

10 月 CPI 与 PPI 同步上行，后续工业品价格涨幅将见顶回落

—— 2021 年 10 月物价数据点评

分析师 王青 冯琳

事件：据国家统计局数据，2021 年 10 月 CPI 同比 1.5%，前值 0.7%，上年同期 0.5%；PPI 同比 13.5%，前值 10.7%，上年同期-2.1%。

主要观点：

10 月物价数据有两个关注点：首先是 CPI 涨幅在连续四个月下行后出现首次上扬，且上扬速度偏快，这是否意味着 PPI-CPI 传导效应开始体现？其次是当月 PPI 大幅冲高，超出市场普遍预期，这导致 PPI-CPI “剪刀差”再创新高。

CPI 方面，主要受上年同期基数下移，以及 10 月蔬菜价格大幅冲高、带动食品价格降幅明显收窄影响，当月 CPI 同比较快反弹；10 月 PPI-CPI 传导效应依然不明显，绝大多数消费品价格和服务价格走势平稳。这意味着物价因素不会对年底前货币政策操作形成掣肘，政策面将继续加大对下游中小微企业的支持力度。

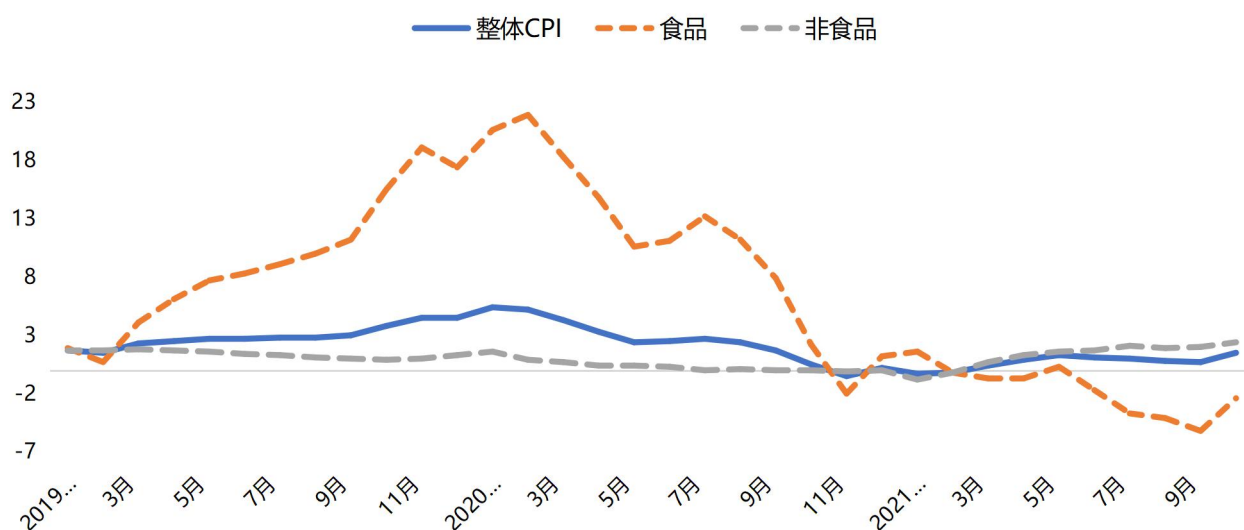
10 月国内煤炭等黑色系商品价格经历“过山车”走势，快速上涨后大幅回落，但因中上旬价格冲得过高，即便中下旬跌势明显，但从全月平均水平来看，仍有明显上涨，再加上 10 月国际原油和天然气价格走势偏强，整体来看，10 月 PPI 环比、同比涨势仍有明显增强，其中同比涨幅续创有记录以来历史新高。

展望未来，考虑到猪肉价格回升势头将会延续，能源价格上涨也会继续向 CPI 传导，11 月 CPI 同比涨幅有可能继续小幅扩大至 2.0% 左右。但 10 月蔬菜价格快速上涨局面的可持续性不强，接下来 PPI-CPI 传导效应整体上依然会很弱。这意味着年内 CPI 同比显著超出 2.0% 的可能性不大，短期内我国通胀形势整体温和的局面不会改变。PPI 方面，10 月将是本轮 PPI 上行的最高点，在国内煤、钢价格大幅下行带动下，11 月 PPI 同比涨幅将见顶回落。但受国际定价大宗商品价格料将高位震荡影响，预计年底前工业品价格同比涨幅仍将处于两位数。

具体分析如下：

一、主要受上年同期价格基数走低，以及蔬菜价格大幅冲高、带动食品价格降幅明显收窄影响，10 月 CPI 同比较快反弹；当月 PPI-CPI 传导效应依然不明显，物价因素不会对年底前货币政策操作形成掣肘。

图1 CPI 增速：当月同比 %



数据来源:WIND, 东方金诚

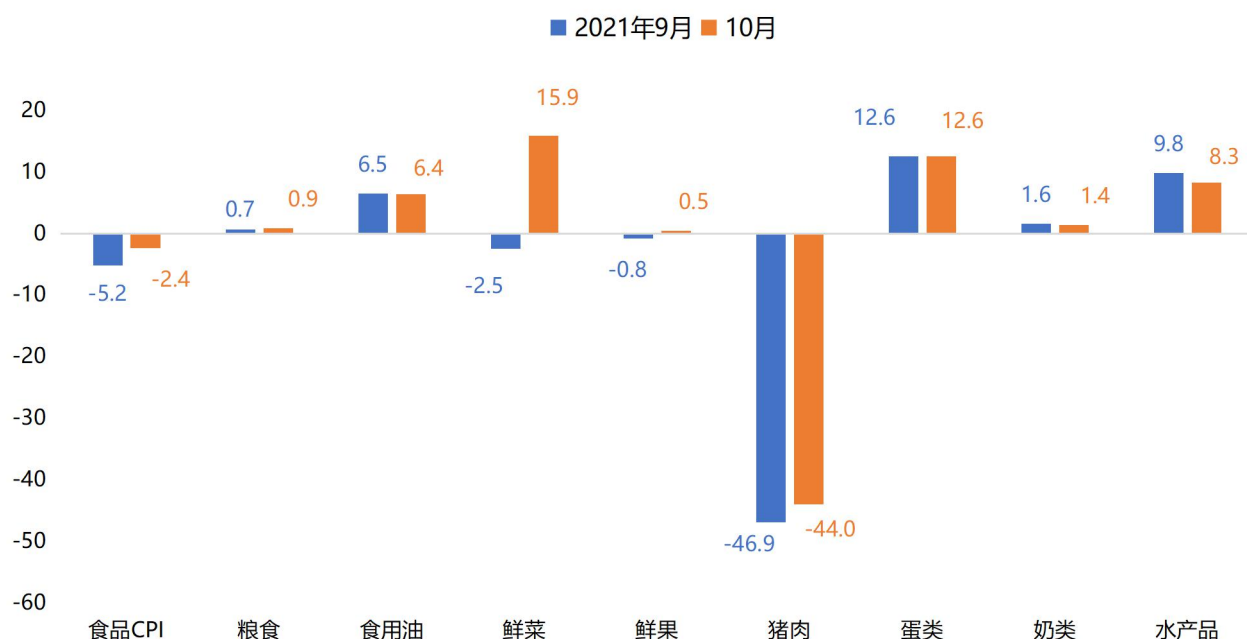
食品价格方面，10月蔬菜价格冲高最为引人关注，月内猪肉价格由降转升，将对后续CPI走势产生重要影响；近期国际农产品价格大幅上涨，但未对国内粮价造成明显影响。

10月食品价格环比上涨0.7%，主要原因是受近期降雨偏多以及生产运输成本增加等因素叠加影响，当月鲜菜价格较上月上涨16.6%，同比涨幅也由上月的-2.5%急升至15.9%。这是带动当月食品价格同比跌幅显著收窄的最重要因素。值得注意的是，从10月中下旬开始，随着需求季节性增加，加之第二轮中央储备猪肉收储工作有序开展，猪肉批发均价从17元/公斤左右的本轮低点回升至月末的22.5元/公斤，猪肉价格同比降幅由上月的-46%小幅收窄至-44%，意味着这一此前拖累食品价格下行的最重要因素在本月明显缓解。考虑到当前猪肉价格正处于触底回升阶段，未来走势将对CPI产生重要影响。

当月价格涨幅偏高的食品还包括蛋类和水产品。前者主因上年价格基数偏高，而从边际走势看，实际上受供应充足带动，近期鸡蛋价格呈持续小幅回落之势；后者价格近三个月出现较大幅度的持续下行，同比涨幅也在显著回落，主要原因是此前疫情影响下的供应不足出现明显缓解。

最后，10月粮食价格环比上涨0.2%，同比涨幅也小幅扩大0.2个百分点至0.9%，但整体走势依然平稳偏低。这表明，尽管近期海外谷物等农产品及食品价格出现较大幅度上涨，但在国内主粮供需平衡以及国内粮价普遍高于国际粮价的背景下，国内粮价并未随之出现显著波动，即这段时间国内外粮价和食品价格波动实现了“有效隔离”。唯一例外的是食用油，由于我国大豆进口依赖度很高，10月食用油价格同比上涨6.4%，尽管涨幅较上月有所回落，但仍属明显偏高水平。

图2 食品类各分项 CPI 同比增速 %



数据来源:WIND, 东方金诚

非食品价格方面, 10月同比涨幅微升至2.4%, 创下近三年新高, 但这并不意味着PPI向CPI传导有加速迹象。主要原因有两个: 一是当月核心CPI涨幅依然稳定偏低; 二是除CPI中的能源消费价格上涨外, 其它绝大多数商品价格继续处于低位波动状态。

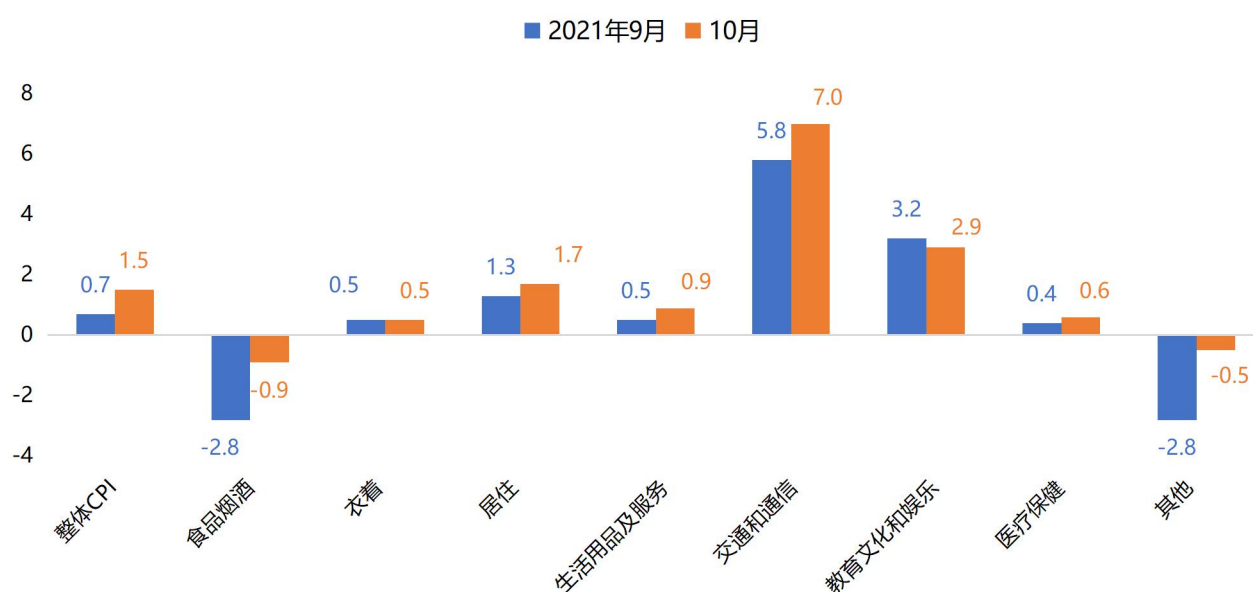
10月非食品价格同比涨幅较上月扩大0.4个百分点, 创下近三年以来新高, 是带动本月CPI同比上扬的另一个重要原因。由此, 本月物价数据的焦点是, 10月CPI涨幅扩大是否意味着PPI向CPI传导效应开始体现? 仔细分析10月CPI涨幅结构可以看出, PPI高涨向CPI传导依然受阻。这主要表现在两个方面:

首先, 当月扣除食品和能源价格的核心CPI继续表现平稳, 该数据10月为1.3%, 较上月上升0.1个百分点, 延续了下半年以来的平稳运行状态, 且继续处于明显偏低水平。其次, 从PPI向CPI的传导路径来看, 当前PPI高涨仅对CPI中与能源消费有关的价格变化产生一定影响, 这突出表现在CPI中的交通燃料价格和居住消费中的水电燃料价格较快上涨方面: 10月前者同比涨幅高达31.4%, 较上月扩大8.6个百分点, 直接带动CPI中的交通与通信价格同比涨幅扩大至7.0%; 后者同比涨幅为4.5%, 也较上月扩大1.9个百分点, 是CPI中居住价格涨幅扩大至1.7%的主要原因。

与此同时, 消费品和服务消费价格涨幅继续维持此前的低位状态。这在传导效应较易体现的家用器具等价格变化上表现比较明显——10月家用器具价格环比持平, 同比涨幅也维持在1.5%。这表明, 在当前居民消费不振、消费品供应充足的供需平衡局面下, 尽管上游钢材、化工等原材料价格上涨明显, 但下游企业很难提高终端消费品价格。

我们认为，PPI-CPI 传导受阻对宏观政策有两个影响：首先，这意味着物价因素对货币政策向稳增长方向微调不会有明显掣肘。其次，10 月 PPI-CPI 剪刀差再创新高，达到 12 个百分点，较上月扩大 2 个百分点。这意味着当前下游中小微企业经营困难加剧，如果这种状况持续下去，最终将不可避免地影响就业市场稳定。为此，接下来宏观政策对中小微企业的支持力度还将加码，这包括财政方面的减税降费会持续出台，货币政策中的定向支持力度也会进一步加大。综合以上，我们判断年底前后央行有可能再次降准，并带动 1 年期 LPR 报价下调，切实降低中小微企业等实体经济融资成本。这是目前缓解下游中小微企业成本压力最有效的措施之一，事实上这也是央行 7 月降准的直接原因。

图 3 八类商品与服务 CPI 同比增速 %

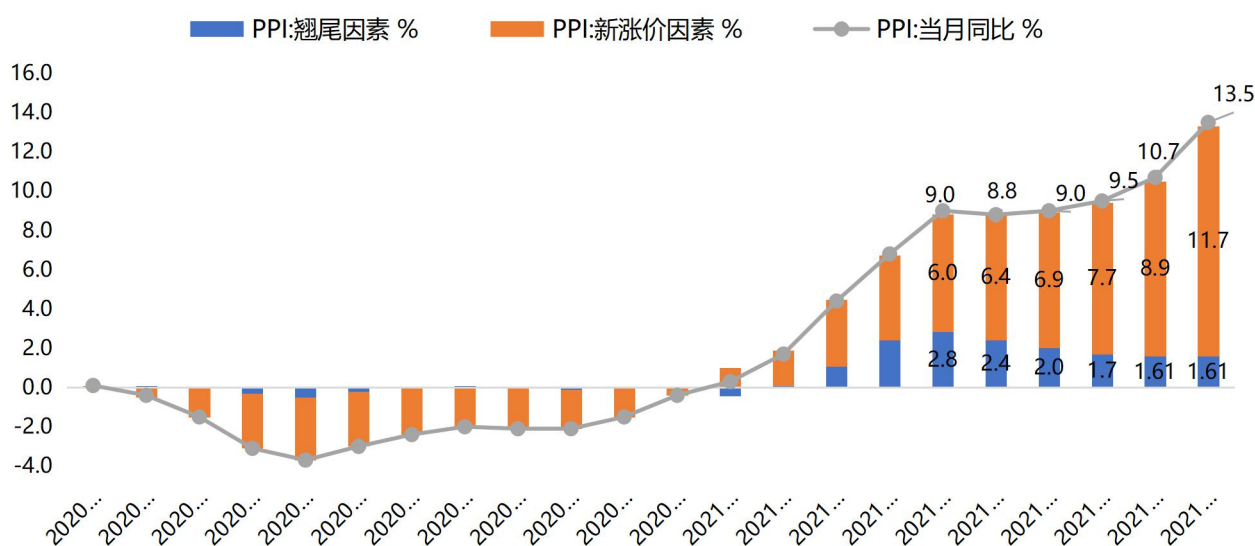


数据来源:WIND, 东方金诚

二、10 月国内煤炭等黑色系商品价格经历“过山车”走势，快速上涨后大幅回落，但因中上旬价格冲得过高，即便中下旬跌势明显，但从全月平均水平来看，仍有明显上涨，再加上 10 月国际原油和天然气价格走势偏强，整体来看，10 月 PPI 环比、同比涨势仍有明显增强，其中同比涨幅续创有记录以来历史新高。

10 月 PPI 环比涨势进一步加快，涨幅达 2.5%（前值 1.2%），同比涨幅冲高至 13.5%（前值 10.7%），续创 1996 年有记录以来历史新高。从翘尾和新涨价因素来看，10 月 PPI 翘尾因素与上月持平，新涨价因素则大幅上扬 2.8 个百分点，故当月 PPI 同比上行的原因是新涨价动能增强，与基数因素无关。

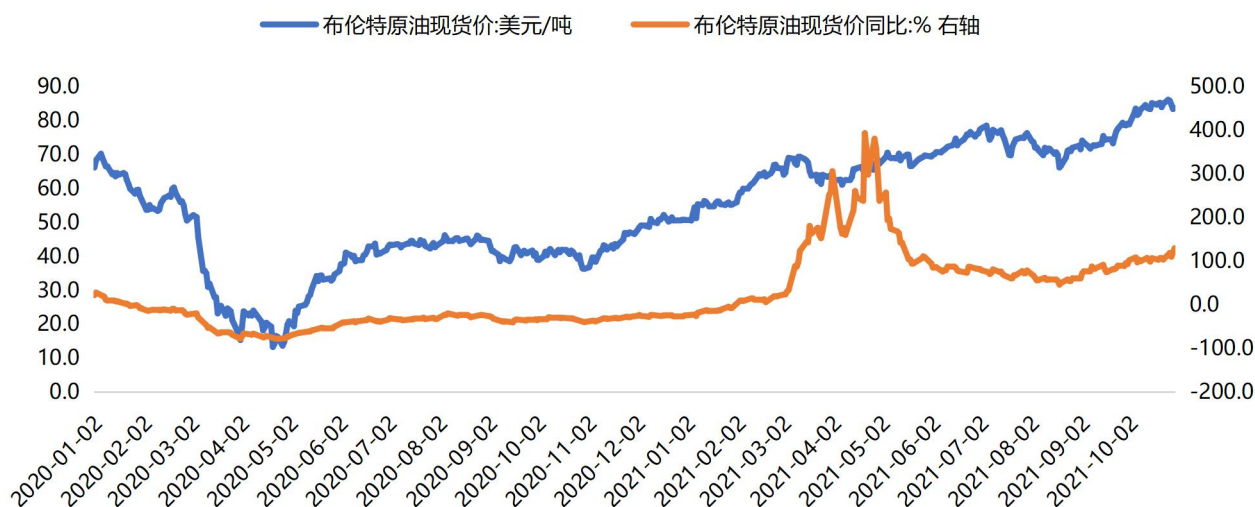
图4 10月新涨价因素大幅上扬带动PPI同比涨幅再创新高



数据来源:WIND, 东方金诚

10月PPI缘何再度冲高且涨幅再超预期？我们认为这受到内外部涨价因素拉动。从外部来看，10月欧美能源危机仍在演绎，原油、天然气、煤炭等传统能源及电力价格快速上涨。原因在于极端天气频发影响新能源发电，引发天然气、煤炭等传统能源发电需求上升，但受全球“碳中和”加速推进、疫后资本开支恢复缓慢等因素影响，欧美传统能源行业产能萎缩、供给弹性减弱，供需缺口迅速扩大导致天然气、煤炭价格飙升。同时，因“缺气”推升油气转换需求，而原油供给侧美国页岩油增产和伊朗产能回归仍存变数，近两个月国际油价亦重拾涨势。从数据来看，10月布伦特原油现货价月均值环比上扬12.1%，IPE英国天然气期货价和NYMEX天然气期货价月均值环比分别上涨38.5%和9.2%，澳大利亚纽卡斯尔动力煤现货价月均值环比上行23.0%。

图5 9月以来国际油价重拾涨势，同比涨幅再度走阔

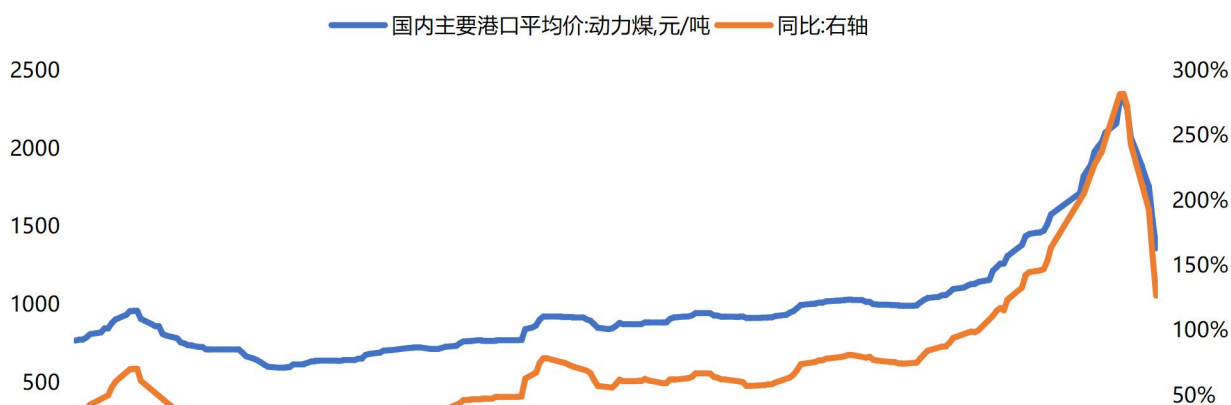


数据来源:WIND, 东方金诚

从国内来看，10月煤炭、铁矿石、钢材等黑色系商品价格经历“过山车”走势。10月中上旬，黑色系商品价格携手大涨，以动力煤为例，10月20日国内主要港口动力煤平均价超过2300元/吨，较9月末上涨约47%。面对煤炭价格的飙升，10月下旬以来，发改委重拳出击，通过行政手段调控煤价，煤炭价格暴跌，10月末国内主要港口动力煤平均价已回落至1362元/吨，距月内高点跌幅超过40%。同时，铁矿石价格在经历了9月下旬至10月上旬的反弹后也重回下行走势，钢材价格自9月以来快速上涨、10月中下旬也有明显下跌。与此同时，煤炭下游的煤化工品种如甲醇、聚烯烃、乙二醇以及有色金属铝、锌等耗电较大的工业品品种价格也出现较大幅度回调。由此，在煤炭价格大幅回落影响下，市场通胀预期得到缓和，这也是10月下旬以来国内债市偏强震荡的重要原因。

但另一方面，由于10月中上旬国内黑色系商品价格冲得过高，即便中下旬跌势明显，但从全月平均水平来看，仍有明显上涨。以动力煤为例，10月国内主要港口动力煤平均价环比上扬7.0%，同比涨幅从上月的65.3%扩大至79.3%。与此同时，10月中下旬国内也有部分工业品价格并未跟随煤炭价格暴跌，其中，水泥价格高位持稳，玻璃价格继续走高，石油制化工品如乙二醇、苯乙烯等价格也有所回落，但幅度相对较小。再加上10月中下旬国际原油和天然气价格走势偏强，因此，10月整体来看，PPI环比、同比涨势仍有明显增强。

图6 10月国内动力煤价格经历“过山车”走势



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_29285

