

宏观定期

高频与政策半月观—菜肉同涨、煤价大跌，如何影响通胀？

海外疫情有所反弹；国内散发式疫情继续扩散，多地限制人员流动；10月PMI数据显示国内经济“类滞胀”特征进一步凸显，后续经济、政策会怎么走？针对上述问题，我们对每半个月国内外高频数据和重大政策进行跟踪：1）国内外疫苗与疫情，以及复工情况；2）国内经济（高频）；3）重要会议与政策。本期为近半月（2021.10.25--11.06）以来的数据跟踪。

一、热点研究：近期菜价、猪价、煤价、运价变动，如何影响通胀？

>菜价：近期菜价大幅上涨，明显超越季节性，预计拉动10月CPI同比上行约0.32个百分点；
>猪价：季节回升+收储支撑肉价反弹，猪肉分项对10月CPI的拖累预计减少约0.18个百分点；
>煤价：10月20日以来煤价下跌超过56%，预计带动10月PPI同比少增约0.6个百分点；
>运价：干散货运价下跌，集装箱、油轮运价仍然强势，预计对国内通胀影响有限。
>总体看：10月CPI同比可能升至1.5%左右，PPI可能探高至12.7%甚至可能突破13.0%。

二、疫情与疫苗：海外疫情反弹，国内疫情扩散至20省；辉瑞旗下新冠口服药取得重大进展

1.疫情：海外新增确诊小幅反弹，近半月日均新增43.3万例，前值40.9万例；国内疫情扩散至20个省市，近半月新增本土确诊病例680例，全国中高风险地区增至67个（高风险4个）。

2.疫苗：全球疫苗累计接种72.3亿剂次，至少接种1剂次人数比例达50.2%；中国累计接种23.1亿剂次；由于国内疫情反弹以及加强针接种工作启动，国内疫苗接种速度明显加快，近半月日均接种545万剂次。辉瑞旗下新冠口服药临床试验能够降低患者住院或者死亡风险89%（效果好于此目前默沙东旗下的新冠口服药，默沙东新冠口服药降低住院或者死亡风险约50%），如果获批上市且临床效果达到预期，新冠病毒可能进一步流感化，全球经济活动正常化进程可能加速。

三、全球复工情况：交运、人员活动回落，美国经济修复延续放缓

1.交通运输：航班数量环比小幅下降至疫前89%左右；欧美交通拥堵指数普遍回落。

2.人员活动：欧美人员活动分化，美国持平，欧洲多数回落；亚洲日本、韩国人员活动加速修复。

3.美国经济：WEI指数继续回落至7.2%，表明美国经济修复延续放缓，就业数据延续改善。

四、流动性：月末流动性边际趋紧，央行加大投放，政府债券发行加速

1.货币市场：近半月央行净回笼1000亿元，为了对冲月末流动性紧张，22-29日央行单周净投放6800亿元；货币市场利率小幅抬升，R007与DR007利差先升后降，表明跨月之后流动性改善。

2.债券市场：近半月利率债发行1.03万亿，其中地方专项债发行3016亿元，累计发行2.9万亿，继续提示，根据财政部“新增专项债尽量在11月底前发行完毕”的要求，11月专项债可能明显放量（剩余约7000亿元）。10Y国债到期收益率环比回落3.1bp至2.891%。

3.汇率及海外市场：截至11月6日，美元指数收于94.224，环比持平；美元兑人民币约6.398，环比贬值0.5%；10Y美债收益率约为1.45%，中美利差约144.1bp，环比扩大1.2bp。

五、国内经济：原材料、工业品、航线运价均明显回落，高炉开工降至历史低位

1.上游：原材料价格多数回落：布伦特原油价格环比下跌0.3%；铁矿石环比续跌7.2%，跌幅再度扩大；煤炭价格环比下跌30.0%，主因政策出手干预叠加保供措施发力；铜价下跌2.4%。

2.中游：重点品种开工延续分化。近半月PTA开工率环比回升8.8个百分点，高炉、焦化企业开工率分别环比回落3.3、2.4个百分点，其中高炉开工率首次降至50%以下（除今年“七一”停工外）。主要工业品价格回落。螺纹钢价格环比下跌15.7%，水泥价格环比持平，但近期有见顶回落迹象。出口运价回落。BDI指数环比大跌30.6%，CCFI指数小幅回落0.8%。

3.下游：商品房成交边际改善，土地市场延续降温。近半月商品房成交面积环比增加42.4%，二手房房价环比上涨0.1%；100城土地成交面积环比减少13.8%，溢价率环比下降2.3%，降幅较前值收窄。汽车生产继续改善，销售有所好转但仍偏弱。半钢胎开工率回升0.3个百分点至56.5%，10月乘用车日均销售5.7万辆，高于9月的5.6万辆，但低于去年同期的6.0万辆。食品价格明显上涨。近半月猪肉、蔬菜、水果价格分别环比回升16.1%、10.0%、1.7%。

六、国内重大政策：“双碳”顶层设计落地；国常会连续聚焦大宗价格，煤价调控升级

1.重要会议：国常会：采取措施解决大宗价格上涨推升成本问题，做好肉蛋菜及其他生活必需品保供稳价工作（11.2）；以市场化方式应对大宗价格高位、成本上升对制造业的影响（10.27）。

2.货币、财政政策：制造业中小微企业缓缴2021年四季度部分税费（10.29）。

3.行业与产业政策：北交所开市临近；碳达峰“1+N”政策体系更加明确

>金融监管：证监会、北交所：北交所相关制度进一步完善，开市时间基本明确（10.30）；央行等：我国全球系统重要性银行杠杆比率应于2025年初达到6%、2028年初达到6.75%（10.30）。

>产业政策：中共中央、国务院：“双碳”战略顶层设计落地，“1+N”政策体系更加明确，有5大看点（10.24、10.26）；发改委等多部门：连续召开会议，强化对煤炭价格的调控（11.3）。

七、政策展望：“类滞胀”加剧，继续紧盯两大纠偏（地产、限产）和促消费相关举措

PMI等数据显示经济“类滞胀”加剧，继续提示四季度GDP增速大概率跌破4%，当前经济与政策仍存三大“困局”：房地产能怎么松（近期房企频频违约，松的必要性进一步增大）；限产能怎么松；货币能怎么松。此外，随着疫情反复又有新的“困局”：促进消费还有什么办法（关注我国疫情“动态清零”政策的边际变化）。后续建议继续紧盯地产和限产政策的调整力度（目前均有所纠偏、均边际松动）、促消费相关举措。短期有6点关注：11月8-11日召开十九届六中全会；共同富裕，关注即将出台的《促进共同富裕纲要》；金融反腐紧张；各省/各行业碳达峰行动方案预计年内陆续出台；鲍威尔能否获得连任提名；美国财政预算和债务上限问题。

风险提示：疫情演化、外部环境恶化、政策收紧等超预期。

作者

分析师 熊园

执业证书编号：S0680518050004

邮箱：xiongyuan@gszq.com

研究助理 刘安林

邮箱：liuanlin@gszq.com

相关研究

1、《高频与政策半月观：四季度GDP增速可能跌破4%，关注两大纠偏》2021-10-24

2、《“类滞胀”加剧—10月PMI的5大信号》2021-10-31

3、《2030碳达峰行动方案5大看点&最新政策汇总》2021-10-26

4、《警惕11月海外市场4大风险》2021-10-21

5、《困局与纠偏—GDP“破5”的背后》2021-10-18

6、《高频与政策半月观：地产和限产，会放松吗？》2021-09-05

内容目录

热点：近期菜价、猪价、煤价、运价变动，如何影响通胀？	4
菜价：本轮菜价上涨可能拉动 10 月 CPI 同比上行约 0.32 个百分点	4
猪价：可能带动猪肉分项对 10 月 CPI 的拖累减少约 0.18 个百分点	4
煤价：近期煤价下跌可能带动 10 月 PPI 同比少增约 0.6 个百分点	5
运价：干散货运价明显下跌，对国内通胀影响预计有限	6
疫情与疫苗：海外疫情小幅反弹，国内疫情已扩散至 20 省；辉瑞旗下新冠口服药取得重大进展	6
疫情	6
疫苗	7
全球复工情况：交运、人员活动回落，美国经济修复延续放缓	8
交通运输	8
人员活动	9
美国经济	10
流动性：月末流动性边际趋紧，央行加大月末投放，政府债券发行加速	10
货币市场	10
债券市场	11
汇率及海外市场	12
国内经济：原材料、工业品、航线运价均明显回落，高炉开工降至历史低位	13
上游	13
中游	14
下游	14
国内重大政策：“双碳”顶层设计落地；国常会连续聚焦大宗价格，煤价调控升级	15
重要会议	15
货币、财政政策	16
行业政策：北交所开市临近；碳达峰“1+N”政策体系更加明确	16
金融监管	16
产业政策	17
风险提示	18

图表目录

图表 1：10 月蔬菜价格大幅上涨，超越季节性	4
图表 2：农药、化肥价格上涨对蔬菜价格也有提振	4
图表 3：近期猪肉价格明显反弹	5
图表 4：能繁母猪存栏数据显示本轮猪价见底可能在 2022 年年中左右	5
图表 5：10 月 20 日以来动力煤价大幅下跌	5
图表 6：本轮运价下跌主要是干散货运价下跌	6
图表 7：全球疫情小幅反弹，欧洲日均新增确诊回升较多	7
图表 8：世界主要国家疫苗接种总剂数	8
图表 9：世界主要国家每日接种增速	8
图表 10：交通运输—商业航班数量：环比小幅下降	8
图表 11：交通拥堵指数：巴黎降幅明显，美国下降至约 8 成	8
图表 12：谷歌活动指数——美国基本持平前值	9
图表 13：谷歌活动指数——英国工作场所指数回落	9

图表 14: 谷歌活动指数——德国公共交通、工作场所所有回落.....	9
图表 15: 谷歌活动指数——法国工作场所指数大幅回落.....	9
图表 16: 谷歌活动指数——日本延续修复.....	10
图表 17: 谷歌活动指数——韩国已修复至超疫情前水平.....	10
图表 18: 美国周度经济指数延续回落.....	10
图表 19: 美国当周初次申请失业金人数有所回落.....	10
图表 20: 央行加大月末流动性投放.....	11
图表 21: 近半月货币市场利率小幅回升.....	11
图表 22: R007 与 DR007 利差先升后降.....	11
图表 23: 不同评级同业存单到期收益率延续回升.....	11
图表 24: 近半月来地方政府债发行加速.....	12
图表 25: 不同期限国债到期收益率均有所回落.....	12
图表 26: 不同期限银行理财产品预期年收益率明显回落.....	12
图表 27: 美元指数环比持平, 美元兑人民币延续小幅贬值.....	13
图表 28: 中美利差延续小幅走阔.....	13
图表 29: 原材料价格: 原油价格回落, 煤炭价格大幅下跌.....	13
图表 30: 原材料价格: 铁矿石续跌, 铜价小幅回落.....	13
图表 31: 工业生产: 重点品种开工分化.....	14
图表 32: 工业生产: 挖掘机、重卡销量同比降幅扩大.....	14
图表 33: 工业品价格: 螺纹钢价续跌, 水泥价格有见顶迹象.....	14
图表 34: 航线运价均有所回落.....	14
图表 35: 地产销售: 商品房成交面积回升, 土地成交面积续降.....	15
图表 36: 地产价格: 二手房价环比小幅上升, 土地溢价率继续回落.....	15
图表 37: 汽车产销: 生产继续改善、销售仍然偏弱.....	15
图表 38: 食品价格: 均明显上涨.....	15

热点：近期菜价、猪价、煤价、运价变动，如何影响通胀？

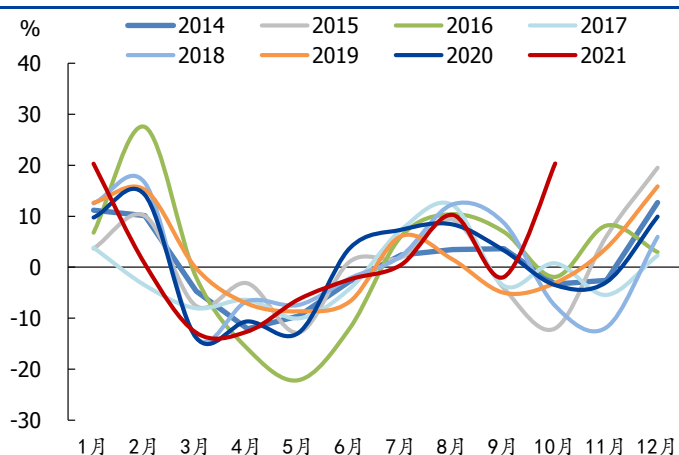
菜价：本轮菜价上涨可能拉动 10 月 CPI 同比上行约 0.32 个百分点

近期，蔬菜价格大幅上涨，明显超越季节性：按照历史规律，由于秋季蔬菜大量上市，10 月菜价环比多数下跌，2014-2020 年环比均值为-4.4%，今年 10 月 28 种重点监测蔬菜环比上涨 20.4%，明显超越季节性。本轮菜价上涨，跟两方面因素有关：第一、10 月以来北方河北、河南、山东等地大规模降温、降水，影响蔬菜生长和采摘，导致蔬菜供应偏紧；第二、前期大宗价格大幅上涨推升农资、化肥价格，对于菜价也有提振，比如 10 月草甘膦、尿素价格分别环比上涨 26.9%和 15.1%。

往后看，秋季蔬菜大量上市、叠加政策强化蔬菜等必需品保供稳价，蔬菜价格应会继续回落。但考虑到 11 月下旬开始蔬菜价格可能步入传统的上行区间，叠加今年冷冬现象较为严重，今冬菜价中枢可能高于往年。

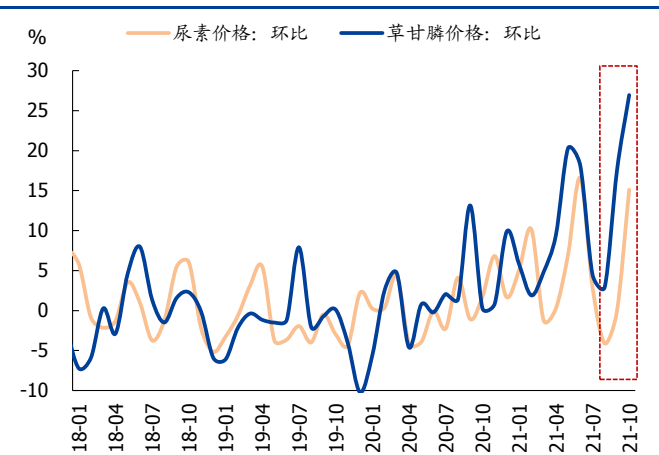
菜价上涨如何影响通胀？高频数据显示，10 月 28 种重点蔬菜价格同比上涨 17.6%，按照菜价和 CPI 鲜菜分项的拟合关系，可能带动 CPI 鲜菜分项同比上行 16.2%，考虑到鲜菜分项在 CPI 中的权重约为 2.0%，对应本轮蔬菜涨价可能拉动 10 月 CPI 同比上行约 0.32 个百分点。

图表 1：10 月蔬菜价格大幅上涨，超越季节性



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 2：农药、化肥价格上涨对蔬菜价格也有提振



资料来源：Wind，国盛证券研究所

猪价：可能带动猪肉分项对 10 月 CPI 的拖累减少约 0.18 个百分点

近期，猪肉价格明显反弹：猪肉平均批发价从 10 月 12 日的 17.5 元/千克反弹至 11 月初的 23.3 元/千克，反弹幅度达到 33.1%，带动 10 月猪肉批发价环比降幅收窄至 0.1%，前值为降 7.0%。本轮猪肉价格反弹，主因有二：1）秋冬之后，猪肉消费逐步增加，猪肉价格季节性反弹；2）中央和地方启动第二轮猪肉收储，短期对猪肉价格存在支撑。

但是，考虑到当前生猪存栏仍处高位，猪肉供给偏多；国内局部疫情仍有反复，对餐饮行业存在压制，倾向于认为年内猪肉价格可能难以大幅反弹。按照能繁母猪、猪周期运行规律看，本轮猪周期底部可能在 2022Q2，价格趋势性上行可能要到 2022 年年中左右。

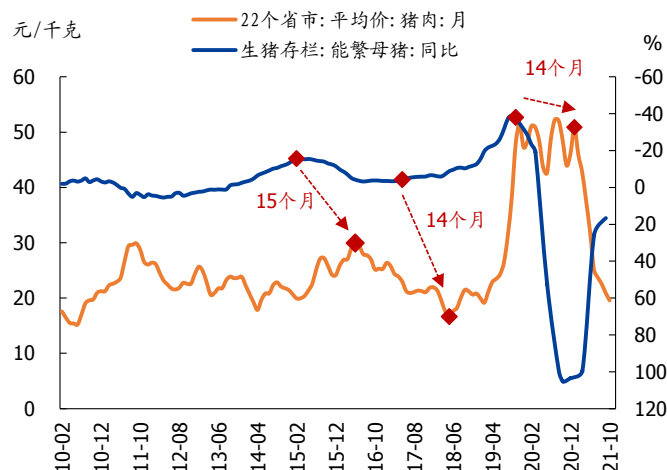
猪肉价格反弹如何影响通胀？高频数据显示，10 月猪肉批发价同比下降 52.1%，降幅较前值收窄 5.8 个百分点，按照猪肉价格和 CPI 猪肉分项的拟合关系，可能带动 CPI 猪肉分项降幅收窄 7.6 个百分点；考虑到猪肉分项在 CPI 中的权重约为 2.4%，对应本轮猪肉价格反弹带动猪肉分项对 CPI 的同比拖累减少约 0.18 个百分点。

图表3: 近期猪肉价格明显反弹



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表4: 能繁母猪存栏数据显示本轮猪价见底可能在2022年年中左右



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

煤价: 近期煤价下跌可能带动10月PPI同比少增约0.6个百分点

从10月20日发改委召开座谈会“研究依法对煤炭价格实施干预措施”以来,煤炭价格大幅下跌: 秦皇岛Q5500动力煤市场价从最高的2592.5元/吨降至1130元/吨,降幅达到56.4%。

但综合看,10月动力煤价同比仍然上涨243.3%,按照动力煤价和PPI煤炭采选行业的拟合关系,可能带动PPI煤炭采选行业上行104.9%,考虑到煤炭采选行业占PPI的比重约为1.9%,对应本轮煤价上涨可能拉动10月PPI上行约2.0个百分点,10月20日以来的煤价下跌可能带动10月PPI少增约0.6个百分点(如果按照2592.5元/吨的最高价折算,煤价上涨可能拉动PPI上行2.6个百分点)。

图表5: 10月20日以来动力煤价大幅下跌

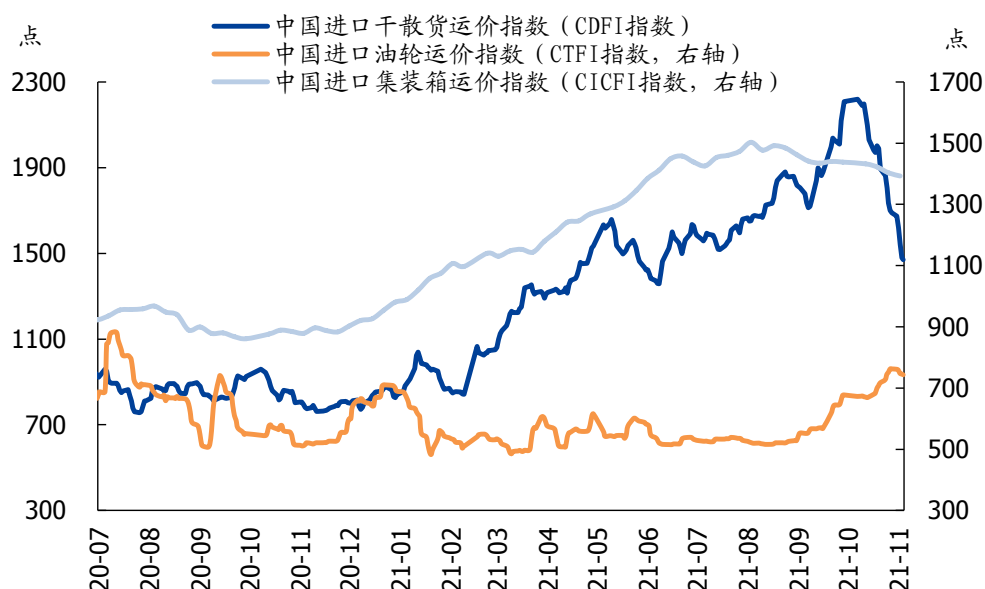


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

运价：干散货运价明显下跌，对国内通胀影响预计有限

理论上说，我国进口金额按照到岸价格（CIF 型值）统计，即进口金额中包括货价、入关卸前运输及相关费用、保险费等，如果运价下跌，可能间接带动我国输入型通胀下行。但实际上，预计运价因素对国内通胀的影响有限：一方面，本轮运价下跌，主要是运输煤炭、铁矿石等商品的干散货运价下跌，代表指数为波罗的海干散货运价指数（BDI 指数），而中国进口集装箱运价指数、油轮运价指数并未明显回落；另一方面，历史数据也表明，海运运价与国内通胀相关性偏弱。

图表 6：本轮运价下跌主要是干散货运价下跌



资料来源：Wind，国盛证券研究所

总体看，预计 10 月 CPI 同比可能升至 1.5% 左右，PPI 可能进一步探高至 12.7%，甚至可能突破 13.0%。1) CPI：10 月鸡蛋价格环比跌 4.4%、水产品价格环比跌 3.1%、重点水果价格环比涨 3.4%，均符合季节规律；猪肉价格环比小跌 0.1%、28 种蔬菜价格环比涨 20.4%，均显著强于季节性。按照测算，10 月 CPI 食品价格环比上涨 3.1% 左右，CPI 非食品价格预计环比持平 0.2% 左右，对应 CPI 环比约为 0.8% 左右，折算成同比增速可能探高到 1.5% 左右。2) PPI：10 月 CRB 现货指数上涨 3.4%、南华工业品指数上涨 7.9%、生产资料价格指数环比上涨 10.9%；原油、煤炭、螺纹钢分别环比上涨 11.9%、57.6% 和 3.7%。按照测算，PPI 生产资料环比上涨 5.1%，PPI 生活资料预计环比持平，对应 PPI 环比约为 3.6% 左右，折算为同比意味着 PPI 可能进一步探高到 12% 以上，甚至突破 13%。

疫情与疫苗：海外疫情小幅反弹，国内疫情已扩散至 20 省； 辉瑞旗下新冠口服药取得重大进展

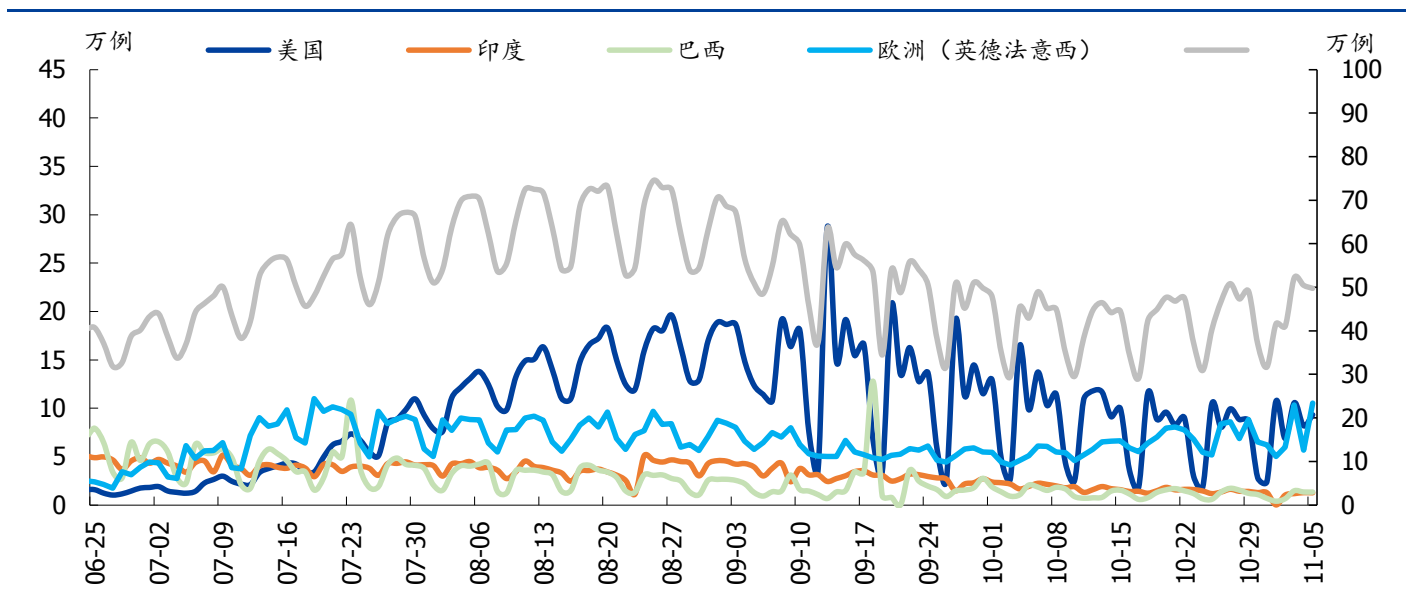
疫情

海外单日新增确诊小幅回升，欧洲反弹较为明显。近半月来，全球日均新增确诊 43.3 万

例，前值为 40.9 万例，环比上升 5.3%。其中：美国日均新增确诊回落至 7.3 万例（前值为 8.1 万例）；欧洲日均新增确诊升至 7.2 万例（前值为 6.4 万例）；巴西日均新增确诊持平 1.1 万例左右；印度继续下降至 1.2 万例（前值为 1.6 万例）。

国内散发式疫情已扩散全国 20 个省市。近半月全国新增本土确诊病例 680 例，前值为 170 例。截至 11 月 5 日，本轮疫情已经波及黑龙江、内蒙古、河北、北京等 20 个省市，其中北京、重庆等已经限制人员流动。全国共有高风险地区 4 个（黑龙江 1 个、内蒙古 1 个、河北 1 个、北京 1 个）以及中风险地区 63 个。

图表 7：全球疫情小幅反弹，欧洲日均新增确诊回升较多



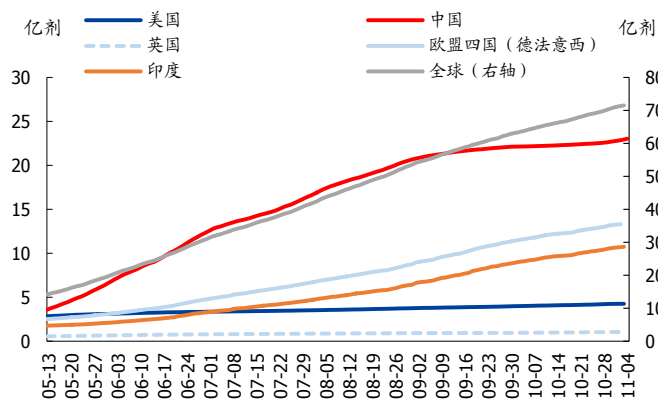
资料来源：Wind，国盛证券研究所

疫苗

截至 11 月 5 日，全球疫苗累计接种 72.3 亿剂次，至少接种 1 剂次人数比例达到 50.2%。其中，美国接种 4.3 亿剂次，欧洲四国（德法意西）合计接种超过 13.3 亿剂次（截至 11 月 2 日），印度接种近 10.8 亿剂次；接种比例方面，美国至少完成 1 剂接种的人数比例约 66.2%，前值为 65.2%；欧洲德法意英至少完成 1 剂接种人数比例分别为 68.9%、75.9%、77.3%和 73.5%，前值分别为 68.3%、75.4%、76.7%、72.6%。

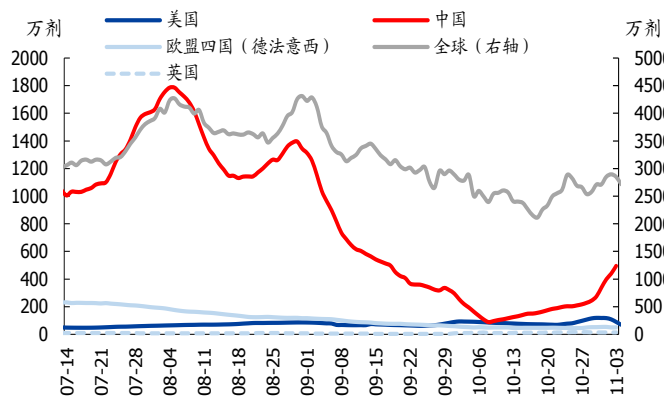
由于国内疫情反弹，以及疫苗加强针接种工作启动，近半月国内疫苗接种速度明显加快。截至 11 月 5 日，我国疫苗累计接种 23.1 亿剂次，近半月日均接种回升至 545.1 万剂次，前值为约 181.4 万剂次。

图表 8: 世界主要国家疫苗接种总剂数



资料来源: Our World in Data, 国盛证券研究所

图表 9: 世界主要国家每日接种增速



资料来源: Our World in Data, 国盛证券研究所

辉瑞旗下新冠口服药 PAXLOVID 的 2/3 期研究中期分析显示, 如果与低剂量的利托那韦共同使用, 能够降低患者住院或者死亡风险 89%, 效果好于默沙东旗下的新冠口服药 Molnupiravir (临床三期试验能够降低患者住院或死亡风险约 50%)。辉瑞方面表示将尽快向 FDA 提交数据以获得紧急使用授权, 如果获批上市且临床效果达到预期, 预示新冠病毒可能进一步流感化, 全球经济活动正常化进程也可能进一步加速。

全球复工情况: 交运、人员活动回落, 美国经济修复延续放缓

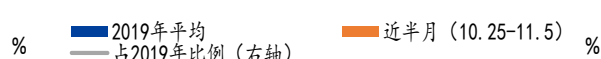
交通运输

商业航班数量环比略有下降。由于近期海外疫情小幅反弹, 近半月全球商业航班数量降至约 9.4 万架次/日, 约为疫前正常水平的 89%, 较前值下降 2.0 个百分点。欧美交通拥堵指数回落。截至 11 月 5 日, 欧洲方面, 巴黎、罗马交通拥堵指数降至疫前水平的 77%、96%, 分别较前值回落 36、12 个百分点; 伦敦拥堵指数小幅上行 2 个百分点至疫前正常水平的 102%。美国洛杉矶、纽约交通拥堵指数分别降至疫前水平的 77%、82%, 分别较前值回落 2.0、8.0 个百分点。

图表 10: 交通运输—商业航班数量: 环比小幅下降



图表 11: 交通拥堵指数: 巴黎降幅明显, 美国下降至约 8 成



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_28992

