

2021 年 11 月 10 日

【华西固收研究】上游价格涨幅明显，价格传导压力有所显现

——10 月通胀数据点评 20211110

事件概述：

11 月 10 日统计局公布 2021 年 10 月通胀数据，CPI 同比上涨 1.5%，前值上涨 0.7%；PPI 同比上涨 13.5%，前值上涨 10.7%。

分析与判断：

► 核心 CPI 较上月提升 0.1pct，价格传导压力有所显现

本月 CPI 的 8 个一级子项目中，六项同比增速提升，两项回落，环比增速均出现不同幅度上涨。本月 CPI 主要受蔬菜和燃料价格上涨影响较大。其中食品烟酒项同比增速录得-0.9%，降幅较上月收窄 1.9pct，环比上涨 1.2%。近期全国大幅降温与强降雨对蔬菜产量影响较大，叠加疫情反复导致物流成本的持续上升，食品烟酒分项中蔬菜上涨明显。根据农业农村部监测的 28 种蔬菜价格数据显示，10 月份批发均价为每公斤 5.25 元，环比涨 16.7%，同比涨 11.7%。目前各地政府已通过增加蔬菜调配、投放政府储备菜和免除市场交易费等多项措施对价格进行调控；另外，蔬菜生产周期较短，且当前受灾地区产能正在逐步恢复，在产量上升后，供给偏紧的局面或将有所缓解。我们预计当前供应紧张导致的蔬菜价格上涨仅是短期现象，难以持续推升 CPI 读数。

10 月猪肉价格表现依然低于历史同期，但降幅已开始出现收窄趋势。CPI 猪肉项同比下降 44.0%，降幅较上月收窄 2.0pct。随着国庆后第二轮猪肉收储工作的稳步推进，10 月中旬猪肉价格触底后开始出现小幅上行。截至 11 月 5 日，22 省平均猪价 16.12 元，价格已连续四周出现小幅回升。当前政策对于价格的干预效果开始显现，叠加冬季猪肉消费需求回暖，或将使猪肉价格进一步企稳。但由于目前猪肉供给端短期去产能情况仍有待观测，价格回升可能不会一蹴而就。

10 月，国际原油供需格局继续带动价格上行，叠加国内煤炭价格大幅上涨，促使市场对油气等替代品需求增加，国内燃料价格明显走高。交通工具用燃料同比增速均出现明显上行，录得 31.4%，较上月提升 8.6。11 月 OPEC+会议上，石油输出国组织拒绝美国多次提出的增产要求，决定延续 40 万桶/日的增产幅度。根据 11 月会议结果来看，OPEC 方面控产保价态度较为坚决，原油供给紧张局面短期预计难以得到缓解。全球生产持续恢复叠加供给端增量有限，预计短期国际原油价格仍将继续保持震荡上行态势。

蔬菜和燃料价格大幅上涨是 10 月 CPI 增速出现上行的主要原因。而剔除掉食品和能源后的核心 CPI 同比录得 1.3%，较上月提升 0.1pct。由于 10 月以来电价上浮比例提高，上游价格上涨压力向终端价格传导的概率可能会有所提升，建议关注后续需求变化对终端价格抬升的影响。

► 上游价格延续加速上行态势

9 月 PPI 同比录得 13.5%，较前月上升 2.3pct，主要受燃料与上游原材料价格明显上涨影响较大。生产资料价格同比上涨 17.9%，大幅上行 3.7pct；生活资料价格增速较 9 月小幅上行 0.2pct，生产资料同比增速的快速上行仍是 10 月 PPI 同比再次上涨的主因。10 月，上、中、下游生产资料价格延续上月整体上行态势，上游与中下游价格上涨幅度继续扩大。上游采掘工业同比增速录得 66.5%，较上月大幅提升 17.1pct。受 10 月煤炭价格保持高位运行的影响，采掘工业环比增速上涨幅度继续打破季节规律，使 10 月 PPI 在新涨价因素的影响下再度大幅走高。

从细分行业来看，燃料价格上涨幅度持续扩大并开始向中游价格传导是 10 月 PPI 大幅上行的主要驱动因素。上游除黑色金属矿采选业延续下行走势外，其余四个行业价格同比增速均出现明显上行，其中上游煤炭开采与洗选业、石油和天然气开采业、有色金属矿采选业、非金属矿采选业同比增速分别上行 28.8pct、16.1pct、1pct、1.5pct，带动中游燃料加工、化学原料与制品制造、木材加工，以及下游电力、热力和燃气供应价格同比增速均出现不同程度上涨。

煤炭延续快速上涨行情。焦煤期货平均结算价则环比上涨 13.74%，同比增速达到 144.93%；动力煤期货平均结算价则环比上涨 36.35%，同比增速达 138.66%。**煤炭需求方面：**北方采暖陆续开启，煤炭日耗将逐步升高，并且由于库存仍处于低位，需求端仍偏紧。**供给方面：**日前保供政策带来的增产效果明显，并且动力煤价格已经回落至正常水平，供给紧张局面有所缓解。整体来看，政策对于价格调控的效果较为明显，且煤炭供给量有所增加，使当前煤炭价格已逐步回落至正常水平，但需求量的持续攀升或将抵消一部分政策因素对煤炭价格的利空影响，对未来价格形成一定支撑，预计供暖季结束前煤炭价格走势将进入震荡区间，建议关注后续政策调控力度对价格的影响。

另外，海外对 OPEC 增产预期落空，叠加国内煤炭供给紧张，进一步推动国内燃料价格上涨。10 月 WTI 与布伦特期货平均结算价环比分别上涨 13.79%、11.85%。整体来看，虽然 PPI 翘尾因素回落将对 PPI 的进一步上行构成制约，但由于原油等部分原材料价格仍处于上涨态势，且此前“限产限电”使部分中游加工行业价格出现不同程度上涨，PPI 短期内大幅回落的可能性有限。

综上，10 月燃料价格延续上行态势，且“限产限电”带来的供给收缩引发的价格上涨已开始传导至中游，短期蔬菜鲜果价格的大幅上行也带动 CPI 同比走高。整体而言，国际与国内原材料供给紧张格局使 PPI 短期难出现明

显下行，且目前上游价格上涨有向中游蔓延迹象，但在政策调控之下，煤炭价格进一步显著走高的可能性不大，通胀压力仍可控。

表 1：煤炭带动上中游价格出现明显上涨（单位：%）

门类	行业	2021/01	2021/02	2021/03	2021/04	2021/05	2021/06	2021/07	2021/08	2021/09	2021/10
上游	石油和天然气开采业	-21.90	-6.40	23.70	85.80	99.10	53.60	48.00	41.30	43.60	59.70
	黑色金属矿采选业	22.20	29.40	34.70	38.30	48.00	52.60	54.60	46.10	29.40	17.20
	煤炭开采和洗选业	9.10	10.90	6.90	13.30	29.70	37.40	45.70	57.10	74.90	103.70
	有色金属矿采选业	9.70	9.70	13.30	15.70	16.70	16.80	14.80	11.60	11.70	12.70
	非金属矿采选业	1.10	1.00	0.80	0.90	2.00	2.50	3.00	3.70	3.80	5.30
中游	电气机械及器材制造业	-0.70	-0.30	1.00	2.90	4.50	5.40	5.90	5.90	6.34	-
	专用设备制造业	-0.60	-0.40	-0.40	-0.30	0.20	0.10	0.50	0.70	0.83	-
	仪器仪表制造业	-0.50	-0.50	-0.10	-0.50	-0.40	-0.80	-0.30	0.00	-0.28	-
	黑色金属冶炼及压延加工业	9.90	14.10	21.50	30.00	38.10	34.40	33.00	34.10	34.90	39.90
	石油、煤炭及其他燃料加工业	-9.00	-0.50	13.90	23.80	34.30	36.10	35.40	35.30	40.50	53.00
	有色金属冶炼及压延加工业	8.90	12.10	21.30	26.90	30.40	27.80	23.50	21.80	24.60	29.50
	化学原料及化学制品制造业	1.20	4.00	11.40	17.50	20.90	20.30	21.30	24.00	25.50	31.50
	化学纤维制造业	-4.00	-0.20	10.50	17.70	18.40	17.00	20.90	24.00	23.80	27.00
	金属制品业	1.10	2.00	3.50	5.10	7.00	7.50	7.90	8.40	9.00	10.00
	橡胶和塑料制品业	-1.00	-0.50	1.20	2.60	3.20	3.40	3.90	4.20	4.50	5.80
	非金属矿物制品业	-2.40	-2.50	-1.70	0.70	2.40	2.50	2.30	2.60	5.10	12.00
	通用设备制造业	-0.10	-0.20	0.20	0.50	0.90	1.40	1.70	2.00	2.40	2.70
	木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	-0.20	0.10	0.10	0.40	0.80	0.80	1.20	1.40	1.80	3.00
	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	0.60	-0.10	0.00	-0.10	0.40	0.40	0.60	0.80	0.90	1.50
	废弃资源综合利用业	3.20	8.10	15.20	20.60	24.70	21.90	19.00	18.40	20.14	-
下游	文教、工美、体育和娱乐用品制造业	2.70	1.70	2.40	2.80	2.80	1.70	1.60	-0.30	0.75	-
	燃气生产和供应业	0.30	0.80	1.80	2.40	2.20	3.50	3.60	5.60	8.50	9.40
	家具制造业	-0.40	-0.60	-0.30	-0.10	0.00	-0.60	-0.10	0.00	0.55	-
	皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业	-1.60	-1.60	-1.30	-0.80	-0.60	-0.70	-0.30	-0.10	0.27	-
	金属制品、机械和设备修理业	0.50	-0.20	-0.70	-1.10	-0.40	-0.90	-0.50	-0.40	0.30	-
	造纸及纸制品业	-0.50	1.00	2.30	5.00	7.40	7.80	6.30	5.70	5.50	5.80
	农副食品加工业	4.40	4.90	5.60	5.00	5.60	4.30	3.50	2.90	2.50	2.70
	纺织业	-2.60	-1.90	0.10	1.70	2.90	3.80	5.20	6.60	7.40	8.50
	酒、饮料和精制茶制造业	1.60	1.70	2.00	2.00	1.90	1.90	1.80	1.40	1.40	1.20
	食品制造业	0.40	0.70	0.80	1.20	1.60	1.50	1.60	1.90	2.20	2.60
	水的生产和供应业	0.20	0.40	0.90	1.00	1.10	1.40	1.40	1.30	1.30	1.50
	印刷业和记录媒介的复制	-1.10	-1.00	-0.60	-0.30	0.80	0.90	1.20	1.00	0.90	1.00
	烟草制品业	0.60	0.50	0.40	0.40	0.50	0.70	0.60	0.60	0.60	0.50
	纺织服装、服饰业	-1.30	-1.20	-0.50	-0.20	-0.30	-0.40	-0.20	0.10	0.40	0.80
	电力、热力的生产和供应业	-1.80	-1.40	-0.80	-0.50	-0.50	-0.70	-0.30	-0.30	0.20	0.80
	汽车制造业	-0.60	-0.90	-0.80	-0.80	-0.70	-0.40	-0.50	-0.30	-0.20	-0.10
	医药制造业	0.20	0.00	-0.30	-0.70	-0.80	-0.90	-0.90	-0.70	-0.80	-0.50
	计算机、通信和其他电子设备制造业	-1.80	-2.00	-1.80	-1.40	-0.80	-0.60	0.30	0.70	1.40	1.60

资料来源：Wind，华西证券研究所

投资策略：通胀压力尚可控，利率或已进入震荡区间

10 月通胀数据公布后，债市反映较为平淡，对通胀数据有所钝化。当前债市对通胀反应钝化的主要原因在于货币政策难因通胀上行而出现收紧，未来经济恢复是否稳定将成为政策调整的主要衡量因素。11 月 8 日，碳减排支持工具正式推出，表明当前货币政策的主基调仍以稳健为主，流动性投放更偏向于结构性和精准性，信用政策强调直达性。预计本次使用结构性工具带来的流动性投放效果会远弱于总量工具，对利率市场的影响相对有限。目前市场普遍认为碳减排支持工具落地，将导致全面降准可能性减弱；但从长期来看，流动性缺口切实存在，如果货币政策传导机制能够进一步疏通，仍不能排除降准实施的可能。

信用方面，当前地产领域的主要矛盾在于金融机构及房企预期较低，房企再融资能力受限导致投资意愿偏弱，此前对按揭贷政策的纠偏对地产行业基本面的影响较小，预计地产投资的恢复仍需要一定时间。但我们认为，在“不因化解风险而产生新的风险”大原则下，地产调控政策有望进一步边际宽松，需要关注其对利率的影响。

综上，经济复苏不稳定对货币以及信用政策调整的影响将成为未来利率走势的决定性因素，货币政策预计仍将维持偏稳的基调，财政、信用政策有望边际发力，利率债短期看下行的赔率、胜率均较为有限。

风险提示

信用风险与疫情发展存在不确定性。

分析师：张伟

邮箱：zhangwei1@hx168.com.cn

SAC NO: S1120521080001

联系电话：010-59775334

分析师：颜子琦

邮箱：yanzq@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520010001

联系电话：021-20227900

分析师：孙嘉伦

邮箱：sunjl@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520120001

联系电话：010-59775371

分析师与研究助理简介

樊信江，固定收益方向首席分析师，CFA，清华大学工程管理硕士。4年证券研究经验，3年央企海外燃煤、燃机电站工程总承包开发及执行经验，2年国内基础设施融资租赁和PPP投资经验；曾任职于民生证券研究院，2019年加入华西证券。

颜子琦，新加坡南洋理工大学金融工程硕士，曾任卡耐基梅隆大学助理研究员。2019年加入华西证券研究所，主要从事债券交易、利率债、城投债、非标资产研究。

孙嘉伦：约翰霍普金斯大学金融硕士。2019年加入华西证券，主要参与产业债、境外债与地方政府债研究。

张伟：对外经济贸易大学金融学硕士。2019年加入华西证券，主要参与可转债、财政政策、宏观经济研究。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

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_29284

