

宏观点评报告

2021 年 11 月 10 日

极端天气和燃料短缺推升通胀，CPI 升 PPI 降将持续至春节

2021 年 10 月通胀点评

核心内容：

分析师

许冬石

☎：(8610) 8357 4134

✉：xudongshi@chinastock.com

分析师登记编码：S0130515030003

- **物价受天气、燃料价格影响上行** 通胀环比走高，食品价格大幅上行，非食品价格同时走高：(1) 食品方面，10 月份蔬菜价格上行 16.6%，受到极端天气、疫情阻碍物流影响蔬菜价格快速走高，11 月份气温仍然偏低，但冬菜上市会拉低市场价格，11 月份预计蔬菜价格回落；10 月份猪肉零售价格仍然下行 2.0%，生猪出栏价格已经回升，11 月份会在数据中有所显现；(2) 非食品价格方面，受到能源价格上行的影响，水电燃料费用上行 2.0%，交通工具用燃料价格上行 4.7%。
- **蔬菜涨幅超历史水平，猪肉价格触底反弹** 蔬菜价格受天气影响较大。10 月北方地区长时间的阴雨天气对蔬菜生产的各个环节产生不利影响，受到双峰拉尼娜影响，10 月份气温比往年同期气温偏低，蔬菜生长速度缓慢。10 月份蔬菜价格上行 16.6%，这种涨幅远超历史水平，达到了春节的水平。进入 11 月份后，冬菜交易开始，11 月蔬菜价格指数下跌可能性大。但由于天气仍然具有不确定性，同时 2021-2022 年冬季气温可能低于平均水平，使得 12 月份蔬菜价格再次走高。10 月份猪肉价格小幅下滑，10 月份下旬至 11 月前 10 天，猪肉价格快速反弹，前期恐慌性出栏结束，同时需求有所回暖，全国生猪市场迎来久违的震荡上涨。
- **通胀全年温和** 10 月份 CPI 环比大幅上行，食品价格和非食品价格均快速上行，但带来上行的原因仍然是脉冲式的。10 月份核心 CPI 环比涨幅弱于上个月，同比涨幅 1.3%，仍然处于较低的水平。2021 年 11 月份 CPI 同比增速约在 1.7% 左右，4 季度 1.7% 左右，全年 0.9%，2022 年全年 1.7%，2022 年 3-4 季度 CPI 突破 2%。
- **成本上行、猪周期因素推动未来通胀温和上行** (1) 上中游原材料价格的上行以及人工成本的缓慢上行推动了 CPI 平稳上行。(2) 能耗双控和碳中和大目标不变，居民生活成本会被缓慢推高。(3) 我国未来经济面临的主要问题是有效需求不足，扩大有效需求需要解决分配的问题，也就是减少全社会贫富分化，这仍然需要时间。CPI 全面上行概率很小，预计在未来 2-3 年左右 CPI 为何上行。
- **PPI 已到顶点，未来逐步回落** 10 月份 PPI 环比大幅上行 2.5%，主要上行由：(1) 国际原油价格上行带动国内石油及相关产业价格上行；(2) 我国能耗双控下煤炭供应偏紧，带动了煤炭价格大幅走高；(3) 我国限产限电下高耗能产品价格上行。

10 月份应该是我国 PPI 的最高点：(1) 带动 PPI 快速上行的能源价格已经回落。(2) 物流紧张得到缓解，反应大宗商品运输为主的 BDI 快速走低，预示着未来 PPI 的下滑。同时要注意到碳中和、碳达峰的目标全球仍然在坚定的推进，能源、高耗能产品价格长期来看仍然有保障。

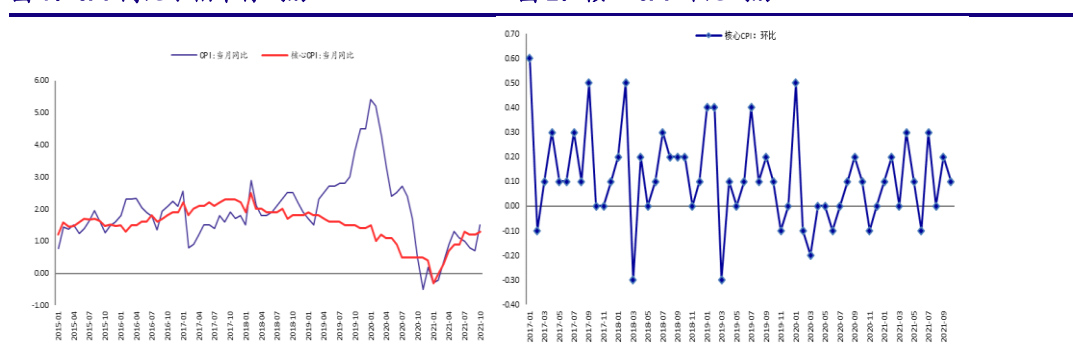
预计 11 月份 PPI 环比大幅回落，4 季度 PPI 水平在 11.5% 以上，预计全年 PPI 水平在 7.9% 左右。PPI 的最高峰已经到来，未来 PPI 逐步走低。

一、物价受天气、燃料价格影响上行

全国居民消费价格同比增速（CPI）环比大幅上行，核心 CPI 小幅上行，10 月份 CPI 同比快速走高。10 月份 CPI 同比增速 1.5%，高于市场预期 1.4%。10 月份 CPI 环比快速上行；其中食品价格环比上行 1.7%，非食品价格上行 0.4%。核心 CPI 同比增速 1.3%，环比上行 0.1%，核心 CPI 保持平稳。

图 1：CPI 同比小幅下行（%）

图 2：核心 CPI 环比（%）



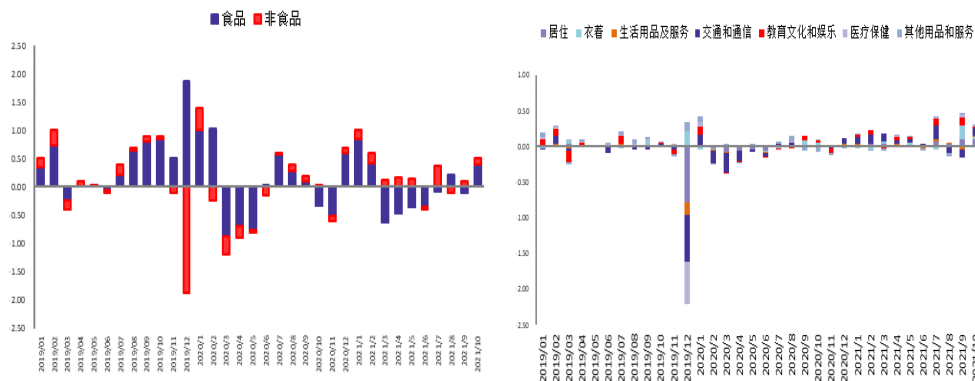
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

本月 CPI 翘尾水平 0.8%，与上个月稍有上行。通胀环比走高，食品价格大幅上行，非食品价格同时走高：（1）食品方面，10 月份蔬菜价格上行 16.6%，受到极端天气、疫情阻碍物流影响蔬菜价格快速走高，11 月份气温仍然偏低，但冬菜上市会拉低市场价格，11 月份预计蔬菜价格回落；10 月份猪肉零售价格仍然下行 2.0%，生猪出栏价格已经回升，11 月份会在数据中有所显现；其他食品方面，水果价格上行 2.9%，水产品、鸡蛋的价格继续回落；（2）非食品价格方面，受到能源价格上行的影响，水电燃料费用上行 2.0%，交通工具用燃料价格上行 4.7%；旅游、教育服务、医疗价格小幅走高，但仍然在正常的波动范围。

从食品价格来看，猪肉已经跌入底部区域，并且生猪出栏价格已经反弹。蔬菜价格 11 月份会有短期回落，但今冬受到双峰拉尼娜的影响，雨雪和极端天气增多，蔬菜价格冬天会高于平均值。其他食品价格处于正常范围内。

从非食品价格来看，冲击性因素仍然占主要部分，水电燃气价格和交通工具燃料价格上行源于原油、煤炭等能源价格的上涨，现阶段来看对通胀的影响是脉冲式的。首先，原油价格已经处于高位，上涨的波幅减弱；其次，11 月份以动力煤为首的大宗商品下滑，同时带动了欧洲天然气价格大幅走低，能源价格上行暂告停歇。

图 3：食品和非食品价格对 CPI 的拉动（%）



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

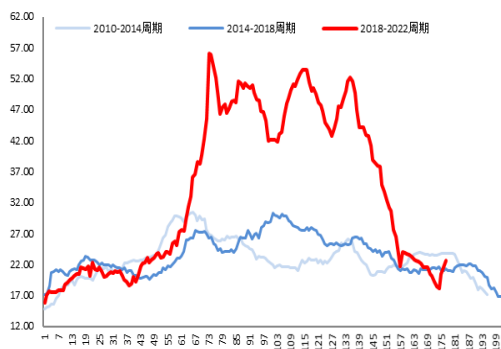
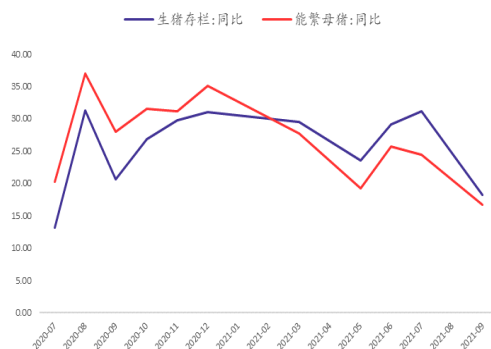
二、蔬菜未来可能走高，猪肉价格触底

猪肉出栏量增速拐点已现，9月份生猪出现恐慌性出栏，同时全行业生猪养殖处于亏损状态，10月份生猪批发价格回弹。2018-2022年猪周期已经运行接近尾声，生猪价格出现快速回落，生猪接近价格低点。同时能繁母猪存栏下行，生猪去产能开始。4季度猪肉价格随销售旺季到来有小幅反弹，猪肉价格企稳需要母猪存栏持续回落。

10月份猪肉价格小幅下滑，10月份下旬至11月前10天，猪肉价格快速反弹，前期恐慌性出栏结束，同时需求有所回暖，全国生猪市场迎来久违的震荡上涨。进入11月份，南方腊肉需求和12月-1月份年猪需求会带动猪肉价格上行。

图4：生猪存栏增速（%）

图5：三轮猪周期生猪价格对比（元/公斤）



资料来源: 统计局, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

蔬菜价格受天气影响较大。10月初北方地区长时间的阴雨天气对蔬菜生产的各个环节产生不利影响，如蔬菜产量受损、优质货源短缺，采摘困难，腐烂变质现象加重等；而且降雨连续且持续时间长，使得蔬菜产能短时间内难以恢复。同时受到双峰拉尼娜影响，10月份气温比往年同期气温偏低，蔬菜生长速度缓慢，供不应求，因此菜价接连上涨。同时疫情反复下人员和运输物流受阻，10月份蔬菜价格大幅上行。10月份蔬菜价格上行16.6%，这种涨幅远超历史水平，达到了春节的水平。

进入11月份后，气温进一步下降，冬菜交易开始，11月中旬后南方蔬菜也将会进场销售，供应量增多，预计11月蔬菜价格指数下跌可能性大。但由于天气仍然具有不确定性，同时

2021-2022 年冬季气温可能低于平均水平，使得 12 月份蔬菜价格再次走高，那么会使得 12 月份和 1 月份 CPI 环比上行加快。

图 6：蔬菜价格指数大幅上行（%）

图 7：月度蔬菜价格变动（%）



资料来源：寿光蔬菜网，中国银河证券研究院整理 资料来源：统计局，中国银河证券研究院整理

三、通胀全年温和

10 月份 CPI 环比大幅上行，食品价格和非食品价格均快速上行，但带来上行的原因仍然是脉冲式的。10 月份极端天气出现带动了蔬菜价格反季节性上行，同时天气和我国供给侧限产使得我国煤炭、全球天然气、原油价格上行，直接带动了民用燃气和车用燃料价格上行。10 月份核心 CPI 环比涨幅弱于上个月，同比涨幅 1.3%，仍然处于较低的水平。

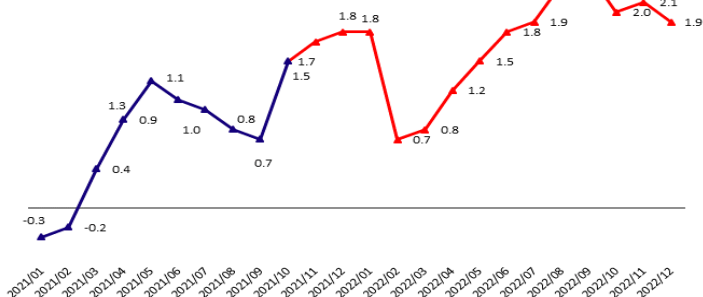
由于我国消费恢复速度较慢，同时人员工资增速缓慢，我国通胀仍然处于较低的水平。上中游原材料价格的上行以及人工成本的缓慢上行推动了 CPI 平稳上行，我国 CPI 水平会在 2022 年温和上行，但仍然不会引起货币政策变化。

工业品价格大幅走高，工业品价格向消费品传导仍然有困难，消费者很难接受价格上行。11 月份开始上中游原材料价格大幅下行，但能耗双控和碳中和大目标不变，居民生活成本会被缓慢推高。最顺畅的房地产-房租链条变动不大，房地产价格暂时的稳定有助于稳定通胀水平。

我国未来经济面临的主要问题是有效需求不足，这是我国转型经济的主要问题。扩大有效需求需要解决分配的问题，也就是减少全社会贫富分化，这仍然需要时间。新经济带来的新需求也需要时间发酵，在我国有效需求未恢复之前，CPI 全面上行概率很小，预计在未来 2-3 年左右 CPI 可能低位运行。

2021 年 11 月份翘尾影响 2.1%，预计新涨价因素回落，CPI 同比增速约在 1.7% 左右。预计 4 季度可能在 1.7% 左右，全年 CPI 增速 0.9%，2022 年全年 CPI 增速 1.7%，2022 年 3-4 季度 CPI 可能突破 2%。

图 8：2021-2022 年 CPI 预测（%）



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

四、PPI 已到顶点，未来逐步回落

工业生产者价格（PPI）继续大幅上行，生产资料价格继续走高。10 月份全国工业生产者出厂价格（PPI）同比 13.5%，环比上行 2.5%。2021 年翘尾水平预计达到 6.9%，上游能源等大宗商品的上行带来了 PPI 走高。

10 月份 PPI 环比大幅上行 2.5%，主要上行由：（1）国际原油价格上行带动国内石油及相关产业价格上行，拉动 PPI 上行 0.76%；OPEC+ 仍然保持产量的小幅增加，布伦特和 WTI 原油期货价格 10 月份分别上行 12.3% 和 13.9%；石油开采业价格上涨 7.1%，化学原料和化学制品制造业价格上涨 6.1%，精炼石油产品制造业价格上涨 5.8%，化学纤维制造业价格上涨 3.5%；（2）我国能耗双控下煤炭供应偏紧，带动了煤炭价格大幅走高，影响 PPI 上行 0.74%；10 月份焦煤和焦炭价格分别上行了 17.6% 和 13.4%，动力煤价格上行了 40.2%；（3）我国限产限电下高耗能产品价格上行，非金属矿物制品上行 6.9%，有色金属冶炼和压延品价格上行 3.6%，黑色压延工业品价格上行 3.5%，带动 PPI 上行 0.81%。

10 月份全球大宗商品出现共振，我国煤炭行业价格上行以及限产带动了全球天然气价格上行，天然气价格上行进而带动了原油价格的上行。能源价格大幅上行限制了全球高耗能产品的产量，上中游行业产品价格走高。这次大宗商品价格的共振是极端天气、中国极端政策、全球物流不畅加之部分地缘政治共同作用的结果。

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_29225

