

10 月通胀数据点评

——PPI 高点已现，CPI 无需担忧

袁方¹ 束加沛（联系人）²

2021 年 11 月 10 日

内容提要

10 月通胀延续了此前分化的格局。由于数据采集时点的原因，10 月下旬工业品价格的变化并未在当月 PPI 中体现，进而表现为上游涨价大幅推升 PPI 水平。CPI 的反弹主要受鲜菜和油价回升的影响，持续性不强。

往后看，考虑到房地产债务去化对总需求的紧缩影响在延续，大宗商品价格和 PPI 的顶部或已出现。同时在疫情影响下，居民消费倾向始终偏弱，进而使得核心通胀处于低位。这一格局下央行货币政策有望维持中性偏宽松。

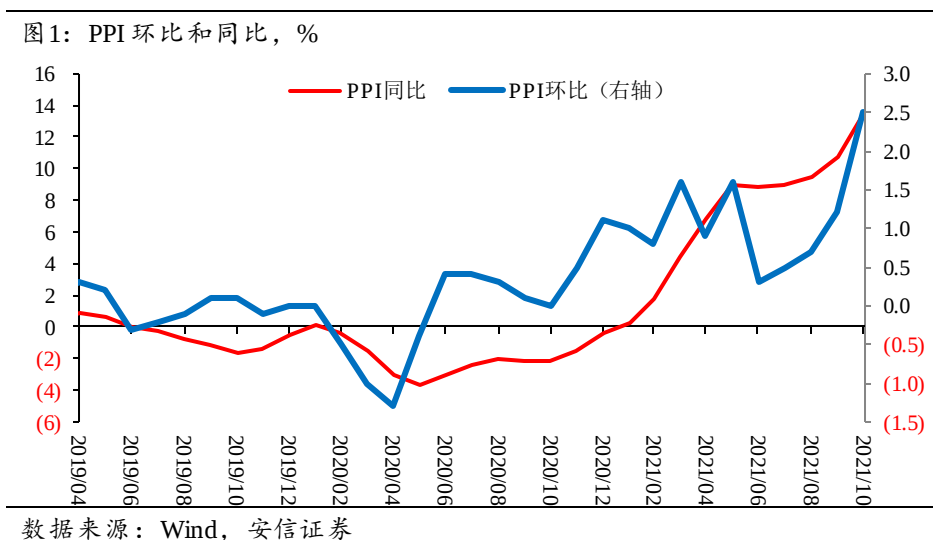
风险提示：（1）疫情发展超预期；（2）地缘政治风险

¹ 宏观分析师，yuanfang@essence.com.cn，S1450520080004

² 报告联系人，shujp@essence.com.cn，S1450120120043

一、PPI 同比高点已现

10 月 PPI 环比为 2.5%，较上月上升 1.3 个百分点，创有记录以来最高值；PPI 同比 13.5%，较上月抬升 2.8 个百分点，同样刷新历史记录。



分项来看，PPI 环比的上行主要集中在采掘、化工、石油、非金属矿物制品等上游行业，其中煤炭行业环比上涨 20.1%，而计算机、印刷、医药等中下游行业价格表现偏弱。按照我们此前对供改组的划分，如图 2 所示，供改组价格指数从去年以来快速抬升，而非供改组价格中枢大致持平，这一分化体现出供给限制的影响。

值得一提的是，本月黑色金属矿采选业 PPI 环比大幅下降 8.9 个百分点，反映出铁矿石价格自 9 月中旬以来持续下跌的影响。

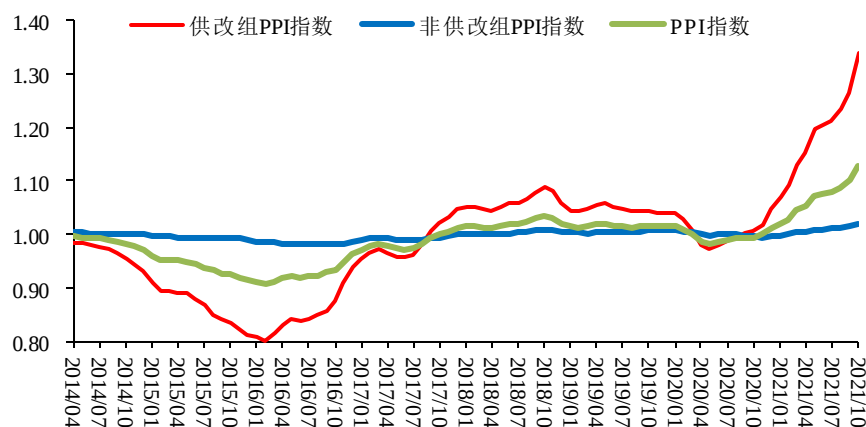
由于统计局采集物价数据是根据 5 日、20 日采价原则，从企业相关部门采集规格品的销售单价和采购单价的相应原始凭证，煤炭价格大幅下跌是在 10 月 20

日开始，本月煤炭行业的 PPI 反应了本月中上旬价格的变化。预计 11 月 PPI 将体现出煤炭和钢铁价格大幅下跌的影响，PPI 同比高点大概率已经出现。

往后看，一方面是煤炭价格受到强力调控，煤炭供给不足也出现缓解，其余限产行业的监管力度进一步加大的概率较低；而在需求侧，随着房地产市场进入冰点，新开工和投资下滑斜率都将非常剧烈。年内基建大概率仍是“托而不举”的状态，难以对冲房地产下行压力，总体的需求在加速收缩，10 月份贸易盈余的快速扩张也验证了内需在快速收缩。看外需的情况，海外偏低的储蓄率叠加服务消费的复苏也将导致耐用品消费减少，进而导致大宗商品需求下降，特效药物的研发成功或将加速这一进程。

合并来看，由于碳中和的长期战略不会改变，供给偏紧的格局在长期还将延续，短期需求压力可能集中在黑色产业链上。展望 2022 年，大宗商品整体价格有望中枢下移，但价格中枢仍高于 2019 年，PPI 同比增速或将持续回落。

图2：供改行业与其余行业 PPI 指数，%



数据来源：Wind，安信证券

二、临时性因素推动 CPI 上行

10 月 CPI 同比 1.5%，较上月上升 0.7 个百分点；核心 CPI 同比 1.3%，较上月上升 0.1 个百分点。

拆解看，CPI 环比上行的最大动力来自于食品分项，同时非食品分项中交通通信、房租表现也强于季节性，两者共同推动 CPI 环比高于季节性。

食品分项的升高主要来源于鲜菜环比超季节性，10 月份鲜菜价格环比 16.6%，显著超过过去五年的平均值-1.6%，这体现了天气因素造成的临时性影响。近期的蔬菜价格出现回落，也表明这一影响是一次性的。

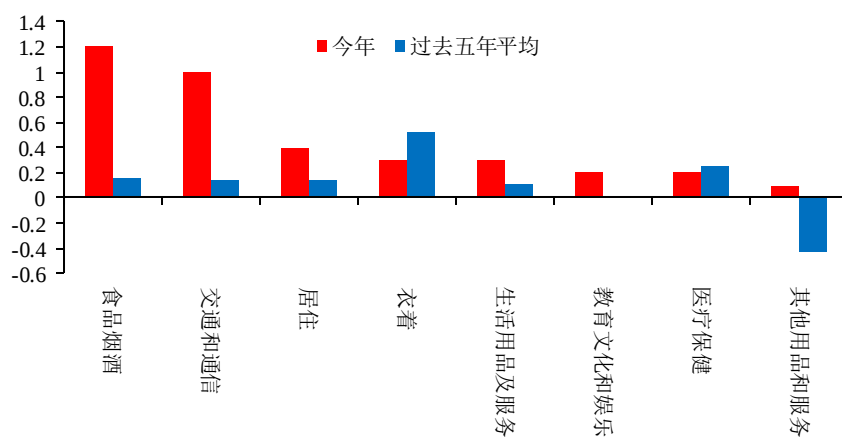
而交通通信细项的上涨体现了 10 月以来成品油价格调整的传导。考虑到当前油价位于较高水平，更高的油价将刺激页岩油大幅度扩张，因此短期内石油价格上升空间有限，预计这一分项的上涨持续性不足。

国内的疫情反复也导致居民消费倾向始终偏弱，进而使得消费的量价数据恢复缓慢，核心 CPI 始终处于偏低位置。

往后看，考虑到核心通胀回升缓慢、猪肉价格底部徘徊，以及本月临时性因素消失，未来 CPI 同比增速持续抬升的动能较弱。11 月 CPI 同比在基数影响下有望达到 2%左右的水平。

整体而言，10 月通胀延续了此前分化的格局，考虑到消费的中枢将系统性低于疫情前的水平，以及房地产债务去化的影响，未来需求有进一步下降的可能，大宗商品的价格和 PPI 的顶部或已出现。在这一背景下，央行货币政策有望维持中性偏宽松的基调，对权益和债券市场较为有利。

图3: CPI 细项环比, %



数据来源: Wind, 安信证券

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_29279

