

物价的顶和底

—10月物价数据点评

宏观事件点评

2021年11月11日

报告摘要：

10月物价数据中我们看到两个有趣的信号，一是PPI同比上涨13.5%，或将接近高点；另一个是CPI同比上涨1.5%，或已见底回升。

先看PPI。今年下半年工品价格表现主要跟供给约束相关。上游供给约束对PPI推涨作用在10月体现的很明显。10月PPI主要生产资料价格，能源化工类商品价格走势明显强于其他品种，明显受煤炭和原油大宗商品价格上涨影响所致。

再看CPI。蔬菜价格因天气等原因大幅上涨，驱动本月CPI上涨。蔬菜种植周期较短，预计难以持续推涨CPI上行。本月畜肉类价格同比反弹，这一信号非常重要。畜肉类价格上行，或是未来CPI重要的主线逻辑，时间可能持续至明年上半年。

猪肉价格判断。10月以来生猪价格小幅反弹，利润也逐步修复，从之前的严重亏损到目前的盈亏平衡。市场不少从业者关心生猪产业链的向上弹性，但是本轮生猪价格下跌是产能大幅扩张所致，这与消费下滑所带来的价格下跌截然不同。前者是供给扩张过快，后者是需求短期下滑。因而我们预判当前猪肉价格已经企稳，但未来也难以再现类似2019年的非洲猪瘟行情。

展望未来物价走势，需要关注两点：

第一，工业品价格近期大幅回落，煤电保供初见成效。12月份是煤炭和电力旺季，届时供需状况有别于当前，工业品价格仍存在不确定性。

第二，当前海外能源价格处于高位，对农产品可能带来正向的成本支撑。

风险提示：

经济增长超预期；

货币调控超预期；

商品涨价超预期。

民生证券研究院

分析师：周君芝

执业证号：S0100521100008

电话：15601683648

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

研究助理：谢文迪

执业证号：S0100121110022

电话：18807906838

邮箱：xiewendi@mszq.com

相关研究

11月10日，统计局公布10月物价指数。PPI同比上涨13.5%，环比上涨2.5%；CPI同比上涨1.5%，环比上涨0.7%。

1. 供给约束推动近期PPI上行超预期

可以将今年下半年以来PPI走势分为两个阶段。7-8月份PPI上行主因由供给收缩，黑色金属及部分有色金属价格推涨PPI；9-10月，煤炭价格大幅上涨，原油再创新高，联袂带动整体商品价格大幅上涨。

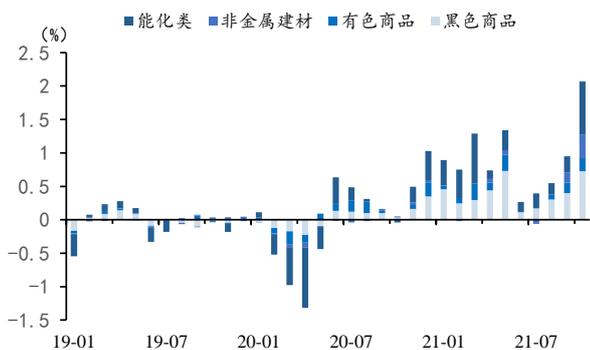
将工业品拆分为黑色、有色、能源化工三大板块，通过三大板块价格走势我们可以观察PPI背后的驱动力发生哪些细微变化。

有色金属，下半年市场Taper预期渐浓，电解铜价格三季度走势总体平稳。铝价因国内缺电，产量逐月减少，市场投机较多，利润最终达到6000元/吨。

黑色金属，供给逐月收缩，冶炼利润扩张。因钢材需求一般，利润的扩张以原材料坍塌的方式呈现，绝对价格在7-9月份波动不大。10月后，地产项目出现部分停工，需求下滑速度甚至快于供给下滑，同时国家陆续推出多项能源保供政策，绝对价格开始大幅下行。

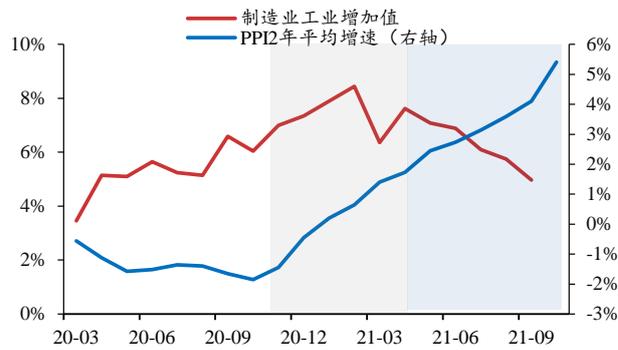
能源化工，煤炭供给迟迟无法释放，电力需求高增，供需失衡，煤炭价格创历史新高。下游化工品（PVC、甲醇、尿素等）因成本抬升，价格同步上涨。海外交运需求恢复虽然有疫情反复扰动，但整体趋势朝上，原油供给上行速度弱于需求恢复速度，原油去库，价格上涨，并带动相关油品和化工品价格上涨。

图1：中上游行业对PPI的环比拉动



资料来源：wind；民生证券研究院

图2：制造业工业增加值与PPI同比两年期复合增速



资料来源：Wind；民生证券研究院

我们曾经判断年中PPI或已见顶。然而8月之后，PPI一再突破前期高点。近期PPI大超预期市场预期，主要原因在于大宗商品在下半年遭遇供给收缩。

近期商品供给收缩在不同行业有不同细节呈现。

第一，上半年部分省份能耗水平较高，下半年双控压减压力较大，局部地区高耗能行业生产压降，如铁合金、甲醇等行业。

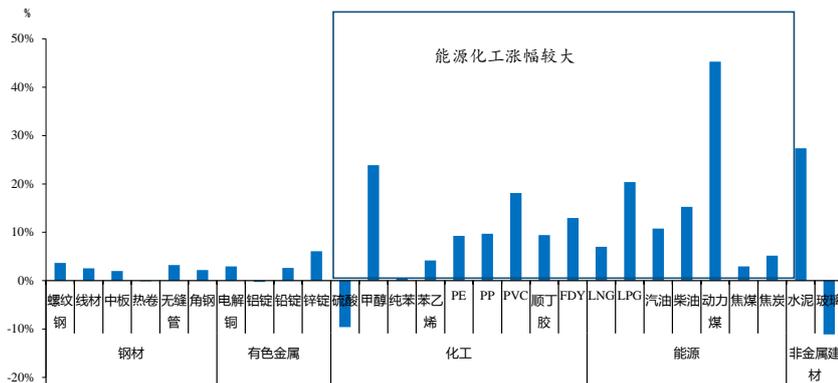
第二，年初制定政策目标时要求今年不增产，但是上半年产量增速较高，下半年产量被迫

压降，如钢铁行业。

第三，煤炭供给增速低，其他能源补充不足，最终体现为电力资源紧缺，部分地区拉闸限电，如电解铝行业。

更为重要的是，煤炭是中国很多工业品定价基础，煤炭紧张直接导致相关产品价格大幅上行。近期 PPI 也因此上涨幅度较大，一再超越市场预期。

图 3：10 月份重点商品月均价环比涨幅



资料来源：Wind；民生证券研究院

2. 生猪价格低点已现但弹性不确定

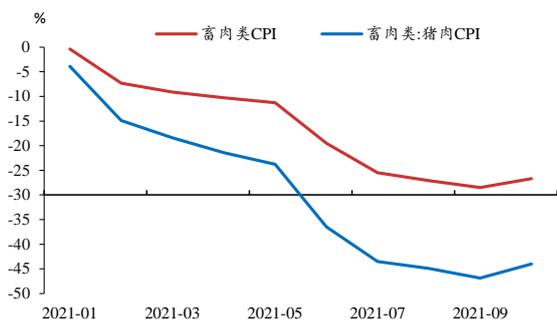
10 月 CPI 结束了三个月的持续下滑，从上月的 0.7% 回升至本月的 1.5%。

众所周知，蔬菜价格因天气等原因大幅上涨，驱动本月 CPI 上涨。蔬菜种植周期较短，预计难以持续推涨 CPI 上行。

本月畜肉类价格同比反弹，这一信号非常重要。畜肉类价格上行，或是未来 CPI 重要的主线逻辑，时间可能持续至明年上半年。根据我们测算，畜肉类价格贡献 CPI 150% 的波动。猪肉消费量占据肉制品消费的一半以上，猪肉价格对 CPI 的影响不言而喻。

今年 1 月以来，猪肉价格连续下跌，饲料成本居高不下，生猪养殖亏损严重，外购仔猪的养殖利润甚至亏损在 1000 元以上，亏损时间达 4 个月之久。自繁自养的养殖最高亏损也接近千元。随着亏损加重，商品猪的出栏养殖体重也从前期的 135 公斤下行至 120 公斤附近，很大程度上减少了市场供给。

图 4: CPI 畜肉类同比走势



资料来源: wind; 民生证券研究院

图 5: 商品猪出栏体重 (公斤/头)



资料来源: Wind; 民生证券研究院

8 月后, 猪价止跌现象逐步显现, 相关养殖上市公司股价也出现明显反弹。我们认为, 随着生猪出栏重量下滑, 产业最差的时期已经过去。但是目前养殖重量依旧居高不下, 缺乏类似 2018-2019 年非洲猪瘟级别供给催化的背景下, 生猪供应能力很容易因为猪价反弹而恢复。例如, 10 月份猪肉价格小幅反弹, 养殖利润好转, 商品猪的出栏重量再次上升。

投资端我们也能看到验证。2020 年畜牧业的投资增速高达 92%, 今年累计投资增速为 37%, 背后映射出来的产业现状就是生猪养殖的大规模扩张。

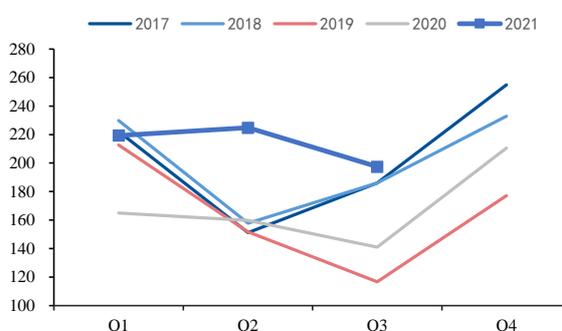
我们看好猪肉价格见底回升, 但类似 2018-2019 年的生猪大牛市在明年可能难以看到。

图 6: 全国生猪出厂均价 (元/公斤)



资料来源: wind; 民生证券研究院

图 7: 季度生猪出栏估算 (亿公斤)



资料来源: Wind; 民生证券研究院

3. 从趋势逻辑看当前通胀的顶和底

我们认为 PPI 已经见顶, 可能在 10 月或 11 月。具体哪个月份, 取决于统计局采样时点。生猪价格已基本见底, 再者明年上半年同比基数逐步下降, CPI 同比会出现显著回升。

我们分别从工业品和农产品两个角度提出我们对于下一个阶段商品主线的判断。

第一, 虽然工业品短期紧张情况缓解, 但 12 月仍存在供需配压力。

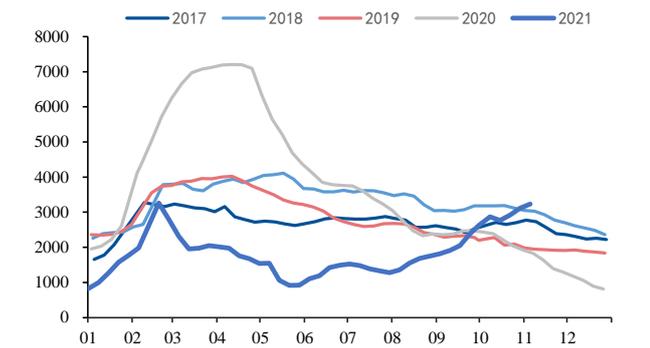
一方面, 部分产业供给依旧没有恢复 (如电解铝、钢铁), 但是大部分工业品的主要需求波动来自于房地产施工的波动, 而房地产链条在“三条红线”的高压下, 施工放缓明显。7、

8、9月份的房屋新开工增速分别为-21.5%、16.8%、-13.5%，各工业品在旺季时反而垒库。

另一方面，在政府部门强力推动下，全国煤炭日产量环比增长5%以上，电厂存煤量快速上升，产业煤炭紧缺担忧大幅缓解。同时，电力需求季节性下滑，相关部门对此前拉闸限电的行为也进行了纠偏。煤、电两大重资源均出现明显供给改善。

10月份重点工业品均价，原油天然气直接相关的商品仍在涨价，除此之外，煤炭、黑色金属、有色金属、煤化工品等均出现比较明显下跌。预计11月或12月份的PPI环比读数不太可能会过高。

图8：玻璃库存（万重箱）



资料来源：wind;民生证券研究院

图9：电解铝社会库存（万吨）



资料来源:Wind;民生证券研究院

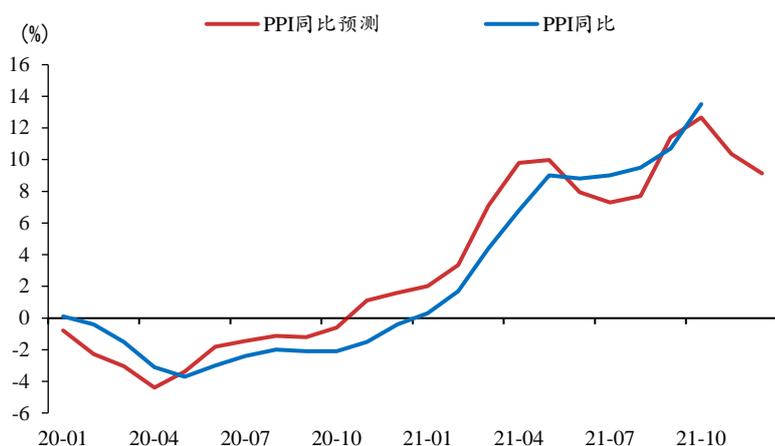
第二，11月初煤电瓶颈约束缓解，但12月仍存在不确定性。

国内方面，虽然煤炭、电力供需偏紧情况已大幅好转，但是12月是能源需求较高的月份，煤电保供仍然面临着压力。根据国家气象中心的数据，今年可能是拉尼娜大年，这意味着冬天可能会在概率上会比正常年份要寒冷，取暖需求将增加全社会对于用电和煤炭的需求量。

此外，海外原油、天然气等基础能源价格依旧较高，12月工业品价格走势存在不确定性因素。按历史经验，天然气价格在2月后会明显下行，届时海外部分商品价格可能也会下行。原油方面，价格走势则取决于供给的变化，需求在当前节点往后看变动不大。

历史回测看，PPI同比滞后于工业品价格同比大约1个月时间。最近各类商品大幅下跌，如果采用工业品价格（以11月初的价格作为基准）的同比增速进行测算，我们得到12月的PPI增速仍然会落在8以上，但较目前的13.5%已有下降。准确估测PPI存在难度，我们需要根据最新的工业品价格及时调整下月PPI。后续PPI真实读数，我们保持跟踪。

图 10: PPI 走势及同比预测

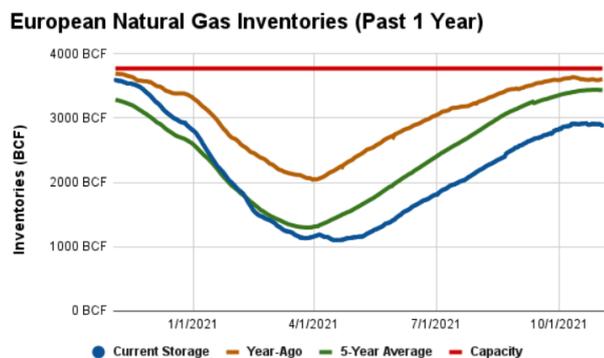


资料来源: Wind; 民生证券研究院

第三, 海外天然气紧张是否影响全球农产品的供需, 值得保持跟踪。

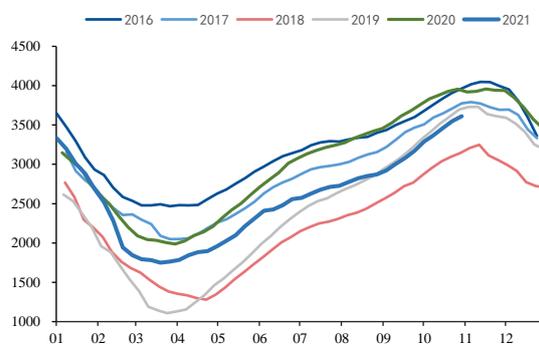
当前欧美天然气库存显著低于过去 5 年平均情况, 天然气价格保持在较高位置。如果今年冬天欧美气温较低, 天然气发电的需求增加, 那么天然气价格的强势将对下游尿素带来较强的价格支撑, 对全球农产品未来的供应可能会有一定负面影响。

图 11: 欧洲天然气库存



资料来源: wind; 民生证券研究院

图 12: 美国天然气商业库存



资料来源: Wind; 民生证券研究院

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_29237



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn