

研报精选

2021年10月18日 第44期

宏观专栏

电价或致PPI继续走高——2021年9月通胀数据点评

报告指出，9月PPI继续高于预期、CPI低于预期。双控和缺电抬振PPI、猪价和疫情拖累CPI幅度略超预期，上游对下游传导一直在，但下游压力加剧。预计四季度PPI同比高点或超11%，CPI同比仍低于2%。

“刚需”推动下，美国通胀再超预期

报告指出，美国9月CPI通胀再超预期，并主要与生活必需品涨价相关，这将更容易推升通胀预期。展望四季度，能源价格上涨对CPI的影响、工资上涨对通胀的传导、通胀高企对美联储政策的影响值得关注。

专题聚焦

储能专题：他山之石，详解海外电化学储能市场

报告指出，海外储能项目已实现较好经济性，发展优于国内。在中长期，伴随可再生能源发电比例提升，叠加锂电成本下降及电价上涨带来的经济性持续改善，海外储能需求景气度有望持续向上。

长坡厚雪，如何布局安全产业上升周期？

报告认为，数字化时代的网络安全需求加速释放。美国等成熟市场的安全厂商向安全即服务模式转型，国内网安行业格局仍然分散，竞争激烈。我们看好国内安全市场顺应产业数字化发展规律实现商业模式的突破。

宏观专栏

电价或致PPI继续走高——2021年9月通胀数据点评

9月PPI继续高于预期、CPI低于预期，双控和缺电抬振PPI、猪价和疫情拖累CPI幅度略超预期，上游对下游传导一直在，但下游压力加剧。往前看，市场关注电价上涨对通胀的影响，极端情形下，如果火电市场价一浮到顶，新能源涨价金额相仿，全社会用电价涨幅至多10%，PPI和CPI同比涨幅至多或在1.3和0.5pct，而实际电价涨幅或小于此。高耗能、机械制造、食品制造受影响较大。我们预计四季度PPI同比高点或超11%，CPI同比仍低于2%。

9月PPI同比10.7%，大幅高于市场预期的10.2%和我们预期的10.3%，是连续第10个月超预期上行，环比高达1.2%。CPI同比进一步放缓至0.7%（前值0.8%），略低于我们预期的0.9%。双控和煤电短缺抬升PPI，以及猪价和疫情拖累CPI符合预期，但幅度略超预期。

PPI方面，上中游价格普遍达到历史高点的80-100百分位。全国19个省份上半年能耗双控完成度亮红黄灯，多省相继出台高耗能行业限产政策。同时，冬储煤季煤炭供不应求加剧，加上蒙古疫情和印尼限制出口，煤电短缺下，辽宁等省份限电限产。8月下旬以来，动力煤期货上涨100%至1781元/吨，水泥、化工、铝、钢铁价格上涨15-50%。PPI同比分项中，煤炭采选业涨幅达到有记录以来最高的75%，化学和化纤、黑色冶炼、有色冶炼、金属制品、计算机通信行业PPI同比均升至历史最大值的80-100百分位。

CPI方面，传导一直都在，但压力加大。我们一直强调，市场疑虑的PPI向CPI的传导其实一直都在，我们测算的CPI非食品消费品同比已经上涨至3%的18年高位，9月服装、家用器具、交通工具、中药CPI分项同比均上行。但如果用PPI与CPI非食品消费品的剪刀差衡量的下游盈利压力已经上升至7.7pct的记录高位。尽管有非食品消费品的提振，但9月食品和服务价格拖累（同比分别放缓1.1和0.1pct至-5.2%和1.4%）。前者主要因猪价周期下行，生猪存栏高、出栏快，而疫情使得外出和集体就餐需求受抑，猪价旺季不旺、逆季节性下跌，

而鲜菜鲜果价格在高基数下同比亦放缓。后者主要是疫情反复拖累旅游等消费。

往前看，市场关注点集中在电价上涨如何传导上？我们在联合专题报告《煤电短缺影响几何？》中指出，今年来煤炭供给持续偏紧，自有产能拖累和进口受限是主要因素。同时，全球范围内都与发电相关的品种，如煤炭与天然气，普遍存在短缺现象。一方面全球气候变化带来需求新增长，拉尼娜带来炎夏和冷冬，从年初中日韩的寒流、到美国德州暴风雪、再到今夏全球发电需求普遍超季节性增长，或均是体现。另一方面，全球普遍存在绿色转型压制石化能源生产，而新能源稳定性弱，如土耳其、巴西、中国南方的夏季水能不济、以及欧洲近期的风力发电受风速下降制约。

在安全前提下挖潜现有产能、适度增加进口、增加中长协覆盖，是煤炭保供稳价的有力补充。高频数据显示，内蒙煤炭日产大幅提升，北方港口库存低位反弹，国家矿山安监局已审核976处煤矿，四季度可增加煤炭产量5500万吨。目前煤炭增供正朝我们前期报告三种情形（四季度煤炭供给同比-6%，3%和5%）中的第二种演进，若进口增多，我们预计将朝乐观情形演进。同时，火电亏损至现金流，电价机制向市场化更进一步，国常会明确煤电市场价上浮幅度由此前的10%进一步放开至20%，高耗能行业不受上浮限制，并推动新增可再生能源消费在一定时间内不纳入能源消费总量。

增供和中长协有助缓和煤价，但我们预计电力市场化将抬升电价。在全社会用电量中，二三产用电占比84%（二产67%，三产17%），生产发电量中约60%参与市场电——50%为火电（火电占生产用70%，火电中70%市场化定价），10%是新能源。参与市场交易的火电上限从标杆电价的10%提高到20%（目前总体约下浮-5%），新能源上限也提高到标杆电价的20%（目前总体约-16%）。极端情形下，如果火电一浮到顶、新能源涨价金额相仿，全社会用电价涨幅约在10%。我们采用两种方法估算，一是根据历史传导（工业电价对电力PPI的历史传导，以及电力PPI对总PPI、非食品CPI和核心CPI的传导），极端情形下，PPI、非食品CPI和核心CPI同比的涨幅至多或在1.2、0.7和0.4pct。二是根据投入产出表，考虑完全传导，电力在工业总投入中占比为9%，在总体经济中的

占比为5%，据此分别估算对PPI和CPI同比的影响，如果完全传导，至多上涨1.3和0.5pct。而实际中电价涨幅或难有这么大。分行业看，非金属矿物、金属冶炼、金属制品、煤炭开采、石油天然气加工、机械制造、食品制造的价格受电价上涨影响较大。按照目前我们对煤、电和大宗价格的预测，四季度PPI同比高点或超11%，CPI同比仍将低于2%。



以上观点来自：2021年10月15日中金公司研究部已发布的《电价或致PPI继续走高——2021年9月通胀数据点评》

黄文静 SAC 执证编号：S0080520080004

张文朗 SAC 执证编号：S0080520080009 SFC CE Ref: BFE988

彭文生 SAC 执证编号：S0080520060001 SFC CE Ref: ARI892

宏观专栏

“刚需”推动下，美国通胀再超预期

美国9月CPI同比增长5.4%，高于前值和市场预期；核心CPI同比增长4%，与前值和预期持平。

9月CPI增速回升主要由与生活相关的“刚需”驱动。从分项看，环比增幅较大的项目有：居家食品（1.2%）、能源商品（1.3%）、能源服务（1.2%）、家庭装修（1.3%）、园艺服务（1.9%）、房租（0.4%）。一个解释是，7月以来Delta疫情反弹使部分消费者重回居家场所，促进了对食品、家用商品和服务的需求。另一方面，受制于供给瓶颈，新车（1.2%）价格仍在上涨，但由于出行活动下降，与外出相关的其它项目价格回落。比如，机票（-6.4%）、租车服务（-2.9%）、衣着（-1.1%）、二手车（-0.7%）、酒店住宿（-0.6%）等项目价格均环比下降。

生活必需品涨价更容易推升通胀预期。历史经验显示，食品、能源品、家用物品都是日常生活中随时随地能接触到的商品，它们的价格上涨更容易营造出“处处涨价”的氛围，从而更容易推高消费者通胀预期。9月纽约联储1年和3年期消费者通胀预期，密歇根大学1年和5年期消费者通胀预期都较8月进一步抬升。与此同时，市场对美国通胀的看法也在悄然发生变化，过去三周，10年期美债隐含的盈亏平衡通胀率从2.29%上升至2.49%，5年-5年美元通胀互换利率从2.14%上升至2.34%。

展望四季度，有几方面的进展值得关注。其一，能源价格上涨对CPI的影响。能源商品占美国CPI篮子的相对权重约为3%，历史规律显示，WTI油价上涨会显著推升CPI能源商品分项，进而推高整体CPI通胀。根据中金大宗商品组的观点，全球原油产能并不紧缺，油价难以持续上涨，但考虑短期内原油库存低迷，加上气候寒冷等因素，不排除油价在四季度上冲（请参见报告《拉尼娜或回归，市场价格如何演绎？》）。对此我们做了情景分析：假如四季度WTI油价均值在75美元/桶，对应四季度CPI同比增速约为5.1%；但如果油价均值上涨至80美元/桶，CPI增速将升至5.3%；如果油价均值上升至90美元/桶，CPI增速将达到5.8%。此外，天然气价格走势与CPI中能源分项也有正相关性，虽然其

相关性系数不像油价那么高。进入冬季后，如果发电需求拉动天然气价格继续上行，将带来更多通胀风险。

其二，工资上涨对通胀的传导。历史上，在美国经济过热阶段，工资上涨往往会推高服务CPI通胀，这是因为服务生产中劳动力成本占比相对于工业生产更高。今年以来，受劳动力短缺影响，服务业工资呈现加速上升趋势，尤其是酒店休闲与餐饮等接触性、低收入的服务行业（请参见报告《补贴停了，为何美国就业没改善？》）。往前看，我们认为劳动力短缺或难以很快解决，工资上涨还将继续，这也意味着对通胀的传导作用或进一步显现。

一个值得关注的问题是，是否会形成“工资-通胀”螺旋上升，即工资增长与通胀相互促进。为考察这一情形的可能性，我们将非农生产与非管理人员的工资增速与CPI通胀相加，作为衡量“通胀螺旋”的标尺，如果该指标持续上升，则意味着“通胀螺旋”的概率上升。9月该指标已经上升至10.4%，高于美国过去数轮经济周期高点时的水平，如果继续上升，将朝着1970年代的高位迈进。

其三，通胀高企对美联储政策的影响。首先，9月通胀超预期会更加坚定美联储的Taper计划，我们预计美联储将会在11月3日的议息会议后宣布Taper。其次，从目前的态势看，四季度CPI通胀大概率将维持高位，这是否会让美联储放弃“暂时性通胀”的判断？在通胀数据公布之前，亚特兰大联储主席博斯蒂克（今年FOMC票委）就已表示，美国通胀持续的时间已经超出预期，通胀可能并非暂时现象。如果更多的官员也认同这一观点，那么“暂时性通胀”的论调将被颠覆，美联储货币政策也将面临更多不确定性。

以上观点来自：2021年10月14日中金公司研究部已发布的《“刚需”推动下，美国通胀再超预期》

刘政宁 SAC 执证编号：S0080520080007 SFC CE Ref: BRF443

张文朗 SAC 执证编号：S0080520080009 SFC CE Ref: BFE988

彭文生 SAC 执证编号：S0080520060001 SFC CE Ref: ARI892

专题聚焦

储能专题：他山之石，详解海外电化学储能市场

全球电化学储能市场空间广阔，海外主导需求。我们测算全球2030e电化学储能出货将达864GWh，对应电池Pack市场空间8857亿元，较2020年超过30倍成长空间，其中海外市场出货/市场空间占比达78%/90%，相比国内市场需求及空间更广阔。

我们认为，海外电化学储能市场兴起的核心三要素是电力市场机制、政策以及经济性：1) 电力市场机制：海外具备较成熟的电力现货市场和辅助服务市场，多元化的电力品种为储能提供收益支撑；2) 政策：海外政策支持可再生能源发电是储能发展的底层逻辑，同时通过补贴、允许储能参与电力市场交易等激发配储需求；3) 经济性：在高收益、政策补贴和储能成本下降的驱动下，海外储能项目已具备较高的经济性。分区域看，美国、日本、韩国、欧洲和澳洲是主要储能市场，其中美国表前/表后市场发展比较均衡、在可再生能源目标以及持续补贴下有望延续高增长；日本、欧洲、澳洲聚焦户用储能、Fit退坡有望驱动户用储能需求持续市场；韩国在RPS目标及RECs政策激励表前市场有望保持较高增速。

经济性需求有望驱动铁锂对海外三元替代。我们认为在全球范围内补贴退坡后，经济性将成为储能需求的核心驱动力，行业竞争向成本聚焦；铁锂在价格和性能上优于三元电池，我们测算替代三元后，对储能项目经济性提升2.1-8.6ppt，我们认为在经济性需求下，铁锂有望加速对海外三元进行替代，我们预期2030e全球储能铁锂出货有望达525.8GWh。

以上观点来自：2021年10月17日中金公司研究部已发布的《储能专题：他山之石，详解海外电化学储能市场》

曾韬 SAC 执证编号：S0080518040001 SFC CE Ref: BRQ196

王颖东 SAC 执证编号：S0080120080126

蒋昕昊 SAC 执证编号：S0080519020002 SFC CE Ref: BOE414

专题聚焦

长坡厚雪，如何布局安全产业上升周期？

国内网络安全行业所处阶段？网安产业发展的驱动因素由单一合规向合规+产业内生需求过渡，技术与商业模式迎来新的变革。技术层面，以数据驱动的态势感知、EDR等逐渐成为主流；商业模式角度，企业上云、IT架构复杂化带动了安全即服务SECaaS发展。面对海内外频发的网络攻击事件与国内政策催化等多重因素，我们认为国内网络安全市场具有高景气上量空间。

网络安全行业路在何方？目前国内行业格局碎片化，网安厂商百舸争流，在不同产品线各有优势。供给侧，厂商收入仍以硬件为主，软件与安全服务占比逐渐提升；需求侧，总体而言，大型政企机构更看重服务，中小企业更看重产品性价比，客户需求分化影响了厂商的技术和产品布局，导致了成长曲线的差异。我们认为随着客户对产品模块的完备度和性能的要求提升，对高质量服务的诉求增强，具备更强的产品力和安全服务能力、高效的研发体系和同步匹配的销售能力的厂商有望受益于行业集中度的提升。

如何把握对不同安全公司的认知？短期维度，我们认为收入成长性、份额提升度、业务结构、增长确定性是关注要点。中期维度，基于行业整体的景气度，各公司仍处在成长阶段，我们认为提升研发效率与销售能力、打磨商业模式是重要的战略。长期视角下，我们认为随着头部公司的产品、销售能力趋于完善，具有战略高度、把握产业数字化发展规律和痛点、聚焦新赛道产品布局和能力建设是网络安全公司维持长期竞争力的要素。

以上观点来自：2021年10月11日中金公司研究部已发布的《长坡厚雪，如何布局安全产业上升周期？》

李虹洁 SAC 执证编号：S0080120080094

袁佳妮 SAC 执证编号：S0080121060073

钱凯 SAC 执证编号：S0080513050004 SFC CE Ref: AZA933

附：一周主要研报回顾

宏观

- 2021.10.11 海外全球外汇周报：能源价格企高、美联储加息预期加强
- 2021.10.11 海外宏观简评：宏观探市：三重约束下的类滞胀
- 2021.10.14 中国宏观热点速评：9月进出口点评：运价下跌不代表外需走弱
- 2021.10.14 海外宏观简评：“刚需”推动下，美国通胀再超预期
- 2021.10.14 中国宏观热点速评：基数拖累贷款四成，社融有望企稳回升 ——2021年9月金融数据点评
- 2021.10.15 中国宏观热点速评：电价或致PPI继续走高 ——2021年9月通胀数据点评
- 2021.10.17 海外宏观周报：美国消费数据的喜与忧

策略及大宗商品

- 2021.10.11 主题策略：美债利率还能涨多少？
- 2021.10.14 主题策略：碳中和双周报：“碳”策中国
- 2021.10.16 全球资金流向监测：外资再度流出A股；南北向均流入
- 2021.10.17 海外策略：推演美国开放边境的可能影响 疫情复工周度追踪（10月16日）
- 2021.10.17 海外市场观察：从近期盈利和增长看滞胀担忧 2021年10月11~17日
- 2021.10.17 A股策略周报：关注政策及“共同富裕”定调
- 2021.10.17 海外中资股策略周报：成长风格重新占优

固定收益

- 2021.10.11 信用分析周报：中国信用债评级调整周报
- 2021.10.11 简评：2021年10月十大转债
- 2021.10.11 资产证券化分析周报：ABS一周市场回顾
- 2021.10.11 招投标备忘录：国开债21年7、8、11期增发——利率债招标分析
- 2021.10.11 中资美元债周报：房企再度违约，二级市场受挫
- 2021.10.12 简评：拿地热度下滑，区域分化仍存：苏州、成都、南京、广州、深圳二轮集中供地点评
- 2021.10.12 简评：地产利差继续走扩，城投利差涨跌互现 ——2021年9月行业利差跟踪
- 2021.10.12 招投标备忘录：附息国债21年12期续发、13期新发，农发债5、7、30期增发——利率债招标分析
- 2021.10.13 简评：外需仍强，内需走弱，国内债市仍是机会大于风险 ——9月贸易数据分析

- 2021.10.13 简评：深圳市政府首发离岸人民币地方债，助力境内外债市双循环格局
- 2021.10.13 招投标备忘录：国开债21年第9、15期增发、第17期新发——利率债招标分析
- 2021.10.13 专题研究：房地产违约债券处置专题
- 2021.10.13 信用分析周报：中国短期融资券及中期票据信用分析周报
- 2021.10.13 简评：融资需求低迷，货币政策仍有放松空间 ——9月金融数据点评
- 简评：PPI创历史新高，上下游分化加剧 ——9月通胀数据分析
- 信用分析周报：中国公司债及企业债信用分析周报
- 招投标备忘录：付息国债21年第14期、贴现国债21年第49期新发——利率债招标分析
- 2021.10.14 简评：PPI创历史新高，上下游分化加剧 ——9月通胀数据分析
- 2021.10.14 信用分析周报：中国公司债及企业债信用分析周报
- 2021.10.14 招投标备忘录：付息国债21年第14期、贴现国债21年第49期新发——利率债招标分析
- 2021.10.15 简评：三季报逐步兑现，市场反转暂歇 ——转债一周信息跟踪
- 2021.10.15 中国可转债策略周报：焦虑情绪中，若干集中的问题
- 2021.10.15 信用债收益率跟踪周报：二级收益率短降中长升，一级净增续正
- 2021.10.16 专题研究：如何使用中金债市调查做投资？ ——中金债市调查历史回顾和策略回测
- 2021.10.16 简评：对货币政策和债市走势的理解

行业

- 2021.10.11 化工：重点覆盖公司3季报业绩前瞻
- 2021.10.11 汽车及零部件：周报：供给承压需求相对稳健，零部件板块有望迎来修复
- 2021.10.11 建材：电价上涨，对建材行业影响几何？
- 2021.10.11 汽车及零部件：汽车零部件：补库周期将至，新兴需求渐清
- 2021.10.11 主题研究：产业链报价继续上调，国常会信号积极
- 2021.10.11 半导体：半导体制造系列：先进封装扮演更重要角色
- 2021.10.11 软件及服务：长坡厚雪，如何布局安全产业上升周期？
- 2021.10.11 传媒互联网：室内无人配送，从网红到实用
- 2021.10.11 煤炭：产能核增，电价上调，煤炭供需或大幅改善
- 2021.10.11 金融：中金看海外 主题 | 流量、科技、监管，韩国版“微众银行”的三个关键词
- 2021.10.12 香港金融：利率上升启动，重申香港银行投资机会
- 2021.10.12 房地产：周报#263：销售跌势延续，资金面仍紧

- 2021.10.12 主题研究：限电压力加码，供给收紧支撑价格持续提涨
- 2021.10.12 金融：中金看海外 主题 | Upstart：轻资产的AI消费贷款平台
- 2021.10.12 公用事业：电价改革更进一步，工商业目录电价取消
- 2021.10.13 金融：基金规模高增背后五大细节—基于基民视角
- 2021.10.13 交通运输物流：3Q业绩预览：β仍在演绎，关注α
- 2021.10.13 石油天然气：石化月报（第八期）：冬季保供或好于预期；建议低吸城燃龙头
- 2021.10.13 汽车及零部件：供给改善 折扣收窄 期待更大力度加库
- 2021.10.13 教育：职业教育前景广阔、大有可为
- 2021.10.13 基础材料：原材料压制3Q21盈利，龙头凸显性价比
- 2021.10.13 金融：财富管理：平台是目标客群与内容服务的重要链接与具体场景
- 2021.10.14 房地产：9月房价加速下行，租金亦环比转跌
- 2021.10.14 银行：信贷需求继续走弱——9月社融点评
- 2021.10.14 公用事业：光伏胶膜行业动态1:市占率和利润率的抉择
- 2021.10.14 科技：全球观察-大立光：4Q21拉货动能预计维稳，高端AP芯片持续紧缺
- 2021.10.14 汽车及零部件：汽车后处理：国六切换与国产替代共振，行业进行新一轮成长期
- 2021.10.15 保险：长端利率企稳反弹，关注寿险短期机会
- 2021.10.15 金融：中金看海外 公司 | MSCI：全球领先的指数及分析工具供应商
- 2021.10.15 钢铁：电价上涨影响有限，板块Q4盈利或超预期
- 2021.10.15 主题研究：欧洲光伏电价持续上行，看好明后年下游需求受益
- 2021.10.15 旅游酒店及餐饮：北京环球度假区开业：文旅巨擘，扬帆起航
- 2021.10.17 主题研究：储能专题：他山之石，详解海外电化学储能市场
- 2021.10.17 传媒互联网：周报：长视频平台创新升级，关注三季报业绩
- 2021.10.17 银行：盈利增速仍较高，细节需关注基数、拨备、营收——3Q银行业绩预览

法律声明

本文章由中金研究院基于公开信息及/或中国国际金融股份有限公司已发布的研究报告（以下简称“研究报告”）制作而成。中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下合称“中金公司”）对这些信息及观点的真实性、准确性、时效性及完整性不作任何保证。

本文章仅摘编研究报告的部分观点，贵方如使用本文章所载观点，有可能会因缺乏对完整报告的了解或缺乏相关的解读而对其中的信息、观点、判断等内容产生理解上的歧义。贵方如使用本文章，须寻求专业顾问的指导及解读。

本文章中的信息、意见等均仅供贵方参考之用，其中的信息或观点不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见在任何时候均不构成对任何人的具有针对性的、指导具体投资的操作意见。贵方应当对本文章中的信息和意见进行评估，根据自身情况自主做出决策并自行承担风险。对依据或者使用本文章所造成的任何后果及风险，中金公司及/或其关联人员均不承担任何责任。

本文章所载意见、评估及预测为研究报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司研究部可能会发出与本文章所载意见、评估及预测不一致的研究报告。中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本文章意见不一致的市场评论和/或观点。

本文章不构成任何合同或承诺的基础，中金公司不因任何单纯接收、阅读本文章的行为而将接收人视为中金公司的客户。

本文章的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、转载、翻版、复制、刊登、发表、修改、仿制或引用。

如有进一步需求，请联系：

吴慧敏 huimin.wu@cicc.com.cn

吴婷 ting.wu@cicc.com.cn

左烜暄 xuanxuan.zuo@cicc.com.cn