

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。

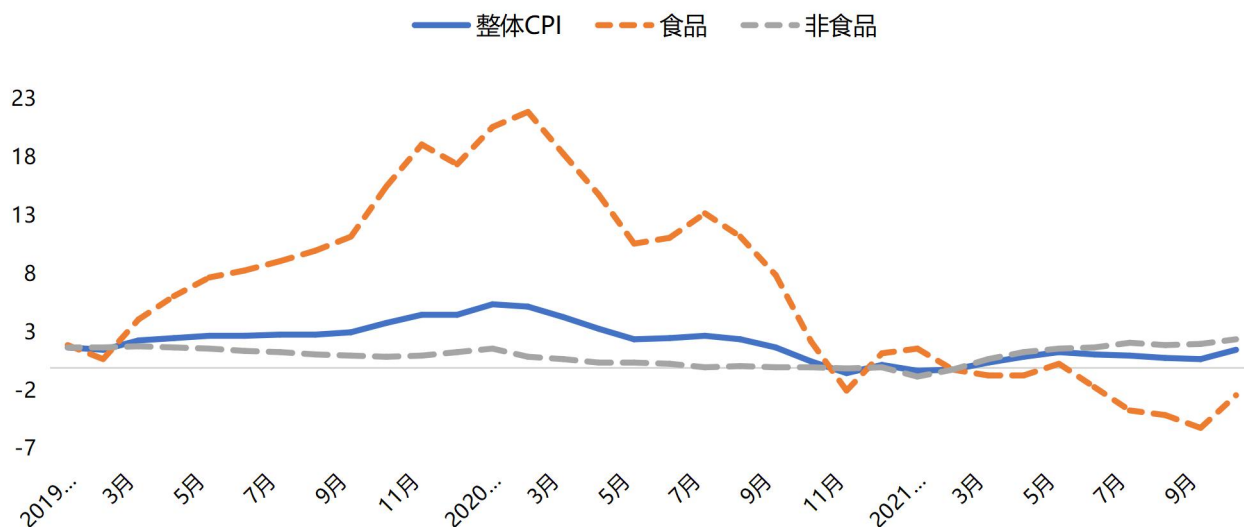
具体分析如下：

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。

找报告，上“数据理河”

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群（18610100296）同步分享更新

图1 CPI 增速：当月同比 %



数据来源:WIND, 东方金诚

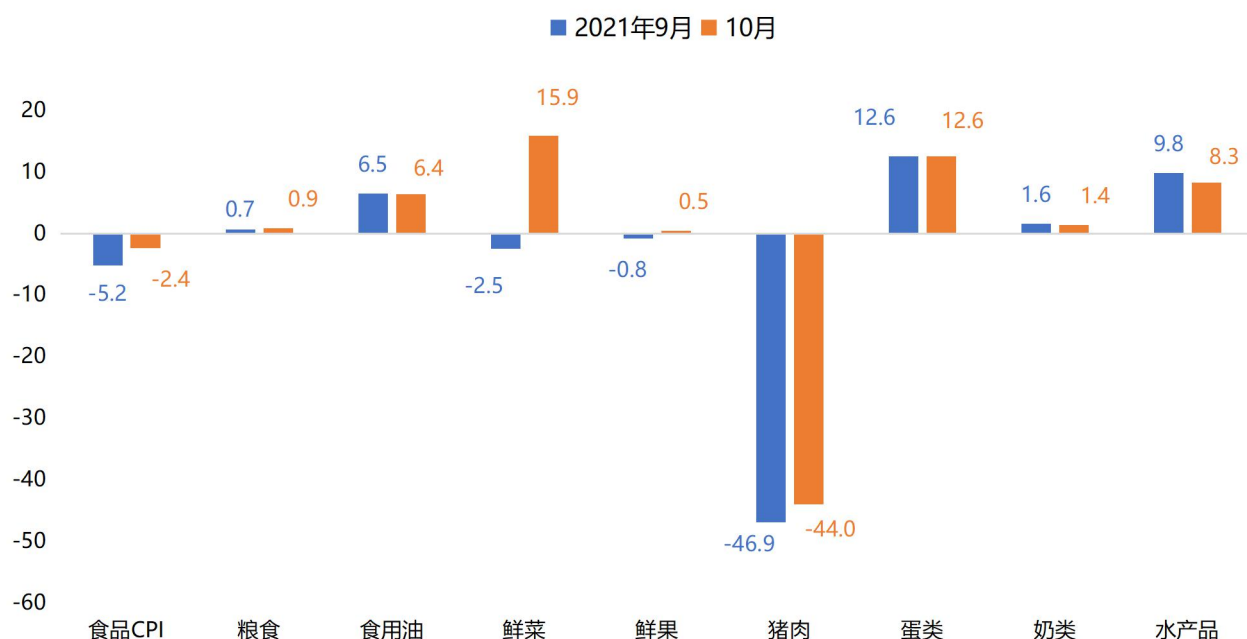
食品价格方面，10月蔬菜价格冲高最为引人关注，月内猪肉价格由降转升，将对后续CPI走势产生重要影响；近期国际农产品价格大幅上涨，但未对国内粮价造成明显影响。

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。

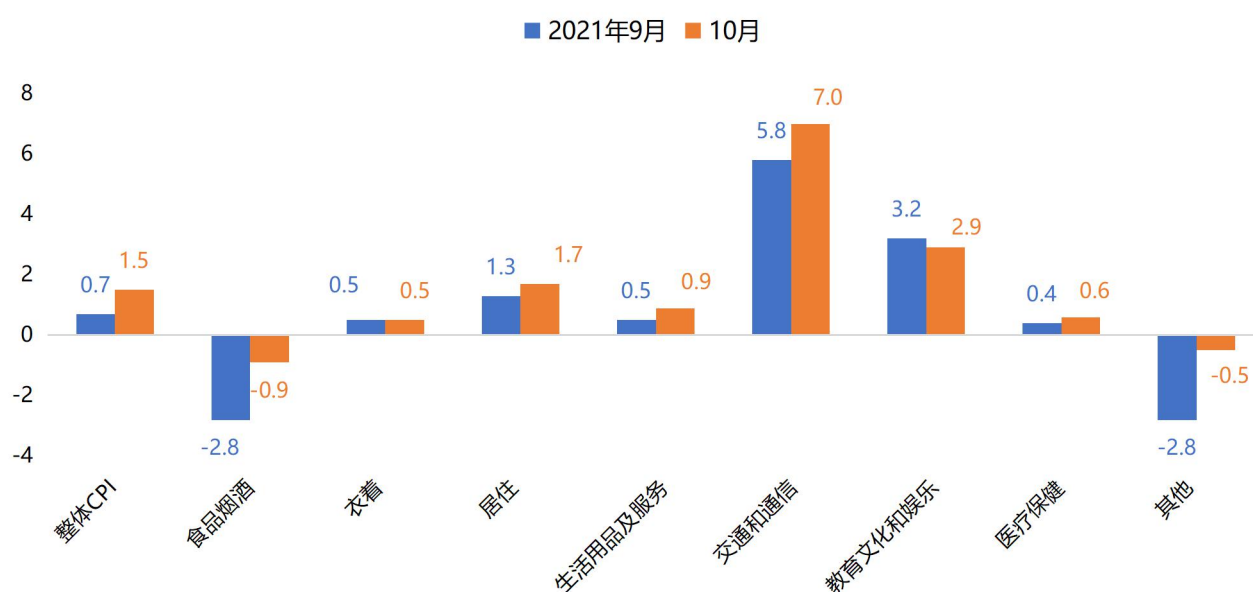
10月非食品价格同比涨幅较上月扩大0.4个百分点，创下近三年以来新高，是带动本月CPI同比上扬的另一个重要原因。由此，本月物价数据的焦点是，10月CPI涨幅扩大是否意味着PPI向CPI传导效应开始体现？仔细分析10月CPI涨幅结构可以看出，PPI高涨向CPI传导依然受阻。这主要表现在两个方面：

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 %

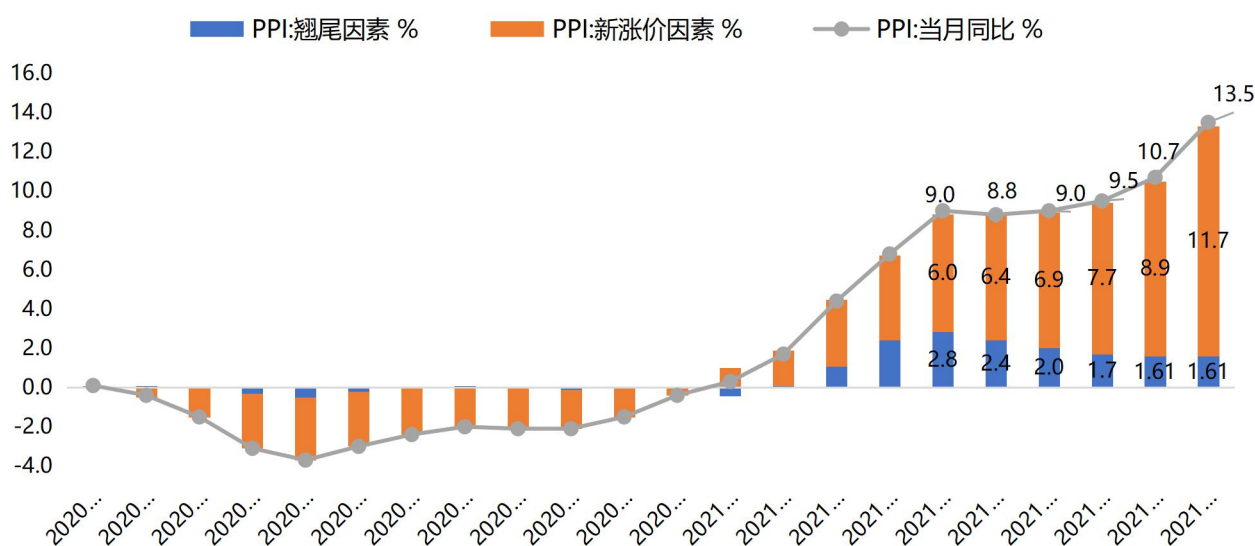


数据来源:WIND, 东方金诚

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。

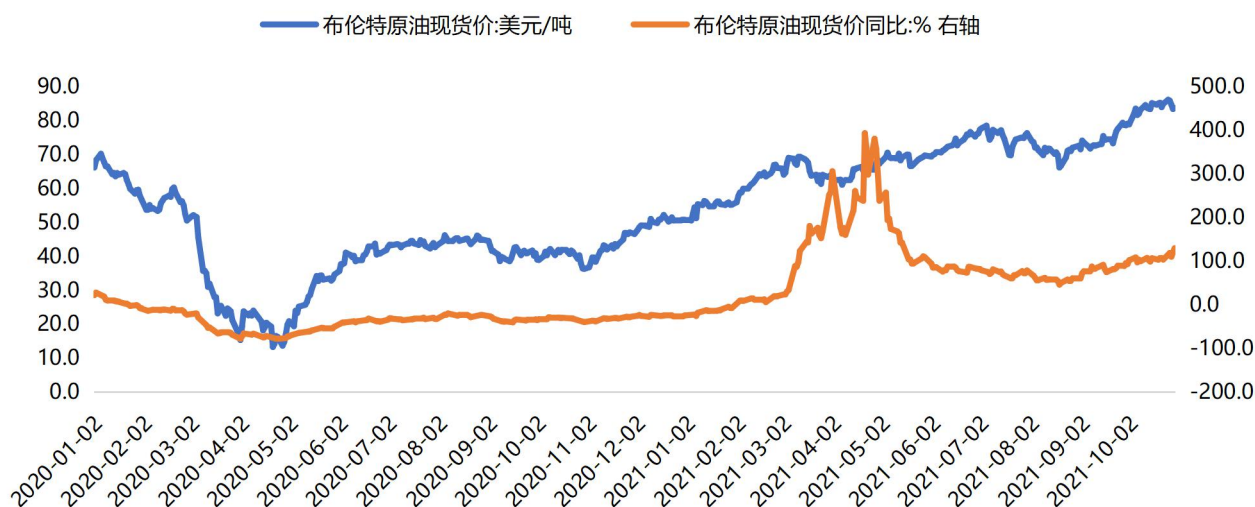
图4 10月新涨价因素大幅上扬带动PPI同比涨幅再创新高



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

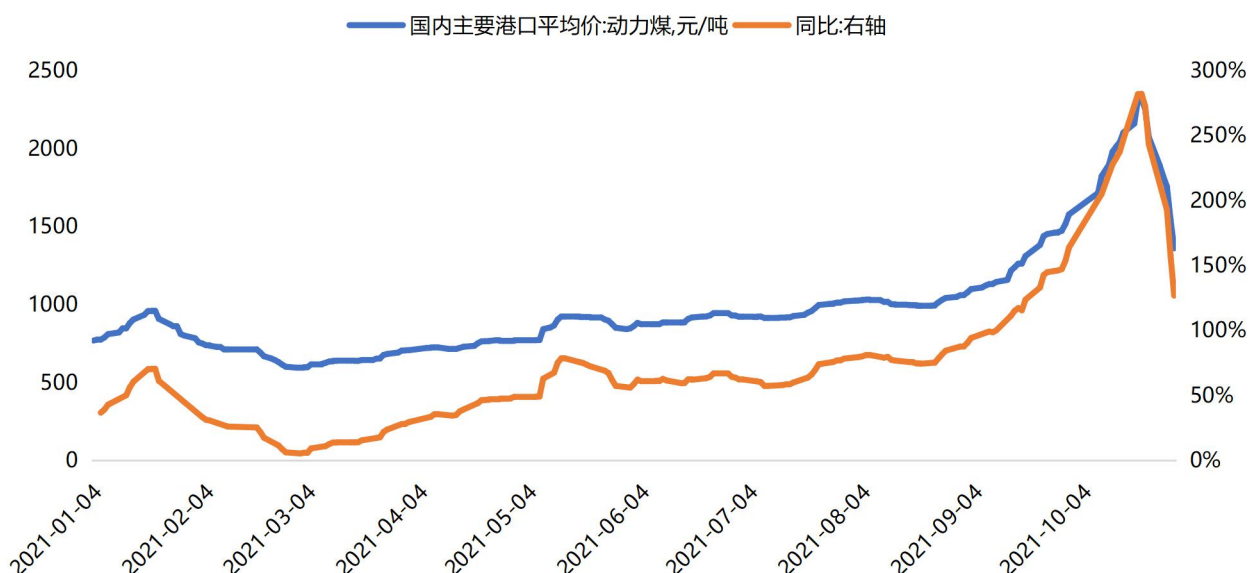


数据来源:WIND, 东方金诚

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

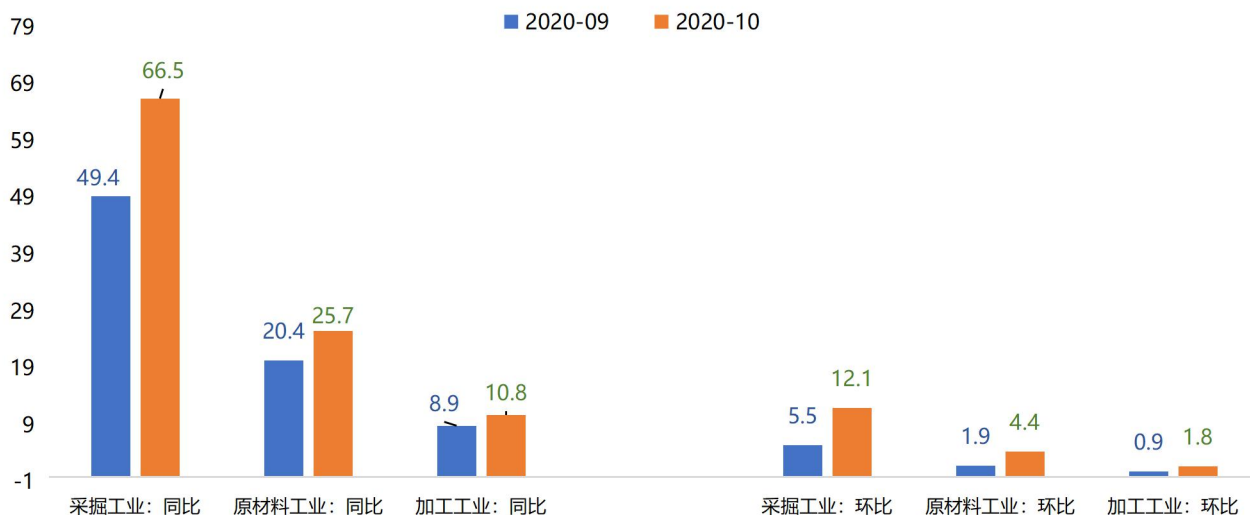


数据来源:WIND, 东方金诚

10月PPI加速上涨主要受煤炭、油气等传统能源以及钢材、水泥等工业品价格上涨带动。这也反映于当月生产资料PPI环比、同比涨幅均有所扩大，其中，同比涨幅较上月走阔3.7个百分点至17.9%。且从分项来看，上游采掘工业PPI涨势最强，原材料工业次之。另外，10月下游加工工业PPI环比、同比涨幅

也较上月有所加快，尽管幅度明显不及上游采掘工业和原材料工业。我们认为，在终端消费需求不振的背景下，下半年以来加工工业 PPI 持续加速上涨主要受上游涨价积聚的动能向下游传导带动。

图 7 生产资料各项 PPI 涨幅 %



数据来源:WIND, 东方金诚

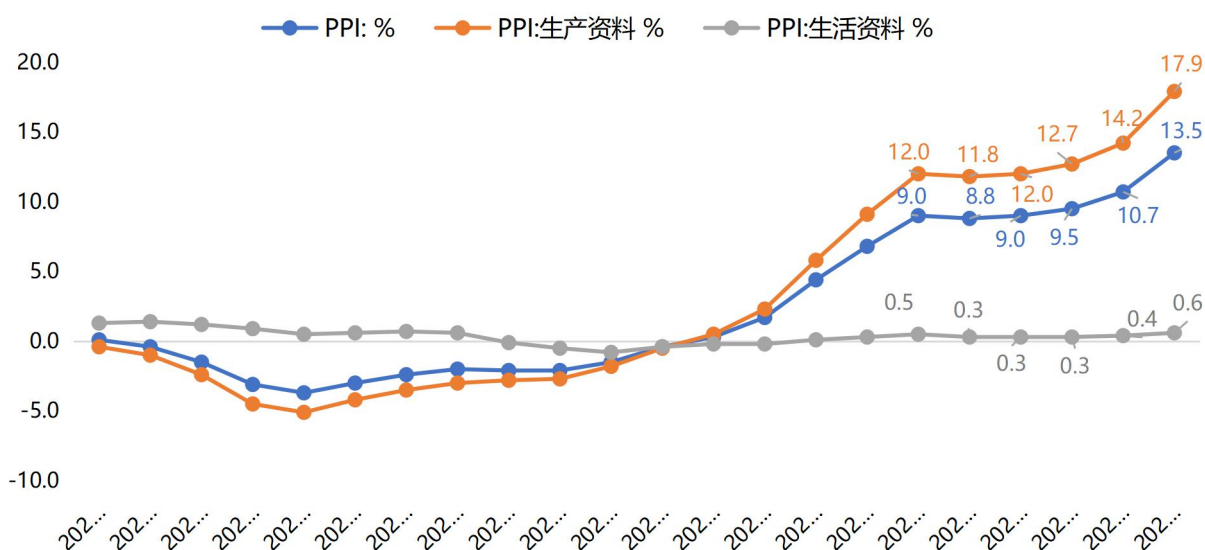
值得一提的是，中上游涨价向下游的传导也体现于10月生活资料PPI环比、同比涨幅均有所加快，但受终端消费不振制约，上涨幅度并不大，其中，同比涨幅较上月小幅加快0.2个百分点至0.6%，与生产资料PPI之间的“剪刀差”进一步拉大，这也意味着，下游企业仍面临很大的成本上涨和利润侵蚀压力。从具体分项来看，10月除耐用消费品PPI环比走跌、同比涨幅再度转负外，生活资料其他分项PPI环比、同比涨势均有所加快，显示成本压力驱动的涨价具有一定的普遍性。

图 8 生活资料各分项 PPI 涨幅 %



数据来源:WIND, 东方金诚

图 9 生产资料和生活资料 PPI 增速：当月同比 %



数据来源:WIND, 东方金诚

三、展望11月，CPI同比有望继续小幅回升，但年底前CPI同比大幅超过2.0%的可能性不大；11月PPI同比将见顶回落，年末有望维持两位数涨幅，短期内PPI与CPI之间的“剪刀差”仍将处于高位。

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。这意味着年底前CPI同比大幅超过2.0%的可能性不大，核心CPI有望继续稳定在低位增长水平，短期内我国通胀形势整体温和的局面不会改变。

PPI 方面，考虑到 10 月中下旬国内煤炭价格领衔工业品价格下跌，预计 11 月相关商品价格环比可能走跌，同比涨幅将有明显收敛，加之 11 月起 PPI 翘尾因素减弱，后续 PPI 同比涨幅趋于回落是大概率事件，10 月将是本轮 PPI 上行的最高点。不过，由于四季度为欧美能源消费旺季，短期内能源供给偏紧局面将难以逆转，国际定价大宗商品价格料将高位震荡，加之前期上游原材料涨价通过成本压力向下游传导出现加速苗头，我们预计，短期内 PPI 同比将继续运行于偏高区间，年底前仍将处于两位数增长水平。

权利及免责声明：

本研究报告及相关的信用分析数据、模型、软件、评级结果等所有内容的著作权和其他相关知识产权均归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构及个人未经东方金诚书面授权不得修改、复制、逆向工程、销售、分发、储存、引用或以其他方式传播。

本研究报告中引用的标明出处的公开资料，其合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方/发布方负责，东方金诚对该等资料进行了合理审慎的核查，但不应视为东方金诚对其合法性、真实性、准确性及完整性提供了任何形式的保证。

由于评级预测具有主观性和局限性，东方金诚对于评级预测以及基于评级预测的结论并不保证与实际情况一致，并保留随时予以修正或更新的权利。

本研究报告仅用于为投资人、发行人等授权使用方提供第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资者应审慎使用本研究报告，自行对投资行为和投资结果负责，东方金诚不对其承担任何责任。

本研究报告仅授权东方金诚指定的使用者使用，且该等使用者必须按照授权确定的方式使用，相关引用必须注明来自东方金诚且不得篡改、歪曲或有任何类似性质的修改行为。

未获授权的机构及人士不应获取或以任何方式使用本研究报告，东方金诚对本研究报告的未授权使用、超授权使用和非法使用等不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。