



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

日期：2021 年 11 月 10 日

分析师：陈彦利

Tel: 021-53686170

E-mail: chenyanli@shzq.com

SAC 编号: S0870517070002

相关报告：

传导愈显 接近拐点

——2021 年 10 月物价数据点评

■ 投资摘要

PPI 向 CPI 传导进一步显现

10 月 CPI 同比环比回升加快。能源、蔬菜上涨较多，贡献了主要涨幅，PPI 向 CPI 的传导进一步体现。蔬菜品种的生产周期较短，最为受当期因素扰动，天气、疫情以及运输成本增加等因素导致本期蔬菜快速上涨，但并不具有持续性。而猪肉价格在国家开启第二轮收储后有所企稳。在能源涨价的带动下，工业消费品上涨加快。

主要工业品价格仍在上涨，PPI 再创新高，其中煤炭、原油上涨突出，带动相关行业贡献了 PPI 主要涨幅。上游煤炭涨价，导致下游电力企业发电减少，带来限电现象，从而生产大面积受阻。10 月限电限产虽有缓解，但仍然偏紧，导致部分高能耗行业价格进一步上涨。

滞胀预期下真实滞胀难存

CPI、PPI 同步上涨，排除蔬菜涨价的短时因素外，PPI 向 CPI 的传导愈发显著。由于能源类价格的上涨，使得工业消费品的价格对于 CPI 拉动更加突出。但除食品和能源价格的核心 CPI 仍较平稳反映出经济底部徘徊阶段，需求相对疲弱。三季度以来，经济增长放缓，供需两弱。通胀的高企已开始影响企业的生产，并且下游真实需求也面临萎缩，所带来的滞胀忧虑也如预期上升。从经济周期演化的角度，滞胀组合通常是经济由下降阶段末期向萧条阶段过渡时的短暂临时现象。而持续的滞胀需要双成因条件：供给冲击+需求高位。当前需求已趋弱，因此滞胀预期盛行之下难存真实滞胀。

PPI 顶部运行，接近拐点

中国通胀形势自 2014 年以来就呈现了非经济周期性的特征：先是关键商品猪肉的变动决定了 CPI 的变化，接着是大宗商品价格的变动决定着 PPI 走势。当前物价变化焦点的煤炭价格，主要是供给集中度提升后价格上台阶过程中的“J”型波动上行，未来将临稳中回落前景；有色金属和能源价格，由于定价权问题主要跟随国际市场；钢铁价格则已越过了供给冲击阶段，正迎来回落。美联储 taper 开启，政策迎来转向，流动性泛滥有望改善，也有助于缓解当前高企的通胀。从目前 11 月的工业品价格运行情况看，主要商品价格以回落为主，尤其是煤炭价格，发改委保供措施效果显著。PPI 虽然持续顶部运行，但离拐点已不远。

■ 风险提示

通胀持续上行；货币政策超预期改变；疫情反复。

目 录

事件：10月CPI、PPI数据公布	3
事件解析：数据特征和变动原因	3
1.能源、蔬菜领涨CPI	3
2.PPI屡创新高	5
事件影响：对经济和市场	8
3.滞胀预期下真实滞胀难存	8
4.滞胀忧虑加深，市场波动上升	8
事件预测：趋势判断	8
5.PPI顶部运行，接近拐点	8

图

图 1：CPI 同比、环比 (%)	4
图 2：食物价格分项同比 (%)	5
图 3：非食物分项同比 (%)	5
图 4：PPI 同比、环比 (%)	6
图 5：生产资料和生活资料价格指数 (%)	7
图 6：PPI 细项 (%)	7

事件：10 月 CPI、PPI 数据公布

国家统计局数据显示，2021 年 10 月份，全国居民消费价格同比上涨 1.5%。其中，城市上涨 1.6%，农村上涨 1.2%；食品价格下降 2.4%，非食品价格上涨 2.4%；消费品价格上涨 1.6%，服务价格上涨 1.4%。1—10 月平均，全国居民消费价格比上年同期上涨 0.7%。10 月份，全国居民消费价格环比上涨 0.7%。其中，城市上涨 0.7%，农村上涨 0.7%；食品价格上涨 1.7%，非食品价格上涨 0.4%；消费品价格上涨 1.1%，服务价格上涨 0.1%。

2021 年 10 月份，全国工业生产者出厂价格同比上涨 13.5%，环比上涨 2.5%；工业生产者购进价格同比上涨 17.1%，环比上涨 2.6%。1—10 月平均，工业生产者出厂价格比上年同期上涨 7.3%，工业生产者购进价格上涨 10.1%。

表 1：10 月 CPI、PPI 同比数据（%）

	实际值	上月值	去年同期
CPI 同比	1.5	0.7	0.5
PPI 同比	13.5	10.7	-2.1

数据来源：wind，上海证券研究所

事件解析：数据特征和变动原因

1. 能源、蔬菜领涨 CPI

10 月 CPI 同比环比回升加快。能源、蔬菜上涨较多，贡献了主要涨幅，PPI 向 CPI 的传导进一步体现。

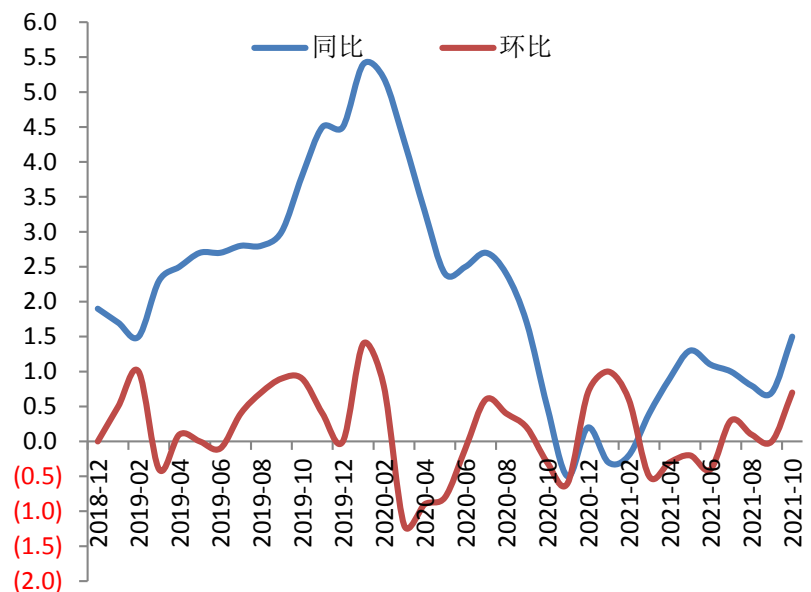
10 月 CPI 数据从环比看，上月持平转为上涨 0.7%，涨幅创年内新高。食品由上月下降 0.7% 转为上涨 1.7%，影响 CPI 上涨约 0.31 个百分点。其中鲜菜贡献了总涨幅的近五成。蔬菜品种的生产周期较短，最为受当期因素扰动，天气、疫情以及运输成本增加等因素导致本期蔬菜快速上涨，但并不具有持续性。而猪肉价格在国家开启第二轮收储后有所企稳，全月平均仍下降 2.0%，降幅比上月收窄 3.1 个百分点。非食品价格上涨 0.4%，涨幅比上月扩大 0.2 个百分点，影响 CPI 上涨约 0.35 个百分点。受工业品价格高企影响，工业消费品中能源价格上涨突出，其中汽油和柴油价格分别上涨 4.7% 和 5.2%，合计影响 CPI 上涨约 0.15 个百分点，占总涨幅两成多。PPI 向 CPI 的传导进一步显现。

从同比看，CPI 上涨 1.5%，涨幅比上月扩大 0.8 个百分点。受基数影响，食品同比仍然下降，尤其是猪肉同比虽有收窄，但仍未

降较多，鲜菜同比由降转升。非食品中成为 CPI 同比上涨的主要贡献放，工业消费品价格上涨 3.8%，涨幅扩大 1.0 个百分点，其中汽油和柴油价格分别上涨 32.2% 和 35.7%，上涨显著。

在 10 月份 1.5% 的同比涨幅中，去年价格变动的翘尾影响约为 0.2 个百分点，上月为 0；新涨价影响约为 1.3 个百分点，比上月扩大 0.6 个百分点。去年的低基数也加快了 CPI 的上涨。除食品和能源价格的核心 CPI 同比上涨 1.3%，涨幅比上月扩大 0.1 个百分点，说明其余商品或服务价格仍相对平稳。

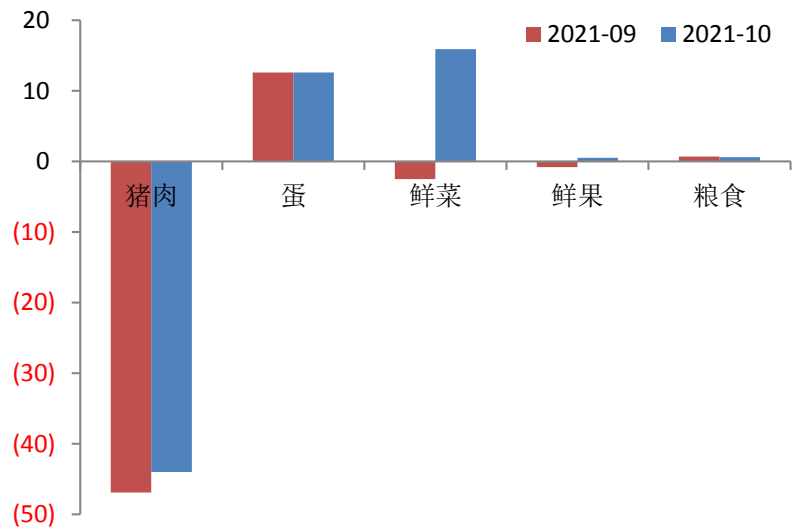
图 1：CPI 同比、环比(%)



数据来源：wind，上海证券研究所

同比涨幅从各类商品及服务分类来看，10 月份，食品烟酒类价格同比下降 0.9%，影响 CPI（居民消费价格指数）下降约 0.25 个百分点。食品中，畜肉类价格下降 26.7%，影响 CPI 下降约 1.13 个百分点，其中猪肉价格下降 44.0%，影响 CPI 下降约 0.98 个百分点；鲜菜价格上涨 15.9%，影响 CPI 上涨约 0.33 个百分点；蛋类价格上涨 12.6%，影响 CPI 上涨约 0.08 个百分点；水产品价格上涨 8.3%，影响 CPI 上涨约 0.15 个百分点；粮食价格上涨 0.9%，影响 CPI 上涨约 0.02 个百分点；鲜果价格上涨 0.5%，影响 CPI 上涨约 0.01 个百分点。

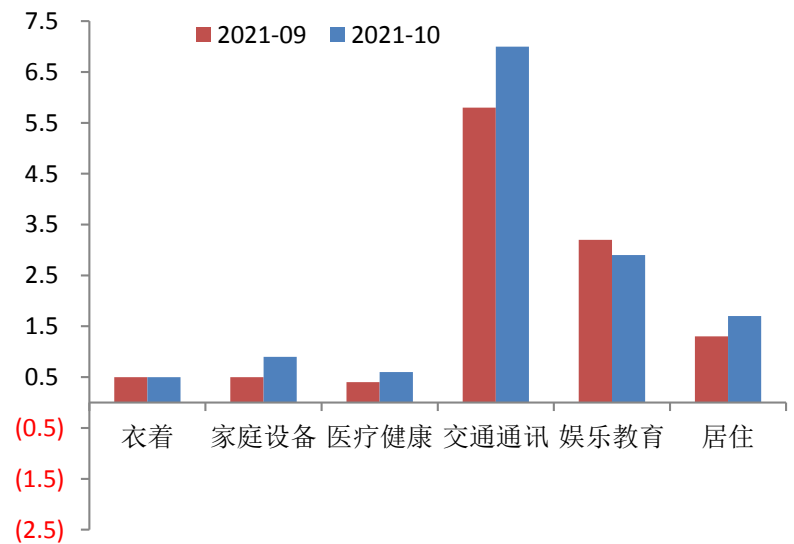
图 2：食物价格分项同比 (%)



数据来源：wind, 上海证券研究所

10 月，其他七大类价格同比六涨一降。其中，交通通信、教育文化娱乐、居住价格分别上涨 7.0%、2.9%和 1.7%，生活用品及服务、医疗保健、衣着价格分别上涨 0.9%、0.6%和 0.5%；其他用品及服务价格下降 0.5%。

图 3：非食物分项同比 (%)



数据来源：wind, 上海证券研究所

2. PPI 屡创新高

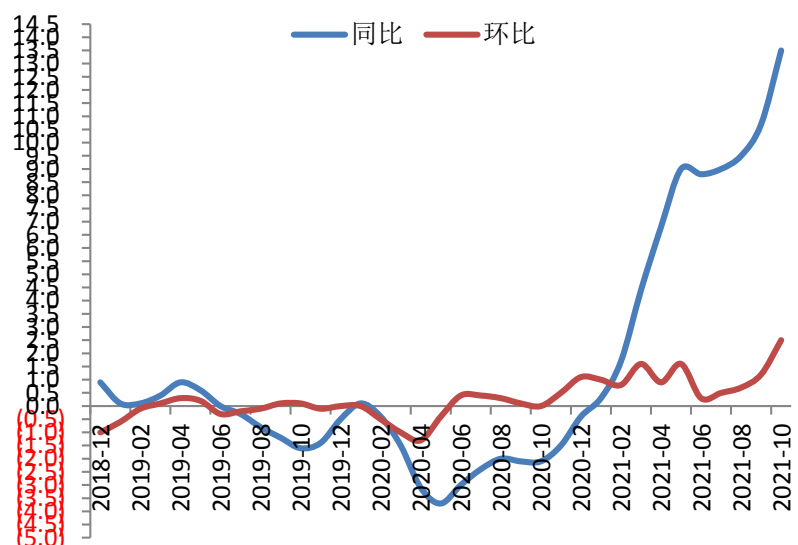
本月主要工业品价格仍在上涨，其中煤炭、原油上涨突出，带动相关行业贡献了 PPI 主要涨幅。上游煤炭涨价，导致下游电力企业发电减少，带来限电现象，从而生产大面积受阻。10 月限电限产

虽有缓解，但仍然偏紧，导致部分高能耗行业价格进一步上涨。

从环比看，PPI 上涨 2.5%，涨幅比上月扩大 1.3 个百分点，主要集中在生产资料价格的上涨。国际原油价格的上涨带动相关石化行业价格上涨加快，石油开采、化学原料和化学制品、精炼石油产品、化学纤维等 4 个行业合计影响 PPI 上涨约 0.76 个百分点。而煤炭。煤炭价格在 10 月中旬冲破新高后明显回落，但全月仍上涨显著，煤炭开采、加工业合计影响 PPI 上涨约 0.74 个百分点。部分高耗能行业产品如非金属矿物制品业、有色金属冶炼、黑色金属冶炼合计影响 PPI 上涨约 0.81 个百分点。

从同比看，PPI 上涨 13.5%，涨幅比上月扩大 2.8 个百分点，主要新涨价因素贡献。主要行业中，煤炭开采和洗选业价格上涨 103.7%，涨幅扩大 28.8 个百分点；石油和天然气开采业、石油煤炭及其他燃料加工业、黑色金属冶炼和压延加工业、化学原料和化学制品制造业、有色金属冶炼和压延加工业、化学纤维制造业、非金属矿物制品业价格涨幅在 12.0%—59.7% 之间，扩大 3.2—16.1 个百分点。上述 8 个行业合计影响 PPI 上涨约 11.38 个百分点，超过总涨幅的八成。

图 4：PPI 同比、环比 (%)

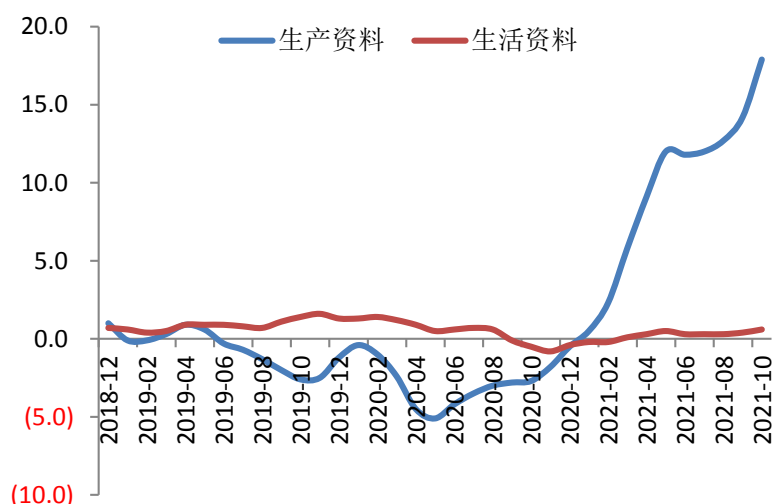


数据来源：wind，上海证券研究所

考虑生产资料和生活资料的同比增速，一方面生产资料价格上涨 17.9%，影响工业生产者出厂价格总水平上涨约 13.36 个百分点。其中，采掘工业价格上涨 66.5%，原材料工业价格上涨 25.7%，加工工业价格上涨 10.8%。另一方面生活资料价格上涨 0.6%，影响工业生产者出厂价格总水平上涨约 0.15 个百分点。其中，食品价格上涨 1.0%，衣着和一般日用品价格均上涨 0.8%，耐用消费品价格下

降 0.1%。

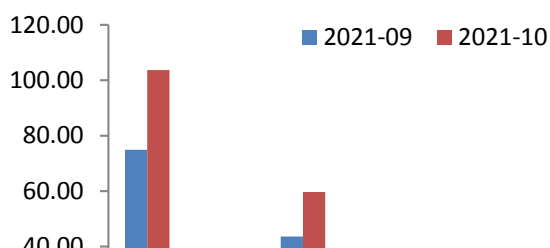
图 5：生产资料和生活资料价格指数（%）



数据来源：wind，上海证券研究所

而从生产资料端分行业来看，煤炭开采和洗选业价格同比上涨 103.7%，涨幅扩大 28.8 个百分点；黑色金属矿采选业上涨 17.2%，涨幅收窄 12.2 个百分点；石油和天然气开采业上涨 59.7%，涨幅扩大 16.1 个百分点；石油、煤炭及其他燃料加工业上涨 53%，涨幅扩大 12.5 个百分点；黑色金属冶炼和压延加工业上涨 39.9%，涨幅扩大 5 个百分点。

图 6：PPI 细项 (%)



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_29130

