

宏观点评报告

2021 年 12 月 10 日

食品价格推升通胀，工业品上涨开始缓解

2021 年 11 月通胀点评

核心内容：

- **猪肉蔬菜拉动通胀上行** 通胀环比走高，食品价格大幅上行，非食品价格保持平稳：
(1) 食品方面，蔬菜前半月受到天气影响走高，后半月蔬菜价格下滑；11 月份生猪出栏价格回升，12 月份猪肉价格可能继续回升；(2) 非食品价格方面，水电燃气价格和交通工具燃料价格上行源于原油、煤炭等能源价格高位，其他旅游、教育、房租价格下跌。
- **蔬菜继续走高，猪肉价格年前持续上行** 11 月份猪肉价格大幅回升，12 月份猪肉价格仍然走高，需求有所回暖，全国生猪市场迎来久违的震荡上涨，12 月-1 月份年猪需求会带动猪肉价格上行。蔬菜价格受天气影响较大。进入 12 月份冷空气活动频繁，降温、降雪天气时有发生，会对蔬菜生长、采摘、储存等环节不利。南方蔬菜的上市量及上市品种将会继续增加，市场供货暂时较为顺畅。同时 12 月份需求并未大幅放量，预计 12 月蔬菜价格可能震荡。
- **通胀全年温和** 11 月份 CPI 环比上行，主要是食品价格上行带动。11 月份核心 CPI 环比下跌，同比回落，仍然处于较低的水平。2021 年 12 月份翘尾影响 1.6%，预计新涨价因素上行，CPI 同比增速约在 2.0% 左右。预计 4 季度可能在 2.0% 左右，全年 CPI 增速 1.0%，2022 年全年 CPI 增速 1.9%，2022 年 3-4 季度 CPI 突破 2%。
- **成本上行、猪周期因素推动未来通胀温和上行** (1) 上中游原材料价格的上行以及人工成本的缓慢上行推动了 CPI 平稳上行。(2) 能耗双控和碳中和大目标不变，居民生活成本会被缓慢推高。(3) 我国未来经济面临的主要问题是有效需求不足，扩大有效需求需要解决分配的问题，也就是减少全社会贫富分化，这仍然需要时间。CPI 全面上行概率很小，预计在未来 2-3 年左右 CPI 为何上行。
- **PPI 未来逐步回落** 11 月份 PPI 环比保持平稳，黑色产业链商品出厂价格回落，但原油和天然气价格处于高位，其产业链相关产品价格继续走高：(1) 国际原油价格上行带动国内石油及相关产业价格上行；(2) 我国煤炭价格已经受到控制，11 月份期货价格出现大幅回落；(3) 我国个别行业仍然处于限产，价格上行。

12 月份应该是我国 PPI 继续回落：(1) 带动 PPI 快速上行的能源价格已经回落。
(2) 物流阻塞得到缓解。

预计 12 月份 PPI 环比回落，12 月份 PPI 翘尾水平达到 12.1%，4 季度 PPI 水平在 12% 以上，预计全年 PPI 水平在 8.2% 左右。2022 年 PPI 前高后低，全年预计在 4% 左右，受到基数影响，PPI 在 4 季度可能负增长。

分析师

许冬石

☎：(8610) 8357 4134

✉：xudongshi@chinastock.com

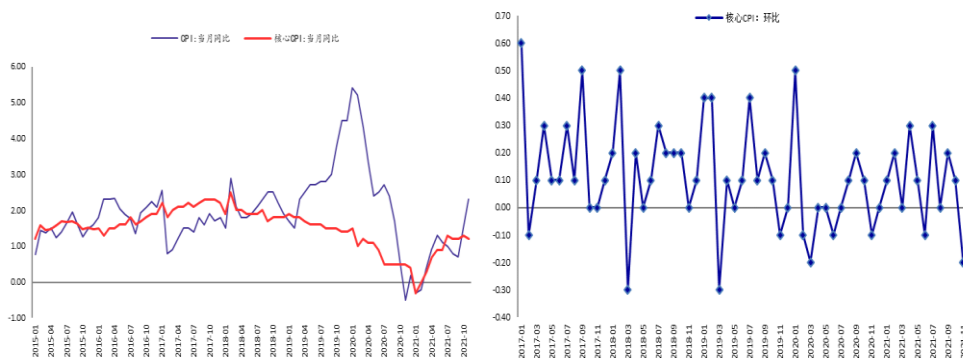
分析师登记编码：S0130515030003

一、猪肉蔬菜拉动通胀上行

全国居民消费价格同比增速（CPI）环比大幅上行，核心 CPI 小幅回落，11 月份 CPI 同比快速走高。11 月份 CPI 同比增速 2.3%，低于市场预期 2.5%。11 月份 CPI 环比走高；其中食品价格环比上行 2.4%，非食品价格保持平稳。核心 CPI 同比增速 1.2%，环比下行 0.2%，核心 CPI 小幅回落。

图 1：CPI 同比小幅下行（%）

图 2：核心 CPI 环比（%）



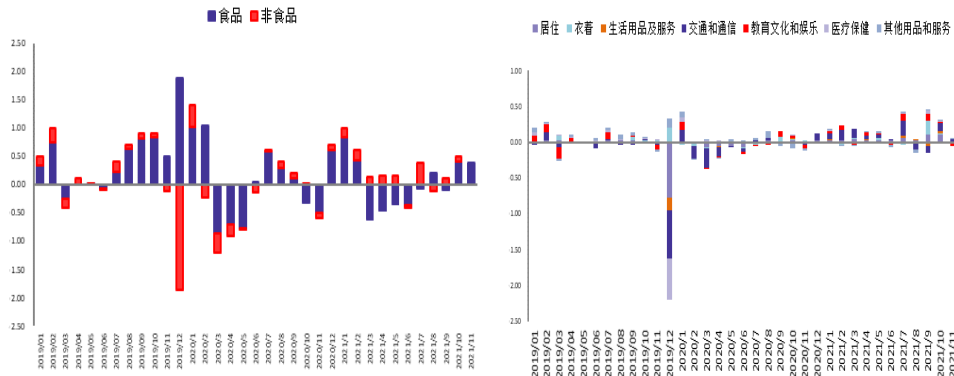
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

本月 CPI 翘尾水平 1.9%，比上个月快速上行。通胀环比走高，食品价格大幅上行，非食品价格保持平稳：（1）食品方面，11 月份蔬菜价格上行 6.8%，蔬菜前半月受到天气影响走高，后半月蔬菜价格下滑；11 月份猪肉零售价格上行 12.2%，生猪出栏价格回升，12 月份猪肉价格可能继续回升；其他食品方面，水果价格上行 4.3%，水产品、鸡蛋的价格也同样走高；（2）非食品价格方面，受到能源价格上行的影响，水电燃料费用上行 0.2%，交通工具用燃料价格上行 3.0%；旅游、生活用品、房租价格走低，整体非食品价格保持平稳。

从食品价格来看，猪肉价格受到年末腊肉生产影响快速走高，冬天已经到来，春节猪肉需求仍然较为旺盛，猪肉价格可能盘整继续上行。蔬菜价格 12 月份会继续上行，今冬受到双峰拉尼娜的影响，雨雪和极端天气增多，蔬菜价格高于平均值。其他食品价格处于正常范围内。

从非食品价格来看，冲击性因素仍然占主要部分，水电燃气价格和交通工具燃料价格上行源于原油、煤炭等能源价格高位，但 12 月份下行应该较为明显。首先，原油价格 12 月已经有所回落；其次，11 月份以动力煤为首的大宗商品价格下滑，能源价格上行暂告停歇。

图 3：食品和非食品价格对 CPI 的拉动（%）



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

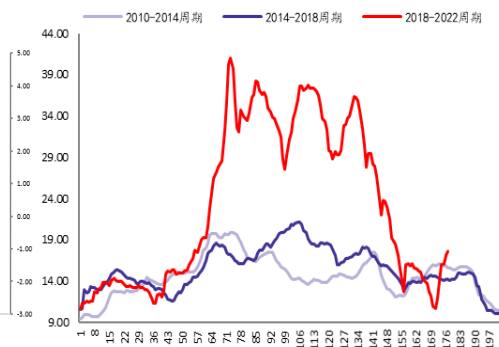
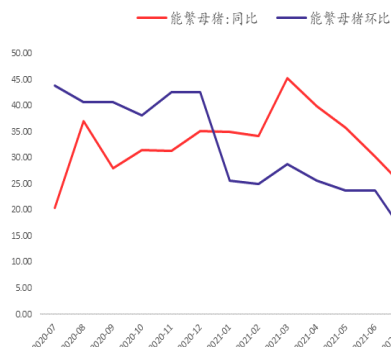
二、蔬菜未来可能走高，猪肉价格年前持续上行

猪肉出栏量增速拐点已现，9月份生猪出现恐慌性出栏，同时全行业生猪养殖处于亏损状态，11月份生猪批发价格快速上行。2018-2022年猪周期已经运行接近尾声，生猪价格处于低位，春节继续上行。能繁母猪存栏下行，生猪去产能开始。4季度猪肉价格随销售旺季到来有小幅反弹，猪肉价格持续企稳需要母猪存栏持续回落。

11月份猪肉价格大幅回升，12月份猪肉价格仍然走高，需求有所回暖，全国生猪市场迎久违的震荡上涨，12月-1月份年猪需求会带动猪肉价格上行。

图 4: 生猪存栏增速 (%)

图 5: 三轮猪周期生猪价格对比 (元/公斤)



资料来源: 统计局, 中国银河证券研究院整理

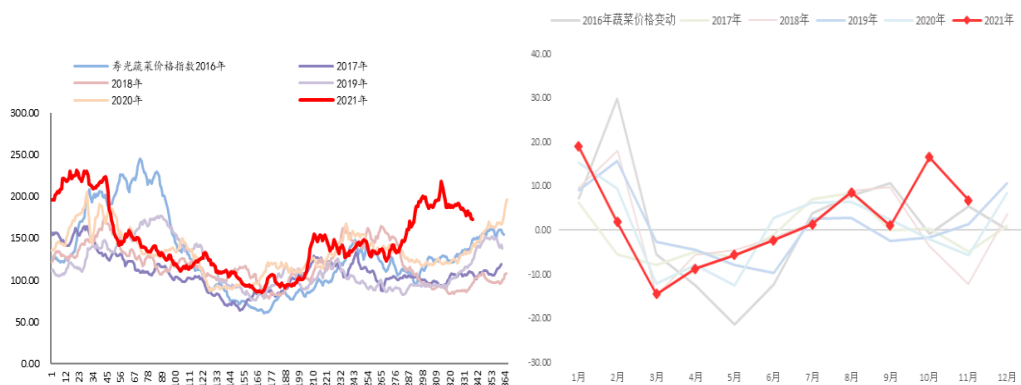
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

蔬菜价格受天气影响较大。11月上旬冷空气影响价格，大部分地区出现短时的降温、降雪天气，处于上市期的蔬菜出产量缩减，菜价上行。11月份北方便宜的白菜等陆续下市，蔬菜开始进入季节性上行期。疫情反复下人员和运输物流受阻，也拉动11月份蔬菜价格上行。今年双峰拉尼娜影响，气温较为不稳定，极端天气增多，蔬菜生产受到影响。11月份蔬菜价格继续上行，这种涨幅超历史水平，本年度春节蔬菜价格可能创出高点。

进入12月份冷空气活动频繁，降温、降雪天气时有发生，会对蔬菜生长、采摘、储存等环节不利。南方蔬菜的上市量及上市品种将会继续增加，市场供货暂时较为顺畅。同时12月份需求并未大幅放量，预计12月蔬菜价格可能震荡。

图 6: 蔬菜价格指数大幅波动 (%)

图 7: 月度蔬菜价格变动 (%)



资料来源：寿光蔬菜网，中国银河证券研究院整理 资料来源：统计局，中国银河证券研究院整理

三、通胀全年温和

11 月份 CPI 环比上行，主要是食品价格上行带动，非食品价格保持平稳。11 月份极端天气出现带动了蔬菜价格继续上行，猪肉恐慌性出栏结束，猪肉价格快速上行。但 11 月份受到能源价格平稳的影响，非食品价格保持不变。11 月份核心 CPI 环比下跌，同比回落，仍然处于较低的水平。

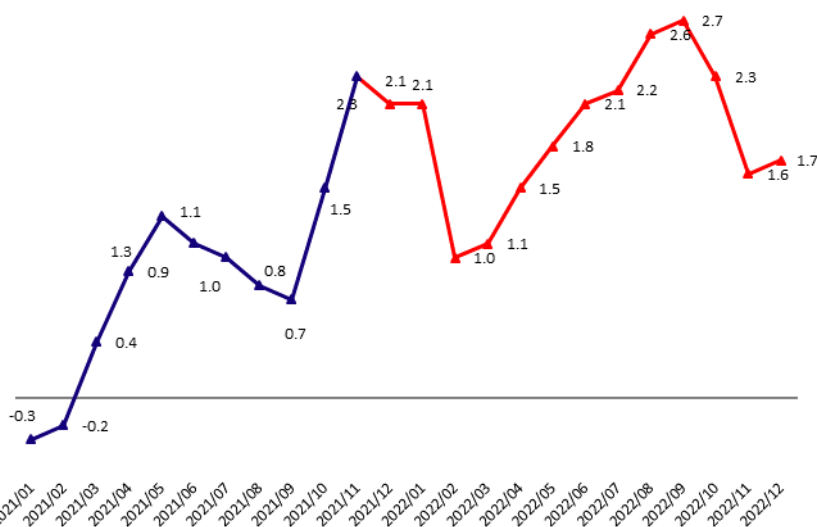
由于我国消费恢复速度较慢，同时人员工资增速缓慢，我国通胀仍然处于较低的水平。上中游原材料价格的上行以及人工成本的缓慢上行推动了 CPI 平稳上行，我国 CPI 水平会在 2022 年温和上行，但仍然不会引起货币政策变化。

工业品价格仍然处于，工业品价格向消费品传导仍然有困难，消费者很难接受价格上行。11 月份家用电器价格小幅回落，可能受到 11 月份打折的影响。11 月份开始上中游原材料价格大幅下行，但能耗双控和碳中和大目标不变，居民生活成本会被缓慢推高。最顺畅的房地产-房租链条变动不大，房地产价格暂时的稳定有助于稳定通胀水平。

我国未来经济面临的主要问题是有效需求不足，这是我国转型经济的主要问题。扩大有效需求需要解决分配的问题，也就是减少全社会贫富分化，这仍然需要时间。新经济带来的新需求也需要时间发酵，在我国有效需求未恢复之前，CPI 全面上行概率很小，预计在未来 2-3 年左右 CPI 可能低位运行。

2021 年 12 月份翘尾影响 1.6%，预计新涨价因素上行，CPI 同比增速约在 2.0% 左右。预计 4 季度可能在 2.0% 左右，全年 CPI 增速 1.0%，2022 年全年 CPI 增速 1.9%，2022 年 3-4 季度 CPI 突破 2%。

图 8： 2021-2022 年 CPI 预测 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

四、PPI 未来逐步回落

工业生产者价格 (PPI) 继续大幅上行, 生产资料价格继续走高。11 月份全国工业生产者出厂价格 (PPI) 同比 12.9%, 环比保持平稳。2021 年翘尾水平预计达到 8.2%, 上游能源上涨得到控制, PPI 开始回落。

11 月份 PPI 环比保持平稳, 黑色产业链商品出厂价格回落, 但原油和天然气价格处于高位, 其产业链相关产品价格继续走高: (1) 国际原油价格上行带动国内石油及相关产业价格上行; OPEC+ 仍然保持产量的小幅增加, 布伦特和 WTI 原油期货价格 11 月份分别下行 2.8% 和 2.2%; 由于价格传导稍显滞后, 石油开采业价格上涨 6.5%, 化学原料和化学制品制造业价格上涨 0.7%, 石油、煤炭及其他燃料加工业产品价格上行 1.7%, 燃气生产和供应上行 4.1; (2) 我国煤炭价格已经受到控制, 11 月份期货价格出现大幅回落, 但市场交易价格走低; 现阶段期货价格与实际交易价格略有脱节, 煤炭开采和洗选业价格下行 4.9%, 黑色金属采矿业下行 6.3%,

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_30952

