

总量研究

通胀担忧缓和，货币宽松空间进一步打开

——2021年11月价格数据点评

要点

事件：

1) CPI 同比 2.3%，前值 1.5%，市场预期 2.5%，光大预期 2.4%；CPI 环比 0.4%，前值 0.7%；

2) 核心 CPI 同比 1.2%，前值 1.3%；

3) PPI 同比 12.9%，前值 13.5%，市场预期 12.0%，光大预期 12.7%；PPI 环比 0%，前值 2.5%。

核心观点：

11月CPI加快上行，受基数偏低、猪价菜价上涨影响。11月PPI见顶回落，下行拐点确认。大宗商品供给约束缓解，煤炭和高耗能行业价格普遍回落。

向前看，PPI稳步下行、CPI上行有限，将进一步打开货币政策宽松的空间，前期滞胀风险转向衰退担忧。同时，通胀剪刀差的逐步收敛，将带来下游利润的改善，行业景气度开始向下游切换。尤其是下游食品饮料、纺织服装等消费品行业，上游成本压力缓解、叠加终端开始提价，盈利有望逐步修复。

低基数、食品价格涨幅扩大，带动CPI加快上行。其中，猪肉价格由降转涨，环比自上月的-2.0%转为本月的12.2%，主要受季节性需求增长，养殖户压栏惜售，短期生猪供给偏紧影响；受“菜篮子”保供政策影响，菜价涨幅收敛，但表现仍强于季节性。本月鲜菜环比上涨6.8%，高于过去五年同期均值-3.2%。

核心CPI维持低位，与疫情多点散发、成本压力缓和、终端需求疲弱有关。11月非食品CPI环比走低至0%。一是，受节后出行减少，疫情多点散发影响，服务价格由上月环比上涨0.1%转为下降0.3%；二是，随着原材料供给约束逐步缓解，加之终端需求疲弱，上下游传导效应有所减弱。受汽油、柴油、液化石油气价格涨幅放缓影响，11月交通工具用燃料、水电燃料环比涨幅收敛；同时，部分工业消费品，如交通工具、生活用品价格涨幅有所回落。

PPI下行拐点如期确认。随着大宗商品供需矛盾开始缓和，11月煤炭和高耗能行业价格普遍回落。一方面，在保供稳价政策的推动下，部分煤炭产能得以释放，电力供应紧张有所缓解，部分高耗能行业开工率逐步回升。另一方面，正值冬季，需求进入淡季，下游用钢需求表现较为疲弱。

PPI回落速度偏慢，不及市场预期，但不改下行趋势。一是，PPI统计的煤炭价格降幅明显低于市场的现货价降幅，与煤炭长协机制、企业存货调整周期有关，导致企业出厂价格调整相对滞后。二是，PPI生活资料环比自上月的0.1%扩大至0.4%，高于同期生产资料的环比-0.1%。其中，食品价格涨幅明显扩大，衣着、一般日用品价格环比小幅升高，表明在前期原材料上涨压力下，部分消费品企业开始提价。三是，尽管国内煤炭供给开始缓解，但国内电价上浮比例提高、加之国际能源供应偏紧，继续推动PPI上涨。11月电力热力生产和供应业价格环比上涨1.9%，高于上月的0.5%，为2013年以来最大涨幅。

CPI上行有限、PPI稳步下行，货币宽松空间进一步打开。向前看，考虑到疫情反复、终端需求恢复偏慢、猪价上行周期尚未开启，CPI持续上行概率不大，后续将呈现窄幅波动。而随着大宗商品供给约束的缓解，预计11月起PPI将进入稳步下行周期。随着通胀压力缓解，前期滞胀风险将转为衰退担忧，进一步打开货币政策宽松空间。

作者

分析师：高瑞东

执业证书编号：S0930520120002

010-56513108

gaoruidong@ebsec.com

联系人：刘星辰

021-52523880

liuxc@ebsec.com

相关研报

圣诞旺季+总需求扩张，出口如期展现韧性——2021年11月进出口数据点评（2021-12-07）

房地产良性循环、科技政策加快落地——2021年12月政治局会议解读（2021-12-06）

周期不止，宽松不息——光大宏观周报（2021-12-05）

从六国经验，看中国消费何时崛起——《共同富裕》系列第三篇（2021-12-02）

保供稳价成效凸显，供给约束明显缓解——2021年11月PMI数据点评（2021-11-30）

上游利润占比见顶，消费品盈利恢复加快——2021年10月工业企业盈利数据点评兼光大宏观周报（2021-11-28）

为什么制造业是实现共同富裕的关键？——《共同富裕》系列第二篇（2021-11-09）

全球再平衡：能源革命、共同富裕、重构制造——2022年宏观年度策略报告（2021-11-02）

第三支柱养老提速迫在眉睫：来自人口的视角——《人口峭壁》第五篇（2021-11-02）

能耗双控影响持续，价格或进入摩顶阶段——2021年10月PMI数据点评兼光大宏观周报（2021-10-31）

财政收支同步走弱，政策发力延后至四季度——光大宏观周报（2021-10-19）

美方最新549项关税排除清单：缘由、内容、意图——《大国博弈》系列第十一篇（20211011）

拜登财政刺激闯关，美债收益率突破1.4%——美联储观察系列三（20210924）

目 录

一、	PPI 见顶回落，CPI 加快上行.....	3
二、	CPI 加快上行，但核心 CPI 依旧疲弱.....	3
三、	PPI 下行拐点确认，但回落速度偏慢.....	5
四、	PPI 稳步下行，政策空间进一步打开.....	6

图目录

图 1:	食品 CPI 同比加快上行，核心 CPI 同比小幅回落.....	4
图 2:	食品 CPI 环比涨幅扩大，非食品 CPI 环比持平.....	4
图 3:	猪肉、鲜菜、鲜果、蛋类价格超季节性上涨.....	4
图 4:	交通通信超季节性上涨，但其余非食品表现均弱于季节性.....	4
图 5:	11 月采掘价格环比转负，原材料、加工价格环比回落.....	5
图 6:	PPI 生产资料环比转负、生活资料环比涨幅扩大.....	5
图 7:	11 月煤炭长协价回升，但市场价大幅回落.....	6
图 8:	11 月 PPI 煤炭价格降幅低于市场价.....	6
图 9:	11 月煤炭、铁矿石、高耗能行业价格环比回落明显.....	6
图 10:	11 月食品、纺织、造纸、电力热力价格环比涨幅较大.....	6
图 11:	11 月通胀剪刀差开始回落.....	7

表目录

表 1:	11 月 PPI 见顶回落，CPI 加快上行.....	3
------	-----------------------------	---

一、PPI 见顶回落，CPI 加快上行

事件：

1) CPI 同比 2.3%，前值 1.5%，市场预期 2.5%，光大预期 2.4%；CPI 环比 0.4%，前值 0.7%；

2) 核心 CPI 同比 1.2%，前值 1.3%；

3) PPI 同比 12.9%，前值 13.5%，市场预期 12.0%，光大预期 12.7%；PPI 环比 0%，前值 2.5%。

核心观点：

11 月 CPI 加快上行，主要受基数偏低、猪价、菜价上涨影响。11 月 PPI 见顶回落，下行拐点确认，与大宗商品供给约束缓解、煤炭和高耗能行业价格普遍回落有关。

向前看，PPI 稳步下行、CPI 上行有限，将进一步打开货币政策宽松的空间，前期滞胀风险转向衰退担忧。同时，通胀剪刀差的逐步收敛，将带来上下游利润分化的改善，行业景气度开始向下游切换。尤其是下游食品饮料、纺织服装等消费品行业，由于成本压力缓解、加之终端开始提价，盈利有望逐步修复。

表 1： 11 月 PPI 见顶回落，CPI 加快上行

月份 (2021 年)	CPI 同比	CPI 环比	核心 CPI 同比	PPI 同比	PPI 环比
9 月 实际值	0.7%	0.0%	1.2%	10.7%	1.2%
10 月 实际值	1.5%	0.7%	1.3%	13.5%	2.5%
11 月 实际值	2.3%	0.4%	1.2%	12.9%	0.0%
11 月 市场预期	2.5%			12.0%	

资料来源：Wind，光大证券研究所（备注：市场预期为 Wind 一致预期）

二、CPI 加快上行，但核心 CPI 依旧疲弱

11 月 CPI 同比自上月的 1.5% 加快上行至 2.3%，与低基数、食品价格环比涨幅扩大有关。

一是，去年基数偏低，成为助推 CPI 同比破 2% 的关键因素。2020 年 11 月 CPI 同比自同年 10 月的 0.5% 回落至 -0.5%，为当年最低点；

二是，猪肉价格由降转涨，环比自上月的 -2.0% 转为本月的 12.2%，主要受季节性需求增长，养殖户压栏惜售，短期生猪供给偏紧影响；

三是，前期受北方地区低温多雨天气影响，蔬菜供给减少，11 月在“菜篮子”保供政策推动下，蔬菜上市量逐步增加，菜价涨幅收敛，但表现仍强于季节性。本月鲜菜环比上涨 6.8%，高于过去五年同期均值 -3.2%。

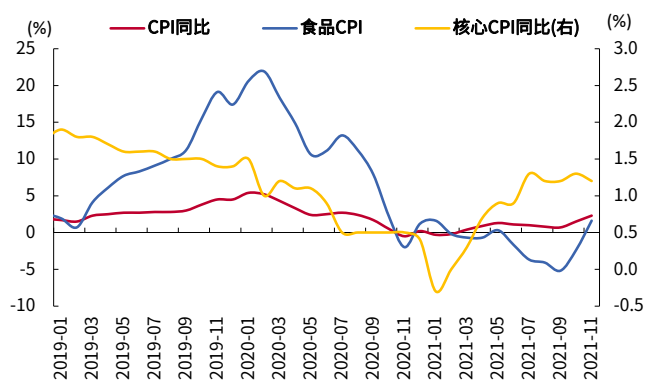
因国内疫情多点散发、成本压力缓和，11月非食品CPI环比走弱，核心CPI维持低位，表明终端需求延续疲弱。

一是，受节后出行减少，疫情多点散发影响，服务价格由上月环比上涨0.1%转为下降0.3%，其中旅游价格由上月环比上涨0.3%转为下降3.5%；

二是，随着原材料供给约束的逐步缓解，加之终端需求疲弱，上下游传导效应有所减弱。

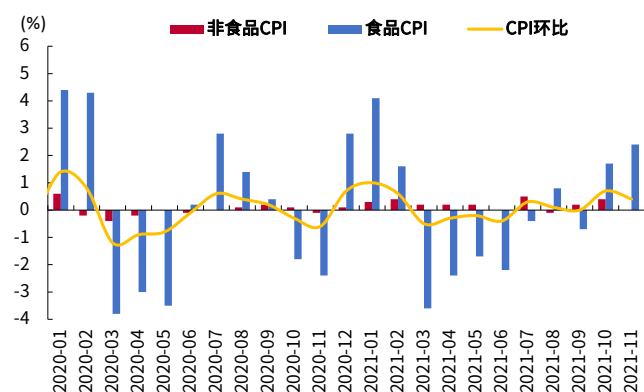
一方面，受汽油、柴油、液化石油气价格涨幅放缓影响，11月交通工具用燃料环比涨幅自上月的4.7%回落至3.0%，水电燃料环比涨幅自上月的2.0%回落至0.2%；另一方面，部分工业消费品价格涨幅回落。如，交通工具价格环比涨幅连续两个月收敛，自9月的0.5%回落至本月的0.2%；生活用品价格环比回落至-0.4%，上月为0.3%，低于过去五年同期均值0%。

图1：食品CPI同比加快上行，核心CPI同比小幅回落



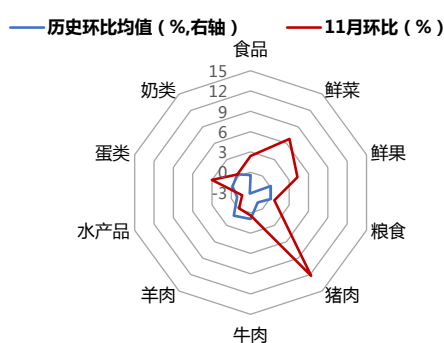
资料来源：Wind，光大证券研究所

图2：食品CPI环比涨幅扩大，非食品CPI环比持平



资料来源：Wind，光大证券研究所

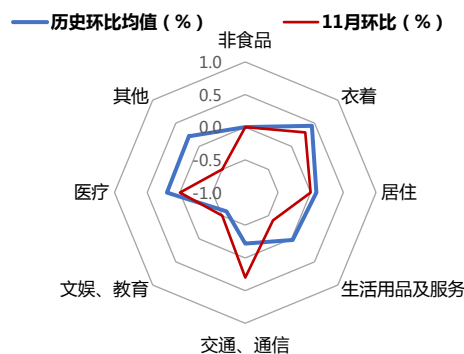
图3：猪肉、鲜菜、鲜果、蛋类价格超季节性上涨



资料来源：Wind，光大证券研究所

注：历史环比均值为2016-2020年11月环比均值

图4：交通通信超季节性上涨，但其余非食品表现均弱于季节性



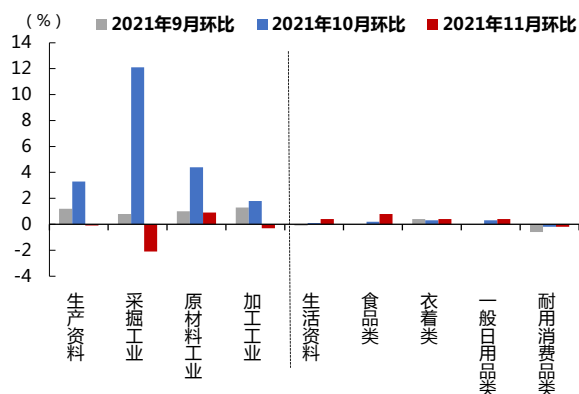
资料来源：Wind，光大证券研究所

注：历史环比均值为2016-2020年11月环比均值

三、PPI 下行拐点确认，但回落速度偏慢

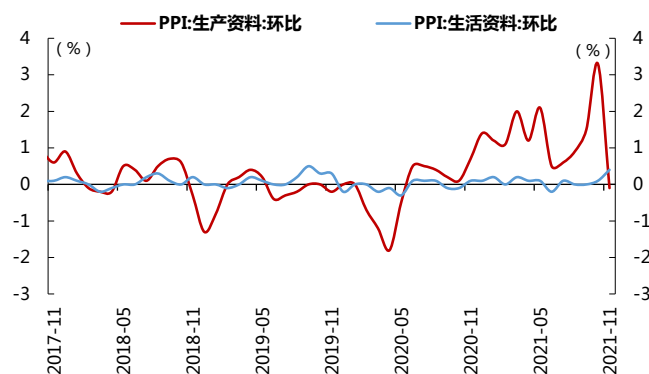
随着大宗商品供给约束的缓解，PPI 如期见顶回落。11 月 PPI 同比自 13.5% 的高位回落至 12.9%，环比自上月的 2.5% 收窄至 0%。其中，煤炭和高耗能行业价格普遍回落，煤炭、黑色金属、有色金属加工价格由上月环比上涨 12.8%、3.5%、3.6% 分别转为下降 8.4%、4.8%、1.2%。一方面，在保供稳价政策的推动下，部分煤炭产能得以释放，电力供应紧张有所缓解，部分高耗能行业开工率逐步回升。另一方面，正值冬季，需求进入淡季，下游用钢需求表现较为疲弱。

图 5：11 月采掘价格环比转负，原材料、加工价格环比回落



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 6：PPI 生产资料环比转负、生活资料环比涨幅扩大



资料来源：Wind，光大证券研究所

但需要注意的是，本月 PPI 同比回落速度偏慢。11 月 PPI 同比上涨 12.9%，高于市场预期 12.0%，略高于我们的预期 12.7%，我们认为原因有三。

一是，PPI 统计的煤炭价格降幅低于市场的现货价降幅，与 11 月煤炭长协价保持稳定、企业的存货调整周期有关。从供需角度来看，预计未来煤炭长协价将有所回落，加之企业逐步消耗前期存货，煤炭将成为未来几个月内 PPI 的拖累项。

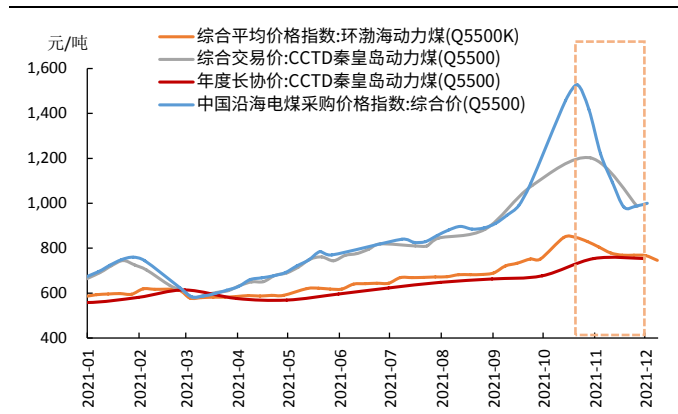
二是，PPI 生活资料环比涨幅扩大，受前期原材料上涨影响，食品、衣着、一般日用品开始提价。PPI 生活资料环比自上月的 0.1% 扩大至 0.4%，高于同期生产资料的环比 -0.1%。其中，食品价格环比自上月的 0.2% 扩大至 0.8%，衣着、一般日用品价格环比自上月的 0.3% 小幅升至 0.4%。

三是，尽管国内煤炭供给开始缓解，但由于国内电价上浮比例提高、加之国际能源供应偏紧，继续推动 PPI 上涨。

一方面，在国际天然气价格上涨、国内电价市场化改革推动下，11 月电力热力生产和供应业价格环比上涨 1.9%，高于上月的 0.5%，为 2013 年以来最大涨幅。

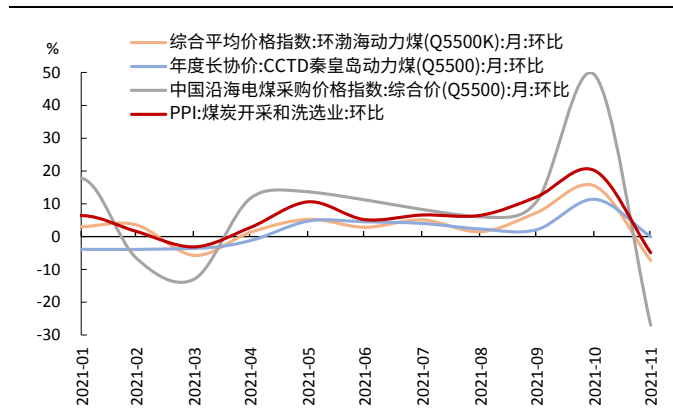
另一方面，供给恢复偏慢、库存低位背景下，国际原油价格仍有支撑。11 月因欧洲疫情形势加重、美国联合日韩等国投放原油储备、叠加奥密克戎变异毒株的出现，布伦特原油价格自 10 月末的 86 美元/桶高位回落至 70 美元/桶以下。但随着市场对变异病毒的担忧有所缓解，油价开始稳步上行，截至 12 月 9 日已经上涨至 76 美元/桶。

图 7: 11 月煤炭长协价回升, 但市场价大幅回落



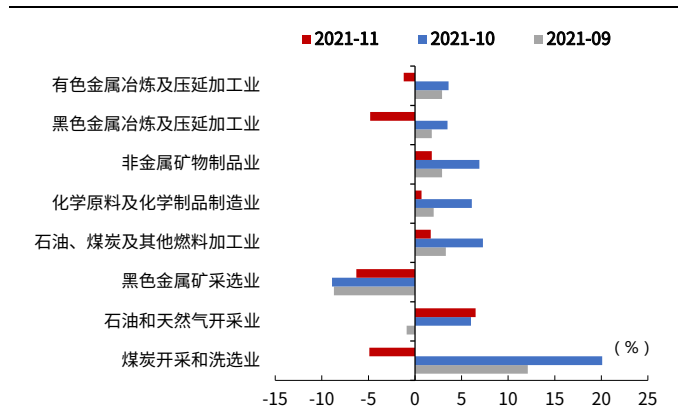
资料来源: Wind, 光大证券研究所 注: 数据截至 2021 年 12 月 8 日

图 8: 11 月 PPI 煤炭价格降幅低于市场价



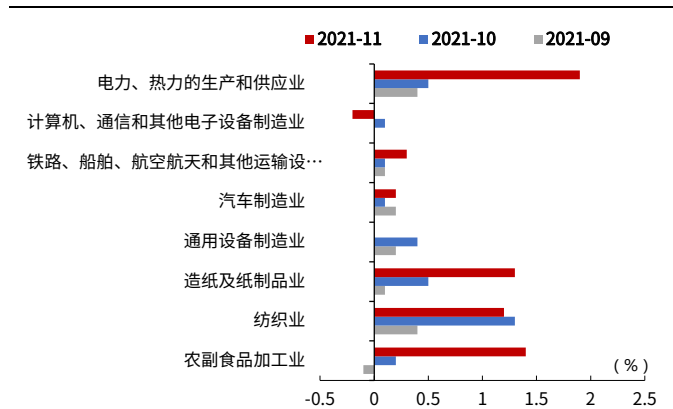
资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 9: 11 月煤炭、铁矿石、高耗能行业价格环比回落明显



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 10: 11 月食品、纺织、造纸、电力热力价格环比涨幅较大



资料来源: Wind, 光大证券研究所

四、PPI 稳步下行, 政策空间进一步打开

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_30850

