

能源短缺对我国通胀的影响

川财证券
CHUANCAI SECURITIES

——宏观深度报告

❖ 全球面临能源短缺

今年以来全球能源供给高度紧张，大宗商品价格连续暴涨，我国多地被迫拉闸限电，继新冠疫情爆发后，经济增长再次放缓。当前能源价格上涨已经向工业原材料传导，尽管能源价格对其他生产资料和生活资料价格的上涨影响具有一定的滞后性，但是如果能源价格继续长期上涨将导致全面的物价上涨。

❖ 新兴经济体受到能源短缺的冲击

欧美能源短缺愈演愈烈，巴西、印度等新兴经济体受能源危机影响，电力缺口不断扩大，电价不断上涨，并向下游产业传导。由于新兴市场经济体面临着更加严苛的国际金融环境，往往更倾向于用加息来遏制通货膨胀，但是另一方面，加息也会遏制需求，不利于经济复苏，带来一系列新的问题。

❖ 全球通胀预期

本轮通胀最重要的驱动因素是能源，全球天然气、煤炭、原油等资源短缺导致能源价格飙升。此轮通货膨胀有以下两个特点：一是已由疫情初期需求端主导转为供给端，二是全球碳中和背景下清洁能源转型导致的能源供给约束。由能源紧缺引发的通货膨胀对市场的影响很大程度上取决于持续时间。

当前，一些新兴市场国家已开启了加息，与新兴市场相比，发达经济体利率正常化的步调相对缓慢，但货币政策开始转向，不失为控制通货膨胀的良好开端。能源供需缺口大概率在明年年中得以缓解，在各国收紧货币、财政的趋势下，通胀压力有望在明年下半年得到控制。

❖ 我国“双控”政策推动上游行业价格上涨

9月中下旬以来，国家对能耗双控政策层层加码，坚决管控高耗能高排放项目。一方面为了达到能耗双控的目标，限制高耗能行业的生产，主要针对“两高”项目，包括煤电、石化、化工、钢铁、有色金属冶炼等行业。另一方面，由于煤炭价格高涨导致供电缺口而被迫限电，部分省市因电力供给不足，不得不采取拉闸限电、错峰用电等政策，多个行业开启限产限电。能耗双控能耗较高的中游的水泥、玻璃等产量也相应降低，与此密切相关的地产链需求也受到负面影响。由于供给收缩，钢铁、水泥、化工等高耗能工业品价格普遍出现明显上涨。

运动式减碳和“一刀切”的执行严重打击了企业的开工率，部分地区也开始逐步对运动式减碳开启纠偏，10月份企业拉闸限电停产的状况较9月有所缓解，但双高行业限产依然严格。双控政策带来的影响涉及到渗透到产业链的各个环节。下游行业面临着能紧张、上游供应短缺、原材料价格高企以及需求疲软等多重考验。

风险提示：下游需求超预期回落，海外大宗商品价格超预期震荡。

📌 证券研究报告

所属部门 总量研究部
报告类别 宏观深度
所属行业 宏观经济
报告时间 2021/11/16

📌 川财证券研究所

北京 西城区平安里西大街28号
中海国际中心15楼，
100034
上海 陆家嘴环路1000号恒生大厦11楼，200120
深圳 福田区福华一路6号免税商务大厦32层，518000
成都 中国（四川）自由贸易试验区成都市高新区交子大道177号中海国际中心B座17楼，610041

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页重要声明

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

正文目录

一、全球经济面临能源短缺	4
1.1 天然气价格连续飙升成为此次能源危机的主角	4
1.2 原油市场受到天然气危机的连锁反应	5
1.3 铜库存紧缩，供应短缺	6
1.4 铁矿石供给恢复，需求收缩	7
二、能源危机蔓延至新兴经济体	8
2.1 巴西启动天然气发电助推天然气价格上涨	8
2.2 印度遭遇煤荒	10
三、全球通胀压力回升	10
3.1 美国 Taper 落地	11
3.2 英国上调通胀预期	12
3.3 欧元区预计通胀明年将下降	12
3.4 俄罗斯加息应对通胀	13
3.5 通货膨胀预期	13
四、我国通胀情况预测	14
4.1 “双控”政策对我国工业生产的影响	14
4.2 当前 PPI 与 CPI 剪刀差走阔原因分析	15
4.3 PPI 后续运行趋势	16
4.4 0 CPI 后续运行趋势	16
风险提示	18
分析师	18
联系人	18

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页重要声明

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

图表目录

图 1: CRB 工业原料现货指数.....	4
图 2: 天然气价格加速上涨 (便士/色姆)	4
图 3: 我国天然气产量 (亿立方米) 及同比增速.....	5
图 4: 俄罗斯天然气平均出口价 (美元/千立方米)	5
图 5: 欧佩克原油产量 (千桶/天)	6
图 6: WTI 原油价格 (美元/桶)	6
图 7: LME 铜库存 (吨) 及价格 (美元/吨)	7
图 8: 我国粗铜和精炼铜产量 (千吨)	7
图 9: 我国铁矿石进口数量 (万吨)	7
图 10: 我国钢厂开工率.....	7
图 11: 巴西通货膨胀飙升	9
图 12: 巴西加息应对通货膨胀.....	9
图 13: 巴西天然气进口量 (吨)	9
图 14: 印度火电发电量 (吉瓦)	10
图 15: 印度自印度尼西亚煤炭进口量 (吨)	10
图 16: 主要经济体 CPI 同比增速	11
图 17: 美国职位空缺数显著上升 (千人)	12
图 18: 美国失业率.....	12
图 19: 工业增加值同比增速 (%)	14
图 20: 水泥价格指数飙升	14
图 21: 我国 PPI 同比增速 (%)	16
图 22: 我国 CPI 同比增速 (%)	16

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页重要声明

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

一、全球经济面临能源短缺

今年以来全球能源供给高度紧张，大宗商品价格连续暴涨，我国多地被迫拉闸限电，继新冠疫情爆发后，经济增长再次放缓。当前能源价格上涨已经向工业原材料传导，2021年10月20日CRB工业原材料指数上涨至650.04，成为近十年以来的最高点。尽管能源价格对其他生产资料和生活资料价格的上涨影响具有一定的滞后性，但是如果能源价格继续长期上涨最终将导致全面的物价上涨。

图 1：CRB 工业原料现货指数



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 2：天然气价格加速上涨（便士/色姆）



资料来源：Wind，川财证券研究所

1.1 天然气价格连续飙升成为此次能源危机的主角

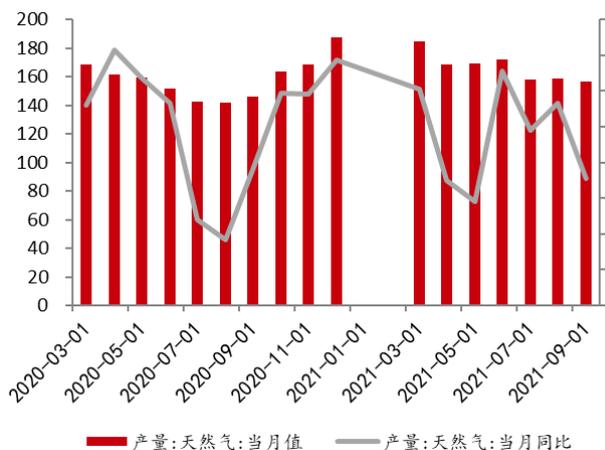
欧洲天然气价格飙升主要是由于需求强劲而供给不足造成的。从需求端来看，第一，今年以来欧洲各国新冠疫苗接种比例大幅上升，各国逐步解除封锁措施，生产复苏，天然气需求回暖；第二，受到天气情况影响，英国风力发电不稳定，天然气作为重要的发电原料，电力需求缺口使得天然气需求增加；第三，今年夏季的炎热天气，供电需求强劲，天然气储备耗费量大，再加上今年冬季拉尼娜再度来袭，冷冬促使欧洲各国补库存需求加大；第四，欧洲多国达成碳排放共识，能源结构转变的步伐加快，天然气作为煤炭第一替代品，需求随之增加。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页重要声明

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 3：我国天然气产量（亿立方米）及同比增速



资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 4：俄罗斯天然气平均出口价（美元/千立方米）



资料来源: Wind, 川财证券研究所

从供给端来看，第一，受到欧洲与俄罗斯之间的地缘政治因素影响，俄罗斯有意减少对欧洲的天然气供应；第二，美国天然气产量减少，美国作为全球最大的天然气生产国，由于疫情时期天然气需求下滑，价格暴跌，企业收缩产能，导致天然气产量下滑；第三，美国受9月初飓风艾达影响，天然气产量大幅下降，美国的液化天然气出口受到限制。

全球强调新能源替代化石能源、天然气产能供应受限、各国极端天气拉低天然气产量同时带动需求增长，推动天然气价格暴涨，引发全球能源危机。天然气短缺造成的价格暴涨，不仅会引发大量的中下游化工品暴涨，电力也大幅上涨，企业的生产成本再度上升。电价攀升加剧各地区停电风险，又会进一步推升能源价格上涨，通胀压力加大。

1.2 原油市场受到天然气危机的连锁反应

原油库存处于低位以及替代品紧缺助推原油价格高涨。从供给端来看，OPEC+在10月4日会议上决定维持现有40万桶/日的增产计划，并没有像市场预期的加大增产力度，原油市场供应呈现紧张趋势，供给弹性的缺乏会对油价形成较强的支撑；第二，9月份艾达登陆美国墨西哥湾，对生产端造成了超预期的影响；第三，存在地缘政治风险，

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页重要声明

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

利比亚尚未完全稳定的局势仍将时不时对其石油出口能力造成不利影响。

从需求端来看，第一，天然气短缺正在提振石油需求，加剧了石油市场本已经相当大的供应缺口，为石油价格形成支撑；第二，随着疫苗的推广，各国逐步放松国际旅行限制，带动了航空煤油需求的进一步恢复，原油需求产生提振。持续攀升的原油价格对工业生产以及居民生活产生影响。

图 5：欧佩克原油产量（千桶/天）



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 6：WTI 原油价格（美元/桶）



资料来源：Wind，川财证券研究所

1.3 铜库存紧缩，供应短缺

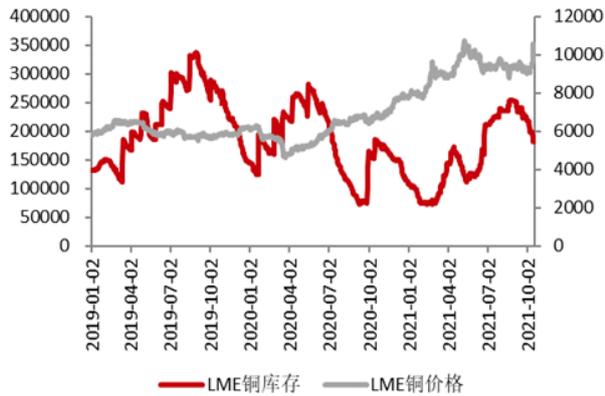
10月15日，LME铜库存创下1974年以来的最低水平，全球铜供应紧张局面急剧升级。首先，电力短缺影响金属冶炼工厂开工，铜生产减少，金属冶炼行业受到的能源短缺冲击大于下游制造业；其次，今年下半年废铜供应呈现减少趋势，废铜供应是影响铜市场短周期的重要因素，尽管铜价上涨能够刺激废铜供应，但存在明显滞后效应；最后，自今年以来，铜矿开采量连续小幅下降，矿产供应放缓。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页重要声明

找报告，上“数据理河”

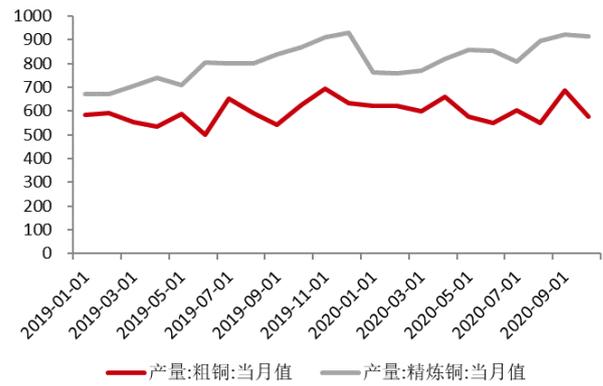
微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群（18610100296）同步分享更新

图 7: LME 铜库存 (吨) 及价格 (美元/吨)



资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 8: 我国粗铜和精炼铜产量 (千吨)



资料来源: Wind, 川财证券研究所

在铜供应减少的同时,铜市场需求也伴随欧洲天然气、石油、电力短缺而出现萎缩。我国“能耗双控”政策影响在四季度还将延续,制造业生产受限,也会降低铜的需求。虽然新能源可以提供一定需求支撑,但传统需求增长回落的压力较大。

1.4 铁矿石供给恢复,需求收缩

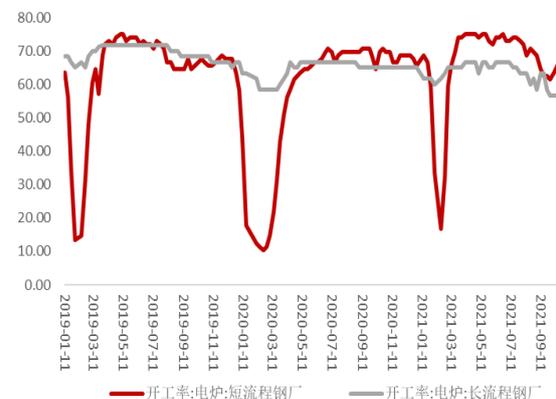
此前铁矿石市场出现巨大供需错配,供给收缩,需求强劲,继而推动了当时铁矿石整体价格的大幅上涨。进入下半年以后,供给端铁矿石产量恢复强劲,一方面随着疫情缓和,国际上的四大矿商恢复正常生产,铁矿石供应得到快速修复;另一方面,受到上半年铁矿石高价刺激,国内铁矿石生产积极性大幅提高。

图 9: 我国铁矿石进口数量 (万吨)



资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 10: 我国钢厂开工率



资料来源: Wind, 川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页重要声明

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

需求方面，我国对铁矿石进口的需求占全球七成以上，国内对铁矿石的需求直接影响铁矿石价格。国内碳中和、碳达峰概念不断升级，各地钢铁行业压减产量落实碳中和、碳达峰目标，铁矿石需求出现降温。另外，由于焦煤等燃料价格高涨，钢厂为了控制炼钢成本，一些钢厂选用废钢替代炼钢原料，铁矿石需求也承受压力。最后，由于钢铁行业下游需求不断减弱，一是房地产政策持续收紧，房屋新开工面积增速下滑明显，二是截至9月末，基建投资未见起色，鉴于专项债发行到基建项目开工有一定的时间间隔，地方隐性债务风险监管仍然严格，基建投资预期偏弱，铁矿石需求受限。

四季度是矿石发货高峰期，后期供应还会增加，而由于需求减少，铁矿石价格承压较大。

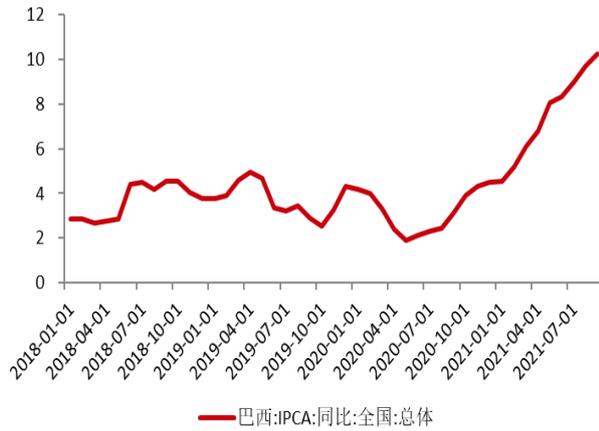
二、能源危机蔓延至新兴经济体

欧美能源短缺愈演愈烈，巴西、印度等新兴经济体受能源危机影响，电力缺口不断扩大，电价不断上涨，并向下游产业传导。由于新兴市场经济体面临着更加严苛的国际金融环境，往往更倾向于用加息来遏制通货膨胀，但是另一方面，加息也会遏制需求，不利于经济复苏，带来一系列新的问题。

2.1 巴西启动天然气发电助推天然气价格上涨

水电是巴西的主要能源来源，水力发电达到巴西发电总量的64%，然而严重的干旱导致水力发电崩溃，只能启动天然气发电机，以弥补水力发电短缺。在本就紧张的天然气市场上，巴西对天然气的需求加大了竞争，可能会再次推高天然气价格。受此影响，电力价格环比大幅增加，拉动了通胀率的上升。巴西10月CPI同比涨幅从9月份的10.05%上升至10.34%，继续维持两位数的通胀高位，远远超过巴西央行今年设定的3.75%的通胀目标。

图 11: 巴西通货膨胀飙升



资料来源: Wind, 川财证券研究所

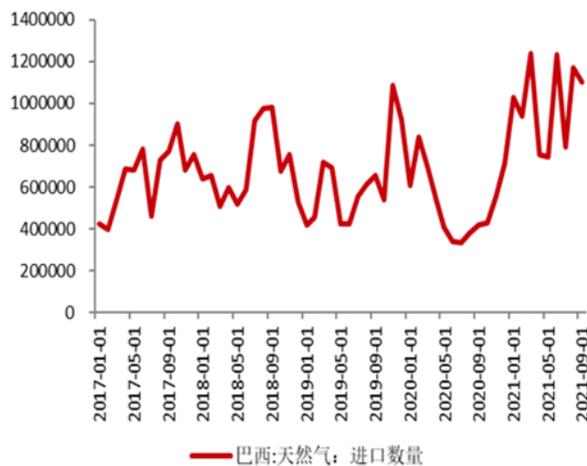
图 12: 巴西加息应对通货膨胀



资料来源: Wind, 川财证券研究所

为了减缓通胀, 巴西央行今年已经六次加息, 每次加息幅度都有逐渐上升的趋势。10月27日, 巴西央行宣布加息150个基点, 将利率从6.25%提升至7.75%, 以应对已达到两位数的通胀率。这是巴西央行自2002年以来最大幅度的一次加息。

图 13: 巴西天然气进口量 (吨)



资料来源: Wind, 川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页重要声明

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

2.2 印度遭遇煤慌

火电是印度主要的发电方式，印度四分之三的电力来源于煤炭供应，由于雨季洪灾，印度部分煤矿被洪水淹没，煤炭生产受到严重影响。印度的国有煤炭公司垄断了煤炭的生产，但由于生产效率低，无法满足国内需求。另一方面，由于国际市场动力煤价格涨幅过大，印度大批燃煤电厂因无力购买而遭遇煤慌。

图 14：印度火电发电量（吉瓦）



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 15：印度自印度尼西亚煤炭进口量（吨）



资料来源：Wind，川财证券研究所

伴随冬季的来临，供暖所需煤炭加大，印度对煤炭资源的需求又加重了煤荒短缺的负担。疫情过后，工业生产亟需复苏，然而煤炭资源的短缺使得印度不得不再次暂停工业生产。印度的制造业多是低端加工，电力资源短缺，产量锐减，导致生产资料价格大幅抬升。与此同时，印度市场的视频价格也大幅波动上涨，甚至印度联邦还建立了创纪录的 20 万吨洋葱储备，以应对洋葱价格可能飙升的问题，通胀水平加剧进一步阻碍了印度经济的持续增长。

三、全球通胀压力回升

伴随新冠疫苗接种推进，疫情有所缓解，全球经济生产处于复苏阶段。疫情后全球央行大规模放水，长期维持量化宽松政策，有力助推了实体经济的复苏，然而在流动性异常宽松的环境下，需求推动的大宗商品等原材料价格上涨以及供给短缺推动的能源价格飙升，主要经济体 CPI 出现趋势性回升。除了能源价格的飙升，食品价格也由于粮食的供

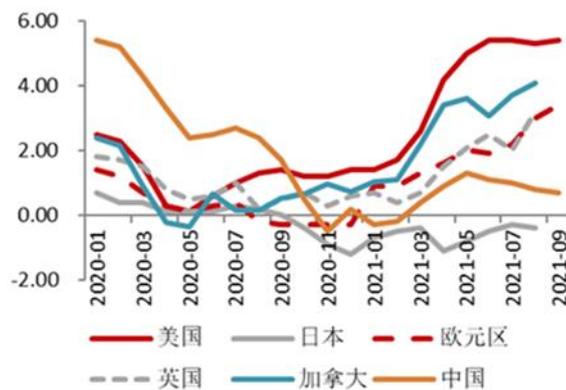
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页重要声明

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

需缺口而出现大幅上涨。受到今年极端天气的影响，主要粮食出口国美国、俄罗斯、巴西、加拿大等国粮食收成不佳，然而粮食需求却在激增，粮食库存不断减少。另一方面，能源短缺所引发的化肥价格高涨也进一步推升了粮食种植成本。

图 16：主要经济体 CPI 同比增速



资料来源：Wind，川财证券研究所

3.1 美国 Taper 落地

美联储 11 月议息会议宣布，全票通过维持联邦基金利率区间在 0%-0.25% 水平不变，并将于 11 月晚些时候启动缩减购债计划，每月资产购买规模减少 150 亿美元，将每月国债和 MBS 购买量分别调整至 700 亿和 350 亿美元（此前分别为 800 亿和 400 亿美元）。将于 12 月加快缩债步伐。

如果按照当前按月的缩减进度测算，Taper 到明年年中结束，在这期间美联储后续投放的流动性规模仍然十分可观，Taper 的节奏对于市场冲击可能相对有限。会议仍然认为是当前的供需错配导致通胀大幅上行，若美联储过早加息将会限制需求，不利于经济的增长。会议决议全票通过维持联邦基金利率区间在 0%-0.25% 水平不变，符合市场的预期。鲍威尔也表示 Taper 决定并不指向任何加息信号，加息最终还是取决于明年的实际通胀。由此可以看出，美联储此次议会更偏鸽派。但此次美联储会议提升了对通胀的担忧，预计未来美国通胀走势将对美联储当前的偏鸽论调有所掣肘。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页重要声明

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 17：美国职位空缺数显著上升（千人）



— 美国:职位空缺数:非农:总计:季调

资料来源：Wind，川财证券研究所

图 18：美国失业率



— 美国:失业率

资料来源：Wind，川财证券研究所

随着疫苗的推广，再加上财政补贴的结束，一些失业人群开始回到劳动力市场，美国劳动力市场逐步恢复，劳动供给也在增加，劳动力市场有望快速回暖，供应链紧缩的问题也会得到改善。美联储认为，随着企业增加商品生产，供应链紧张局面缓解，通货膨胀将在明年第二季度或第三季度下降。在鲍威尔的谈话中提到，在明年下半年能够实现充分就业。我们认为加息的关键点在于明年下半年是否能够实现充分就业。在美联储议息会议后，市场加息预期也有所升温。

3.2 英国上调通胀预期

英国中央银行英格兰银行 4 日表示，将基准利率维持在 0.1% 的历史低位，8950 亿英镑规模的债券购买计划也将保持不变，将应对经济增长放缓置于比通胀更加重要的位置。由于全球能源价格的大幅上涨，英国央行预计 11 月 CPI 将达到 4.5%，并且整个冬季都会保持在该水平附近，预计明年通胀水平在 4 月份达到 5% 左右的峰值。

英国央行已经结束了休假补贴，后续也会根据休假补贴取消之后对经济、就业以及通胀的影响，再决定收紧货币政策的规模。

3.3 欧元区预计通胀明年将下降

今年下半年，通货膨胀的数字远远超过了欧洲中央银行（ECB）之前所预定的 2% 这一目标。欧洲央行认为推动通胀的因素是暂时的，并且欧洲央行继续维持三大关键利率不变，

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页重要声明

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

同时保持宽松货币政策是必要的，预计欧元区通胀明年将下降，但其下降速度将比之前预期要慢。欧洲央行首席经济学家连恩(Philip Lane)11月8日表示，欧元区消费者价格涨幅高得令人意外，但这并非预示着全球经济1970年代经历过的长期通胀局面会重演，收紧货币政策以缓和欧元区目前通胀的做法将产生适得其反的效果。短期来看，在能源和运价高涨的趋势下，再加上税收的上调，通胀仍将维持高位。欧洲央行预测，今年欧元区欧元的总通胀率增为2.2%。此后，2022年的数值会降低到1.7%，2023年为1.5%。

3.4 俄罗斯加息应对通胀

10月份，俄罗斯央行宣布将基准利率提高75BP至7.5%，这已经是俄罗斯今年以来的第六次加息，并发出了可能进一步上调的信号。原因就是俄罗斯央行认为目前的通胀水平大大高于此前的预测，并将通胀目标设置为4%，但短期来看今年年底的通胀会维持在7.4%-7.9%。俄罗斯加息后，会增加英格兰银行加息的概率。若英国加息，那么随之会增加其他欧洲国家加息的概率，最终导致欧洲央行被迫加息。

3.5 通货膨胀预期

全球主要国家的新能源政策打击了传统能源供给，极端天气给能源的供需两端带来冲击，货币和财政政策又人为扩张了能源需求，由此引发全球能源供需失衡。这种失衡扭曲了能源市场价格，推高了原材料、制造、运输成本，并将价格最终传递到消费端，引发全球性通货膨胀。

本轮通胀最重要的驱动因素是能源，全球天然气、煤炭、原油等资源短缺导致能源价格飙升。此轮通货膨胀有以下两个特点：一是已由疫情初期需求端主导转为供给端，二是全球碳中和背景下清洁能源转型导致的能源供给约束。由能源紧缺引发的通货膨胀对市场的影响很大程度上取决于持续时间。

需求方面，随着北半球冬季的来临，能源和电力短缺的问题将在冬季延续，需求高涨的局面短期不会缓解。供给方面，第一，俄罗斯的天然气产量本身并未减少，甚至计划提高天然气产量，俄罗斯并不是没有能力向欧洲增加供应，只要俄罗斯对欧洲增加供应，即使冷冬需求偏紧，也不至于出现特别严重的紧缺。第二，美国飓风艾达对原油开采造成的影响正在修复，生产平台和港口基建修复预计持续至年底，墨西哥湾产量届时有望

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页重要声明

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

增加，提振美国整体产出。

当前，一些新兴市场国家已开启了加息，与新兴市场相比，发达经济体利率正常化的步调相对缓慢，但货币政策开始转向，不失为控制通货膨胀的良好开端。能源供需缺口大概率在明年年中得以缓解，在各国收紧货币、财政的趋势下，通胀压力有望在明年下半年得到控制。

四、我国通胀情况预测

4.1 “双控”政策对我国工业生产的影响

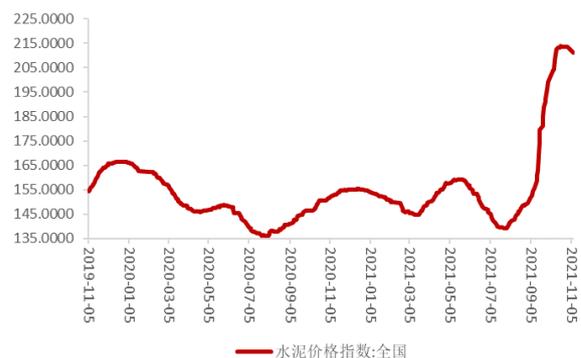
今年上半年，在疫情的有效防控以及疫苗接种大力推进中，我国工业生产在全球率先恢复，上游行业产能大幅增加，但另一方面也导致多地能耗超标。9月中下旬以来，国家对能耗双控政策层层加码，坚决管控高耗能高排放项目。一方面为了达到能耗双控的目标，限制高耗能行业的生产，主要针对“两高”项目，包括煤电、石化、化工、钢铁、有色金属冶炼等行业。另一方面，由于煤炭价格高涨导致供电缺口而被迫限电，部分省市因电力供给不足，不得不采取拉闸限电、错峰用电等政策，多个行业开启限产限电。能耗双控能耗较高的中游的水泥、玻璃等产量也相应降低，由于供给收缩，钢铁、水泥、化工等高耗能工业品价格普遍出现明显上涨。

图 19：工业增加值同比增速 (%)



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 20：水泥价格指数飙升



资料来源：Wind，川财证券研究所

运动式减碳和“一刀切”的执行严重打击了企业的开工率，部分地区也开始逐步对运动

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页重要声明

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

式减碳开启纠偏，10月份企业拉闸限电停产的状况较9月有所缓解，但双高行业限产依然严格。尽管纠偏正在持续推进，但工业品价格仍将维持高位运行。双控政策带来的影响涉及到渗透到产业链的各个环节。下游行业面临着能紧张、上游供应短缺、原材料价格高企以及需求疲软等多重考验。

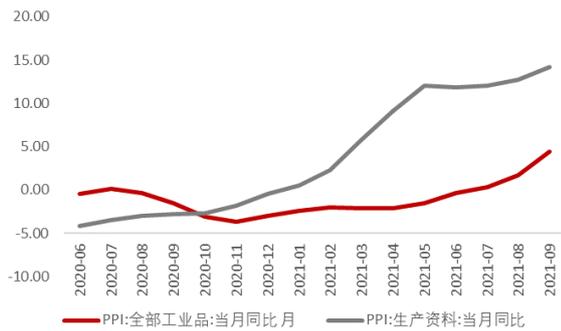
4.2 当前 PPI 与 CPI 剪刀差走阔原因分析

10月份受煤炭和部分高耗能行业产品价格上涨等因素影响，工业品价格涨幅继续扩大。生产资料价格同比上涨17.9%，涨幅走扩3.7个百分点，推动工业生产者出厂价格总水平上涨约13.36个百分点，工业企业成本端压力仍未缓释。

10月采掘、原材料和加工价格分别上涨66.5%、25.7%和10.8%。10月煤炭开采和洗选业价格上涨103.7%，涨幅比上月扩大28.8个百分点，是当月PPI涨幅扩大的主要原因，尽管我国保供稳价政策的发力使得煤炭价格明显回落，但是在疫情的影响下，印煤进口量持续走低，短期蒙煤进口增量有限，年内煤炭特别是焦煤供需格局仍需关注。石油和天然气开采业价格上涨49.7%，扩大6.1个百分点，在全球能源危机的影响下，大宗商品价格仍是推升工业品价格的主要因素。CPI方面，9月份，全国居民消费价格同比上涨0.7%。

CPI方面，截至10月，CPI同比涨幅在连续五个月收窄之后，本月迎来涨幅扩张，能源类产品价格上涨对CPI的拉动作用较为明显。从环比数据看，CPI环比也从与上月持平，转为上涨0.7%，受极端天气和生产运输成本的影响，CPI增速出现上涨。尽管CPI增速迎来扩张，仍不及PPI增速，主要原因在于CPI上行的需求方向动力不足，秋冬疫情扰动，多地区呈现分散式疫情，工业生产下滑加上服务行业受到影响，导致居民收入增速放缓，消费意愿不足。

图 21：我国 PPI 同比增速 (%)



资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 22：我国 CPI 同比增速 (%)



资料来源: Wind, 川财证券研究所

PPI 与 CPI 剪刀差持续走阔，工业生产价格向消费品价格传导受阻。PPI 持续走高，一方面由于供需错配缺口仍未补足，海外主要商品价格高涨，另一方面受到国内双控政策的影响，上游产品供给短缺，价格随之上涨。PPI 向 CPI 传导受到输入型通胀的强度、行业议价能力以及产品需求的旺盛程度影响。议价能力强、需求高的行业能够快速提价，向下游转嫁成本，顺利完成涨价传导。而需求疲软的行业，在竞争充分的格局下，很难通过涨价保证利润不被压缩。

4.3 PPI 后续运行趋势

10 月份以来，国家发改委大力推进煤炭保供稳价政策，全国煤炭产量持续增加，市场煤炭供应充足，增产增供取得明显成效，煤炭期现货价格出现大幅回落。电力供应也逐步增强，电力供需紧张的形势有所缓解，也再没有出现拉闸限电的现象。

短期来看，10 月份 PMI 原材料购进价格指数和出厂价格指数依旧呈现大幅增长，国际原油价格持续攀升，运输成本加大，另外冷冬季节，电力供需紧张，天然气价格上涨，能源攻击毛短短时间内难以缓解，PPI 增速四季度仍有上涨空间。长期来看，PPI 上涨的持续性取决于海外大宗商品价格以及双控政策的执行情况。在海外供需缺口修复以及双控政策的就偏下，预计 PPI 在今年年底达到峰值，明年开始回落。

4.4 CPI 后续运行趋势

CPI 难以抬升的重要原因是需求偏弱，疫情风险难以彻底消除，国内疫情防控措施严

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页重要声明

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

格，局部地区分散式疫情的扩散，居民收入增速放缓，消费难以恢复到疫情前的水平。短期来看，今年三季度北方雨水较多，多地发生洪涝灾害，四季度蔬菜价格有所上涨，农副产品价格随之升高，短期内虽然难以大幅下降，但蔬菜价格的周期性较弱，季节性较强，并不会持续大幅抬升 CPI。另外，今年猪肉的供应大幅增加，供应远超需求，使猪肉价格连续下跌，但当前进入猪肉消费旺季，后续猪肉价格拖累会有所减缓。虽然当前生猪存栏及同比仍在较高水平，但随着生猪养殖利润的降低，我们预计猪肉价格有望于明年二季度见底，随后温和回升。

今年冬季的拉尼娜现象，我国冬季寒冬概率增大，能源需求或再创新高，从而推动价格中枢上行。而国际上能源供需紧缺的局面仍然存在，随着冷冬的来临，供需紧平衡的局面不会改变，能源价格走势仍是后期 CPI 增速的重要影响因素。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页重要声明

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

风险提示

下游需求超预期回落

海外大宗商品价格超预期震荡

分析师

陈雳

证书编号: S1100517060001

邮箱地址: chenli@cczq.com

联系人

崔裕

证书编号: S1100120080004

邮箱地址: cuiyu@cczq.com

相关报告

【川财研究】宏观动态点评: 前三季度国民经济总体保持恢复态势(20211018)

【川财研究】宏观动态点评: 从支出法角度浅析三季度 GDP 数据(20211018)

【川财研究】宏观动态点评: 9 月 PPI 涨幅再度扩大(20211014)

【川财研究】宏观动态点评: 9 月 PPI 涨幅再度扩大(20211014)

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页重要声明

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

川财证券

川财证券有限责任公司成立于1988年7月,前身为经四川省人民政府批准、由四川省财政出资兴办的四川省川财证券公司,是全国首家由财政国债中介机构整体转制而成的专业证券公司。经过三十余载的变革与成长,现今公司已发展成为由中国华电集团资本控股有限公司、四川省国有资产经营投资管理有限责任公司、四川省水电投资经营集团有限公司等资本和实力雄厚的大型企业共同持股的证券公司。公司一贯秉承诚实守信、专业运作、健康发展的经营理念,矢志服务客户、服务社会,创造了良好的经济效益和社会效益;目前,公司是中国证券业协会、中国国债协会、上海证券交易所、深圳证券交易所、中国银行间市场交易商协会会员。

研究所

川财证券研究所目前下设北京、上海、深圳、成都四个办公区域。团队成员主要来自国内一流学府。致力于为金融机构、企业集团和政府部门提供专业的研究、咨询和调研服务,以及投资综合解决方案。



本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页重要声明

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

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）研究所签约客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无直接业务协议关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司研究所所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：000000029399

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页重要声明C0005

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