



宏观研究

【粤开宏观】防范供给冲击推高居民生活成本：10月通胀数据点评

2021年11月10日

投资要点

分析师：罗志恒

执业编号：S0300520110001

邮箱：luozhiheng@y kzq.com

研究助理：马家进

邮箱：majiajin@y kzq.com

事件

10月CPI同比上涨1.5%，预期1.3%，前值0.7%；PPI同比上涨13.5%，预期12.0%，前值10.7%。

近期报告

《【粤开宏观】几家欢喜几家愁：从住宿餐饮业看当前经济的非对称修复》
2021-10-19

《【粤开证券】房地产税试点落地：原因、影响及可能方向》2021-10-23

《【粤开宏观】本轮全球能源短缺：表现、原因、影响与展望》2021-10-28

《【粤开宏观】土地市场降温，土地财政的未来》2021-11-02

《【粤开宏观】出口回落拐点已近：10月进出口数据点评》2021-11-07

风险提示：疫情反复、极端天气、全球供应链紧张



目 录

一、供给冲击推高 PPI 的同时，还通过三大渠道影响民生	3
二、供应减少导致菜价大涨，需求上升拉动猪价反弹	5
三、PPI 同比冲高触顶，保供稳价效果初显	6

图表目录

图表 1：10 月 PPI 与 CPI 同比剪刀差高达 12 个百分点	3
图表 2：2021 年 PPI 和 CPI 的能源分项均大幅上涨	4
图表 3：2017 年 PPI 同比高位回落，核心 CPI 同比持续上行	4
图表 4：CPI 及各分项环比增速	5
图表 5：10 月蔬菜价格大涨，猪肉价格反弹	6
图表 6：PPI 及各分项环比增速	7
图表 7：动力煤、铝的现货价格回落幅度超过 20%	7

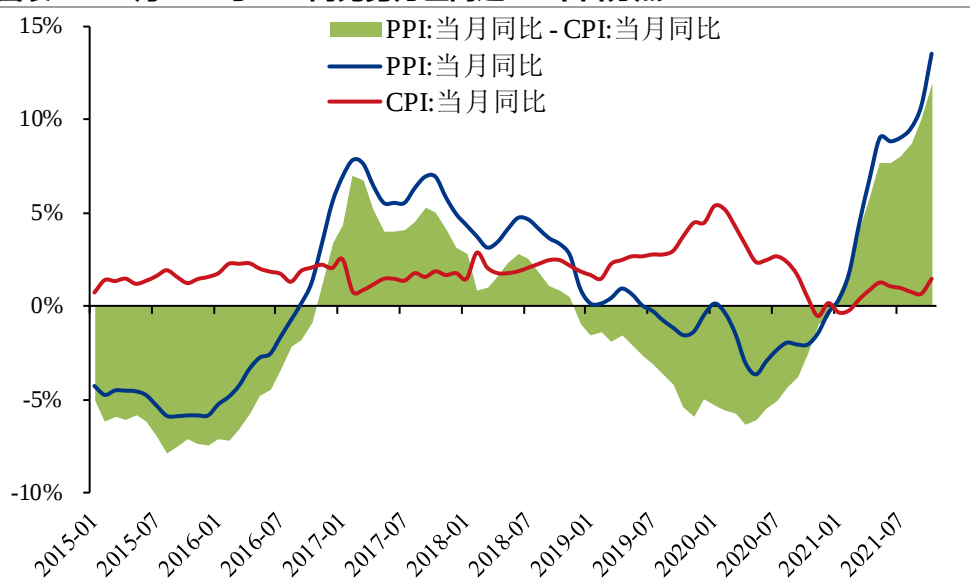


一、供给冲击推高 PPI 的同时，还通过三大渠道影响民生

今年 PPI 与 CPI 同比剪刀差持续扩大，10 月高达历史性的 12 个百分点。相较之下，市场更关注快速上涨的大宗商品价格和连创新高 PPI 同比，对读数偏低的 CPI 同比关注度偏低。

极端天气、能耗双控、限电限产、全球供应链紧张等供给冲击推高 PPI 同比并加剧上下游行业间的利润再分配，市场对此讨论较为充分且深入。但对于与居民生活更加紧密的 CPI，市场分析的关注点主要在猪周期下行以及终端需求低迷导致 PPI 难以向 CPI 有效传导的分析上。

图表1：10 月 PPI 与 CPI 同比剪刀差高达 12 个百分点



资料来源：Wind、粤开证券研究院

10 月 PPI 同比高达 13.5%，CPI 同比却只有 1.5%，但这并不意味着，在众多供给冲击下，居民部门能够置身事外，负面影响完全由企业部门吸收。经济滞胀风险上升的影响，最终仍会影响到居民部门。

供给冲击在推高 PPI 的同时，还将通过三大渠道影响民生。

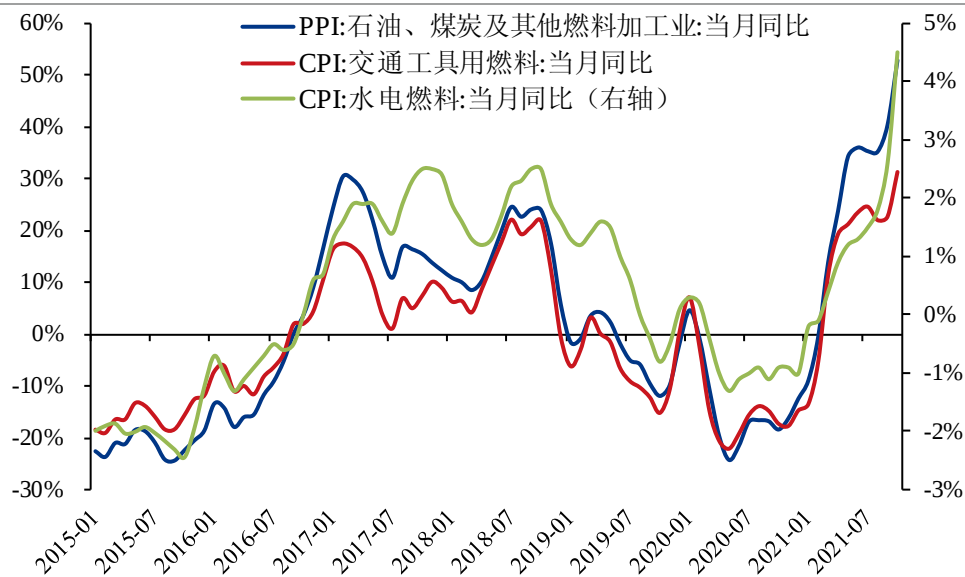
第一，能源等 PPI 分项直接影响 CPI。PPI 中的石油、煤炭及其他燃料加工业同比高增，CPI 中的水电燃料和交通工具用燃料也同步上涨。当 9 月下旬出现电力短缺时，虽然居民端电价由于价格管制而没有上调，但最严重的东北地区直接拉闸限电，其他省市也呼吁居民节约用电，反映在量的调控上。今年冷冬来临叠加能源价格上升，居民采暖费用将增加。

第二，随着市场逐步出清，上游 PPI 终将传导至下游 CPI。下游厂商市场集中度较为分散，且当前居民消费也相对疲软，确实存在成本转嫁困难的问题，10 月剔除食品和能源的核心 CPI 同比只有 1.3%。为保住市场份额，下游厂商能够容忍短期的利润下降乃至亏损；但当全行业受损、部分厂商被迫退出，成本上升便会导致商品提价或者降低质量。2017 年 2 月后 PPI 同比自之前供给侧改革导致的高位开始回落，核心 CPI 同比却仍上行近一年时间，由 1.8% 升至 2.5%。受原材料、包装、运输等成本上升影响，近期调味品已纷纷涨价。



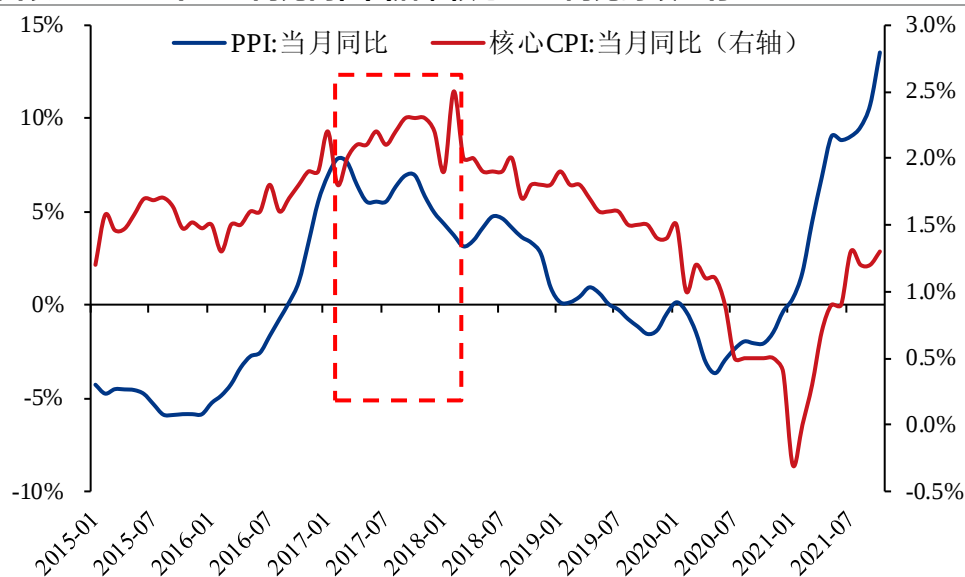
第三,无论是经济的滞胀还是衰退风险,居民收入下降都是隐性成本。有观点认为,当终端需求足够低迷或持续下滑时,企业就难以向居民转嫁成本,PPI也不会传导至CPI。但随着企业亏损面不断扩大,尤其是下游行业的中小企业陆续降薪裁员,居民收入下降、失业增加。如果PPI和CPI陷入通缩,经济从滞胀滑向衰退,虽然物价没有上升,但居民整体福利将下滑。

图表2：2021年PPI和CPI的能源分项均大幅上涨



资料来源：Wind、粤开证券研究院

图表3：2017年PPI同比高位回落，核心CPI同比持续上行



资料来源：Wind、粤开证券研究院

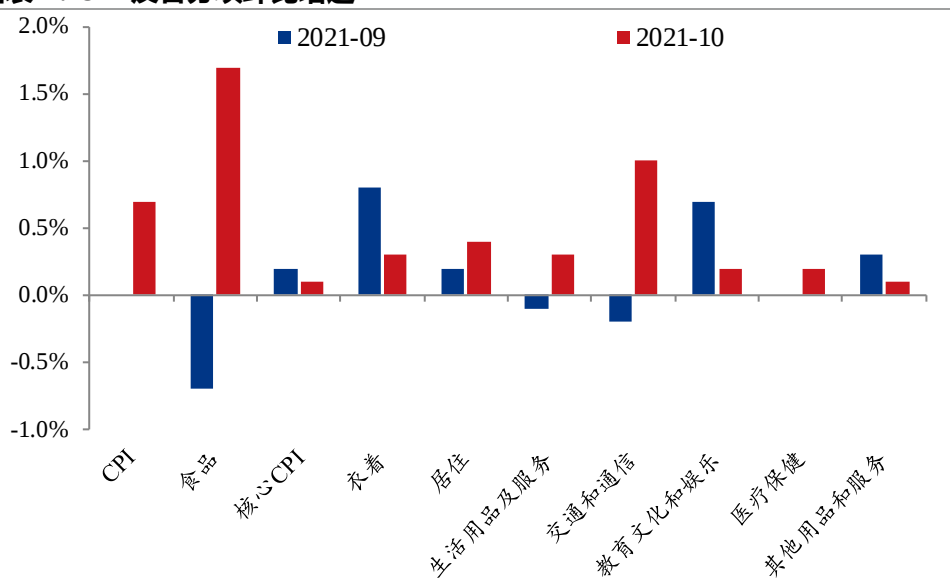
因此保供稳价工作非常重要,不仅影响下游行业和中小企业的正常生产经营,还关系到居民的就业、收入和生活成本。此外,对于受冲击较大的行业、企业以及低收入人群,政府也应给予适当的政策帮扶。



二、供应减少导致菜价大涨，需求上升拉动猪价反弹

10月CPI同比上涨1.5%，较上月加快0.8个百分点；环比上涨0.7%，较上月加快0.7个百分点。CPI上涨主要受蔬菜和能源价格拉动，剔除食品和能源的核心CPI同比和环比分别较上月增减0.1个百分点。环比来看，鲜菜价格上涨16.6%，拉动CPI约0.34个百分点，占总涨幅近五成；汽油和柴油价格分别上涨4.7%和5.2%，合计拉动CPI约0.15个百分点，占总涨幅两成多。

图表4：CPI及各分项环比增速



资料来源：Wind、粤开证券研究院

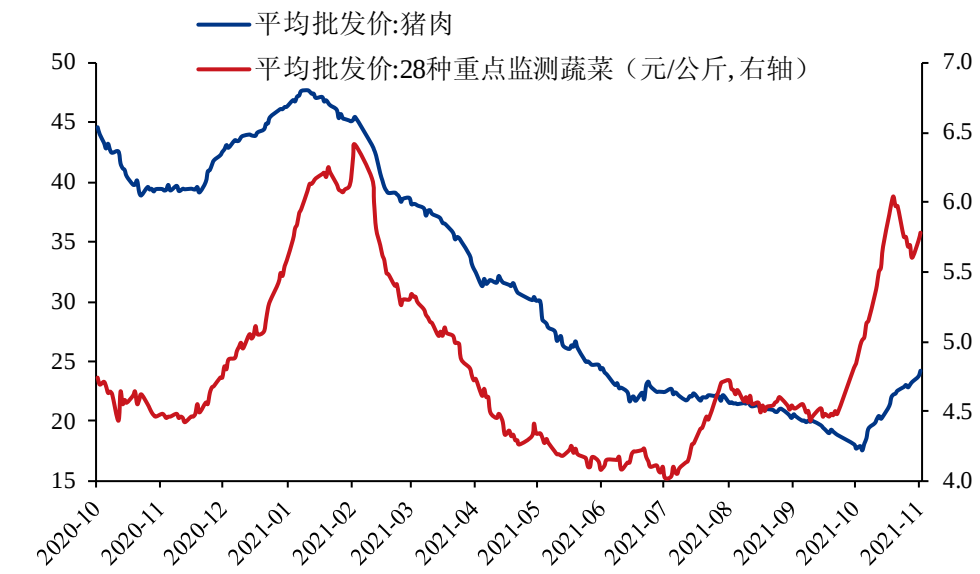
10月底28种重点监测蔬菜平均批发价较9月底上涨了33.3%，受供应减少和成本上升的共同作用。一方面，9月以来北方多地遭遇大规模降水和洪涝灾害，蔬菜大面积受灾；电力供应不足也影响了北方大棚蔬菜的集约化育苗和工业化生产。另一方面，化肥、农药等农资价格和汽油、柴油等燃料价格持续上涨，蔬菜跨区调运增多、运距拉长，抬高了蔬菜的生产和运输成本。例如仅化肥价格上涨一项所增加的成本，就使黄瓜上升0.2元/斤、菠菜0.4元/斤；下半年山东寿光运到浙江金华的蔬菜运费较上半年上涨了50%。

10月猪肉价格先降后升，月度环比下降2.0%。10月中旬以来价格明显回升，截至11月9日，较低点上涨38.0%，回到了6月上旬的水平。当前猪肉供给非常充足，全国能繁母猪存栏量仍比正常保有量多6%，农业部预测今年四季度到明年一季度，上市的肥猪同比还会明显增长。近期猪肉价格回升主要受需求拉动，一是蔬菜价格太高导致的替代效应，二是进入猪肉消费旺季，居民开始储备过冬食品、制作腊肉腊肠。

11月菜价已有所回落，猪价仍继续上升。考虑到年底需求升温，菜价和猪价或仍有小幅上涨空间。另外，要注意严寒天气和疫情反弹对食品生产和流通的冲击。



图表5：10月蔬菜价格大涨，猪肉价格反弹



资料来源：Wind、粤开证券研究院

三、PPI 同比冲高触顶，保供稳价效果初显

10月PPI同比上涨13.5%，较上月加快2.8个百分点；环比上涨2.5%，较上月加快1.3个百分点。PPI上涨仍主要由能源和上游原材料价格拉动，生活资料价格环比仅上涨0.1%。

环比来看，受国际原油价格上涨影响，石油开采业、化学原料和化学制品制造业、精炼石油产品制造业、化学纤维制造业价格分别上涨7.1%、6.1%、5.8%、3.8%，合计拉动PPI约0.76个百分点，占总涨幅三成。国内煤炭供应偏紧，煤炭开采和洗选业、煤炭加工业价格分别上涨20.1%、12.8%，合计拉动PPI约0.74个百分点，占总涨幅近三成。受能耗双控、限电限产影响，非金属矿物制品业、有色金属、黑色金属冶炼和压延加工业价格分别上涨6.9%、3.6%、3.5%，合计拉动PPI约0.81个百分点，占总涨幅三成多。

不过10月中下旬以来，除国际定价的原油和天然气以外，国内定价的主要大宗商品价格均明显回落，保供稳价初见成效。10月8日国务院常务会议要求纠正有的地方“一

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_29145

