



PPI 高位回落 CPI 同比破 2

——11 月通胀数据点评

2021 年 12 月 09 日

投资摘要:

11 月, PPI 同比上涨 12.9%, 小幅回落, 环比增长为 0, 同比环比均低于前值。反映了国内保供使得高能耗黑色工业品价格有所缓释。受基数效应, 猪肉及鲜菜价格上涨影响, 11 月 CPI 同比上涨至 2.3%。分项上来看, 非食品项继续上拉但幅度趋缓, 消费旺季背景下食品项由拖累转向上拉 CPI。

• 11 月, PPI 同比上涨 12.9%, 小幅回落, 环比增长为 0, 同比环比均低于前值。反映了国内保供使得高能耗黑色工业品价格有所缓释。分项上看, 煤炭及相关产品, 黑色金属等生产资料价格回落带动 PPI 同比高位回落, 数据上 PPI-采掘工业回落明显。

• 受基数效应, 猪肉及鲜菜价格上涨影响, 11 月 CPI 同比上涨至 2.3%。分项上来看, 非食品项继续上拉但幅度趋缓, 消费旺季背景下食品项由拖累转向上拉 CPI。CPI 食品项同比增长 1.6% (前值-2.4%), 而 CPI 非食品项同比增长 2.5% (前值 2.4%), 食品项由拖累转向上拉是本次 CPI 同比继续增长的主要原因。生产端工业品价格高位回落对传导至生活端的涨价压力有所缓释。CPI 非食品项环比持平, 供给端, 原油等工业品价格上升动能趋缓, 需求端, 节后疫情又添扰动, 住宿服务等消费减少。其中交通和通信仍在高位 (11 月同比 7.6%, 前值 7.0%)、居住、教育文化较前期持平。

• 往后看, 工业生产端供给约束小幅缓解, 但需求仍旺, PPI 回落幅度有限, 预计 Q4 PPI 同比大概率仍维持在 9% 以上区间。需求仍旺, 需求端将面临冬季供暖、电价市场化改革。供给端约束在煤炭产能小幅释放叠加长协价格稳定下小幅缓解, 但仍受能耗双控限制。预计 Q4 PPI 同比大概率仍维持在 9% 以上区间。数据上 PPI 又创新高也反映了国内能耗双控下黑色相关工业品的供求紧平衡及国际油价扰动未从根本上得到缓解。

• CPI 全年中枢或在 1.5% 以内, PPI 逐步传导至 CPI 非食品项, 传导幅度有限。边际上蔬菜价格大幅上涨是短期因素且已得到较好缓解, CPI 食品项中猪肉价格仍处在下降周期未到上行周期初的磨底过程中, 年内或止跌但难有大幅回升。

• 11 月 PPI 与 CPI 剪刀差为 12.9% (前值 13.5%) 较前值有所回落, 但处于最近 10 年峰值, 往后看, 大幅收敛的概率持续上升, 则大众消费品风险收益比优于工业品。相比工业品, 大众消费品可能亏时间但胜率、盈亏比均不低。

风险提示: 预期外宏观经济变化、需求回暖强度、二次疫情爆发及疫苗进度等。

2021 年中国主要经济指标预测

指标	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E
实际 GDP	6.90	6.70	6.10	1.60	9.00
名义固定资产投资	7.20	5.90	5.40	2.90	6.50
名义社会零售总额	9.40	8.16	8.00	-3.5	13.00
CPI	1.56	2.10	2.90	2.50	1.20
PPI	6.31	3.54	-0.32	-1.50	1.50
顺差对 GDP 贡献度	0.6	-0.60	0.70	0.25	0.10
利率 (1 年期存款)	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
汇率	6.59	6.89	7.01	6.50	6.20

资料来源: Wind, 申港证券研究所

曹旭特 分析师

SAC 执业证书编号: S1660519040001

刘雅坤 研究助理

SAC 执业证书编号: S1660120080015

liuyakun@shgsec.com

GDP 及三个产业季度累计增幅



资料来源: Wind, 申港证券研究所

- 1、《信用扩张前会有什么异动么: ——复盘宽信用周期之二》2021-11-17
- 2、《投资端下行压力明显: 10 月经济数据点评》2021-11-16
- 3、《社融止跌 结构小幅修复: 10 月金融数据点评》2021-11-10
- 4、《PPI 同比环比再创新高 PPI 与 CPI 剪刀差已处峰值: 10 月通胀数据点评》2021-11-10
- 5、《投资端压力初现: 9 月经济数据点评》2021-10-18

内容目录

1. 保供稳价背景下 PPI 高位回落 CPI 同比破 2	3
1.1 保供稳价背景下 PPI 高位回落.....	3
1.2 CPI 食品转为上拉 猪肉价格转为上涨.....	3

图表目录

图 1： 生产资料上涨带动仍继续上拉 PPI	3
图 2： CPI 食品下拉幅度收缩	4
图 3： CPI 居住、教育文化同比走缓	4
图 4： PPI 与 CPI 剪刀差处于最近 10 年峰值	5

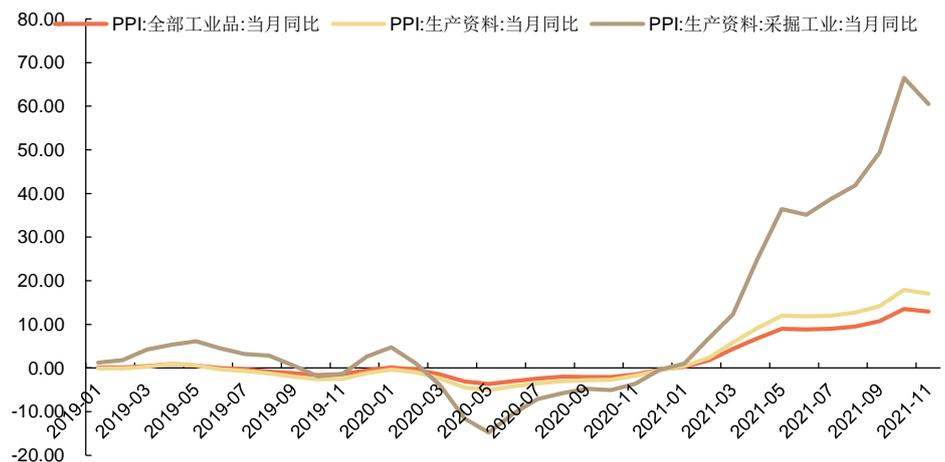
1. 保供稳价背景下 PPI 高位回落 CPI 同比破 2

1.1 保供稳价背景下 PPI 高位回落

11 月，PPI 同比上涨 12.9%，小幅回落，环比增长为 0，同比环比均低于前值。反映了国内保供使得高能耗黑色工业品价格有所缓释。分项上看，煤炭及相关产品，黑色金属等生产资料价格回落带动 PPI 同比高位回落，数据上 PPI-采掘工业回落明显。

- ◆ 2021 年 11 月，我国 PPI 同比增长为 12.9%，高位回落，环比增长为 0（前值 2.5%），同比和环比增速均低于前值。其中，生产资料同比上升 17.0%（前值为 17.9%），涨幅小幅回落 0.9 个百分点。PPI-采掘工业同比 60.5%，（前值为 66.5%）。
- ◆ PPI 高位回落的主因是保供稳价背景下煤炭等高能耗黑色工业品价格有所缓释。煤炭开采和洗选业、石油和天然气开采业、石油、煤炭及其他燃料加工业、黑色金属冶炼及压延加工业环比均由前值的两位数转负。

图1：生产资料带动 PPI 小幅回落



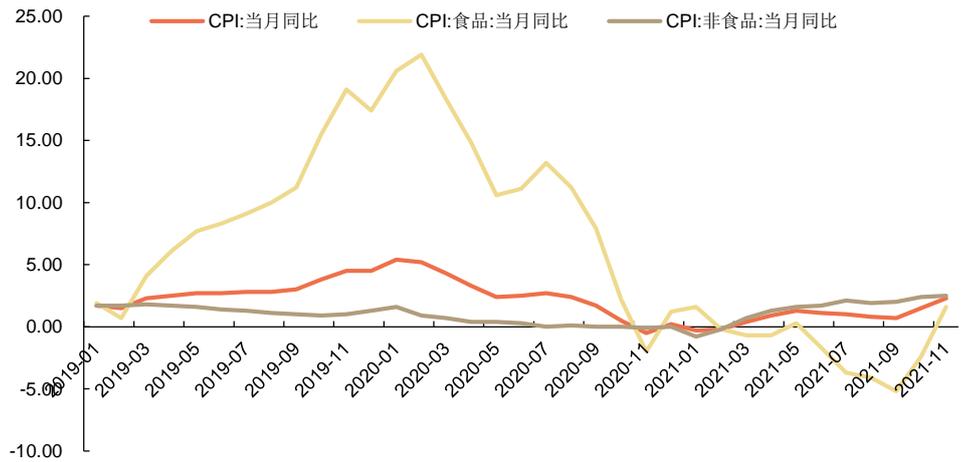
资料来源：Wind，申港证券研究所

1.2 CPI 食品转为上拉 猪肉价格转为上涨

受基数效应，猪肉及鲜菜价格上涨影响，11 月 CPI 同比上涨至 2.3%。分项上来看，非食品项继续上拉但幅度趋缓，消费旺季背景下食品项由拖累转向上拉 CPI。CPI 食品项同比增长 1.6%（前值-2.4%），而 CPI 非食品项同比增长 2.5%（前值 2.4%），食品项由拖累转向上拉是本次 CPI 同比继续增长的主要原因。生产端工业品价格高位回落后对传导至生活端的涨价压力有所缓释。CPI 非食品项环比持平，供给端，原油等工业品价格上升动能趋缓，需求端，节后疫情又添扰动，住宿服务等消费减少。其中交通和通信仍在高位（11 月同比 7.6%，前值 7.0%）、居住、教育文化较前期持平。

- ◆ 2021 年 11 月，我国 CPI 同比增长为 2.3%，前值为 1.5%。CPI 食品项同比增长 1.6%，环比增长 4 个百分点，而 CPI 非食品项同比增长 2.4%，涨幅扩大 0.4 个百分点，食品项上涨是本次 CPI 同比增长的主要原因。

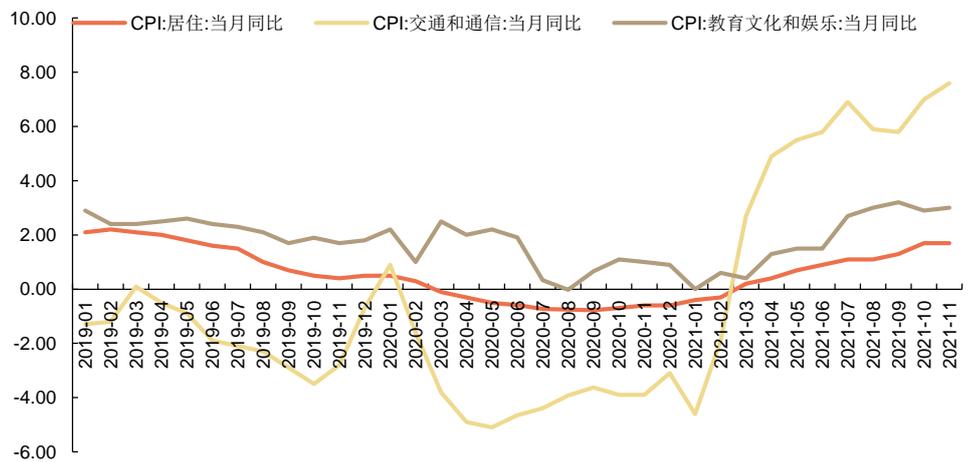
图2: CPI 食品下拉幅度收缩



资料来源: Wind, 申港证券研究所

- ◆ **CPI 食品项中, 猪肉价格环比跃升, 鲜菜环比仍增但幅度有所回落。**本月猪肉的价格环比上升 12.2%, (前值-2%)。因为部分地区强降雨等极端天气的影响, 鲜菜同比增长由负转正, 从上月的-2.5%转 15.9%, 多地保障“菜篮子”供应下, 鲜菜价格环比较上期有所回落, 11 月环比上涨 6.8% (前值 16.6%)。
- ◆ **CPI 非食品项环比持平, 供给端, 原油等工业品价格高位回落, 需求端, 节后疫情又添扰动, 住宿服务等消费减少。**其中交通和通信仍在高位(11 月同比 7.6%, 前值 7.0%)、居住 11 月同比 1.7%, (前值 1.7%)、教育文化 11 月同比 3.0%, (前值 2.9%) 较前期持平。反映了生产端高位回落后对传导至生活端的涨价压力有所缓释。

图3: CPI 居住、教育文化同比走缓



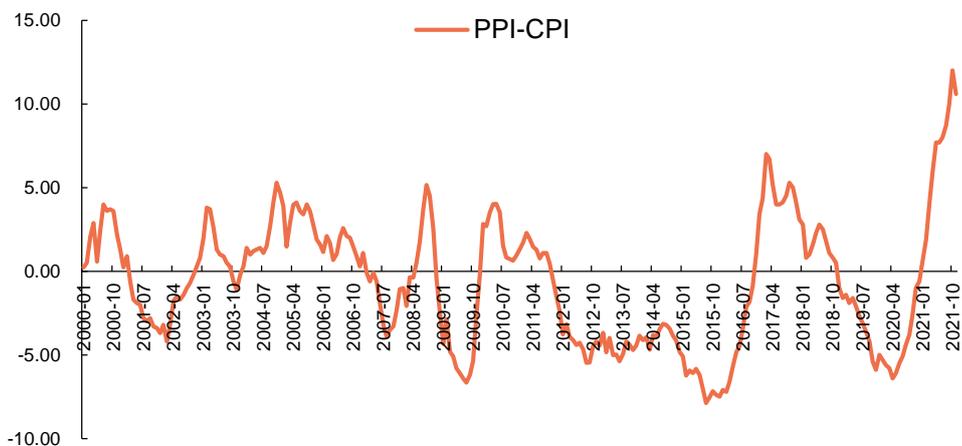
资料来源: Wind, 申港证券研究所

往后看, 工业生产端供给约束小幅缓解, 但需求仍旺, **PPI 回落幅度有限, 预计 Q4 PPI 同比大概率仍维持在 9% 以上区间。**需求仍旺, 需求端将面临冬季供暖、电价市场化改革。供给端约束在煤炭产能小幅释放叠加长协价格稳定下小幅缓解, 但仍受能耗双控限制。预计 Q4 PPI 同比大概率仍维持在 9% 以上区间。数据上 PPI 又创新高也反映了国内能耗双控下黑色相关工业品的供求紧平衡及国际油价扰动未从根本上得到缓解。

CPI 全年中枢或在 2%以内，PPI 逐步传导至 CPI 非食品项，传导幅度有限。边际上蔬菜价格大幅上涨是短期因素且已得到较好缓解，CPI 食品项中猪肉价格仍处在下降周期末到上行周期初的磨底过程中，年内止跌但大概率稳定难有超预期回升。本轮“猪周期”从 2018 年 6 月开始生猪产能锐减，到 2021 我国生猪产能恢复到正常水平，供应充足，在政策引导下养殖企业加大落后产能母猪淘汰力度，当前二元母猪和仔猪的价格明显回落，数量下降。后续猪肉价格或止跌开始小幅回升但幅度有限。

11 月 PPI 与 CPI 剪刀差为 12.9%（前值 13.5%）较前值有所回落，但处于最近 10 年峰值，往后看，大幅收敛的概率持续上升，则大众消费品风险收益比优于工业品。

图4: PPI 与 CPI 剪刀差处于最近 10 年峰值



资料来源: Wind, 申港证券研究所

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_31086



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>