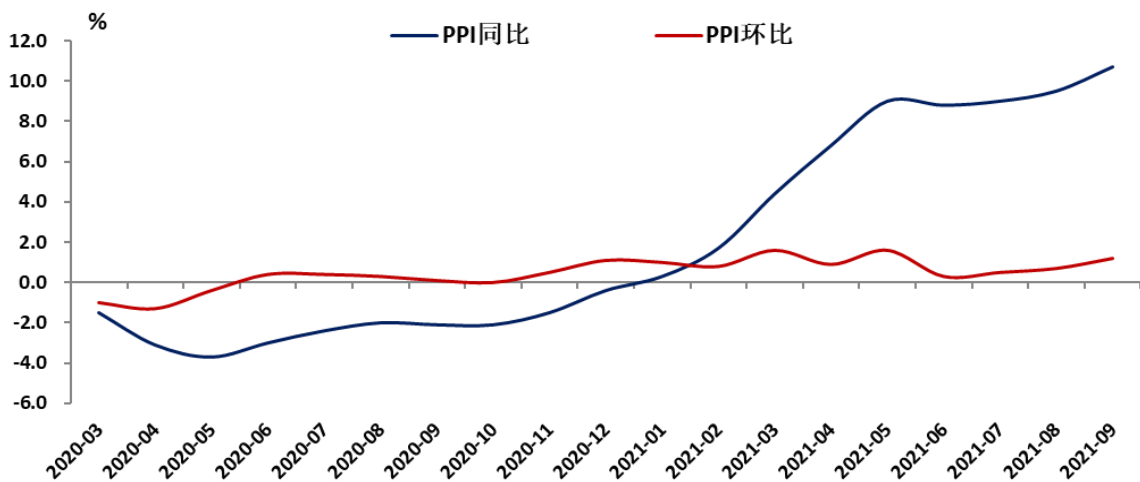
二、前三季度PPI逐季走高

2021年前三季度，全国工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比上涨6.7%，较二季度末上升1.0个百分点。前三季度PPI分别同比上涨2.1%、8.2%、9.7%，呈现逐季走高的走势。其中，9月PPI同比增长10.7%，高于市场预期的10.2%，再创有数据记录以来新高。从环比看，PPI上涨1.2%，涨幅比上月扩大0.5个百分点。

具体看，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。

分PPI结构看，煤炭相关和部分高耗能产业是主要的涨价驱动力，“双控双限”等带来的供给端压缩仍在持续产生影响。同时，海外“缺气”的影响也在输入，9月燃气生产和供应业价格上涨2.5%。

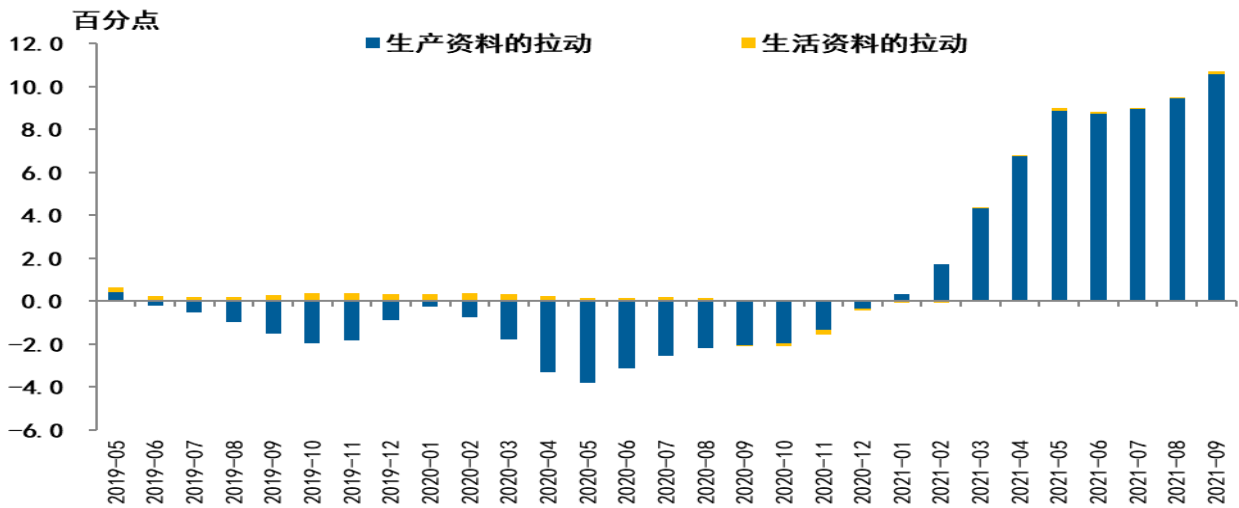
图表 4：9月 PPI 超预期上行



来源：新华财经

生产资料方面，生产资料作为PPI的主要组成项，9月价格同比上涨14.2%，涨幅扩大1.5个百分点，影响PPI上行10.6个百分点。生活资料方面，9月生活资料价格上涨0.4%，涨幅扩大0.1个百分点，影响PPI上行0.1个百分点。

图表 5：生产资料与生活资料对 PPI 同比增速的贡献拆解



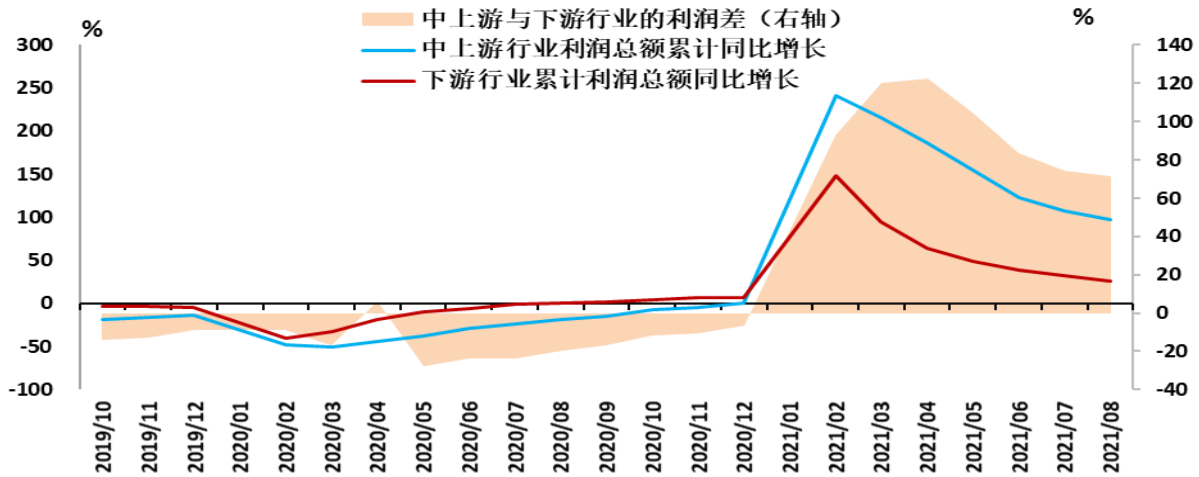
来源：新华财经

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、日用品加工业环比均降0.1个百分点。具体来看，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。第一，煤炭价格延续上行。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%。第二，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、燃料加工、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%。第三，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%，两者存在背离；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黑色采矿下跌7.2个百分点至-8.7%。第四，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%。第五，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%。

9月随着PPI与CPI剪刀差走扩，上游企业对中下游企业经营空间挤压进一步加剧。现阶段，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%，表明PPI和CPI分化进一步加大，也反映出上游企业将进一步挤压

中下游企业利润。

图表 6：上游企业对中下游企业经营空间挤压进一步加剧

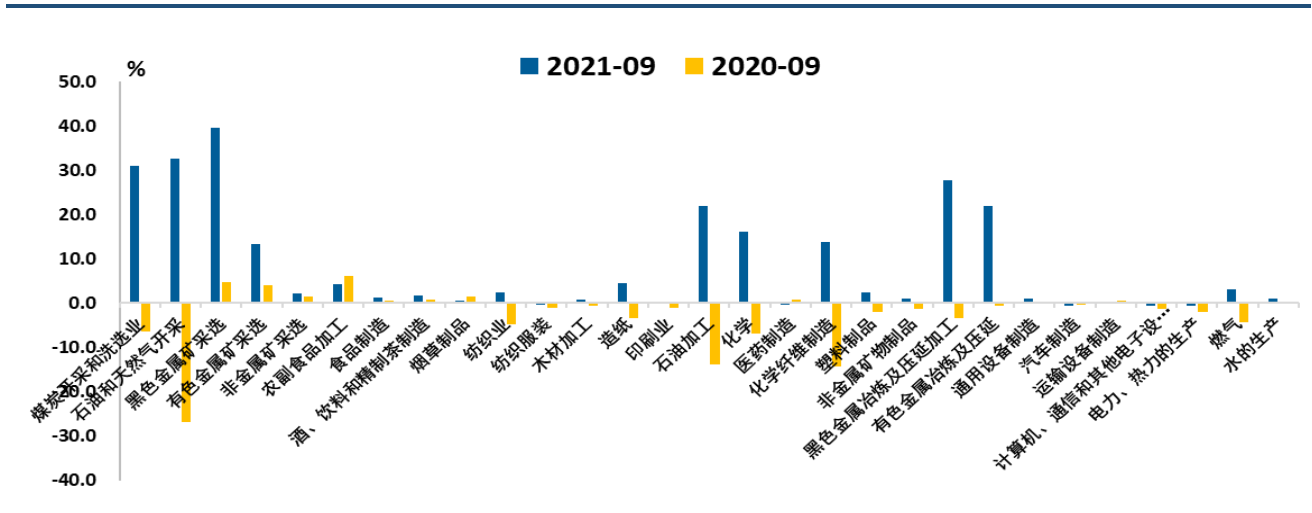


来源：新华财经

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。受需求旺盛叠加供应持续偏紧影响，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。部分高耗能行业生产受限，价格上涨较多，其中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，主要行业价格涨幅均有所扩大。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。其中，煤炭开采和洗选业价格上涨74.9%，涨幅比上月扩大17.8个百分点；石油和天然气开采业价格上涨43.6%，扩大2.3个百分点；石油、煤炭及其他燃料加工业价格上涨40.5%，扩大5.2个百分点；黑色金属冶炼和压延加工业价格上涨34.9%，扩大0.8个百分点；化学原料和化学制品制造业价格上涨25.5%，扩大1.5个百分点；有色金属冶炼和压延加工业价格上涨24.6%，扩大2.8个百分点。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。

图表 7：重点行业 PPI 累计同比增长



来源：新华财经

三、四季度CPI有望温和回升，PPI易涨难跌

展望四季度，CPI有望温和回升。近期已启动第二轮猪肉收储工作，叠加消费旺季，猪价近期或有反弹空间；但生猪产能过剩的供需格局并未扭转，因此猪价将持续低位运行，压低CPI食品项的波动中枢。但随着疫情汛情冲击消退，叠加四季度燃料价格高位，非食品项或持续上行。整体看，CPI有望在四季度温和回升。

未来PPI易涨难跌，预计四季度PPI中枢仍将处于高位。供给端收缩仍是当前价格的决定因素。一方面，“双控双限”政策的执行将继续制约供给端的恢复。另一方面，随着海外疫情的缓解，海外需求或将继续恢复，加上寒冬将至，海外能源及其他工业品价格上涨压力较大。

重要声明

新华财经研报由新华社中国经济信息社发布。报告依据国际和行业通行准则由新华社经济分析师采集撰写或编发，仅反映作者的观点、见解及分析方法，尽可能保证信息的可靠、准确和完整，不对外公开发布，仅供接收客户参考。未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用。