

2021 年 11 月物价数据点评

通胀的紧约束开始减弱

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号
S1060520090001
ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

研究助理

张璐 一般证券从业资格编号
S1060120100009
ZHANGLU150@pingan.com.cn

常艺馨 一般证券从业资格编号
S1060121110020
CHANGYIXIN050@pingan.com.cn



事项：

2021 年 11 月 CPI 同比为 2.3%，PPI 同比为 12.9%。

平安观点：

- **11 月 CPI 上涨 2.3%，环比上行 0.4%，强于季节性规律。主要受食品、能源项目共同推动，服务相关项目有所拖累。具体来看：一是，食品烟酒分项环比提升 1.6 个百分点，对 CPI 的拉动幅度最大。1）猪肉项目的上涨幅度高达 12.2%，猪价的触底反弹成为 CPI 上行的重要推手。2）鲜菜、鲜果及鸡蛋项目的上涨幅度分别达 6.8%、4.3% 与 3.0%，超季节性上行幅度，亦助推 CPI 食品分项上行。二是，能源相关项目对 CPI 上行有所贡献。交通工具用燃料项环比上涨 3%，水电燃料项环比上涨 0.2%，与能源价格的高位直接相关。三是，服务相关项目是拖累因素。国内疫情多点扩散，压制服务消费恢复，服务价格由上月上涨 0.1% 转为下降 0.3%。**
- **11 月 PPI 同比读数 12.9%，煤炭、黑色及有色金属产业共同推动 PPI 自历史高位回落。1）生产资料中，采掘工业的环比下行主要受煤炭开采和洗选业、黑色金属矿采选业拖累，而石油和天然气开采业仍趋于上行；原材料工业 11 月环比继续上行，主因国际原油、天然气价格高位波动带动；加工工业的 PPI 环比下行，因金属行业保供稳价效果显现。2）生活资料中，食品、衣着、一般日用品价格环比受国内外需求提振上行，耐用消费品价格在居民大件可选消费需求疲弱的影响下持续低迷。3）分行业来看，11 月煤炭、金属相关行业 PPI 环比大多回落，环比涨幅较高的行业集中于石化产业链，下游消费相关行业亦有涨价迹象。**
- **往后看，通胀无需过度担忧。CPI 方面，上行幅度或较温和。近期猪肉价格反弹与蔬果价格高位对食品项目造成扰动，原油与天然气价格对能源相关项目造成扰动，但核心 CPI 却仍受需求低迷拖累下行，后续扰动因素边际将趋于弱化，预计 2022 年上半年 CPI “破 3” 概率不大。PPI 方面，同比增速大概率趋于回落。11 月动力煤“保供稳价”政策调控下成效显著，煤炭及金属产业链价格的调整带动 PPI 下行。我们预计，未来一段时间油价中枢趋于下移，也将抑制石化产业链价格的上扬。同时，考虑到 2022 年翘尾因素将较快下行，PPI 同比走势大概率回落。**
- **总的来说，推动 PPI 高位回落的因素或将延续，而推动 CPI 加速上行的因素后续大概率趋于弱化。央行于 2021 年 12 月 6 日宣告全面降准、12 月 7 日下调支农支小再贷款利率，也从侧面印证了“胀”的因素对货币政策操作的影响有所弱化。随着整体通胀水平的下移，2022 年货币政策宽松的空间也将打开，回到“灵活适度”的轨道中。**

一、食品、能源项共同推动 CPI 上行

11 月 CPI 上涨 2.3%，涨幅比上月扩大 0.8 个百分点。其中，CPI 食品项同比从上月-2.4%的进一步回升至 1.6%；非食品项同比达 2.5%，相比上月提升 0.1 个百分点，但环比变化持平；剔除食品和能源的核心 CPI 同比上行 1.2%，环比下跌 0.2%，属 CPI 上行的拖累因素。**11 月 CPI 环比上行 0.4%，强于季节性规律。分项目看，食品价格提升推动 CPI 上行，能源项目亦有贡献，而服务相关项目有所拖累。具体来看：**

一是，食品烟酒分项环比提升 1.6 个百分点，对 CPI 的拉动幅度最大。

1) 猪肉项目的上涨幅度高达 12.2%，猪价的触底反弹成为 CPI 上行的重要推手。从高频数据看，受益于猪肉收储政策，价格低位下养殖端压栏惜售、需求端腌腊需求有所前置，11 月生猪均价环比涨幅达 24.0%，体现在了 11 月的 CPI 猪肉分项数据之中。当前看，生猪供给整体仍处过剩状态，短期价格的上行是反弹而非反转，11 月中下旬以来猪肉价格上行颓势已现。不过，目前养猪行业已经陷入深度亏损状态，能繁母猪存栏也已出现了较明显的去化特征，新一轮猪周期启动的潜在条件已经具备，2022 年 7 月或迎来产能去化后的生猪价格上涨拐点。

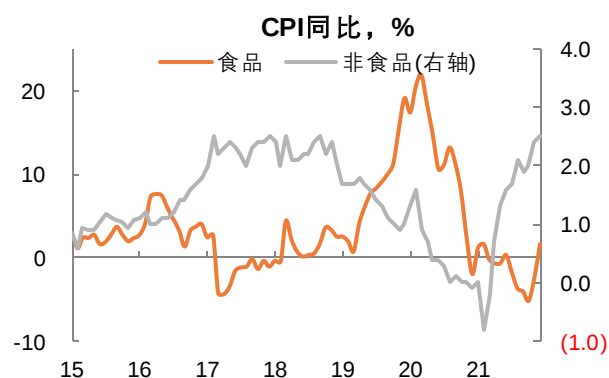
2) 鲜菜、鲜果及鸡蛋项目的上涨幅度分别达 6.8%、4.3%与 3.0%，超季节性上行幅度，亦助推 CPI 食品分项上行。本轮蔬菜价格的上行始于 10 月，极端天气较频繁影响蔬菜供给，能源价格上行、农资价格高位又推高了蔬菜成本。鲜果与鸡蛋在替代性消费助推下，也出现了明显的涨幅。不过，鲜菜的生长周期较短（小白菜、空心菜、生菜的生长周期不到一个月，油麦菜、小油菜、大白菜、豌豆、青蒜的生长周期在 40-50 天），供应一般可在两个月内恢复，11 月中下旬起菜篮子批发价格指数逐步下行，目前已接近于 2020 年同期水平，预计价格的回落将体现在 12 月 CPI 相关分项之中。

二是，能源相关项目对 CPI 上行有所贡献。交通工具用燃料项环比上涨 3%，水电燃料项环比上涨 0.2%，这两个项目的上行与能源价格的高位直接相关。尽管 11 月 20 日国内成品油有所调降，但因降幅不大，汽油月度的均价同比仍从前值 36.5% 提高到 41.6%，推动 CPI 能源相关项目走强。11 月 26 日以来，Omicron 病毒变异出现先是冲击布油价格大跌，情绪缓和后又 V 型反弹。往后看，虽然新冠病毒变种的具体影响尚未确定，但考虑到美国石油战略储备仍有可能加大投放、油价高位背景下 OPEC 增产动力更足，以及美联储货币政策收紧下美元偏强，我们倾向于油价中枢较今年 9 月以来的高位或将下移。

三是，服务相关项目是拖累因素。国内疫情多点扩散，压制服务消费恢复，服务价格由上月上涨 0.1% 转为下降 0.3%。具体看：娱乐文教项目 11 月环比季节性下行；居住分项中服务相关的租房房租环比下滑 0.2%；其他用品及服务分项环比下滑了 0.5%；医疗保健分项环比持平，弱于季节性规律；衣着分项环比依季节性规律有所上行，但幅度略弱。

往后看，CPI 上行幅度或较温和。近期猪肉与蔬果价格高位对食品项目造成扰动，原油与天然气价格波动对能源相关项目造成扰动，但核心 CPI 却仍受需求低迷拖累下行，后续扰动因素边际将趋于弱化，预计 2022 年上半年 CPI “破 3” 概率不大。

图表1 11 月 CPI 食品与非食品分项上行共振



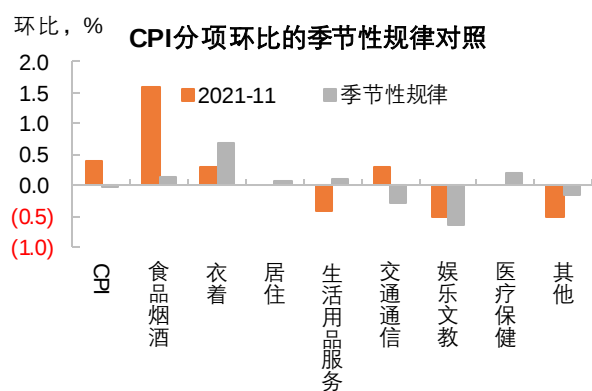
资料来源:wind, 平安证券研究所

图表2 11 月核心 CPI 同比略低于上月



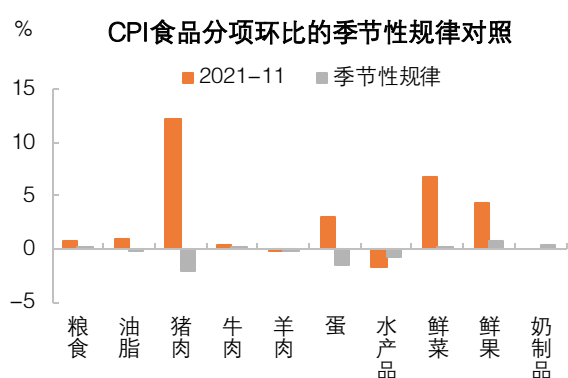
资料来源:wind, 平安证券研究所

图表3 11月食品项上行对CPI环比贡献较大



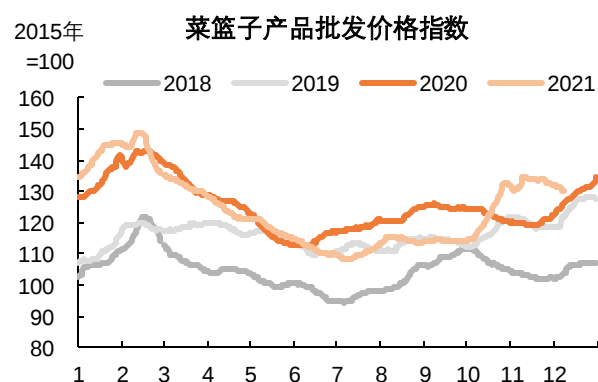
资料来源: wind, 平安证券研究所

图表4 11月猪肉价格环比显著强于季节性



资料来源: wind, 平安证券研究所

图表5 11月中下旬起蔬菜批发价自高位回落



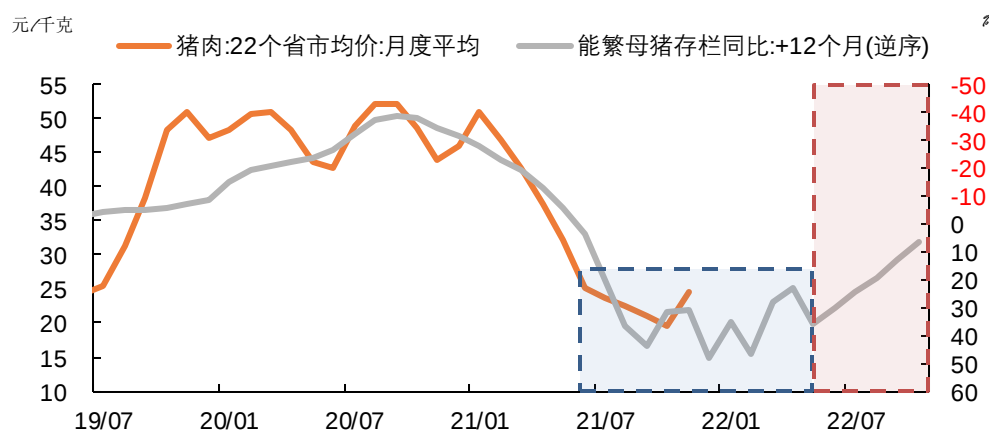
资料来源: wind, 平安证券研究所

图表6 11月中下旬起猪肉批发价上行趋缓



资料来源: wind, 平安证券研究所

图表7 能繁母猪存栏变化预示2022年中猪价上行



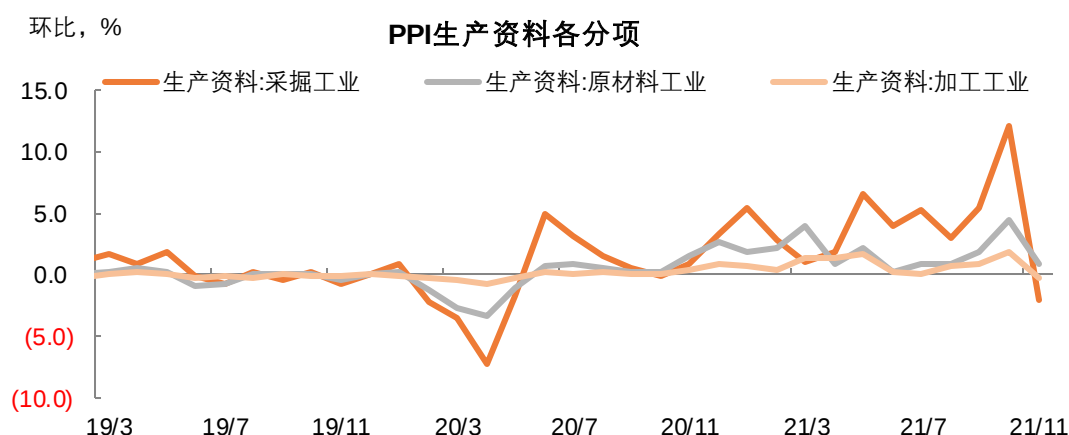
资料来源: iFinD, 平安证券研究所

二、煤炭、金属产业链拖累 PPI 下行

11 月 PPI 同比读数 12.9%，自历史高位回落；环比持平。其中，生产资料价格下跌 0.1%，而生活资料价格上行 0.4%。

生产资料中，采掘与加工工业环比分别下跌 2.1%、0.3%，原材料工业价格的上行幅度收敛于 0.9%。采掘工业的 PPI 环比大幅下行主要受煤炭开采和洗选业、黑色金属矿采选业拖累，石油和天然气开采业仍趋于上行。原材料工业 11 月环比继续上行，主因国际原油、天然气价格高位波动，带动国内相关行业价格上行。加工工业的 PPI 环比下行主要受黑色金属、有色金属冶炼及压延加工业拖累，因金属行业保供稳价效果显现。加工工业是连接生产资料和生活资料的环节，加工工业 PPI 转为下行，未来向生活资料行业的传导或将趋弱。

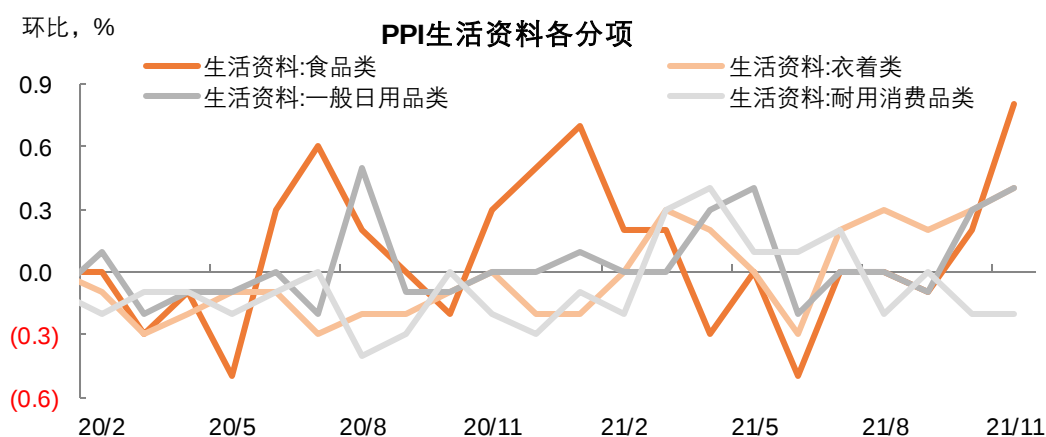
图表8 11 月 PPI 生产资料分项环比趋于下行



资料来源: Wind、平安证券研究所

生活资料中，食品、衣着、一般日用品价格环比分别上涨 0.8%、0.4%、0.4%，较 10 月有所加速。需求端看，国内双十一消费拉动、国外圣诞季备货对价格有所提振；成本端看，一定程度上体现出上游生产资料价格对居民消费相关工业品的传导。耐用消费品价格环比下行 0.2%，在居民大件可选消费需求疲弱的影响下持续低迷。

图表9 11 月 PPI 生活资料分项大多上行

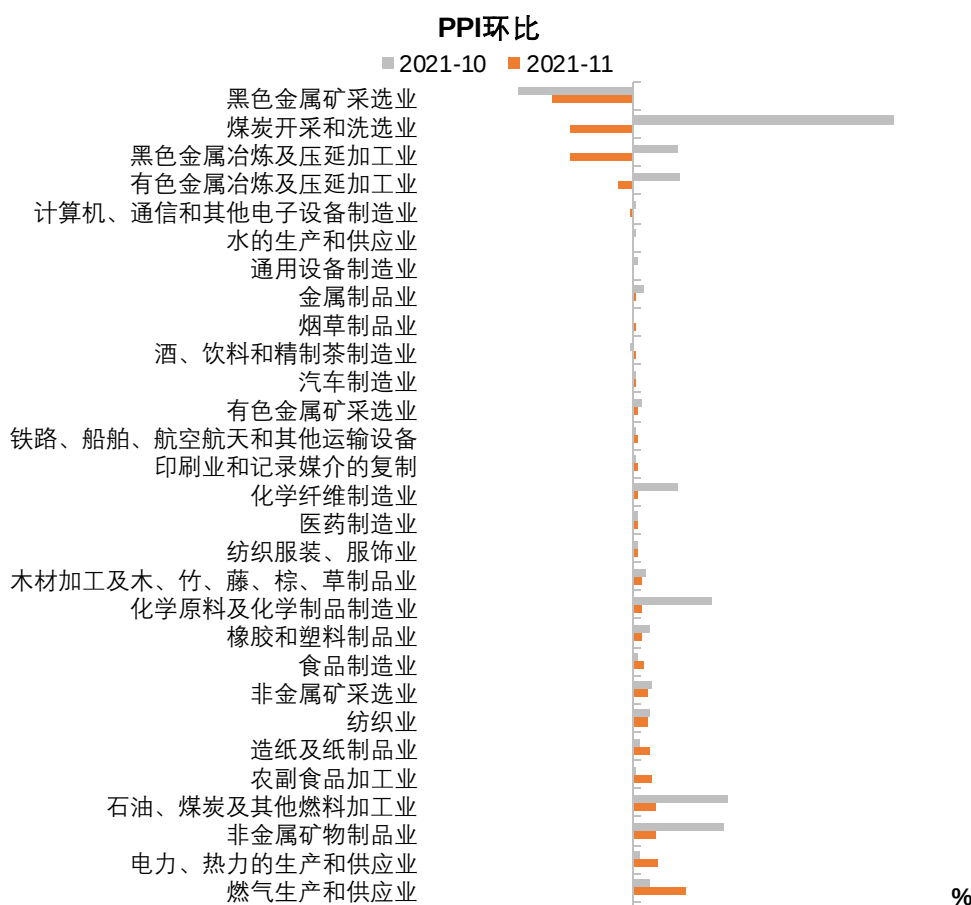


资料来源: Wind、平安证券研究所

分行业来看，11月煤炭、金属相关行业 PPI 环比大多回落，环比涨幅较高的行业集中于石化产业链，下游消费相关行业亦有涨价迹象。**1)** 11月 PPI 环比跌幅较大的行业依次是：黑色矿选、煤炭开采、黑色加工、有色加工，集中于煤炭与金属产业链。**2)** 而石油和天然气开采、电力燃气生产供应、非金属矿物与石油煤炭加工行业环比仍在上行。**3)** 此外，部分下游消费相关行业亦出现了涨价迹象，如农副产品加工、造纸及纸制品、纺织业、食品制造业等。

往后看，PPI 同比预计将趋于回落。11月动力煤“保供稳价”政策调控下成效显著，煤炭及金属产业链价格的调整带动 PPI 下行。虽然目前新冠病毒变种的具体影响尚未确定，但考虑到美国石油战略储备仍有可能加大投放、油价高位背景下 OPEC 增产动力更足，以及美联储货币政策收紧下美元偏强，我们预计未来一段时间油价中枢趋于下移，将抑制石化产业链价格的上扬。同时，2022 年翘尾因素也将较快下行，PPI 同比走势大概率回落。

图表10 PPI 环比主要受煤炭及石化产业链拉动



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_30858

