

CPI 受食品项扰动上行，PPI 高位回落—— 2021 年 11 月通胀数据点评

2021 年 12 月 9 日

➤ 事件：

2021 年 10 月，CPI 同比+2.3%，环比为+0.4%，核心 CPI 同比+1.2%，环比-0.2%；PPI 同比+12.9%，环比为 0，PPIRM 同比+17.4%，环比+1.0%。

➤ 核心观点：

- 11 月 CPI 同比 2.3%，上行 0.8 个百分点，略低于市场预期。11 月 CPI 环比为 0.4%，明显高于近 5 年均值的-0.07%。猪肉价格的反弹、鲜菜、蛋类、鲜果的超季节性上行所推动的食品项价格超季节性上行，是 11 月 CPI 环比超季节性上行，同时同比上行速度进一步加快的主要原因。而 11 月核心 CPI 同比 1.2%，较上月-0.1PCTS，环比-0.2%，低于近 5 年均值的 0.02%，并未表现出超季节性上涨，说明排除食品和能源后，居民消费价格水平波动并不大。往后看：1，蔬菜、鲜果、蛋类等价格 10 月以来的上涨主要是受到连续强降雨、天气严寒等短期气候因素的扰动，后续继续上行，从而推动 CPI 连续冲高的概率较小。2，能繁母猪存栏率自 7 月到 10 月连续环比为负，本轮触底反弹的猪肉价格上行持续性较强。但目前价格相比去年底到今年初仍然较低，未来几个月从同比上看，猪肉价格仍是 CPI 同比上行的抑制因素。3，11 月因为疫情再爆发导致的需求放缓以及美国释放石油储备等因素，国际原油价格已经出现下行。后续交通工具用燃料对 CPI 的拉动力或逐步减弱。总体来看，11 月 CPI 较上月继续上行主要系以蔬菜、鲜果等价格上行的短期因素扰动，结合翘尾因素，预计未来几个月 CPI 不具备持续快速上行基础。结合翘尾因素和 12 月 CPI 历史均值环比，预计 12 月 CPI 同比为 1.9%左右，CPI 在明年上半年预计较为平稳。
- 11 月 PPI 同比+12.9%，较上月-0.6PCTS，环比为 0，较上月-2.5PCTS。11 月 PPIRM 同比+17.4%，较上月+0.3PCTS，环比+1.0%，较上月-1.6PCTS。总体来看，PPI 在上月冲顶后，进入逐步回落的趋势。保供稳价效果显著，有效促进了煤、钢等国内主导的大宗商品价格边际下行。分上中下游来看，同比方面，由于今年以来涨幅的累计作用，11 月 PPI 同比上行幅度由高到低呈现采掘工业>原材料加工业>加工工业的排列顺序，但环比来看，11 月采掘工业、原材料加工业和加工工业 PPI 分别为-2.1%（较 10 月-14.2PCTS）、+0.9%（较 10 月-3.5PCTS）和-0.3%（较 10 月-2.1PCTS），上游的价格下行速度高于中游和下游，预计普遍处在产业链下游的制造业成本压力有所减轻。往后看，随着保供稳价的持续发力，叠加基数效应的抬升，预计 PPI 上行动力继续减弱，PPI 高点大概率已过。结合翘尾因素，预计 12 月 PPI 为 11%左右，PPIRM 为 15%左右。
- 结合翘尾因素，明年上半年 CPI 大概率比较平稳，PPI 呈现逐步回落趋势，随着 PPI—CPI 剪刀差的收窄，利润分布将逐步向下游倾斜，对应消费板块可能迎来机会。

股市有风险入市须谨慎

1、食品项超季节性上涨致 CPI 同比走高，核心 CPI 表现平稳，后续持续上行概率低

11 月 CPI 同比 2.3%，上行 0.8 个百分点，略低于市场预期。分八大品类看，11 月交通和通信、教育文化和娱乐同比分别为+7.6%和+3.0%，对 CPI 同比的拉动力量较上月略微增强但较为有限。更重要的变量是 CPI 食品项：11 月，CPI 食品项同比+1.7%，较上月+2.6PCTS，自今年 6 月以来，对 CPI 总体的拉动力首次为正。在食品项内部，推动食品项同比较上月上的主要品类是鲜菜、畜肉中猪肉、蛋类和鲜果，11 月同比分别为+30.6%（较上月+14.7PCTS0）、-32.7%（较上月+11.3PCTS）、+17.6%（较上月+5PCTS）和+4.1%（较上月+3.6PCTS）。

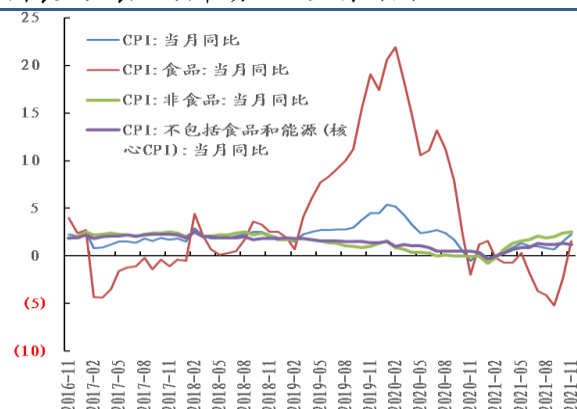
11 月 CPI 环比为 0.4%，明显高于近 5 年均值的-0.07%，主要系食品烟酒项和交通和通信项超季节性上行，二者 11 月环比分别为+1.6%（近 5 年均值-0.21%）和+0.3%（近 5 年均值-0.22%）。食品项中，主要是鲜菜、蛋类、鲜果超季节性上行，猪肉价格出现反弹。11 月鲜菜、蛋类和鲜果环比分别为+6.8%（近 5 年均值-1.53%）、+3.0%（近 5 年均值+0.35%）和+4.8%（近 5 年均值+0.82%），猪肉价格环比为 12.2%（近 5 年均值为+1.03%），这四类食品的价格上行也推动了食品项在 11 月对 CPI 总体的拉动力由 6 月到 10 月的负向转为正向。而交通通信项中，主要是交通工具用燃料 11 月环比+3.0%，超过近 5 年均值的+0.37%。11 月国际原油价格出现下行，但由于国内燃料价格调整的滞后，导致 11 月交通工具用燃料价格环比上行。

猪肉价格的反弹、鲜菜、蛋类、鲜果的超季节性上行所推动的食品项价格超季节性上行，是 11 月 CPI 环比超季节性上行，同时同比上行速度进一步加快的主要原因。而 11 月核心 CPI 同比 1.2%，较上月-0.1PCTS，环比-0.2%，低于近 5 年均值的 0.02%，并未表现出超季节性上涨，说明排除食品和能源后，居民消费价格水平波动并不大。

往后看：1，蔬菜、鲜果、蛋类等价格 10 月以来的上涨主要是受到连续强降雨、天气严寒等短期气候因素的扰动，考虑到这些食品的生产周期较短、产业链调整能力较强，预计随着天气的好转以及相关政策的发力，后续继续上行，从而推动 CPI 连续冲高的概率较小。2，能繁母猪存栏率自 7 月到 10 月连续环比为负，本轮触底反弹的猪肉价格上行持续性较强。但截至 12 月 8 日，猪肉平均批发价也仅为 24.5 元/公斤，而去年 12 月到今年 2 月的猪肉月平均批发价分别为 43.27 元/公斤、46.82 元/公斤和 43.22 元/公斤，意味着在未来几个月，从同比上看，猪肉价格仍是 CPI 同比上行的抑制因素。3，11 月因为疫情再爆发导致的需求放缓以及美国释放石油储备等因素，国际原油价格已经出现下行。后续交通工具用燃料对 CPI 的拉动力或逐步减弱。

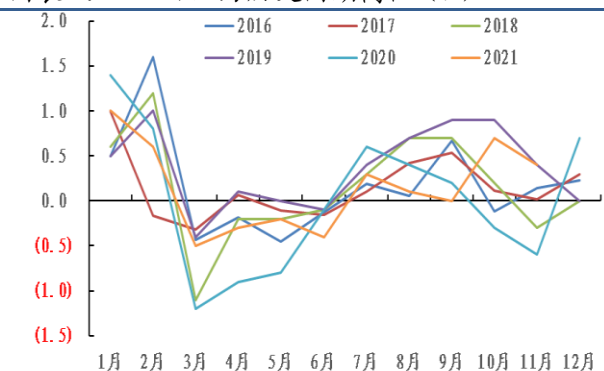
总体来看，11 月 CPI 较上月继续上行主要系以蔬菜、鲜果等价格上行的短期因素扰动，结合翘尾因素，预计未来几个月 CPI 不具备持续快速上行基础。结合翘尾因素和 12 月 CPI 历史均值环比，预计 12 月 CPI 同比为 1.9%左右，CPI 在明年上半年预计较为平稳。

图表 1: 食品项带动 CPI 上行 (%)



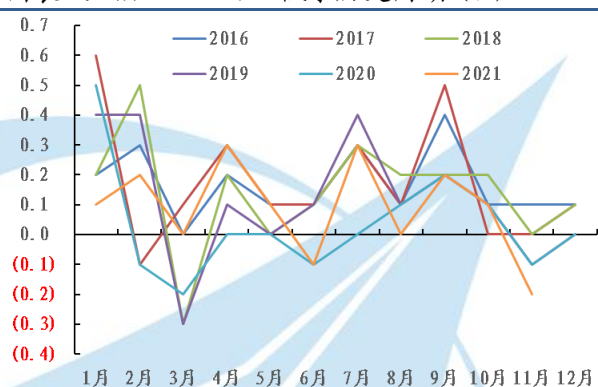
资料来源: wind, 中航证券研究所

图表 2: CPI 环比为历史同期高位 (%)



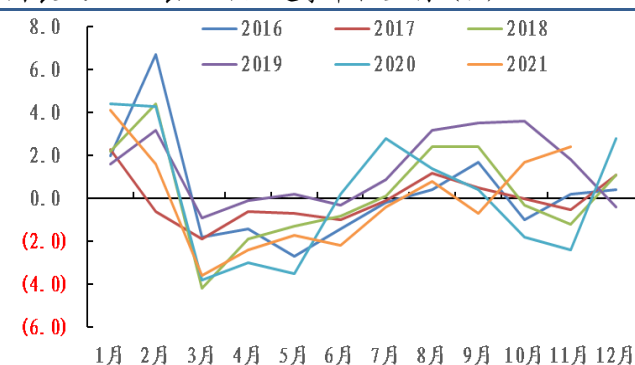
资料来源: wind, 中航证券研

图表 3: 核心 CPI 环比低于历史同期 (%)



资料来源: wind, 中航证券研究所

图表 4: CPI 食品环比超季节性上行 (%)



资料来源: wind, 中航证券研究所

图表 1: 分项目 CPI 同比和环比情况

	2021-11	2021-10	2021-09	2021-08	2021-07	2021-06	2021-05	2021-04	2021-03	2021-02	2021-01	2020-12	2020-11
CPI: 当月同比	2.30	1.50	0.70	0.80	1.00	1.10	1.30	0.90	0.40	-0.20	-0.30	0.20	-0.50
CPI: 食品烟酒: 当月同比	1.70	-0.90	-2.80	-2.00	-1.80	-0.40	0.80	0.10	0.10	0.30	1.40	1.40	-0.70
CPI: 衣着: 当月同比	0.50	0.50	0.50	0.50	0.40	0.40	0.40	0.20	0.10	-0.50	-0.20	-0.10	-0.30
CPI: 居住: 当月同比	1.70	1.70	1.30	1.10	1.10	0.90	0.70	0.40	0.20	-0.30	-0.40	-0.60	-0.60
CPI: 生活用品及服务: 当月同比	0.50	0.90	0.50	0.60	0.30	0.30	0.40	0.40	0.00	-0.20	0.00	0.00	0.00
CPI: 交通和通信: 当月同比	7.60	7.00	5.80	5.90	6.90	5.80	5.50	4.90	2.70	1.90	1.60	1.10	1.90
CPI: 教育文化和娱乐: 当月同比	3.00	2.90	3.20	3.00	2.70	1.50	1.50	1.30	0.40	0.60	0.00	0.90	1.00
CPI: 医疗保健: 当月同比	0.60	0.60	0.40	0.40	0.40	0.30	0.20	0.10	0.20	0.30	0.40	1.30	1.50
CPI: 其他用品和服务: 当月同比	-0.60	-0.50	-2.80	-3.90	-1.30	-0.90	-0.90	-1.30	-1.50	-0.80	-0.90	2.20	2.50
CPI: 环比	0.40	0.70	0.00	0.10	0.30	-0.40	-0.20	-0.30	-0.50	0.60	1.00	0.70	-0.60
CPI: 食品烟酒: 环比	1.60	1.20	-0.40	0.50	-0.20	-1.40	-1.00	-1.50	-2.40	1.20	2.80	2.00	-1.60
CPI: 衣着: 环比	0.30	0.30	0.30	-0.10	-0.40	-0.20	0.30	0.00	0.40	-0.50	-0.40	0.00	0.30
CPI: 居住: 环比	0.00	0.40	0.20	0.10	0.20	0.10	0.10	0.10	0.20	0.10	0.10	0.10	0.00
CPI: 生活用品及服务: 环比	-0.40	0.30	-0.10	0.10	0.40	-0.20	-0.10	0.30	-0.10	0.10	0.20	0.10	0.00
CPI: 交通和通信: 环比	0.30	1.00	-0.20	-0.60	1.50	0.10	0.40	0.40	1.30	1.10	0.90	0.90	-0.30
CPI: 教育文化和娱乐: 环比	-0.50	0.20	0.70	0.00	1.00	-0.20	0.30	0.70	-0.40	0.80	0.40	-0.10	-0.80
CPI: 医疗保健: 环比	0.00	0.20	0.00	0.00	0.10	0.00	0.00	0.10	0.00	0.00	0.10	0.00	0.00
CPI: 其他用品和服务: 环比	-0.50	0.10	0.30	-0.90	0.20	0.10	0.60	0.40	-0.80	-0.30	0.50	-0.40	-0.60

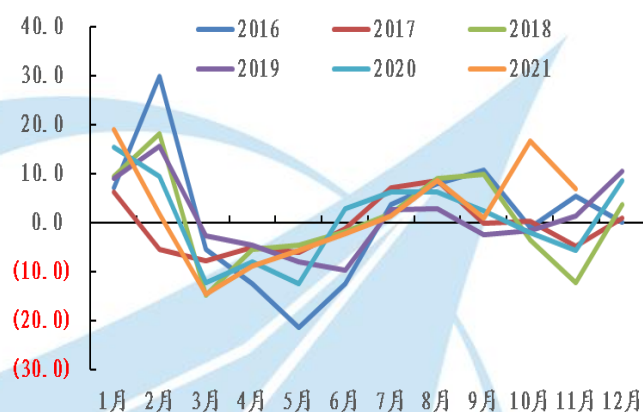
资料来源: wind, 中航证券研究所

图表 6: CPI 分项目季节性比较

	2021-11	2020-11	2019-11	2018-11	2017-11	2016-11	近五年均值
CPI: 环比	0.40	-0.60	0.40	-0.30	0.01	0.14	-0.07
CPI: 食品烟酒: 环比	1.60	-1.60	1.50	-0.80	-0.30	0.17	-0.21
CPI: 衣着: 环比	0.30	0.30	0.30	0.50	0.52	0.59	0.44
CPI: 居住: 环比	0.00	0.00	0.00	0.00	0.20	0.23	0.09
CPI: 生活用品及服务: 环比	-0.40	0.00	-0.10	0.10	0.09	0.03	0.02
CPI: 交通和通信: 环比	0.30	-0.30	-0.30	-1.00	0.50	0.01	-0.22
CPI: 教育文化和娱乐: 环比	-0.50	-0.80	-0.70	-0.60	-0.54	-0.33	-0.59
CPI: 医疗保健: 环比	0.00	0.00	0.10	0.20	0.18	0.41	0.18
CPI: 其他用品和服务: 环比	-0.50	-0.60	-0.80	0.20	-0.04	0.01	-0.24

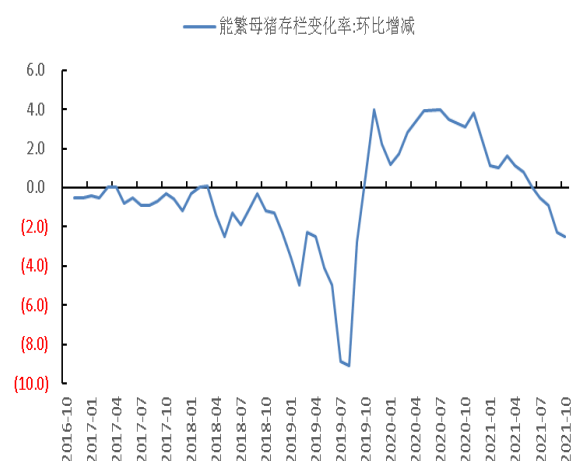
资料来源: wind, 中航证券研究所

图表 7: 鲜菜价格环比超季节性上行 (%)



资料来源: wind, 中航证券研究所

图表 8: 能繁母猪存栏变化率连续两个月环比为负 (%)



资料来源: wind, 中航证券研究所

2、PPI 涨幅如期回落

11 月 PPI 同比+12.9%，较上月-0.6PCTS，环比为 0，较上月-2.5PCTS。11 月 PPIRM 同比+17.4%，较上月+0.3PCTS，环比+1.0%，较上月-1.6PCTS。

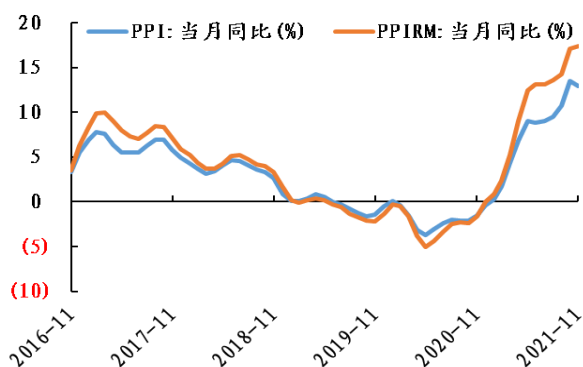
总体来看，PPI 在上月冲顶后，进入逐步回落的趋势。保供稳价效果显著，有效促进了煤、钢等国内主导的大宗商品价格边际下行。煤炭方面，多部门联动遏制煤炭价格非理性上涨，煤炭产量和市场供应量持续增加，1/3 焦煤、二级冶金焦等 11 月以来价格下行明显，煤炭开采和洗选业价格环比由上月的上涨 20.1%转为下降 4.9%，煤炭加工价格环比由上月的上涨 12.8%转为下降 8.4%。金属行业保供稳价效果显现，螺纹钢、线材等钢铁产品 11 月以来价格普遍下降，黑色金属冶炼和压延加工业价格环比由上涨 3.5%转为下降 4.8%。此外，新一轮疫情蔓延下需求的减弱叠加美国释放石油储备等举措，国际原油价格 11 月出现高位震荡下行。

分上中下游来看，同比方面，由于今年以来涨幅的累计作用，11 月 PPI 同比上行幅度由高到低呈现采掘工业>原材料加工业>加工工业的排列顺序，但环比来看，11 月采掘工业、原材料加工业和加工工业 PPI

分别为-2.1%（较10月-14.2PCTS）、+0.9%（较10月-3.5PCTS）和-0.3%（较10月-2.1PCTS），上游的价格下行速度高于中游和下游，预计普遍处在产业链下游的制造业成本压力有所减轻。

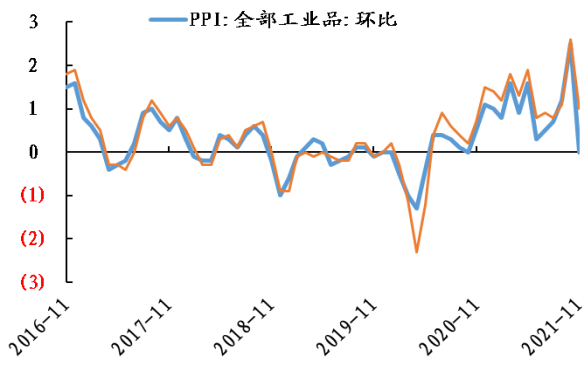
往后看，随着保供稳价的持续发力，叠加基数效应的抬升，预计PPI上行动力继续减弱，PPI高点大概率已过。结合翘尾因素，预计12月PPI为11%左右，PPIRM为15%左右。

图表 9: PPI 和 PPIRM 同比涨幅回落



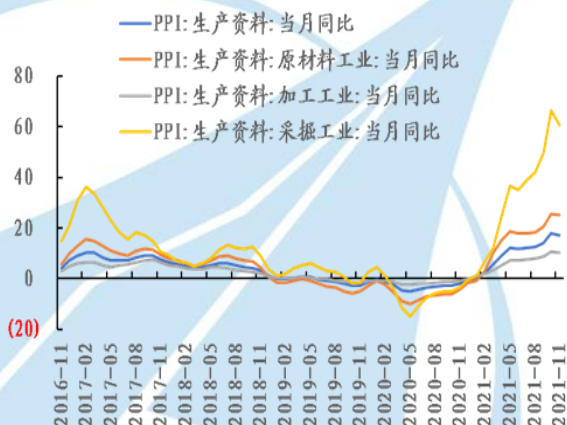
资料来源: wind, 中航证券研究所

图表 10: PPI 和 PPIRM 环比涨幅明显回落



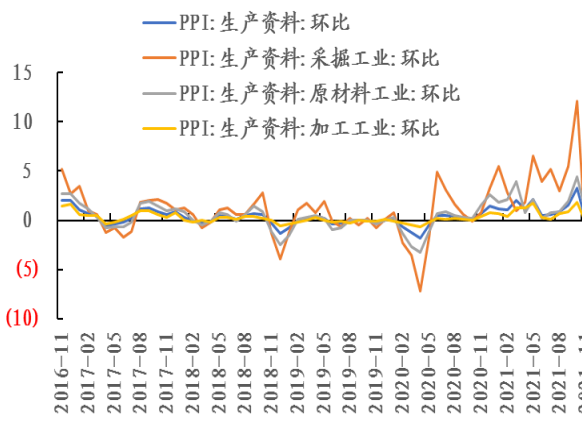
资料来源: wind, 中航证券研究所

图表 11: 上游工业出厂价格同比涨幅继续高于下游



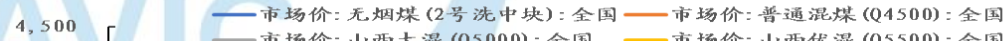
资料来源: wind, 中航证券研究所

图表 12: 上游工业出厂价格环比明显下行



资料来源: wind, 中航证券研究所

图表 13: 煤炭价格总体已下行 (元/吨)



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_30979

