

能源短缺对我国通胀的影响

——宏观深度报告

川财证券
CHUANCAI SECURITIES

证券研究报告

所属部门 总量研究部
报告类别 宏观深度
所属行业 宏观经济
报告时间 2021/11/16

❖ 全球面临能源短缺

今年以来全球能源供给高度紧张，大宗商品价格连续暴涨，我国多地被迫拉闸限电，继新冠疫情爆发后，经济增长再次放缓。当前能源价格上涨已经向工业原材料传导，尽管能源价格对其他生产资料和生活资料价格的上涨影响具有一定的滞后性，但是如果能源价格继续长期上涨将导致全面的物价上涨。

❖ 新兴经济体受到能源短缺的冲击

欧美能源短缺愈演愈烈，巴西、印度等新兴经济体受能源危机影响，电力缺口不断扩大，电价不断上涨，并向下游产业传导。由于新兴市场经济体面临着更加严苛的国际金融环境，往往更倾向于用加息来遏制通货膨胀，但是另一方面，加息也会遏制需求，不利于经济复苏，带来一系列新的问题。

❖ 全球通胀预期

本轮通胀最重要的驱动因素是能源，全球天然气、煤炭、原油等资源短缺导致能源价格飙升。此轮通货膨胀有以下两个特点：一是已由疫情初期需求端主导转为供给端，二是全球碳中和背景下清洁能源转型导致的能源供给约束。由能源紧缺引发的通货膨胀对市场的影响很大程度上取决于持续时间。

当前，一些新兴市场国家已开启了加息，与新兴市场相比，发达经济体利率正常化的步调相对缓慢，但货币政策开始转向，不失为控制通货膨胀的良好开端。能源供需缺口大概率在明年年中得以缓解，在各国收紧货币、财政的趋势下，通胀压力有望在明年下半年得到控制。

❖ 我国“双控”政策推动上游行业价格上涨

9月中下旬以来，国家对能耗双控政策层层加码，坚决管控高耗能高排放项目。一方面为了达到能耗双控的目标，限制高耗能行业的生产，主要针对“两高”项目，包括煤电、石化、化工、钢铁、有色金属冶炼等行业。另一方面，由于煤炭价格高涨导致供电缺口而被迫限电，部分省市因电力供给不足，不得不采取拉闸限电、错峰用电等政策，多个行业开启限产限电。能耗双控能耗较高的中游的水泥、玻璃等产量也相应降低，与此密切相关的地产链需求也受到负面影响。由于供给收缩，钢铁、水泥、化工等高耗能工业品价格普遍出现明显上涨。

运动式减碳和“一刀切”的执行严重打击了企业的开工率，部分地区也开始逐步对运动式减碳开启纠偏，10月份企业拉闸限电停产的状况较9月有所缓解，但双高行业限产依然严格。双控政策带来的影响涉及到渗透到产业链的各个环节。下游行业面临着能紧张、上游供应短缺、原材料价格高企以及需求疲软等多重考验。

风险提示：下游需求超预期回落，海外大宗商品价格超预期震荡。

川财证券研究所

北京 西城区平安里西大街28号
中海国际中心15楼，
100034
上海 陆家嘴环路1000号恒生大厦11楼，200120
深圳 福田区福华一路6号免税商务大厦32层，518000
成都 中国（四川）自由贸易试验区成都市高新区交子大道177号中海国际中心B座17楼，610041

正文目录

一、全球经济面临能源短缺	4
1.1 天然气价格连续飙升成为此次能源危机的主角	4
1.2 原油市场受到天然气危机的连锁反应	5
1.3 铜库存紧缩，供应短缺	6
1.4 铁矿石供给恢复，需求收缩	7
二、能源危机蔓延至新兴经济体	8
2.1 巴西启动天然气发电助推天然气价格上涨	8
2.2 印度遭遇煤荒	10
三、全球通胀压力回升	10
3.1 美国 Taper 落地	11
3.2 英国上调通胀预期	12
3.3 欧元区预计通胀明年将下降	12
3.4 俄罗斯加息应对通胀	13
3.5 通货膨胀预期	13
四、我国通胀情况预测	14
4.1 “双控”政策对我国工业生产的影响	14
4.2 当前 PPI 与 CPI 剪刀差走阔原因分析	15
4.3 PPI 后续运行趋势	16
4.4 0 CPI 后续运行趋势	16
风险提示	18
分析师	18
联系人	18

图表目录

图 1: CRB 工业原料现货指数.....	4
图 2: 天然气价格加速上涨 (便士/色姆)	4
图 3: 我国天然气产量 (亿立方米) 及同比增速.....	5
图 4: 俄罗斯天然气平均出口价 (美元/千立方米)	5
图 5: 欧佩克原油产量 (千桶/天)	6
图 6: WTI 原油价格 (美元/桶)	6
图 7: LME 铜库存 (吨) 及价格 (美元/吨)	7
图 8: 我国粗铜和精炼铜产量 (千吨)	7
图 9: 我国铁矿石进口数量 (万吨)	7
图 10: 我国钢厂开工率.....	7
图 11: 巴西通货膨胀飙升	9
图 12: 巴西加息应对通货膨胀.....	9
图 13: 巴西天然气进口量 (吨)	9
图 14: 印度火电发电量 (吉瓦)	10
图 15: 印度自印度尼西亚煤炭进口量 (吨)	10
图 16: 主要经济体 CPI 同比增速	11
图 17: 美国职位空缺数显著上升 (千人)	12
图 18: 美国失业率.....	12
图 19: 工业增加值同比增速 (%)	14
图 20: 水泥价格指数飙升	14
图 21: 我国 PPI 同比增速 (%)	16
图 22: 我国 CPI 同比增速 (%)	16

一、全球经济面临能源短缺

今年以来全球能源供给高度紧张，大宗商品价格连续暴涨，我国多地被迫拉闸限电，继新冠疫情爆发后，经济增长再次放缓。当前能源价格上涨已经向工业原材料传导，2021年10月20日CRB工业原材料指数上涨至650.04，成为近十年以来的最高点。尽管能源价格对其他生产资料和生活资料价格的上涨影响具有一定的滞后性，但是如果能源价格继续长期上涨最终将导致全面的物价上涨。

图 1：CRB 工业原料现货指数



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 2：天然气价格加速上涨（便士/色姆）

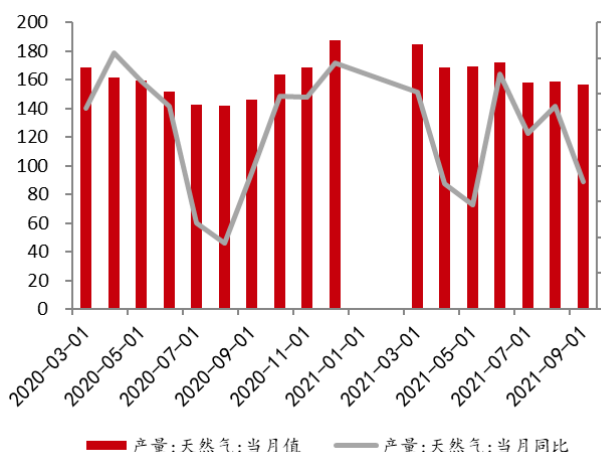


资料来源：Wind，川财证券研究所

1.1 天然气价格连续飙升成为此次能源危机的主角

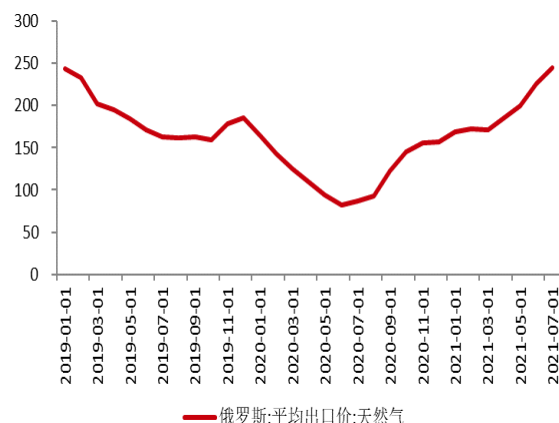
欧洲天然气价格飙升主要是由于需求强劲而供给不足造成的。从需求端来看，第一，今年以来欧洲各国新冠疫苗接种比例大幅上升，各国逐步解除封锁措施，生产复苏，天然气需求回暖；第二，受到天气情况影响，英国风力发电不稳定，天然气作为重要的发电原料，电力需求缺口使得天然气需求增加；第三，今年夏季的炎热天气，供电需求强劲，天然气储备耗费量大，再加上今年冬季拉尼娜再度来袭，冷冬促使欧洲各国补库存需求加大；第四，欧洲多国达成碳排放共识，能源结构转变的步伐加快，天然气作为煤炭第一替代品，需求随之增加。

图 3：我国天然气产量（亿立方米）及同比增速



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 4：俄罗斯天然气平均出口价（美元/千立方米）



资料来源：Wind，川财证券研究所

从供给端来看，第一，受到欧洲与俄罗斯之间的地缘政治因素影响，俄罗斯有意减少对欧洲的天然气供应；第二，美国天然气产量减少，美国作为全球最大的天然气生产国，由于疫情时期天然气需求下滑，价格暴跌，企业收缩产能，导致天然气产量下滑；第三，美国受 9 月初飓风艾达影响，天然气产量大幅下降，美国的液化天然气出口受到限制。

全球强调新能源替代化石能源、天然气产能供应受限、各国极端天气拉低天然气产量同时带动需求增长，推动天然气价格暴涨，引发全球能源危机。天然气短缺造成的价格暴涨，不仅会引发大量的中下游化工品暴涨，电力也大幅上涨，企业的生产成本再度上升。电价攀升加剧各地区停电风险，又会进一步推升能源价格上涨，通胀压力加大。

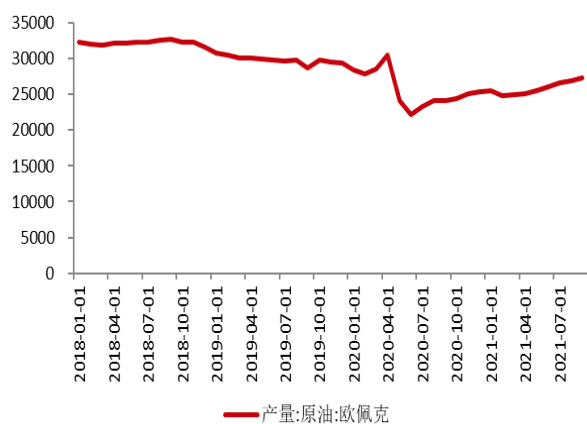
1.2 原油市场受到天然气危机的连锁反应

原油库存处于低位以及替代品紧缺助推原油价格高涨。从供给端来看，OPEC+在 10 月 4 日会议上决定维持现有 40 万桶/日的增产计划，并没有像市场预期的加大增产力度，原油市场供应呈现紧张趋势，供给弹性的缺乏会对油价形成较强的支撑；第二，9 月份艾达登陆美国墨西哥湾，对生产端造成了超预期的影响；第三，存在地缘政治风险，

利比亚尚未完全稳定的局势仍将时不时对其石油出口能力造成不利影响。

从需求端来看，第一，天然气短缺正在提振石油需求，加剧了石油市场本已经相当大的供应缺口，为石油价格形成支撑；第二，随着疫苗的推广，各国逐步放松国际旅行限制，带动了航空煤油需求的进一步恢复，原油需求产生提振。持续攀升的原油价格对工业生产以及居民生活产生影响。

图 5：欧佩克原油产量（千桶/天）



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 6：WTI 原油价格（美元/桶）

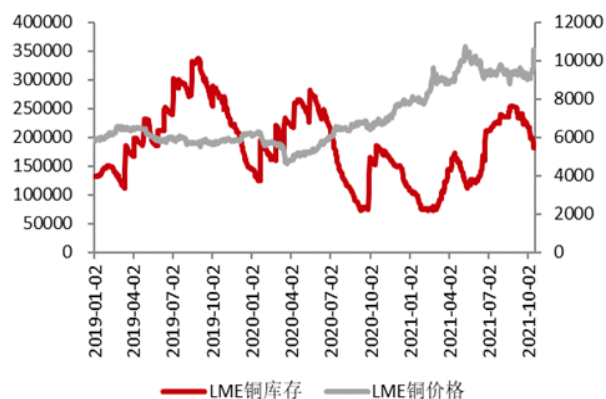


资料来源：Wind，川财证券研究所

1.3 铜库存紧缩，供应短缺

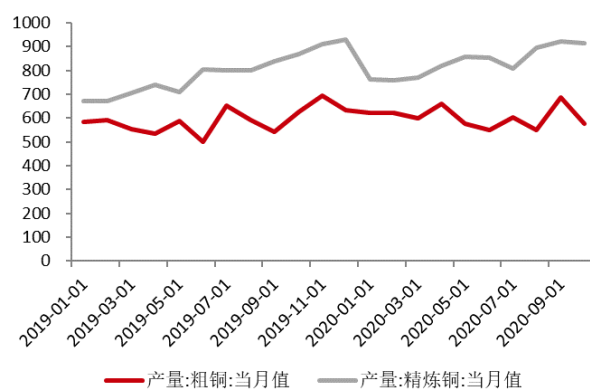
10 月 15 日，LME 铜库存创下 1974 年以来的最低水平，全球铜供应紧张局面急剧升级。首先，电力短缺影响金属冶炼工厂开工，铜生产减少，金属冶炼行业受到的能源短缺冲击大于下游制造业；其次，今年下半年废铜供应呈现减少趋势，废铜供应是影响铜市场短周期的重要因素，尽管铜价上涨能够刺激废铜供应，但存在明显滞后效应；最后，自今年以来，铜矿开采量连续小幅下降，矿产供应放缓。

图 7: LME 铜库存(吨)及价格(美元/吨)



资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 8: 我国粗铜和精炼铜产量(千吨)



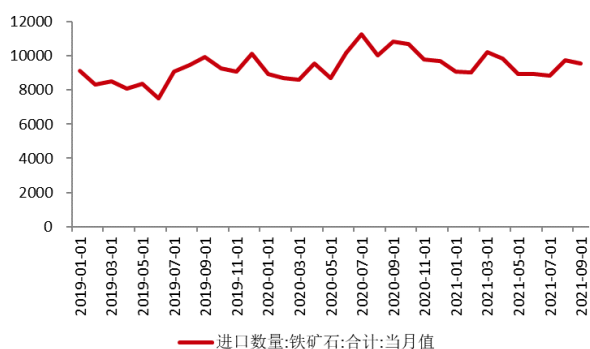
资料来源: Wind, 川财证券研究所

在铜供应减少的同时，铜市场需求也伴随欧洲天然气、石油、电力短缺而出现萎缩。我国“能耗双控”政策影响在四季度还将延续，制造业生产受限，也会降低铜的需求。虽然新能源可以提供一定需求支撑，但传统需求增长回落的压力较大。

1.4 铁矿石供给恢复，需求收缩

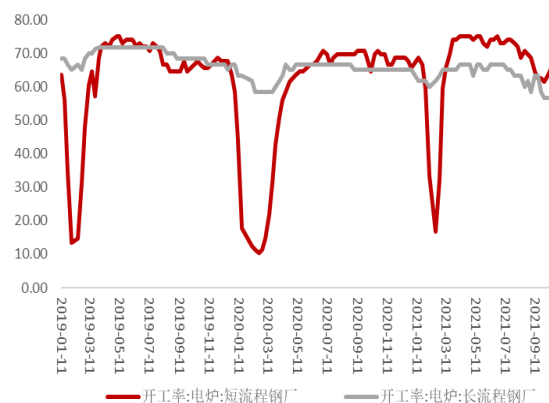
此前铁矿石市场出现巨大供需错配，供给收缩，需求强劲，继而推动了当时铁矿石整体价格的大幅上涨。进入下半年以后，供给端铁矿石产量恢复强劲，一方面随着疫情缓和，国际上的四大矿商恢复正常生产，铁矿石供应得到快速修复；另一方面，受到上半年铁矿石高价刺激，国内铁矿石生产积极性大幅提高。

图 9: 我国铁矿石进口数量(万吨)



资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 10: 我国钢厂开工率



资料来源: Wind, 川财证券研究所

需求方面，我国对铁矿石进口的需求占全球七成以上，国内对铁矿石的需求直接影响铁矿石价格。国内碳中和、碳达峰概念不断升级，各地钢铁行业压减产量落实碳中和、碳达峰目标，铁矿石需求出现降温。另外，由于焦煤等燃料价格高涨，钢厂为了控制炼钢成本，一些钢厂选用废钢替代炼钢原料，铁矿石需求也承受压力。最后，由于钢铁行业下游需求不断减弱，一是房地产政策持续收紧，房屋新开工面积增速下滑明显，二是截至9月末，基建投资未见起色，鉴于专项债发行到基建项目开工有一定的时间间隔，地方隐性债务风险监管仍然严格，基建投资预期偏弱，铁矿石需求受限。

四季度是矿石发货高峰期，后期供应还会增加，而由于需求减少，铁矿石价格承压较大。

二、能源危机蔓延至新兴经济体

欧美能源短缺愈演愈烈，巴西、印度等新兴经济体受能源危机影响，电力缺口不断扩大，电价不断上涨，并向下游产业传导。由于新兴市场经济体面临着更加严苛的国际金融环境，往往更倾向于用加息来遏制通货膨胀，但是另一方面，加息也会遏制需求，不利于经济复苏，带来一系列新的问题。

2.1 巴西启动天然气发电助推天然气价格上涨

水电是巴西的主要能源来源，水力发电达到巴西发电总量的64%，然而严重的干旱导致水力发电崩溃，只能启动天然气发电机，以弥补水力发电短缺。在本就紧张的天然气市场上，巴西对天然气的需求加大了竞争，可能会再次推高天然气价格。受此影响

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_29655

