

PPI 可能继续冲高

2021年10月·宏观月报

2021年10月29日

主要观点：

- 受限电限产的影响，工业生产环比继续放缓，高炉开工率下降，重工业产量减少，工业增加值同比增速下降到 2.8%。
- 考虑到 9 月制造业 PMI 已经大幅下降，10 月份悲观情绪有所缓解，制造业 PMI 可能略有上升，但仍将低于荣枯线。近期全国多地疫情散发态势有所加重，非制造业 PMI 回落。
- 高端制造业投资较快，但传统制造业、基建投资增速较低，房地产开发投资下降。钢材价格先升后降，水泥价格继续上升。需求偏弱及基数上升影响投资增速放缓到 6.5%。
- 国庆长假旅游出行同比减少，商品房销售继续减少，汽车零售同比负增长，消费同比增长 3%左右。
- 出口受海外需求减弱和运价下降等影响，同比增速将边际放缓；在低基数和煤炭、天然气和芯片等进口量增等影响下，进口同比增速将上升。预计贸易顺差维持在 5500 亿美元左右。
- 蔬菜类价格大幅上涨，猪肉价格止跌回升，零售燃油价格上调，翘尾因素回升，CPI 同比升至 1.4%。
- 工业中间产品供给有限，能源、有色类价格涨幅较大，PPI 环比显著上涨，同比涨幅扩大到 12.4%。
- 生产生活类融资需求依然偏弱，预计信贷和社融增

交通银行金融研究中心
(BFRC)

研究团队：

蔡普华（金研中心主任）
周昆平（资深专家）
唐建伟（首席研究员）
夏丹（资深研究员）
刘学智（高级研究员）
孙长华（高级研究员）
邓宇（高级研究员）

本期统稿人：

夏丹（资深研究员）
汪皓明（高级研究员）

联系方式：

021-32169999-1066

- 速分别小幅回落至 11.8%、9.9%左右。
- 信贷需求偏弱、购债规模不足、财政存款抽取效应使 10 月 M2 环比缩量，同比增速可能与上月持平。
 - 美元处于震荡上行区间，预计人民币对美元汇率呈现阶段性小幅升值，外储小幅增加 100 亿美元。

表：2021 年 10 月中国宏观经济金融数据前瞻（红色为预测值）

指标名称	2021-5	2021-6	2021-7	2021-8	2021-9	2021-10
GDP:当季同比 (%)	-	7.9	-	-	4.9	-
工业增加值 IAV:当月同比 (%)	8.8	8.3	6.4	5.3	3.1	2.8
制造业 PMI (%)	51	50.9	50.4	50.1	49.6	49.7
非制造业 PMI (%)	55.2	53.5	53.3	47.5	53.2	52.5
固定资产投资 FAI:累计同比 (%)	15.4	12.6	10.3	8.9	7.3	6.5
消费零售 TRS:当月同比 (%)	12.4	12.1	8.5	2.5	4.4	3
出口金额:当月同比 (%)	27.9	32.2	19.3	25.6	28.1	22.8
进口金额:当月同比 (%)	51.1	36.7	28.1	33.1	17.6	31.4
贸易差额:当月值(亿美元)	455.4	515.3	565.9	583.3	667.6	550
CPI:当月同比 (%)	1.3	1.1	1	0.8	0.7	1.4
PPI:当月同比 (%)	9	8.8	9	9.5	10.7	12.4
新增人民币贷款:当月值(亿元)	15000	21200	10800	12200	16600	7000
M2:余额同比 (%)	8.3	8.6	8.3	8.2	8.3	8.3
新增外汇储备 (亿美元)	236.2	-78	218.8	-37.7	-314.9	100
MLF:1 年 (下月末)	2.95	2.95	2.95	2.95	2.95	2.95
质押式回购利率:7 天 (下月末)	2.7	3.2	2.4	2.5	2.4	2.5

数据来源:WIND、交行金融研究中心

正文：

一、需求端仍然偏弱

工业产值增速处于低位。高频数据显示，10月以来工业生产环比继续放缓，产量下降影响工业增加值同比增速。受限电限产的影响，10月高炉开工率进一步下降，已经降到53%，比去年同期下降了近15%。重点企业粗钢和铁精粉日均产量显著减少，国庆节之后的全国粗钢产量在187万吨/日左右，比9月份和去年10月份都有较大幅度减少。柯桥纺织价格指数保持平稳，但中国棉纺织行业景气指数回落。煤炭产量受限叠加生活采暖耗能需求上升，环渤海动力煤价格指数上升到近850点，比9月份上涨了近100点。南华工业品指数冲高回落，10月下旬在3500点左右，比月中高点回落了近350点，表明需求放缓。去年10月工业增加值增速为6.9%，同比基数保持平稳。综合判断，预计今年10月工业增加值增速在2.8%左右，继续缓慢回落。

1-9月全国规上工业企业利润同比增长44.7%，增速逐月放缓；其中三季度同比增长14.3%。高频数据显示10月以来工业生产放缓，制造业景气度仍将处于低位。考虑到9月制造业PMI已经大幅下降，10月份悲观情绪有所缓解，制造业PMI进一步走低的可能性降低，预计略有上升到49.7%附近，但仍将低于荣枯线。10月以来公路物流运价指数有所回升到1000点以上，物流需求改善。全国客运量同比降幅收窄，铁路客运量也有所增长。然而近期全国多地疫情散发态势有所加重，影响到服务业景气度。受限电限产的影响，主要钢厂建筑钢材库存显著下降，将影响建筑耗材需求。预计10月非制造业PMI略有回落，可能在52.5%左右。

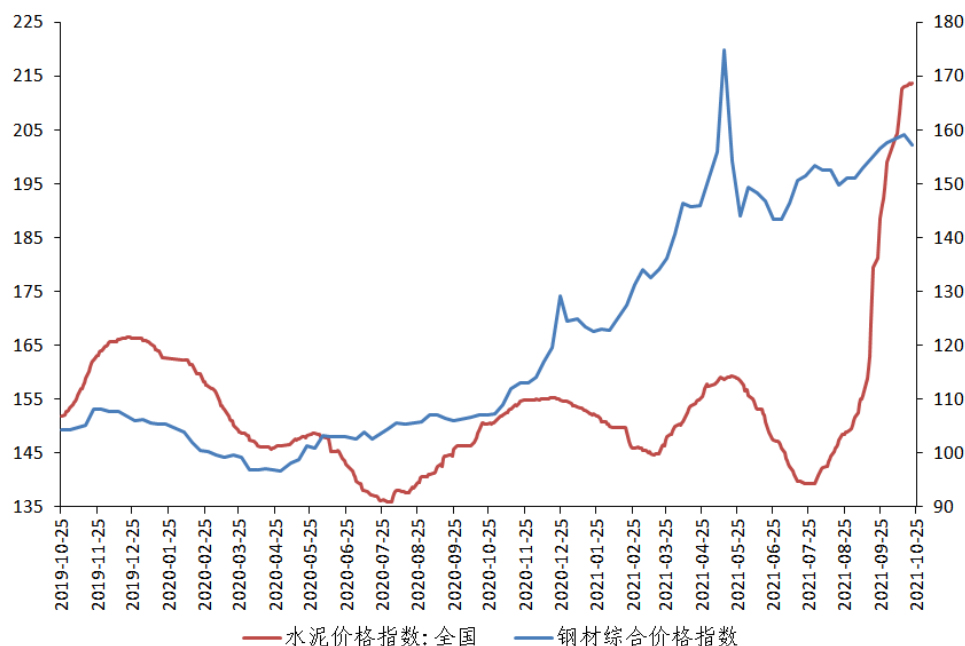
图 1 高炉开工率和南华工业品指数（单位：%、点）



数据来源：WIND，交行金研中心

投资增速持续放缓。高技术制造业投资有望保持快速增长，但受制于限产预期以及终端消费需求偏弱的影响，传统制造业投资增长较缓慢。近期专项债发行速度加快，但由于缺乏优质投资项目，基建投资增速仍将维持在低位。在拿地及开施工均较为低迷的影响下，房地产开发投资增速将继续回落。10月初以来全国钢材价格先升后降，月末在163点，高于9月末，低于10月中旬近1个点。高频数据显示，10月主要钢材价格都呈先升后降特征。10月以来全国水泥综合价格指数延续上升态势，月末在214点左右，比9月末上升了近15个点。分区域看，所有区域水泥价格全部上升，主因是限产导致供给减少所致。东北、华北、西北地区上升幅度较大，华东、中南、西南地区涨幅有所减弱。去年1-10月固定资产投资增速比1-9月上升了1个百分点，同比基数上升。预计今年1-10月固定资产投资增速在6.5%左右，需求偏弱及基数上升影响投资增速放缓。

图 2 水泥和钢材价格指数（单位：点）

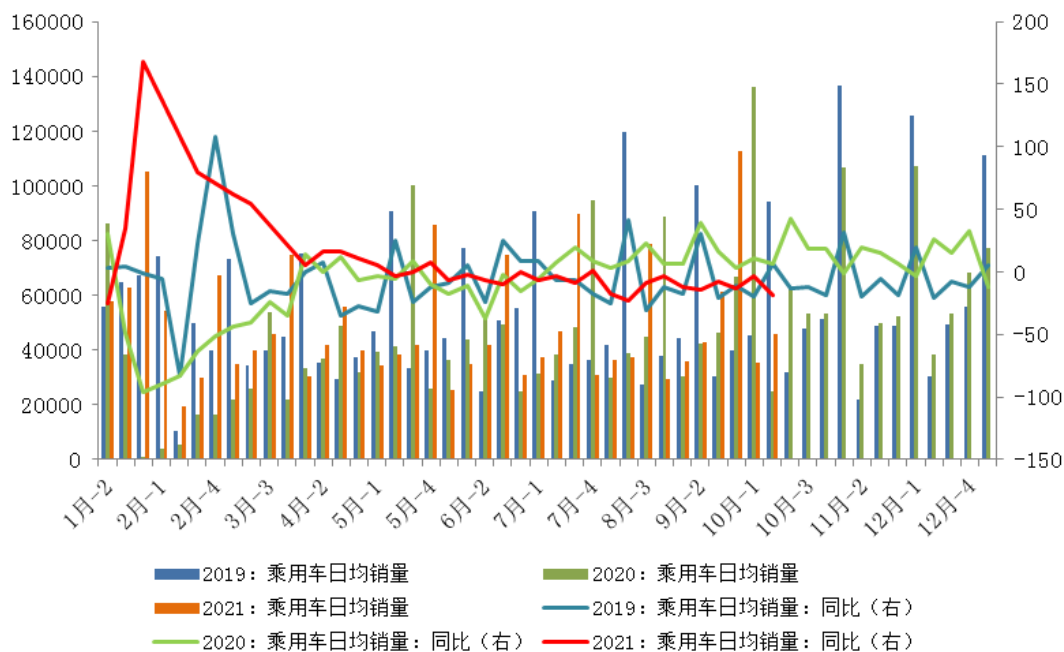


数据来源：WIND，交行金研中心

消费需求仍然偏弱。受疫情点状散发的影响，国庆长假期间消费增长状况要弱于中秋节。今年国庆假期 7 天全国发送旅客 4.03 亿人次，比 2019 年同期下降 33.9%，比 2020 年同期下降 7.5%；国内旅游出游 5.15 亿人次，按可比口径计算仅有疫情前同期的 70.1%，比 2020 年同期减少 1.5%。10 月全国商品房销售面积和成交套数继续减少，影响房地产相关消费需求。10 月 1-26 日商品房累计销售面积 934 万平方米，环比减少约 87 万平方米，同比为-24%；成交 9.23 万套，环比减少近 5540 套，同比为-20.1%。10 月以来汽车零售同比延续负增长，前三周平均增速为-11%。乘用车批发量继续负增长，前三周同比约为-8.5%左右，好现象是降幅收窄。汽车产量已经连续 5 个月负增长，9 月同比-13.7%，降幅有所收窄，产量萎缩对汽车消费带来制约。9 月新能源汽车产量同比大幅增长 141.3%，增速仍然非常高。10 月商品零售指数先升后降，国庆节之后下降势头较为明显，10 月末在

2996 点左右。义乌中国小商品指数下降，临沂商城价格指数小幅上升。去年 10 月消费同比增速上升到 4.3%，比 9 月上升 1 个百分点，同比基数略有上升。预计今年 10 月消费同比增速在 3% 左右。

图 3 近年来乘用车每周日均销量及同比增速（单位：辆、%）



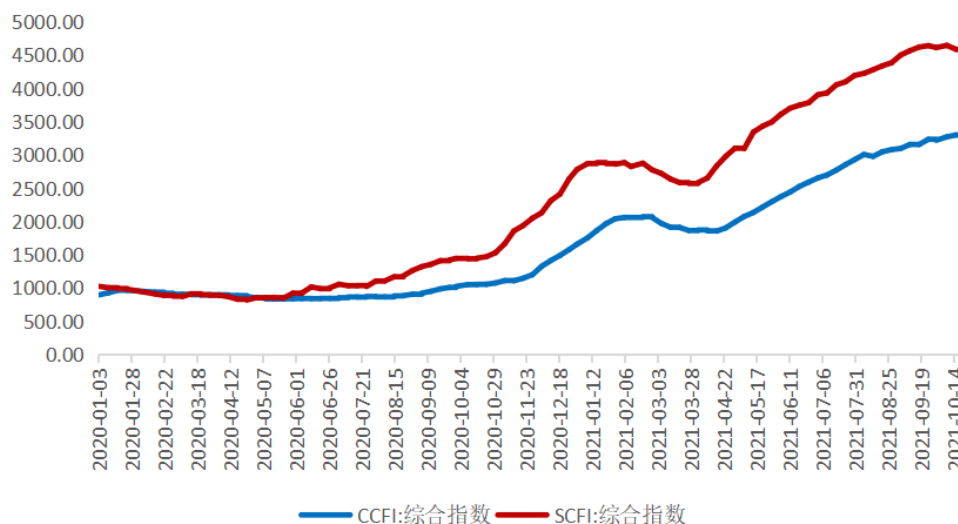
数据来源：WIND，交行金研中心

受海外需求减弱和运价回落等影响，预计出口同比增速将边际放缓。

10 月以来，全球能源供应不足以及供应链短缺等问题突出，欧美发达经济体经济复苏趋于放缓。10 月美国 Markit 制造业 PMI 初值 59.2%，欧元区 Markit 服务业 PMI 和制造业 PMI 分别为 54.7% 和 58.5%，均继续回落，海外需求将有所下降，但出口仍有较强支撑。从周边国家看，韩国 10 月前 20 天出口同比增长 36.1%，但出口金额下降；越南疫情出现好转，出口产能逐渐修复，10 月上半月出口较上月同期环比上升，对我国出口有一定替代。运价方面，截至 10 月 22 日，中国出口集装箱运价综合指数和上海出口集装箱运价综合指数分别为 3315 点、4583 点，环比增速均回落。同时，国际运力得到逐步修

复，运价因素对出口的影响将减弱。综合判断，预计10月出口额约2900亿美元，同比增速为22.8%。

图 4 CCFI 和 SCFI 出口集装箱运价指数（单位：点）

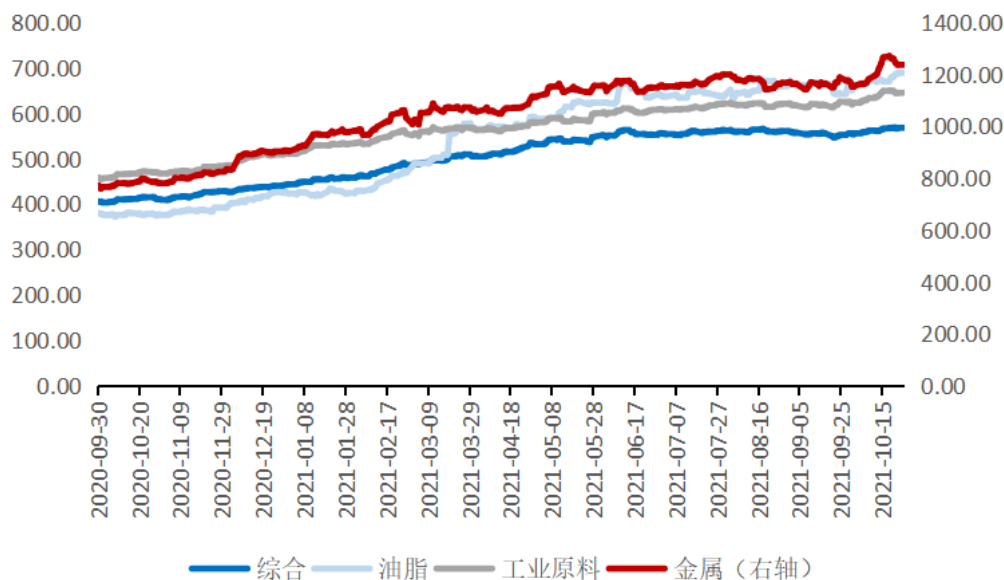


数据来源：WIND，交行金研中心

受低基数和能源、芯片进口需求增加等影响，进口同比增速将有所上升。全球主要大宗商品煤炭、天然气及原油等受供应短缺等影响，价格出现阶段性上升，价格因素对进口额仍将有较大贡献。具体分析，10月前三周CRB现货指数为569点，环比小幅上升；10月18日-24日，中国LNG综合进口到岸价格指数为165.36点，同比上涨98.34%；布伦特原油和WTI原油价格分别升至86.4美元/桶、84.65美元/桶，较上月环比涨幅分别为10%、12.7%。政策层面，近期发改委等部门加强煤炭等能源价格指导，动力煤、铁矿石等价格均有所回落。由于冬季来临，国内煤炭、天然气等能源供应明显不足，将继续加大对煤炭、天然气等进口。同时，近期国内汽车等芯片短缺仍比较严重，预计会加大进口量。综合判断，预计10月进口额约2350亿美元，受低基数影响（去年同期1789.08亿美元），预计进口同比增速

为 31.4%；贸易顺差维持在 550 亿美元左右。

图5 CRB各类现货价格指数走势情况（单位：点）



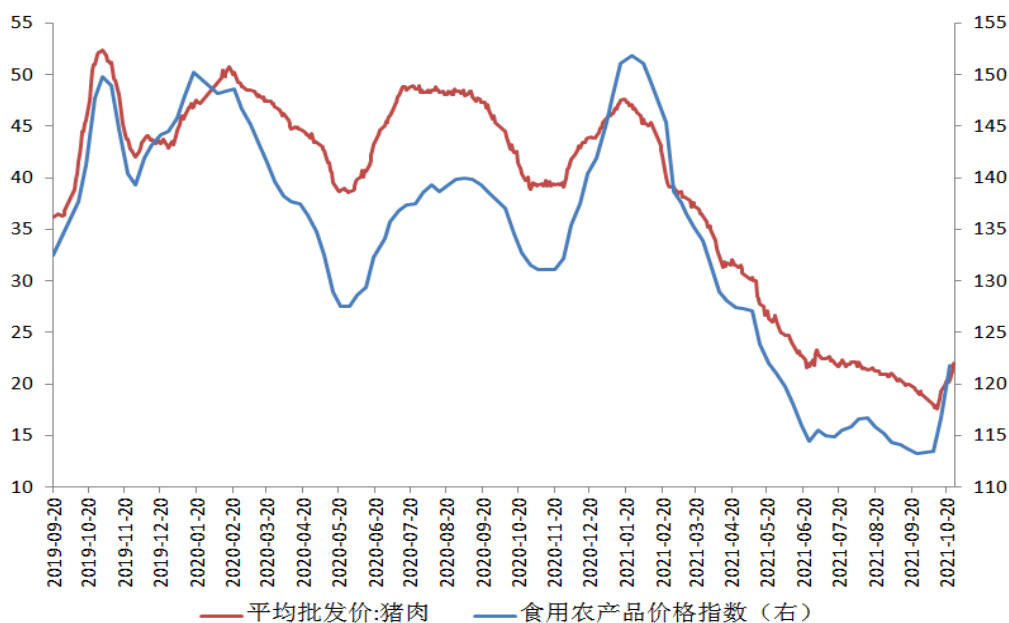
数据来源：WIND，交行金研中心

二、CPI 和 PPI 涨幅扩大

CPI 同比涨幅回升。10月初以来食用农产品价格环比显著上升，主因是蔬菜类价格大幅上涨。前期我国部分蔬菜种植地区受降雨影响严重，并且10月处于夏季蔬菜下市、秋冬菜尚未大量上市的青黄不接时期，导致了蔬菜类价格大幅上升，有的蔬菜价格已经高于猪肉价格。初步测算，食用农产品价格环比上涨1.6%，其中蔬菜价格环比涨幅在25%左右。10月以来猪肉价格止跌回升，10月1-26日全国猪肉平均批发价为19.4元/公斤，与9月基本持平，同比降幅显著收窄。10月零售燃油价格有2次上调，年初以来整体涨幅超过30%。工业产品价格涨势缓慢向终端消费产品传导，非食品类价格整体趋于上涨。10月CPI翘尾因素为0.1%，比9月上升0.3个百分点。综合以上因素，预计10月食品价格、非食品价格环比都将回升，

翘尾因素上升，CPI 同比涨幅将明显回升，预计在 1.3%到 1.5%之间，取中值为 1.4%，为近 5 个月的首次回升。

图 6 猪肉批发和食用农产品价格（单位：元、点）

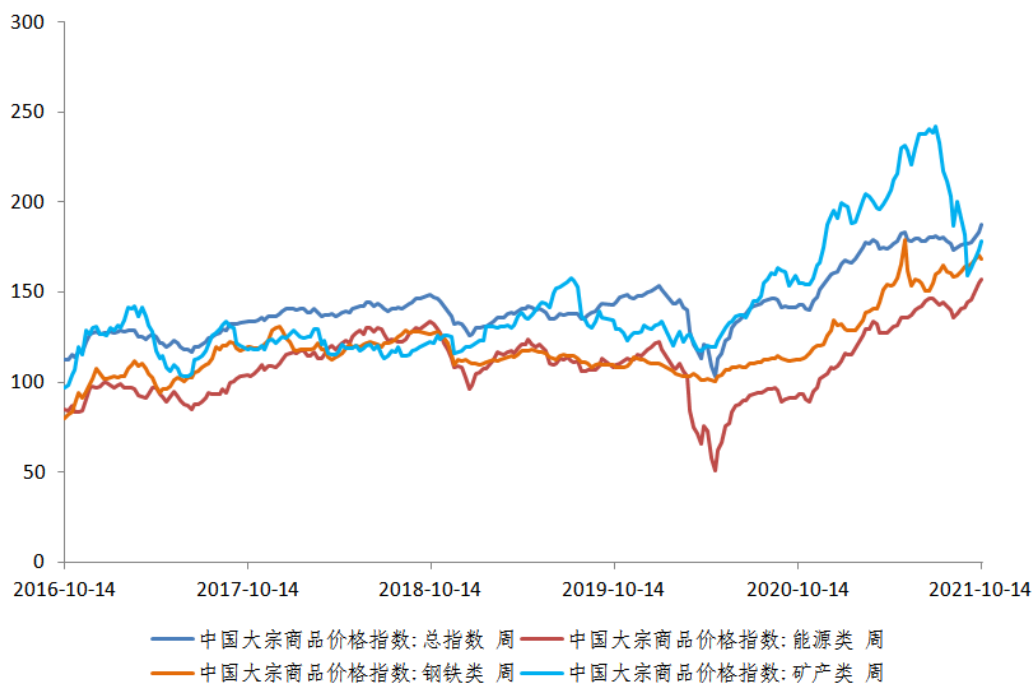


数据来源：WIND，交行金研中心

PPI 涨幅进一步扩大。10月初以来国际原油价格继续上升，同比涨幅扩大；CRB 综合指数环比小幅上涨，同比涨幅保持平稳。近期国内大宗商品价格指数显著上涨，其中能源类、矿产类、有色类涨幅较大。随着国内限电限产力度加大，工业中间产品供给受限导致价格快速上涨。从10月初以来流通领域主要生产资料价格来看，价格上涨种类占比约 80%，价格下降种类占比约 14%，基本持平的有 6%左右，上涨的种类增多，且整体上涨幅度加大。经过对流通中的生产资料价格归类测算，九大类生产资料全部上涨。其中，煤炭、化工产品价格涨幅很大，10月环比涨幅都在两位数；石油天然气、农业生产资料、有色金属价格涨幅也较大，超过了 5%；非金属建材、黑色金属、农产品、林产品价格环比涨幅相对小一些。10月 PPI 翘尾因素与 9 月持平。综合判断，预计 10 月 PPI 环比显著上涨，同比涨幅在 12.3%-

12.5%之间，取中值为 12.4%，涨幅继续扩大。

图 7 中国大宗商品及生产资料价格指数（单位：点）



数据来源：WIND，交行金研中心

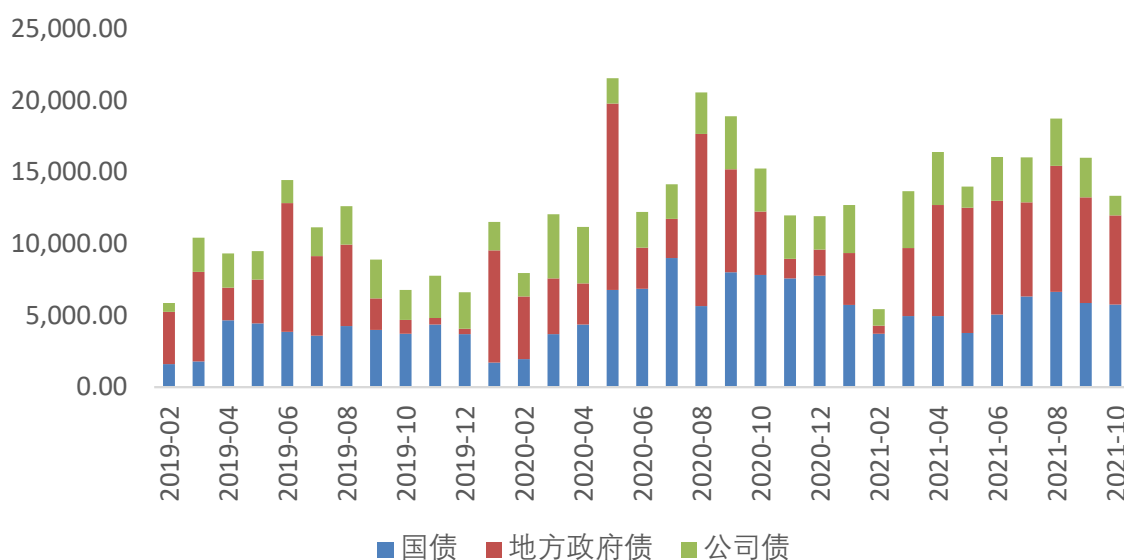
三、需求偏弱使社会融资小幅回落

生产生活需求依然偏弱，信贷和社融增速小幅回落。企业信贷方面，10月受限电限产影响，企业生产活跃程度环比继续下降，投资活动仍较为谨慎，企业新增信贷需求相应难以扩大。居民信贷方面，由于各地房地产调控环境持续从紧，房地产信贷态度转缓的效应还不明显，传统“银十”继续遇冷，截至26日30大中城市商品房成交规模已连续四个月环比下降，居民新增信贷需求将继续缩量。叠加国庆假期因素，预计10月新增人民币贷款规模约为7000亿元左右，信贷余额约190.1万亿元，同比增速回落至11.8%左右。

债券融资方面，10月截至26日新发国债规模为5767亿元，新发地方

债规模为 6225 亿元，保持了与上月同期基本相当的发行规模；新发公司债 1367 亿元，发行速度环比下降。股权融资方面，国庆假期后 A 股市场行情温和向好，股权融资热情提升，10 月截至 26 日沪深 A 股 IPO 募集资金 426 亿元，较上月明显好转；增发募集资金 449 亿元，与上月基本持平。预计 10 月社会融资规模增速继续回落，但下滑速度明显放缓，约较上月小幅回落 0.1 个百分点至 9.9% 左右。

图 8 主要债券品种按月发行量（单位：亿元）

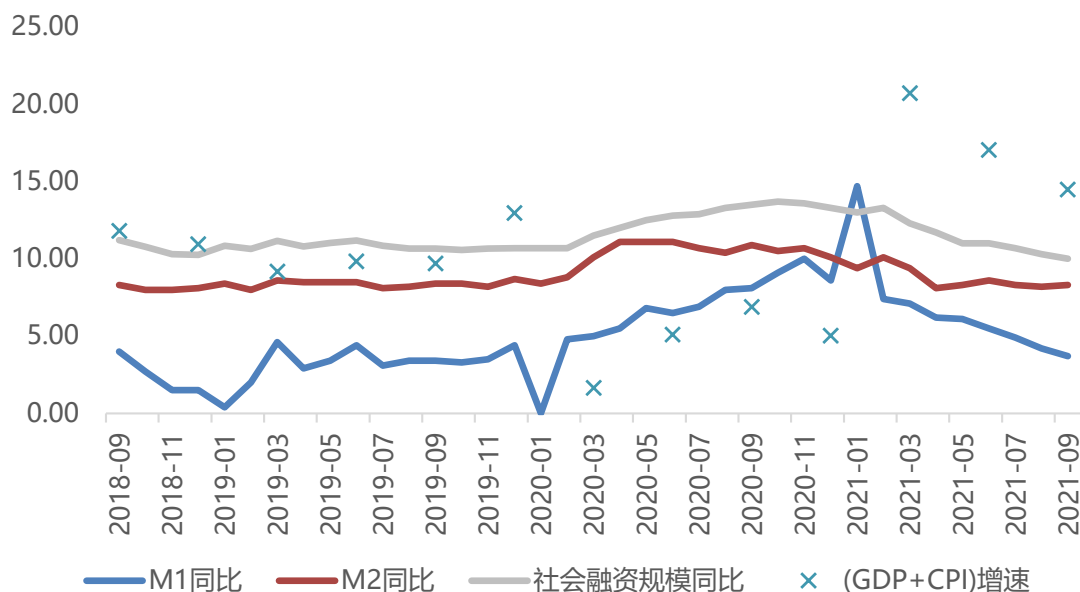


数据来源：WIND，交行金研中心

M2 同比增速可能保持平稳。一是信贷需求偏弱。在企业生产疲软和居民商品房成交面积缩量的情况下，企业和居民信贷需求依然双双偏弱，对 M2 的支撑力不足。二是购债规模不足。国债和地方政府债保持了与上月基本相当的新发节奏，但公司债发行速度下降，总体债券投资规模不及去年同期。三是财政存款的抽取效应显现。10 月是缴税大月，回笼央行的财政存款将大幅增加，留存在实体经济中的流动性相应减少，将大幅拉低 M2 数值。综合来看，预计 10 月 M2 环比缩量，同比增速可能保持平稳走势，与

上月持平即 8.3%左右；11 月 LPR、MLF 利率保持稳定。

图 9 M1 和 M2 增速变动情况 (单位: %)

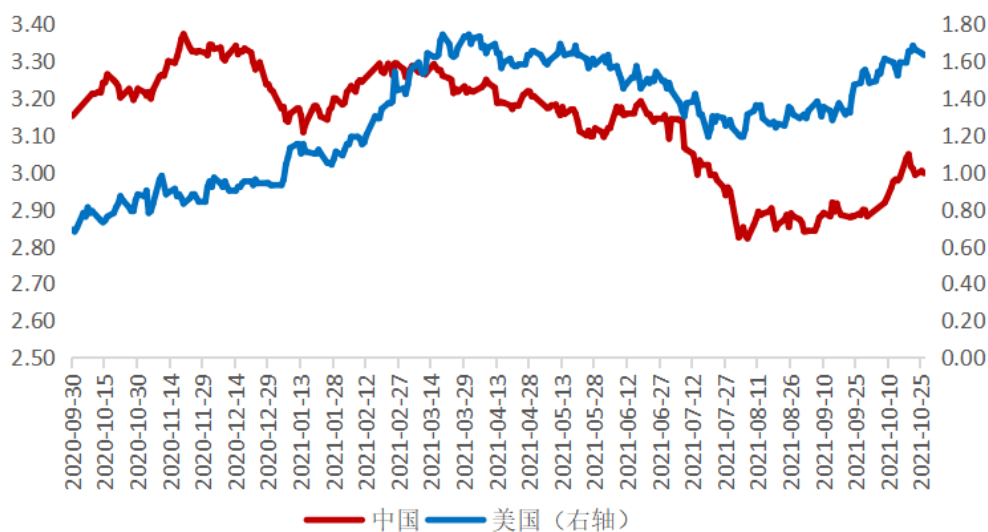


数据来源: WIND, 交行金研中心

四、人民币对美元汇率呈阶段性小幅升值走势

人民币汇率呈阶段性小幅升值走势，但波动并不大。美元方面，美联储主席鲍威尔近期表达了应尽快开始缩减购债规模的态度，并强调在明年中前结束，但加息的时机尚不成熟。美元指数经历短暂反弹后，截至 10 月 26 日维持在 94 点附近，预计美元未来大幅反弹的可能性不大。美国 10 年期国债收益率震荡上行，截至 10 月 26 日维持在 1.63%。人民币方面，中国 10 年期国债收益率反弹至 3% 左右，中美利差继续收窄至 133 个基点。综合判断，预计 11 月人民币对美元汇率将在 [6.3, 6.4] 区间内波动，未来人民币对美元汇率仍将保持双向波动特征。

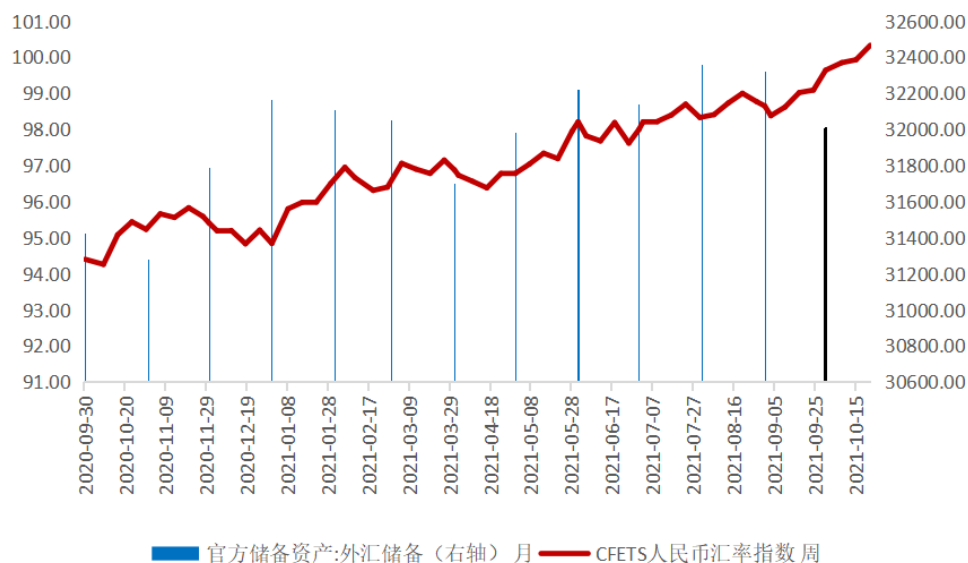
图 10 中美 10 年国债收益率 (单位: 点)



数据来源: WIND, 交行金研中心

估值效应影响下, 预计外汇储备将略回升。10 月以来, CEFTS 人民币汇率指数已升破 100 点, 人民币对美元汇率呈阶段性小幅升值走势。美元经历短期反弹后逐步企稳, 较去年非美元货币如欧元、英镑、日元等仍保持相对强势地位, 美元资产价格估值将有所提升。贸易方面, 预计 10 月贸易顺差维持在 600 亿美元。市场方面, 10 月份陆股通资金净流入近 250 亿元。综合考虑, 预计 11 月外汇储备较上月略增 100 亿美元, 外储规模将继续稳定在 3.2 万亿美元的格局。

图 11 中国外汇储备和 CFETS 人民币汇率指数（单位：亿美元，点）



数据来源：WIND，交行金研中心

免责声明：

本报告由交通银行金融研究中心撰写发布。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但交通银行对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告仅为报告出具日的观点和预测。该观点及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，交通银行金融研究中心可能会发布与本报告观点和预测不一致的研究报告。