

CPI-PPI 见底回升，如何配置资产？——通胀系列之一

报告日期：2021-12-09

分析师：何宁

执业证书号：S0010521100001

电话：15900918091

邮箱：hening@hazq.com

相关报告

- 1.《华安证券_宏观研究_宏观专题_转型、回归与再平衡——2022年宏观经济展望》2021-11-01
- 2.《华安证券_宏观研究_宏观点评_五问碳减排支持工具，对大类资产有何影响？》2021-11-09
- 3.《华安证券_宏观研究_宏观点评_CPI-PPI 触底了吗？价格传导如何？》2021-11-10
- 4.《华安证券_宏观研究_宏观点评_宽信用的梦想与现实》2021-11-11
- 5.《华安证券_宏观研究_宏观点评_转型的阵痛与喜悦》2021-11-15
- 6.《华安证券_宏观研究_宏观点评_对三季度央行货币政策报告的6点理解》2021-11-20
- 7.《华安证券_宏观研究_宏观点评_保供已显成效，政策将向何处去？》2021-11-30
- 8.《华安证券_宏观研究_宏观点评_稳健有效——12月政治局会议和降准点评》2021-12-06
- 9.《华安证券_宏观研究_宏观点评_出口的三点扰动和三个影响》2021-12-08

主要观点：

- 11月CPI同比回升0.8个百分点至2.3%，PPI同比回落0.6个百分点至-12.9%，CPI-PPI结束18个月的回落，见底回升至-10.6%。本文通过梳理CPI-PPI见底回升的内在原因、历史规律和资产表现，尝试给出CPI-PPI回升期的资产配置建议。
- **1.11月通胀数据：CPI升、PPI降，CPI-PPI见底回升**
 - 1) **CPI同比走高，蔬菜、能源是主要拉动，核心CPI升幅受限**
CPI同比走高，除基数较低外，主要仍受蔬菜、能源价格提振，猪价降幅再度收窄，但仍是主要拖累项。上半年持续涨价的家用电器下半年以来涨价乏力，11月生活用品及服务成为了非食品CPI主要拖累项，此外疫情多点散发和节后出行减少冲击旅游CPI；受服务业PMI、BCI延续回落等影响，核心CPI掉头小幅下降。
 - 2) **PPI见顶回落，重点品种价格全线回落，上游向下游价格传导有望增强**
PPI同比见顶回落，11月煤价、金属价格保供稳价效果显现，重点品种价格全线下跌。上游价格向下游传导仍然有限但力度边际加强。PPI生产资料-生活资料差距开始缩窄，七大产业中上中游产业同比涨幅下降，下游同比涨幅小幅扩大，上游价格向下游传导有望增强。
- **2.如何理解CPI与PPI剪刀差见底回升**
 - 1) **CPI-PPI剪刀差连续18个月下行，从去年4月高位的6.4%降至10月的-12.0%**。PPI受疫情周期错位、能源紧缺、能耗双控等影响持续走高；CPI受猪价下行，疫情反复，消费弱复苏等影响维持低位。**当下看，保供稳价效果已现，11月PPI同比回落，CPI与PPI剪刀差已在10月触底，未来将趋于回升。**
 - 2) **CPI反映居民生活消费和服务价格，与下游紧密关联；PPI反映工业产品价格，与上游生产息息相关。在经济周期上行阶段，上游原材料价格先行，CPI与PPI剪刀差下行，企业生产加工产生的成本沿产业链向下游扩散，传导至消费者，反映在最终消费品的价格上，CPI与PPI剪刀差见底回升，此时经济趋于下行。**
 - 3) **通过历史数据回顾，我们发现：第一，CPI与PPI剪刀差回升往往对应经济下行阶段，CPI与PPI剪刀差落后于经济产出缺口3-4个月，相关性为-0.54。第二，CPI与PPI剪刀差与企业营收、利润负相关，这与CPI、PPI构成结构以及产业链传导结构有关，即PPI中的60%为中下游，可反映工业需求，与企业盈利正相关，同时CPI代表生活成本、用工成本，因此可看到CPI与PPI剪刀差回升对应企业盈利走低。第三，CPI-PPI剪刀差本质上是上中下游利润分配、传导的体现。历史上五次CPI与PPI剪刀差回升周期，上游、中游、下游利润占比分别变动-7.9%、+1.3%、+6.8%，下游在利润传导中受益较大。**
- **3.以史为鉴，CPI-PPI剪刀差见底回升的宏观背景和资产表现**
 - 1) **2000年以来我国CPI与PPI剪刀差见底回升共有五次**，2000年7月至2002年2月、2004年11月至2007年9月、2008年8月至2009年8月、2010年5月至2011年10月和2017年3月至2020年10月，**五次回升阶段平均持续26.2个月，CPI与PPI剪刀差上行幅度达10.35%。**
 - 2) **CPI-PPI剪刀差在2011年前后运行逻辑出现切换**。2011年以前，我国处于经济增量时代，债务驱动经济一路高歌，GDP增速中枢位于10%水平，PPI向CPI传导路径顺畅；**2011年后，内生动力不足致使PPI向CPI传导受阻，在绝大部分时期走势背离。背离主要受猪周期、劳动参与率见顶、房地产挤出效应等因素干扰，经济动能切换下CPI与PPI剪刀差反映上中下游利润分配格局的经典逻辑依然有效，对投资具有较好的指导意义。**
 - 3) **大类资产复盘：五轮周期中股弱债强，上证综指平均跌幅10.56%，10年国债和10年国开债平均下行44.91、55.86个BP。**行业利润分配格局与股指收益率有较强的相关性。下游在利润传导路径中，烟草制品、饮料制造、医药制造、农副食品加工、食品制造收益较大，利润占比平均提高了2.14%、1.42%、1.35%、0.80%和0.79%。申万一级行业中食品饮料、建筑材料、家用电器、医药生物在权益市场普跌时收益为正，平均涨幅达35.9%、11.2%、10.8%、10.7%。
- **4.展望未来：CPI与PPI剪刀差走势及大类资产配置建议**
 - 1) **通胀预测：预计2022年CPI前低后高，全年可能从今年的1%左右升至2-3%；PPI趋回落，全年可能从今年的8%以上降至3-4%左右（较此前预测下调），即CPI-PPI在今年10月触底，为-12%，之后趋于回升至2022年底的5%左右。**
 - 2) **大类资产配置：本轮周期在宏观形势上和2000年、2010年、2017年较为相近，结合历史表现，预计债强股弱；行业配置上，我们提示利润传导下的消费景气上行逻辑，推荐食品饮料、医药生物和家用电器。**
- **风险提示**
货币政策放松力度超预期、经济增速不及预期、疫情再次爆发。

正文目录

1 11月通胀数据：CPI升、PPI降，CPI-PPI见底回升.....	4
1.1 CPI同比走高，核心CPI升幅受限.....	4
1.2 PPI见顶回落，重点品种全线下跌，传导仍有限但力度边际加强.....	7
2 如何理解CPI与PPI剪刀差见底回升？.....	10
2.1 CPI与PPI剪刀差见底回升的本质.....	10
2.2 剪刀差回升，宏观经济怎么走.....	11
2.3 剪刀差回升，企业营收、利润怎么走.....	12
3 以史为鉴：CPI-PPI剪刀差见底回升的宏观背景及资产表现.....	13
3.1 五次周期的宏观背景.....	13
3.2 CPI-PPI运行逻辑在2011年前后出现切换.....	14
3.3 CPI-PPI剪刀差回升对应大类资产表现.....	16
4 展望未来：CPI与PPI剪刀差走势及大类资产配置建议.....	19

图表目录

图表 1 CPI 同比上涨.....	4
图表 2 鲜菜拉动 CPI，猪肉价格拖累 CPI.....	5
图表 3 蔬菜价格环比涨幅下降.....	5
图表 4 12 月蔬菜价格有所回落.....	5
图表 5 猪肉均价季节性回升.....	6
图表 6 水产品 and 鲜果拉动 CPI，畜肉类拖累 CPI.....	6
图表 7 非食品 CPI 中生活用品及服务成主要拖累项，旅游 CPI 受到冲击.....	7
图表 8 油价环比普遍下降.....	7
图表 9 核心 CPI 小幅下跌.....	7
图表 10 PPI 生产资料向生活资料传导仍有限，但传导力度有望增强.....	8
图表 11 上中游工业 PPI 同比涨幅缩窄.....	8
图表 12 下游工业 PPI 同比持续小幅上涨.....	8
图表 13 上游行业 PPI 环比存在下行，上行幅度不及 10 月.....	9
图表 14 煤炭价格全线下跌.....	10
图表 15 油价回调，天然气价格环比转负.....	10
图表 16 钢铁价格环比下跌.....	10
图表 17 铜价下跌.....	10
图表 18 CPI 与 PPI 剪刀差连续 18 个月下行.....	11
图表 19 CPI-PPI 剪刀差与经济产出缺口负相关.....	11
图表 20 剪刀差与企业营收相关性较好.....	12
图表 21 剪刀差与企业利润负相关、相关性稍弱.....	12
图表 22 上中下游利润分配格局.....	12
图表 23 剪刀差回升期间，上中下游利润占比变动.....	12
图表 24 历史上共五轮较大的剪刀差回升阶段.....	13
图表 25 CPI-PPI 五次见底回升周期.....	13
图表 26 PPI 向 CPI 非食品项传导相对顺畅.....	15
图表 27 独立猪周期是 CPI 与 PPI 背离的较大成因.....	15
图表 28 劳动参与率见顶或致可支配收入降速.....	15
图表 29 可支配收入降速，社零和 CPI 逐渐钝化.....	15
图表 30 房地产对消费的挤出效应.....	16
图表 31 CPI-PPI 回升与资产价格的关系.....	17
图表 32 CPI-PPI 回升与工业行业利润分配的关系.....	18
图表 33 CPI-PPI 回升与申万一级指数收益率的关系.....	19
图表 34 CPI 和 PPI 测算.....	20
图表 35 CPI-PPI 测算.....	20

11月CPI同比回升0.8个百分点至2.3%，PPI同比回落0.6个百分点至12.9%，CPI-PPI结束18个月的回落，见底回升至-10.6%。本文通过梳理CPI-PPI见底回升的内在原因、历史规律和资产表现，尝试给出CPI-PPI回升期的资产配置建议。

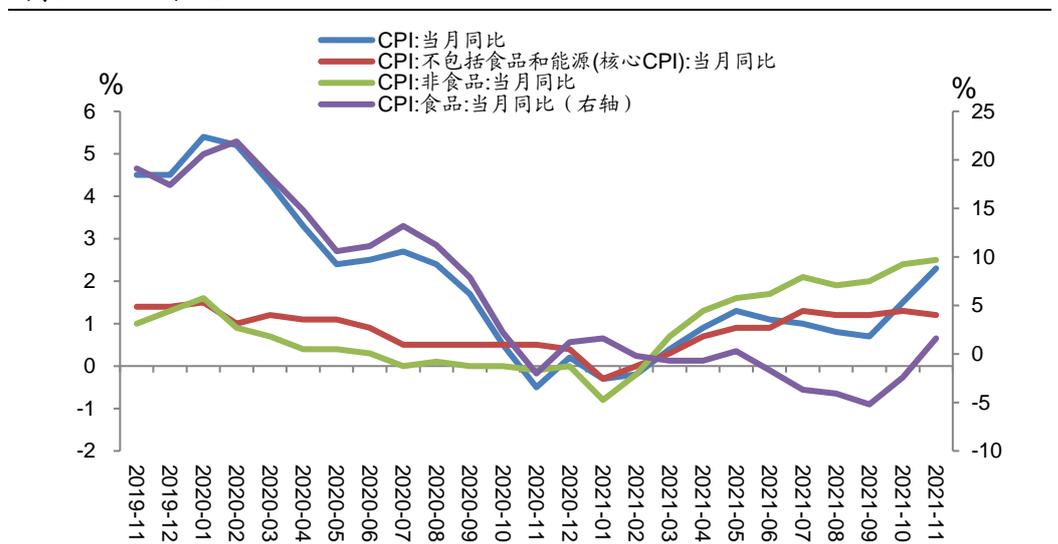
1 11月通胀数据：CPI升、PPI降，CPI-PPI见底回升

1.1 CPI同比走高，核心CPI升幅受限

CPI同比走高，除去年同期基数较低的影响外，主要仍受蔬菜、能源价格提振，猪价降幅再度收窄，但仍是主要拖累项。此外，上半年持续涨价的家用器具下半年以来涨价乏力，家用器具CPI环比下降0.3%。受服务业PMI、BCI继续小幅回落等影响，核心CPI掉头小幅下降。

11月CPI同比上涨2.3%，较前值回升0.8个百分点；环比上涨0.4%，较前值下降0.3个百分点。其中，食品价格环比再度上涨至2.4%，拉动CPI上涨约0.43个百分点，拉动率高于前值0.31；食品CPI同比由跌转升，回升至1.6%，主要是由于蔬菜价格虽涨幅减小，但仍在上涨，对CPI同比拉动0.6个百分点，仍是食品类对CPI拉动最主要的项目。非食品CPI与上月持平，环比较前值缩小0.4个百分点，同比上升2.5%，较前值扩大0.1个百分点，主要与汽油、柴油等能源价格同比仍为正、涨幅仅小幅缩减有关。核心CPI同比上升1.2%，较前值缩减0.1个百分点。据统计局测算，在11月份2.3%的同比涨幅中，去年价格变动的翘尾影响约为0.6个百分点，比上月扩大0.4个百分点；新涨价影响约为1.7个百分点，比上月扩大0.4个百分点。

图表 1 CPI 同比上涨



资料来源：Wind，华安证券研究所

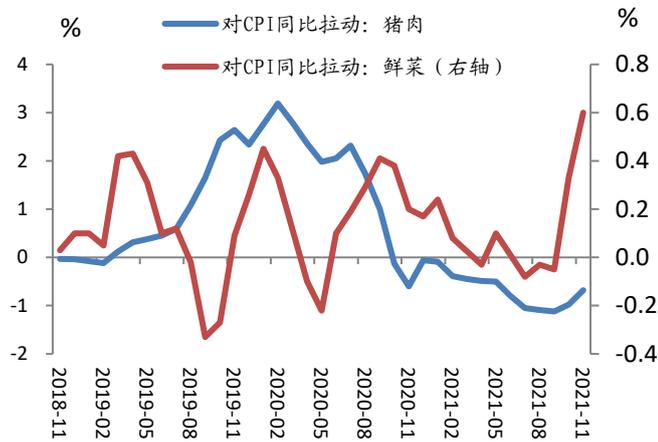
1.蔬菜环比涨幅回落，猪肉价格回升，CPI环比升幅下降

食品项环比较前值回升0.7个百分点至2.4%，升幅小于前值（2.4个百分点）。同比由负转正，升幅高于前值，同比涨幅较大除受去年同期基数较低的影响外，仍受到蔬菜价格上涨的影响；猪价降幅再度收窄，但仍为CPI同比主要拖累。

11月农业农村部等11部门联合印发通知切实抓好冬春蔬菜生产，确保“菜篮子”产

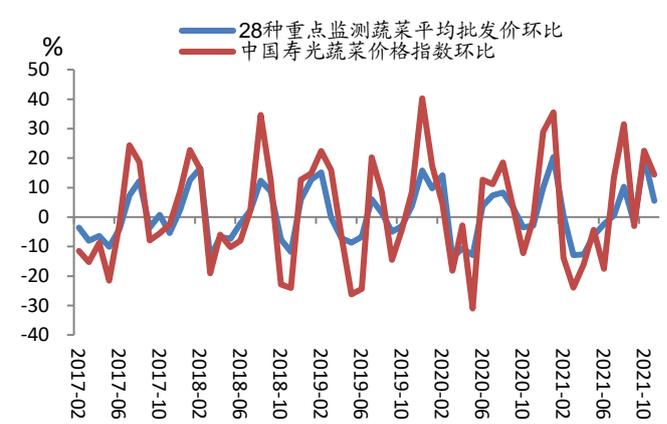
品保供稳价,蔬菜价格环比涨幅有所回落,其中28种重点监测蔬菜11月份环比上涨5.52%,低于前值20.36%,主要产区寿光蔬菜价格指数环比上涨14.43%,低于前值22.51%。在国家调控稳价的作用下,鲜菜CPI环比6.8%,涨幅大幅缩窄9.8个百分点,但涨幅仍然高于季节性。国家政策引导下预计12月蔬菜价格趋于回落。

图表 2 鲜菜拉动 CPI, 猪肉价格拖累 CPI



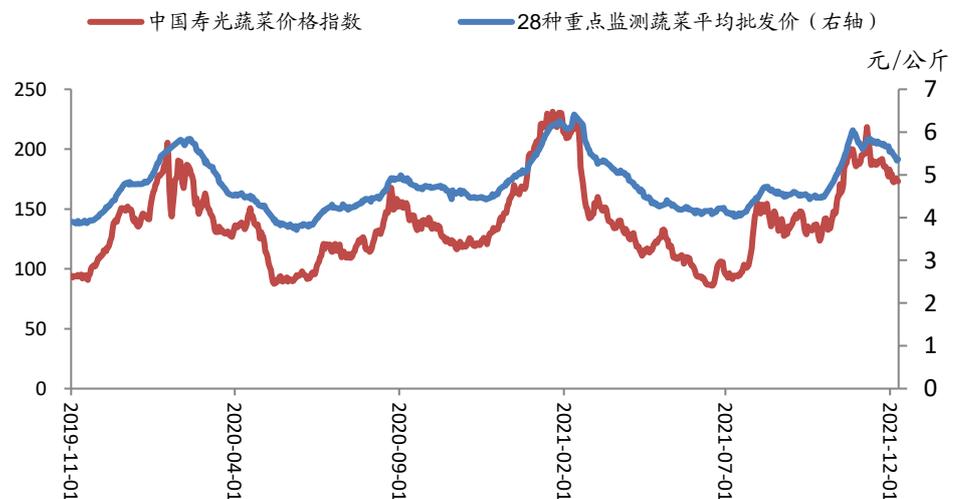
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 3 蔬菜价格环比涨幅下降



资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 4 12月蔬菜价格有所回落



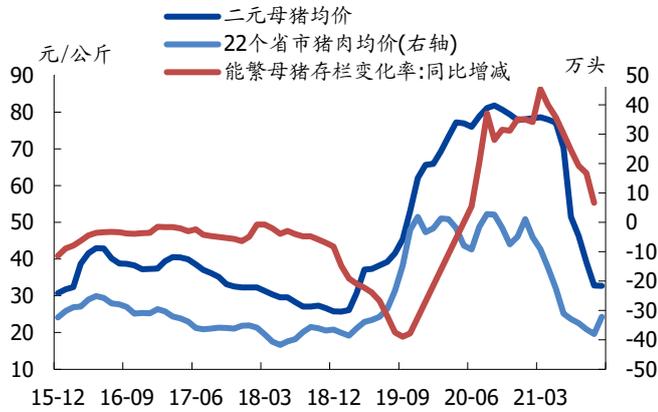
资料来源: Wind, 华安证券研究所

猪价环比由降转升,高于季节性;同比降幅缩窄,但仍是CPI的主要拖累项之一,预计猪价拐点要到明年下半年。11月猪肉CPI环比上升12.2%,由负转正,且远高于季节性;同比下降32.7%,低于前值的44%,拖累CPI向下0.68个百分点。原因上看,需求方面,猪肉消费需求季节性增加,第四轮中央储备猪肉收储工作完毕,需求有所提振;供给方面,能繁母猪存栏仍然同比为正,但较前值大幅下跌。从其他数据看,22个省市猪肉月均价11月环比由负转正,上升24%,高频数据下养殖利润也回正并季节性增加,预计12月季节性提振仍对猪价有支撑。

其他食品分项中,畜肉类和鲜果CPI环比涨幅明显高于季节性,二者对CPI环比拉

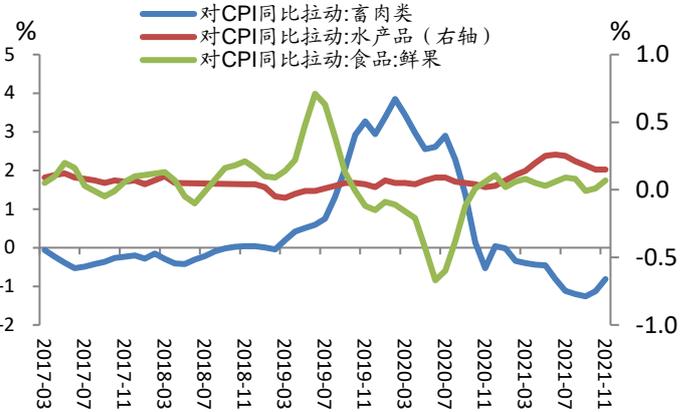
动均为正，但畜肉类同比对 CPI 有明显的负向拉动，向下拉动 CPI 0.81 个百分点。同比拉动来看水产品仍是明显拉动项，拉动 CPI 同比上升 0.15 个百分点

图表 5 猪肉均价季节性回升



资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 6 水产品 and 鲜果拉动 CPI，畜肉类拖累 CPI



资料来源：Wind，华安证券研究所

2. 非食品 CPI 环比涨幅下降，生活用品及服务是主因

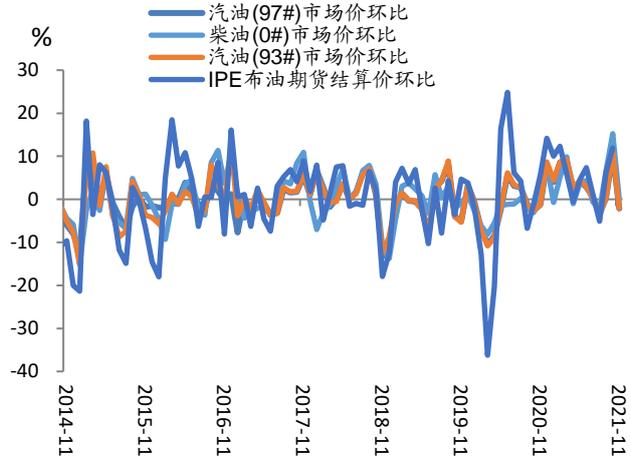
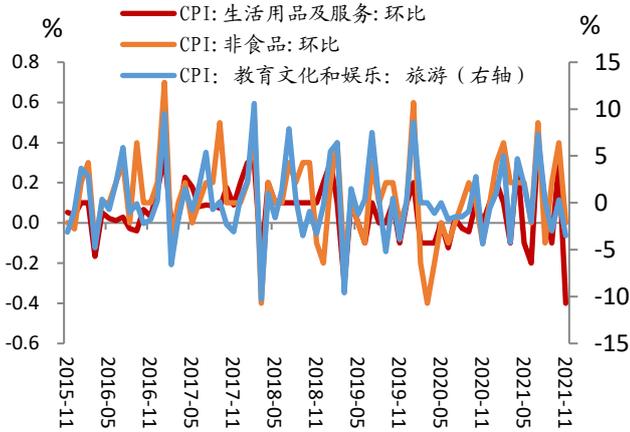
非食品 CPI 环比涨幅下降主要受生活用品及服务拖累，家用器具下半年以来涨价乏力，11 月价格环比普遍调头转负，疫情多点散发和节后出行减少冲击 11 月的旅游 CPI。

11 月 CPI 非食品环比涨幅下降 0.4 个百分点至 0%，与 2016-2020 年同期均值（季节性）持平，非食品 CPI 环比涨幅下降主要受生活用品及服务拖累，其中家用器具 CPI 环比下降 0.3%。日用工业消费品价格普遍下跌，36 大中城市日用工业消费品平均价格中，洗衣机、空调机、冰箱、数码照相机、电脑环比下降 0.28%-1.21%，仅手机价格环比上升 5.75%，与“双十一”手机商家优惠推新刺激消费需求有关。

在其他非食品分项中，环比涨幅高于季节性的有交通工具、通信服务、教育文化和娱乐、医疗服务。环比涨幅低于季节性的有服装、鞋类、居住水电燃料、通信工具、房租、旅游、西药等。油价下跌，但交通工具用燃料仍显著高于季节性。11 月油价环比普遍小幅下跌，布伦特原油期货环比下跌 3.17%，汽油月均市场价环比跌幅在 2.1% 左右，柴油月均市场价环比小幅上升至 0.07%，仅带动居住水电燃料和交通工具燃料环比分别上涨 0.2% 和 3%，油价略有下跌和国家保障居民水电燃料和热力供应，导致居住水电燃料 CPI 环比低于季节性；但因油价仍处于历史高位，因此交通工具用燃料高于季节性。对比剔除油价后的非食品 CPI，可发现油价仍是非食品 CPI 的主力。11 月处于节后，出行减少，而疫情再度多点复发且出现新变种奥密克戎，11 月 CPI 旅游分项环比下跌 3.8 个百分点至 -3.5%，略低于季节性。

图表 7 非食品 CPI 中生活用品及服务成主要拖累项，
旅游 CPI 受到冲击

图表 8 油价环比普遍下降



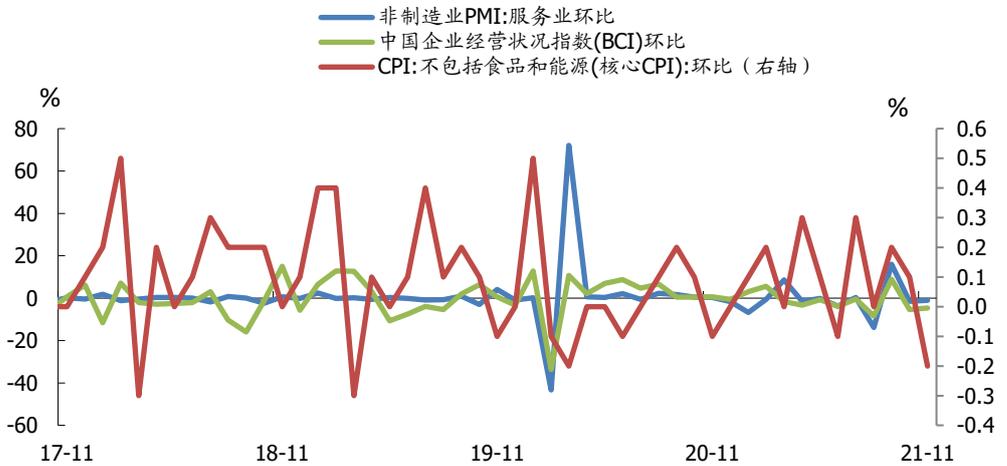
资料来源: Wind, 华安证券研究所

资料来源: Wind, 华安证券研究所

3.核心 CPI 持续疲弱，环比转负

核心 CPI 疲弱，11 月核心 CPI 同比小幅下滑 0.1 个百分点至 1.2%，环比下滑 0.3 个百分点至 -0.2%，显著低于季节性 0.18 个百分点。11 月制造业 PMI 上升至 50.1%，略高于前值 49.2%，但服务业 PMI、BCI 指数回落至 51.10% 和 49.22%，表明疫情复发、新变种出现和节后出行下降对经济拖累较大，对服务业和旅游业造成冲击，抑制核心 CPI。

图表 9 核心 CPI 小幅下跌



资料来源: Wind, 华安证券研究所

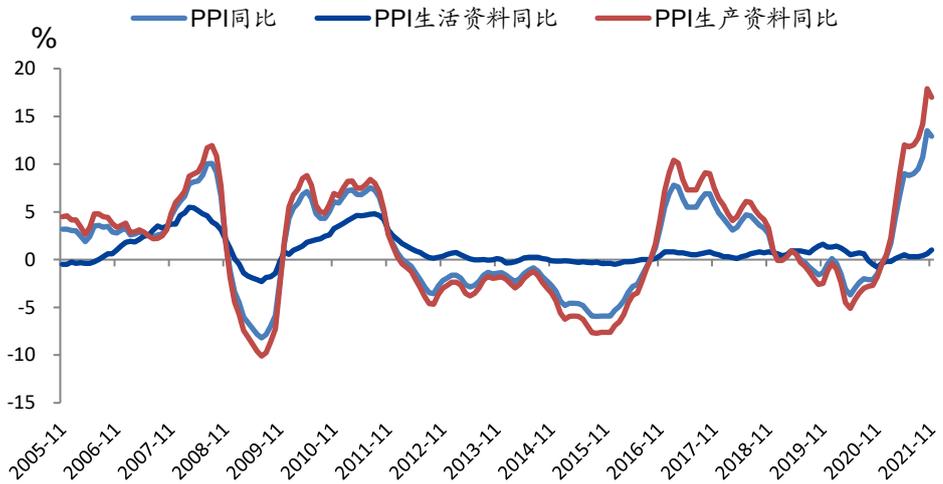
1.2 PPI 见顶回落，重点品种全线下跌，传导仍有限但力度边际加强

PPI 同比见顶回落，11 月 PPI 同比涨幅下降 0.6 个百分点至 12.9%，环比涨幅下跌 2.5 个百分点，与上月持平。11 月煤价、金属价格保供稳价效果显现，重点品种价格全线下跌。总体看，上游价格向下游传导仍然有限但力度边际加强。据国家统计局测算，在 11 月份 12.9% 的 PPI 同比涨幅中，去年价格变动的翘尾影响约为 1.2 个百分点，比上月减少 0.6 个百分点；新涨价影响约为 11.7 个百分点，与上月相同。

1. 大类看：生产资料同比下降，与生活资料涨幅差距缩减

11月PPI生产资料同比由升转降，回落0.9个百分点至17%，而生活资料同比持续上升，扩大0.4个百分点至1%，涨幅高于前值（0.2个百分点）。PPI生产资料-生活资料差距由10月的17.3%缩减至16%，上游价格向下传导效果略有增强。

图表 10 PPI 生产资料向生活资料传导仍有限，但传导力度有望增强



资料来源：Wind，华安证券研究所

2. 七大产业看：上游PPI升幅缩窄，下游PPI升幅扩大

11月PPI上游的采掘工业同比回落6个百分点至60.5%；原材料工业同比和中游加工工业同比均回落0.7个百分点至25.0%和10.1%。下游的食品和一般日用品同比增速回升幅度均为0.6个百分点；衣着和耐用消费品类PPI同比升幅分别扩大0.4和0.2个百分点。由此可见，上中游行业升幅缩窄，是带动PPI同比升幅下行的主力，下游行业升幅扩大，价格传导力度加强。

图表 11 上中游工业 PPI 同比涨幅缩窄

— 采掘工业: 当月同比 — 原材料工业: 当月同比
— 加工工业: 当月同比

%
80

图表 12 下游工业 PPI 同比持续小幅上涨

— 食品类: 当月同比 — 一般日用品类: 当月同比
— 耐用消费品类: 当月同比 — 衣着类: 当月同比

%
6
5

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_30934

