



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

日期：2021 年 12 月 10 日

分析师：胡月晓
Tel: 021-53686171
E-mail: huyuexiao@shzq.com
SAC 编号: S0870510120021

分析师：陈彦利
Tel: 021-53686170
E-mail: chenyanli@shzq.com
SAC 编号: S0870517070002

相关报告：

价格或临加速下降

——2021 年 11 月物价数据点评

■ 投资摘要

CPI 破 2，PPI 拐点来临

10 月 CPI 同比环比背离。工业消费品价格回落，猪肉价格止跌反弹，低基数带动 CPI 同比破 2。上月在能源、蔬菜的领涨下，CPI 环比上涨较多，但本月已有所回落。首先随着主要工业品价格的下跌，工业消费品价格回落。食品成为 CPI 涨价的主导因素，但结构有所不同。上月上涨较多的蔬菜随着供应的增加价格明显回落，但猪肉价格在国家开启第二轮收储后企稳，并连续回升。

PPI 同比环比双双回落，本月主要工业品价格有所下降。尤其是煤炭价格随着供应的增加明显下跌，相关能耗大户行业生产得以保障，价格回落。从大宗商品的运行趋势来看，拐点已临。值得关注的是，食品、纺织的等下游行业价格有所上涨。

通胀恶化忧虑下，实际传导有限

此前 PPI 的快速上涨，引发了市场对于 PPI 向 CPI 传导的担忧。市场上普遍存在对通胀前景继续恶化的忧虑——当前供给冲击下的产业链问题，已引发了不少通胀；当疫情平稳、应对模式成型时，经济重开带来的需求上涨，将直接导致高成本向下游传递，从而推高全社会物价水平。而本月 CPI 虽如预期上涨，却并非由于 PPI 的传导，而是农副产品回升的结果。而实际上，除猪肉外，主要食品价格环比已有所回落，而低基数则刺激了 CPI 的进一步上涨。我们认为，本轮上游价格上涨较难传导到下游终端消费品。上游成本提升要能推动下游涨价，只发生在经济扩张，经济低迷期需求较弱，传导有限。

PPI 下降趋势明确，物价正临拐点

目前高通胀的趋势不会延续，经济低迷时期防通缩是更主要的，2021 年的通胀主要在于工业品，工业品涨价受大宗商品金融属性的影响，在中国决定此轮工业品价格指数高位的关键商品是煤炭和钢铁，这两类商品上涨都不是需求上涨的结果——前者为集中度上升定价权提升、后者为供给临时冲击。未来 PPI 下降趋势比较明确。物价正临拐点，高基数效应+绝对价格下移，2022 或临逐渐加速的下降。随着价格约束的消除，未来的降息、降准仍然可期。

■ 风险提示

通胀持续上行；货币政策超预期改变；疫情反复。

目 录

事件：11 月 CPI、PPI 数据公布	3
事件解析：数据特征和变动原因	3
1.猪肉反弹，CPI 破 2	3
2. PPI 拐点来临	5
事件影响：对经济和市场	8
3.通胀恶化忧虑下，实际传导有限	8
4.市场波动上升	8
事件预测：趋势判断	8
5. PPI 下降趋势明确，物价正临拐点	8

图

图 1：CPI 同比、环比 (%)	4
图 2：食物价格分项同比 (%)	5
图 3：非食物分项同比 (%)	5
图 4：PPI 同比、环比 (%)	6
图 5：生产资料和生活资料价格指数 (%)	7
图 6：PPI 细项 (%)	7

事件：11 月 CPI、PPI 数据公布

国家统计局数据显示，2021 年 11 月份，全国居民消费价格同比上涨 2.3%。其中，城市上涨 2.4%，农村上涨 2.2%；食品价格上涨 1.6%，非食品价格上涨 2.5%；消费品价格上涨 2.9%，服务价格上涨 1.5%。1—11 月平均，全国居民消费价格比上年同期上涨 0.9%。

2021 年 11 月份，全国工业生产者出厂价格同比上涨 12.9%，环比持平；工业生产者购进价格同比上涨 17.4%，环比上涨 1.0%。1—11 月平均，工业生产者出厂价格比去年同期上涨 7.9%，工业生产者购进价格上涨 10.7%。

表 1：11 月 CPI、PPI 同比数据（%）

	实际值	上月值	去年同期
CPI 同比	2.3	1.5	-0.5
PPI 同比	12.9	13.5	-1.5

数据来源：wind，上海证券研究所

事件解析：数据特征和变动原因

1. 猪肉反弹，CPI 破 2

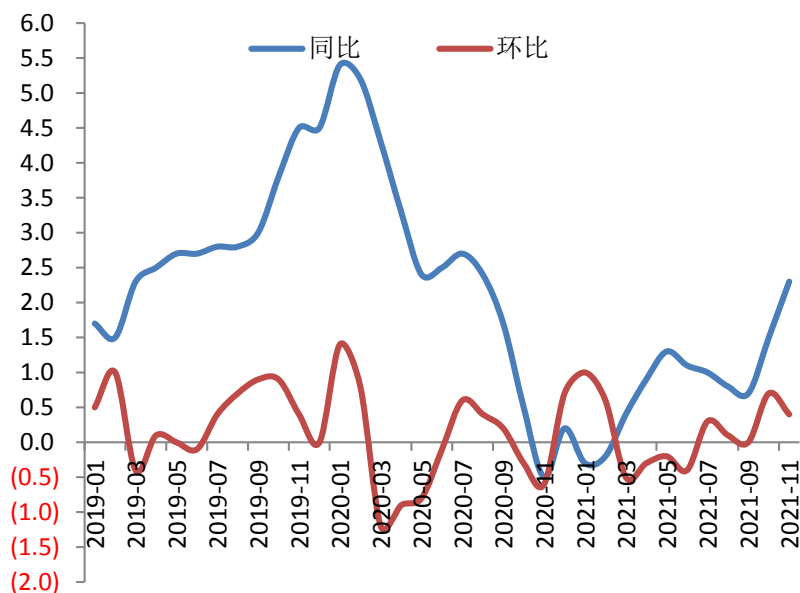
10 月 CPI 同比环比背离。工业消费品价格回落，猪肉价格止跌反弹，低基数带动 CPI 同比破 2。

10 月 CPI 环比上涨 0.4%，涨幅比上月回落 0.3 个百分点。上月在能源、蔬菜的领涨下，CPI 环比上涨较多，但本月已有所回落。首先随着主要工业品价格的下跌，工业消费品价格回落。而服务价格则受到疫情影响继续下跌。食品成为 CPI 涨价的主导因素，食品价格环比上涨 2.4%，涨幅比上月扩大 0.7 个百分点，影响 CPI 上涨约 0.43 个百分点。但结构有所不同。上月上涨较多的蔬菜随着供应的增加价格明显回落，再次印证了蔬菜价格上涨受天气等短期因素影响较大，并不具有可持续性。但猪肉价格在国家开启第二轮收储后企稳，并连续回升，成为本月 CPI 上涨的主因。

从同比看，CPI 上涨 2.3%，涨幅比上月扩大 0.8 个百分点。同比环比走势背离，或受到基数的影响。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。具体来看，食品价格同比由负转正，其中猪肉价格受基数影响，仍是负增，但降幅已大幅收窄；蔬菜价格同比涨幅扩大；非食品基本同比基本保持稳定。

扣除食品和能源价格的核心 CPI 同比上涨 1.2%，涨幅比上月回落 0.1 个百分点，说明其余商品或服务价格仍相对平稳。

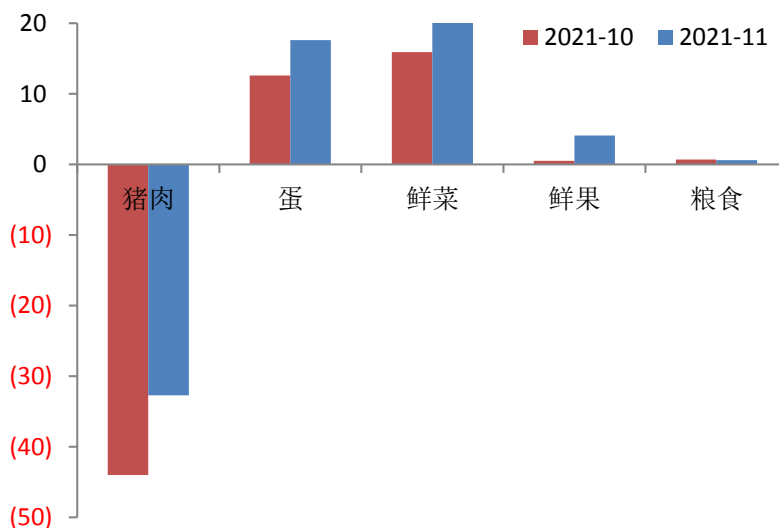
图 1：CPI 同比、环比(%)



数据来源：wind, 上海证券研究所

同比涨幅从各类商品及服务分类来看，猪肉同比将大幅收窄，其余主要食品如鸡蛋、鲜菜、鲜果等同比涨幅扩大。食品中，鲜菜价格上涨 30.6%，影响 CPI 上涨约 0.60 个百分点；蛋类价格上涨 17.6%，影响 CPI 上涨约 0.10 个百分点；水产品价格上涨 8.5%，影响 CPI 上涨约 0.15 个百分点；鲜果价格上涨 4.1%，影响 CPI 上涨约 0.07 个百分点；粮食价格上涨 1.5%，影响 CPI 上涨约 0.03 个百分点；畜肉类价格下降 19.7%，影响 CPI 下降约 0.81 个百分点，其中猪肉价格下降 32.7%，影响 CPI 下降约 0.68 个百分点。

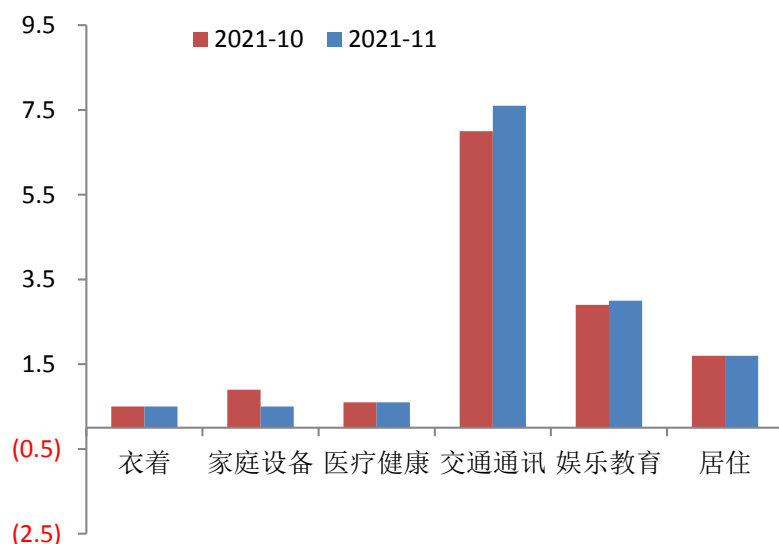
图 2：食物价格分项同比 (%)



数据来源：wind, 上海证券研究所

非食品中，交通通讯以及娱乐教育的同比涨幅扩大，其余均保持持平，或下降。工业消费品价格其中，交通通信、教育文化娱乐、居住价格分别上涨 7.0%、2.9%和 1.7%，生活用品及服务、医疗保健、衣着价格分别上涨 0.9%、0.6%和 0.5%；其他用品及服务价格下降 0.5%。工业消费品价格上涨 3.9%，涨幅扩大 0.1 个百分点，其中汽油和柴油价格分别上涨 36.7%和 40.6%，涨幅继续扩大。

图 3：非食物分项同比 (%)



数据来源：wind, 上海证券研究所

2. PPI 拐点来临

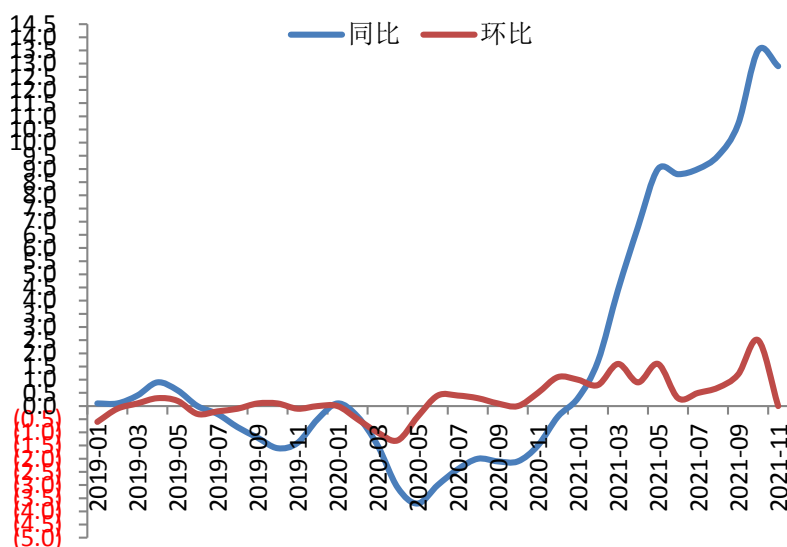
PPI 同比环比双双回落，本月主要工业品价格有所下降。尤其

是煤炭价格随着供应的增加明显下跌，相关能耗大户行业生产得以保障，价格回落。从大宗商品的运行趋势来看，拐点已临。

从环比看，PPI 由上月上涨 2.5% 转为持平，生产资料价格由正转负，生活资料价格反而涨幅扩大。前期主要涨价品种煤炭在多部门联动保供稳价的政策下明显下跌，相关行业价格均出现了明显回落。煤炭开采和洗选业价格由上涨 20.1% 转为下降 4.9%，煤炭加工价格由上涨 12.8% 转为下降 8.4%。而黑色、有色行业价格也有所下降；而上涨的行业主要有石化相关行业，主要由于国际原油价格的高位波动；而燃气和电力等行业由于需求的上升，价格仍有小幅上涨。

同比方面，PPI 上涨 12.9%，涨幅比上月回落 0.6 个百分点，生产资料价格今年连续上涨后终有所回落。煤炭供应的恢复导致相关的行业以及部门高能耗行业的生产恢复，价格回落。煤炭开采和洗选业上涨 88.8%，回落 14.9 个百分点；黑色金属冶炼和压延加工业上涨 31.0%，回落 8.9 个百分点；有色金属冶炼和压延加工业上涨 26.5%，回落 3.0 个百分点。价格上涨的行业主要有燃气、石油开发、纺织、食品等行业。值得关注的是，食品、纺织的等下游行业开始涨价。

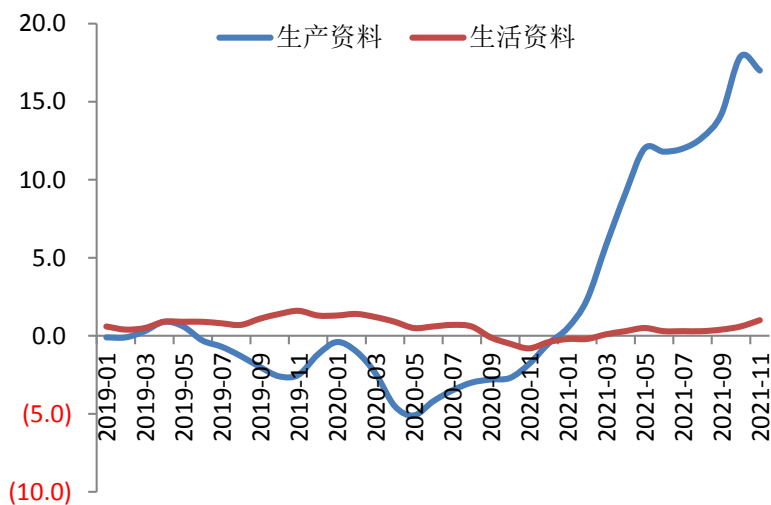
图 4: PPI 同比、环比 (%)



数据来源: wind, 上海证券研究所

考虑生产资料和生活资料的同比增速，生产资料价格上涨 17.0%，回落 0.9 个百分点，影响工业生产者出厂价格总水平上涨约 12.66 个百分点。生活资料价格上涨 1.0%，涨幅扩大 0.4 个百分点，影响工业生产者出厂价格总水平上涨约 0.26 个百分点。

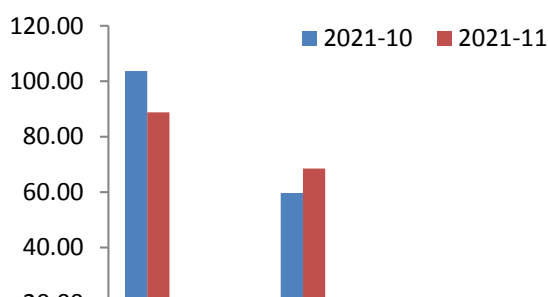
图 5：生产资料和生活资料价格指数（%）



数据来源：wind，上海证券研究所

而从生产资料端分行业来看，煤炭开采和洗选业价格同比上涨 88.8%，涨幅收窄 14.9 个百分点；黑色金属矿采选业上涨 17.2%，涨幅收窄 7.7 个百分点；石油和天然气开采业上涨 68.5%，涨幅扩大 8.8 个百分点；石油、煤炭及其他燃料加工业上涨 53.1%，涨幅扩大 0.1 个百分点；黑色金属冶炼和压延加工业上涨 31%，涨幅收窄 8.9 个百分点。

图 6：PPI 细项 (%)



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_30958

