



当 PPI 同比突破 10%



【财新网】(专栏作家 李奇霖 特约作者 孙永乐) 近期, 通胀成为了市场的核心焦点。部分大宗商品价格频频创下历史新高, 9 月动力煤价格涨幅超过了 60%, 现在已经突破 1500 元每吨, 焦煤涨幅超过 30%, ICE 布油价格目前也已经超过了 83 美元每桶。在全球能源危机愈演愈烈的背景下, 能源类大宗商品价格像是要涨到天上去。

在通胀压力大幅走高的时候, 市场开始预期通胀会制约货币政策, 叠加现在债券供给放量、美债收益率上行、宽信用预期渐行渐近等, 债券市场也迎来了一轮明显的上行, 10 年国债收益率目前在 2.95% 左右的水平震荡。同时, 在通胀走高、利率上行的时候, 股票市场也没有明显的行情。

那么后续通胀会怎么演变呢? 今天公布的 CPI 和 PPI 数据或许能够给我们解答。

9 月物价数据发布, PPI 达到了 10.7%, 环比上涨了 1.2 百分点, 突破了 2008 年的记录, 创下历史新高。

其中, 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。在大宗商品价格持续上涨的情况下, 新涨价因素成为 PPI 上行的主要推动力。

总体来看, 分析 PPI 同比大幅上行有两个点可以关注:

第一, 目前能源危机席卷全球, 各类能源价格持续上行。这也是 PPI 上行的主要支撑项;

第二，在“能耗双控”和“限产限电”的背景下，水泥、有色金属等行业生产受限，推动价格走高。

先来看能源类商品，能源类项目可以分为两类。一是煤炭，以动力煤为代表，主要是国内定价，体现在煤炭开采和洗选业上；二是石油和天然气，主要是受海外因素的影响，比如受海外进口天然气价格上行等因素影响，国内燃气生产和供应业价格上涨 2.5%。

先来看煤炭行业。9 月煤炭加工业价格环比上涨 18.9%，煤炭开采和洗选业价格环比上涨 12.1%，合计影响 PPI 环比上涨约 0.50 个百分点，是 PPI 环比上涨的主要贡献项目。

图 1. 动力煤等大宗商品价格持续上涨



资料来源：wind，红塔证券

分析商品价格的波动最终还是要落脚到供需上。国内动力煤等商品价格持续上涨，总的来说是在供给弹性偏低的时候，需求又比较旺盛，供不应求之下，价格开始快速上行。

在上半年的时候，出于环保等方面的考虑，原煤生产受限，3-7 月份，国内原煤当月同比增速几乎都是在负增长的（仅 5 月同比增长 0.6%）。

在国内生产受限的时候，受中澳关系恶化的影响，国内停止了澳煤进口，虽然增加了蒙煤等的进口量（因为海外疫情，蒙煤等进口效率也偏低），但是并不能完全替代澳煤的份额。从进口数据上看，1-9 月煤及褐煤累计同比下滑了 3.6%，1-8 月动力煤的进口数量也低于过去三年同期。

在供给弹性偏低的时候，国内对动力煤等的需求稳步修复。

一来现在已经是十月中旬，北方各个城市逐渐进入冬季，各地开始准备供暖，对冬储煤的需求明显回升。

二来在供不应求（1-8 月火力发电量同比增长 12.6%，动力煤需求高）的情况下，此前动力煤价格持续走高，火电厂储煤动力不足，电厂库存一直位于低位运行。而现在进入了电厂传统补库存的时间，较大的库存缺口也带来了大量的需求。

另外，从 9 月的用电数据上来看，得益于国内经济修复，目前全社会用电量依旧维持韧性，1-9 月全社会用电量累计 61651 亿千瓦时，同比增长 12.9%。9 月当月全社会用电量同比增长 6.8%。短期内，电厂需求不弱。

图 2. 电厂库存缺口不小



资料来源：wind，红塔证券

在需求比较旺盛的时候，为了缓解动力煤等大宗商品价格持续上涨，前期的限产政策暂停，各项保供稳价的政策频频出台。

比如国常会明确表示“要在保障安全生产的前提下，推动具备增产潜力的煤矿尽快释放产能，加快已核准且基本建成的露天煤矿投产达产，促进停产整改的煤矿依法依规整改、尽早恢复生产。主要产煤省和重点煤企按要求落实增产增供任务”。

在此前的国家能源委员会会议上，李克强总理也再次强调要“从实际出发，纠正有的地方‘一刀切’限电限产或运动式‘减碳’，确保北方群众温暖安全过冬，保障产业链供应链稳定和经济持续平稳发展”。

但是从政策放松到各地煤矿增产需要一定时间，叠加山西暴雨影响多

座煤矿停产，短期内供给增幅有限。在这样的情况下，动力煤价格等依旧维持高位运行，至少短期来看，动力煤的供需偏紧的矛盾仍然存在，短期大概率还将维持强势运行。

接下来我们来看一下石油和天然气。

9月石油、煤炭及其他燃料加工业环比上涨3.3%，燃气生产和供应业环比上涨2.5%，涨幅均位居前列。

石油和天然气价格上行的背后其实是全球能源危机的一个体现，自9月以来因为供需缺口拉大等，石油、天然气等能源价格迎来了大幅上行，9月至今英国天然气价格涨幅超过70%，布油价格涨幅也达到了16.5%。

图3. 天然气等能源价格大幅上行

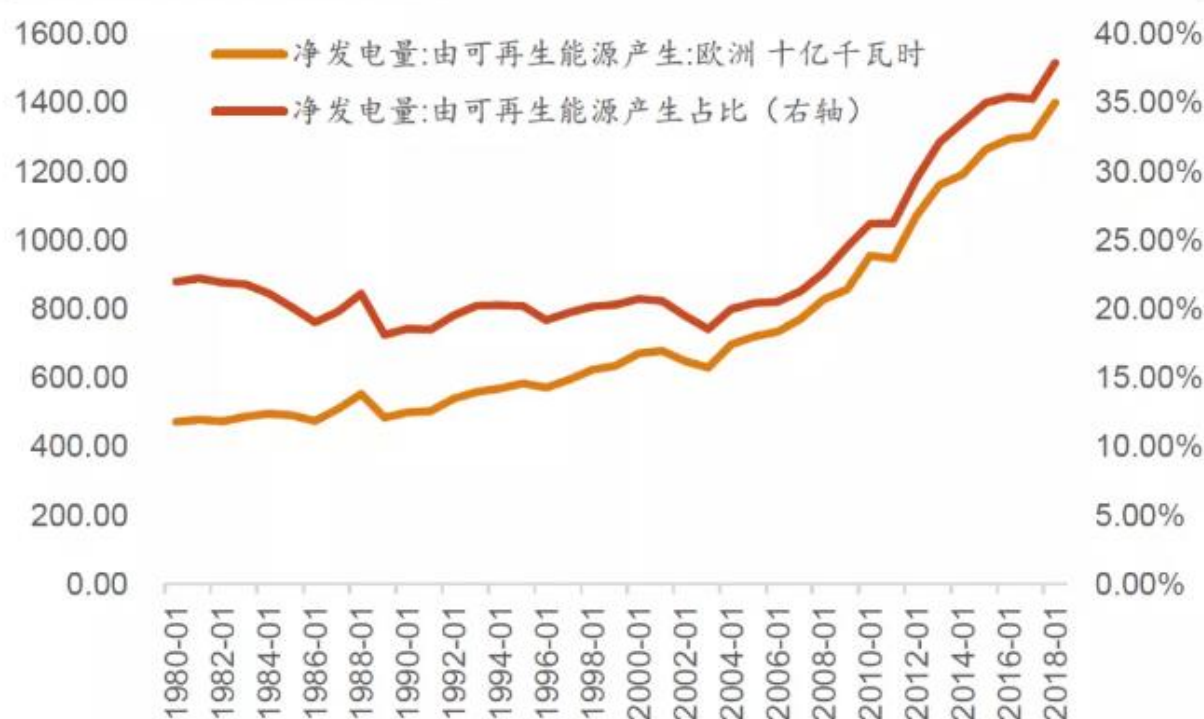


资料来源：wind，红塔证券

天然气价格大幅上涨的背后是全球能源结构变化下导致的能源供给不稳定，在天气、地缘政治等的扰动下，天然气等的需求大幅增加，而供给自疫情后恢复偏慢，从而推动价格大幅上行。

近十几年来，全球能源结构开始逐渐从化石能源（煤炭等）转为天然气、核能、光能、水能等清洁能源。从数据上也可以看到可再生能源占发电量的比重在 2018 年的时候就已经超过了 35%。与之对应，煤炭等发电规模下滑。

图 4. 海外能源结构的变化



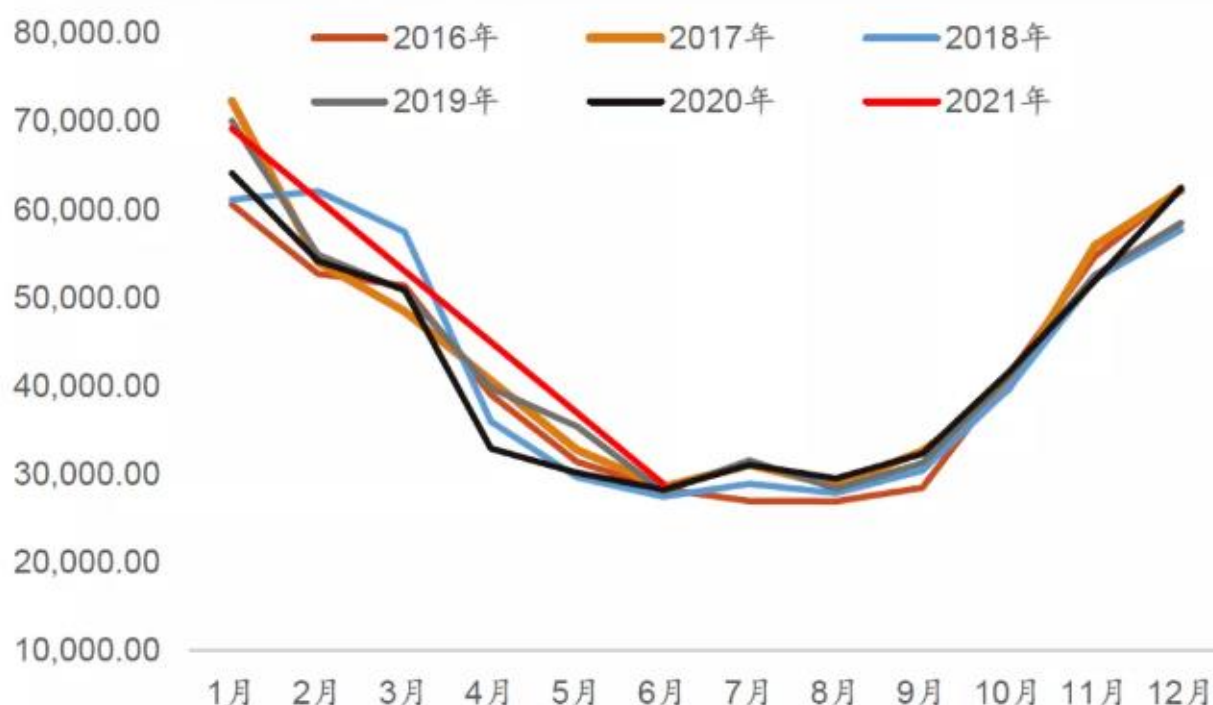
资料来源: wind, 红塔证券

但是相比于传统的化石能源，风力发电、水力发电等更容易受到天气等外部因素的影响，稳定性相对会弱一些。

恰逢今年极端天气多发，在异常天气的扰动下，海外风力发电、水力

发电等方式受到了明显的影响。这就使得海外各国纷纷转向天然气等清洁能源消费，叠加天气转冷，天然气进入消费旺季，市场对天然气的需求大幅增加。

图 5. 欧洲迎来天然气消费旺季



资料来源：wind，红塔证券

在需求大幅走阔的时候，天然气的供应并没有顺利跟上去。自 2020 年以来，因为海外疫情多次反复、“碳中和”政策推进，能源企业投资扩

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_27788

