

国开证券
CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

PPI 或见顶回落 CPI 筑底回升

—10 月物价数据点评

分析师:

杜征征

执业证书编号: S1380511090001

联系电话: 010-88300843

邮箱: duzhengzheng@gkzq.com.cn

2021 年 11 月 11 日

内容提要:

10 月 CPI 同比上涨 1.5%，预期上涨 1.3%，前值上涨 0.7%；PPI 同比上涨 13.5%，预期上涨 12.0%，前值上涨 10.7%。

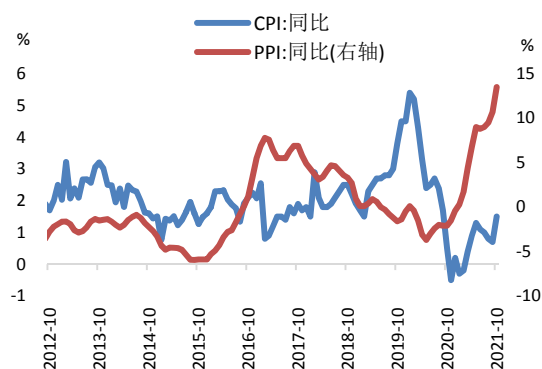
10 月 CPI 略超市场预期，主要受短期冲击影响较大，食品与非食品均强于季节性。虽然 10 月剔除肉类后的 CPI 升至 2.6%，较 9 月上行 0.6 个百分点，但在进一步剔除鲜菜影响后降至 2.3%，与 7-9 月均值（2.1%）相比变化不大。考虑到 2020 年底基数原因以及极寒天气等因素，预计 11 月 CPI 将升至 2.5% 左右，12 月小幅回落，随后将稳定在 2% 以上，尤其是 2022 年下半年存在新一轮猪周期开启的可能，届时 CPI 高位可能会达到 3.5% 左右。

PPI 大幅强于市场预期。中上游尤其是采掘业持续较大贡献，黑色继续下跌。短期 PPI 仍将高位徘徊，未来 PPI 或趋于回落。一方面，国内保供稳价政策持续出台，对部分品种价格影响陆续显现；另一方面，2020 年 11 月基数走出徘徊局面后逐步走高，有利于未来 PPI 的回落。中性情况下，2022 年四季度 PPI 可能会步入负值区间。

CPI 筑底抬升，PPI 高位回落，两者剪刀差有望修复，未来终端需求复苏情况将是决定利润是否能从上游传导至中下游的关键。就政策而言，通胀因素短期会对政策有所影响，但未来趋于平衡的通胀不太会成为最终的制约因素。

风险提示：央行超预期调控，食品价格超预期，大宗商品价格超预期贸易摩擦升温，金融市场波动加大，经济下行压力增大，国内外疫情超预期变化风险，中美关系全面恶化风险，国际经济形势急剧恶化，海外黑天鹅事件等。

CPI 与 PPI



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

南华工业品指数



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

相关报告

1. 《PPI 高位徘徊 CPI 持续温和—7 月物价数据点评》
2. 《PPI 再创新高 CPI 持续低迷—9 月物价数据点评》

事件: 国家统计局 11 月 10 日公布的数据显示,10 月 CPI 同比上涨 1.5%, 预期上涨 1.3%, 前值上涨 0.7%; PPI 同比上涨 13.5%, 预期上涨 12.0%, 前值上涨 10.7%。

点评: 10 月通胀数据总体超预期, 虽然 CPI 在鲜菜及油价的推升下稍有起色, 但更为强势的 PPI 使得两者分化进一步扩大。CPI 略高于市场预期, 主要受短期冲击影响较大。考虑到 2020 年底基数原因以及极寒天气等因素, 预计 11 月 CPI 将升至 2.5% 左右, 12 月小幅回落, 随后将稳定在 2% 以上, 尤其是 2022 年下半年存在新一轮猪周期开启的可能, 届时 CPI 高位可能会达到 3.5% 左右。短期 PPI 仍将高位徘徊, 但未来或趋于回落。国内保供稳价政策持续出台, 对部分品种价格影响陆续显现, 同时 2020 年 11 月基数走出徘徊局面后逐步走高, 有利于未来 PPI 的回落。中性情况下, 2022 年四季度 PPI 可能会步入负值区间。CPI 筑底抬升, PPI 高位回落, 两者剪刀差有望修复, 未来终端需求复苏情况将是决定利润是否能从上游传导至中下游的关键。就政策而言, 通胀因素短期会对政策有所影响, 但未来趋于平衡的通胀不太会成为最终的制约因素。

1、短期因素助推 CPI 略有起色, 核心 CPI 低位徘徊

10 月 CPI 略超市场预期, 食品与非食品均强于季节性。从环比看, 10 月 CPI 环比上涨 0.7%, 高于历史 (2011-2019 年, 下同) 同期均值 0.6 个百分点。从同比看, 食品价格下降 2.4%, 降幅比上月收窄 2.8 个百分点, 影响 CPI 下降约 0.45 个百分点。食品中, 猪肉价格下降 44.0%, 降幅收窄 2.9 个百分点; 鲜菜价格由上月下降 2.5% 转为上涨 15.9%; 淡水鱼、鸡蛋和食用植物油价格分别上涨 18.6%、14.3% 和 9.3%。非食品价格上涨 2.4%, 涨幅扩大 0.4 个百分点, 影响 CPI 上涨约 1.97 个百分点。在 10 月 1.5% 的 CPI 同比涨幅中, 新涨价影响约为 1.3 个百分点, 比 9 月扩大 0.6 个百分点。

食品价格超季节性上涨。10 月食品价格环比上涨 1.7%, 大幅强于历史均值 (0), 主要受近期鲜菜价格涨幅较大以及猪肉价格跌幅收窄等因素影响。今年 2-9 月食品价格环比持续走弱, 平均降幅为 -1.3%, 主因在与终端需求较弱, 10 月超季节性表现更多的是短期冲击所致。

鲜菜价格涨幅较大。受降雨天气、夏秋换茬、局部地区疫情散发及生产运输成本增加等因素叠加影响, 鲜菜价格上涨 16.6%, 大幅强于历史均值 (下跌 3.3%), 影响 CPI 上涨约 0.34 个百分点, 占总涨幅近五成。从菜篮子产品批发价格 200 指数走势看, 10 月上中下旬环比变化分别为

3.5%、7.2%、4.9%，11月上旬已经回落至2.2%。不过，中国国家气候中心专家表示，预计2022年1-2月，冷空气活动将明显转强，我国中东部大部地区气温可能比常年同期偏低，发生阶段性极端寒潮事件的可能性大。气温较往年偏冷，不利于鲜菜的生产与运输，预计未来鲜菜价格或将继续波动。

肉类价格跌幅收窄。其中，10月猪肉价格环比下跌2.0%，弱于历史均值（上涨1.5%），两者均较9月有所收窄；同比下跌44.0%，拖累CPI同比0.98个百分点。肉禽及其制品环比下跌1.3%，同比下跌26.7%，拖累CPI同比1.13个百分点。随着消费需求季节性增加，加之第二轮中央储备猪肉收储工作陆续开展，猪肉价格自10月中旬起略有回升，但全月平均仍下降2.0%。维持此前判断，猪肉价格继续下跌空间有限，但短期供给仍然较为充足，反弹空间亦有限，此外2020年11月基数较低，有助于同比跌幅收窄，不过12月后半月其基数再度回升，年内总体仍呈震荡走势。值得注意的是，考虑到猪周期因素，2022年下半年猪肉价格或再度向上，从而对CPI的影响转向正面拉动。

其他食品价格涨跌互现，剔除异常因素后并未见到全面上涨。其中，鲜果（环比变化为2.9%，下同）、鸡蛋（-1.9%）分别强于季节性2.9、2.2个百分点，奶制品（0）、水产品（-2.3%）分别弱于季节性0.3、1.2个百分点，油脂（0.3%）、粮食（0.2%）与季节性特征一致。

非食品价格变化强于季节性特征。10月非食品价格环比上涨0.4%，强于历史均值（0.2%），但7-10月环比超季节性仅为0.1个百分点，异常强势的PPI并未对CPI非食品走势产生明显推动。分项数据普涨，其中交通通信、居住价格分别上涨1.0%和0.4%，衣着、生活用品及服务价格均上涨0.3%，教育文化娱乐、医疗保健价格均上涨0.2%，其他用品及服务价格上涨0.1%。工业消费品价格上涨0.9%，涨幅比9月扩大0.6个百分点，主要是能源类产品价格上涨较多，其中汽油和柴油价格分别上涨4.7%和5.2%，合计影响CPI上涨约0.15个百分点，占总涨幅两成多；服务价格上涨0.1%，涨幅与9月相同。

核心CPI低位略升。10月除去食品与能源的核心CPI同比上涨1.3%，较9月上升0.1个百分点。从同比看，7-10月连续在1.2-1.3%徘徊；从环比看，8-10月稍弱于历史均值，终端需求不振很大程度上压制了PPI向CPI传导的动力。

综合而言，10月CPI略高于市场预期，主要受短期冲击影响较大。虽然10月剔除肉类后的CPI升至2.6%，较9月上行0.6个百分点，但在进一步剔除鲜菜影响后降至2.3%，与7-9月均值（2.1%）相比变化不大。考虑到2020年底基数原因以及极寒天气等因素，预计11月CPI将升至2.5%左右，12月小幅回落，随后将稳定在2%以上，尤其是2022年下半年存在新一轮猪周期开启的可能，届时CPI高位可能会达到3.5%左右。

2、PPI再度超预期跳涨，短期仍将在高位徘徊

PPI大幅强于市场预期。10月PPI环比上涨2.5%，创有数据以来之最；同比上涨13.5%，大幅强于市场预期（12.0%）。PPIRM环比上涨2.6%，同比涨幅（17.1%）亦创有数据以来最高。在9月13.5%的同比涨幅中，新涨价影响约为11.7个百分点，较9月扩大2.8个百分点。

中上游尤其是采掘业持续较大贡献，黑色继续下跌。从环比看，生产资料价格上涨3.3%，涨幅扩大1.8个百分点；生活资料价格由持平转为上涨0.1%。国际原油价格波动上行，带动国内石油相关行业价格上涨，其中石油开采业价格上涨7.1%，化学原料和化学制品制造业价格上涨6.1%，精炼石油产品制造业价格上涨5.8%，化学纤维制造业价格上涨3.5%，上述4个行业合计影响PPI上涨约0.76个百分点。煤炭供应偏紧，价格上涨较多，煤炭开采和洗选业价格上涨20.1%，煤炭加工业价格上涨12.8%，合计影响PPI上涨约0.74个百分点。部分高耗能行业产品价格上涨，非金属矿物制品业价格上涨6.9%，有色金属冶炼和压延加工业价格上涨3.6%，黑色金属冶炼和压延加工业价格上涨3.5%，上述3个行业合计影响PPI上涨约0.81个百分点。此外，黑色金属矿采选业价格下降8.9%。

短期PPI仍将高位徘徊。第一，全球能源风波（或危机）导致电价与天然气价格大涨，虽然11月上旬CRB指数均值环比近14个月首度回落但仍在高位。第二，双碳背景下部分中上游大宗商品供给仍然偏紧，价格中枢趋于上移。第三，极寒天气对大宗商品价格的影响存在不确定性，尤其是能源类。

未来PPI或高位回落。国内保供稳价政策持续出台，对部分品种价格影响陆续显现，从高频数据看，11月上旬南华工业品指数均值回落8.4%，其中环渤海动力煤价格较10月高点下降8.1%，秦皇岛动力煤(Q5500)价格大幅下降57.6%（恢复至9月初的水平）。同时，2020年11月基数走出徘徊局面后逐步走高，有利于未来PPI的回落。中性情况下，2022年四季度PPI可能会步入负值区间。

风险提示：央行超预期调控，食品价格超预期，大宗商品价格超预期，贸易摩擦升温，金融市场波动加大，经济下行压力增大，国内外疫情超预期变化风险，中美关系全面恶化风险，国际经济形势急剧恶化，海外黑天鹅事件等。

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_29454

