



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

日期：2021 年 12 月 16 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：

11 月美国供需两端价格双双走高

——2021 年 11 月美国 PPI 数据点评

■ 主要观点

通胀高企，短期因素主导

11 月，PPI 走势高企，非系统性的生产疲弱与供应短缺，三季度以来，工业生产能力改善、就业增加、制造业景气度持续上升，经济复苏虽受疫情扰动，但依然在进行中。从拉动 PPI 上涨的分项数据来看，能源项的过快上涨拉动 PPI 增速上升，服务项的涨势远远落后于商品项涨势。主要是经济复苏阶段叠加疫情因素影响，冬季能源需求旺盛，部分行业供给瓶颈的约束，能源与运输端价格上涨显著，拉动整体 PPI 价格上涨。

CPI、PPI 双双高涨，美联储加息预期进一步巩固

生产端与供给端价格双双高涨，进一步巩固了美联储货币政策进一步紧缩的预期。但是，通胀也非美联储货币政策转向单一决定因素，目前，美联储政策突变与否关键要看通胀的持续；若是经济复苏徘徊，那美联储政策转向将不得不考虑复苏与就业，特别是疫情反复，供应链瓶颈难题远非货币政策可为。历史上的联储收缩货币未必与高通胀一一对应，特别是经济增长徘徊，高估通胀水平风险或促使美联储在通胀面前保持耐心。

通胀峰值或临

考虑节日因素，预计下月 PPI 将持续走高，短期冬季疫情扰动、能源需求增加都使得短期内通胀水平持续压力。但是随着美国经济复苏的强劲劲头不再，平缓阶段开启，未来通胀水平持续的需求基础减弱；2022 年初能源缺口压力改善或能相对改善。

■ 风险提示

通胀过快上行；疫情反复。

目 录

事件：美国 11 月 PPI 数据情况	3
事件解析：数据特征和变动原因	3
1. 11 月 PPI 新高，供应链瓶颈主推	3
2. 生产端景气，价格上涨或是短期	5
3. 供给端价格涨幅远高于需求端	5
4. 商品生产价格指数远高于服务生产价格指数	6
5. 能源生产指数上涨幅度显著	7
事件影响：对经济和市场	7
6. CPI、PPI 双双高涨，美联储加息预期进一步巩固	7
7. 资本市场波动	8
事件预测：趋势判断	8
8. 通胀峰值或临	8

图

图 1 11 月美国 PPI 上行趋势（单位：%）	4
图 2 11 月份美国 PPI 分项（同比：%）	4
图 3 11 月美国生产端 价格指数	5
图 4 11 月美国供给端与需求端价格指数	5
图 5 最终需求中商品生产价格指数增速显著快于服务生产价格指数	6
图 6 能源生产价格指数增速相对显著	7

事件：美国 11 月 PPI 数据情况

根据美国劳工局发布数据，11 月，美国 PPI 创下新高，最终需求同比增加 9.7，环比增加 0.8，两年平均增加 5.2，前值 0.9。11 月核心 PPI 同比增加 9.4；环比增加 0.8；两年平均增加 5.2，前值 0.9。

事件解析：数据特征和变动原因

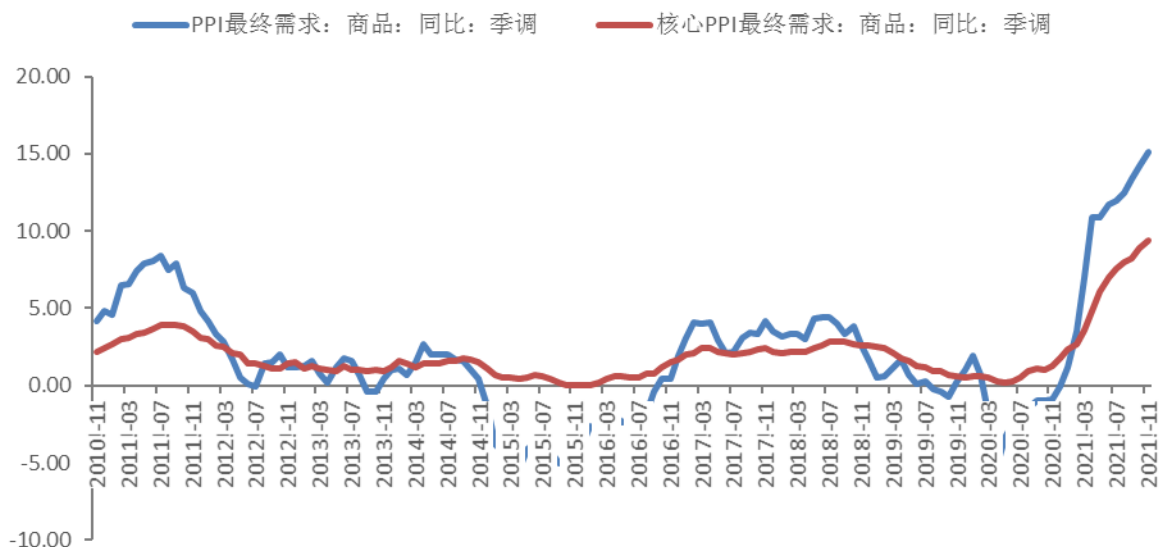
1. 11 月 PPI 新高，供应链瓶颈主推

11 月份，自 4 月份以来不断上涨的 PPI 指数达到新高度，同比增加 9.7，环比增加 0.8；剔除能源与食品项，核心 PPI 涨势削弱，但增速依然显著快于疫情前正常年份，或也因上游原材料涨价产生普遍的扩散效应。本月通胀水平的高企是疫情反复，叠加供应链瓶颈、大宗商品涨价，二季度以来一直未得到明显改善，通胀压力累积。

第三季度，美国经济生产复苏持续，11 月美联储官员一致认为经济复苏表现强劲，但总体上显然仍未完全复苏。工业生产能力在改善，但是受到疫情扰动，波动前进。都在复苏阶段，同时未完全恢复；就业方面，今年一季度就业迅速恢复，夏季疫情扰动，就业有所回落，在次高位运行，增速趋缓；11 月制造业景气指数持续上升。持续数月的港口拥堵、能源供应问题虽有缓解，但仍未得到明显改善，供给瓶颈难题持续。综合来看，经济复苏阶段持续，复苏基础受到疫情与供应扰动，稍显脆弱，本轮 PPI 增长不是系统性的经济疲软、供应不足，而是局部供应难题累积。

11 月开始的美联储缩债计划以及由此引发的加息预期并没有对 CPI、PPI 上行施加压力，实际上，11 月美联储的资产仍然在扩张。

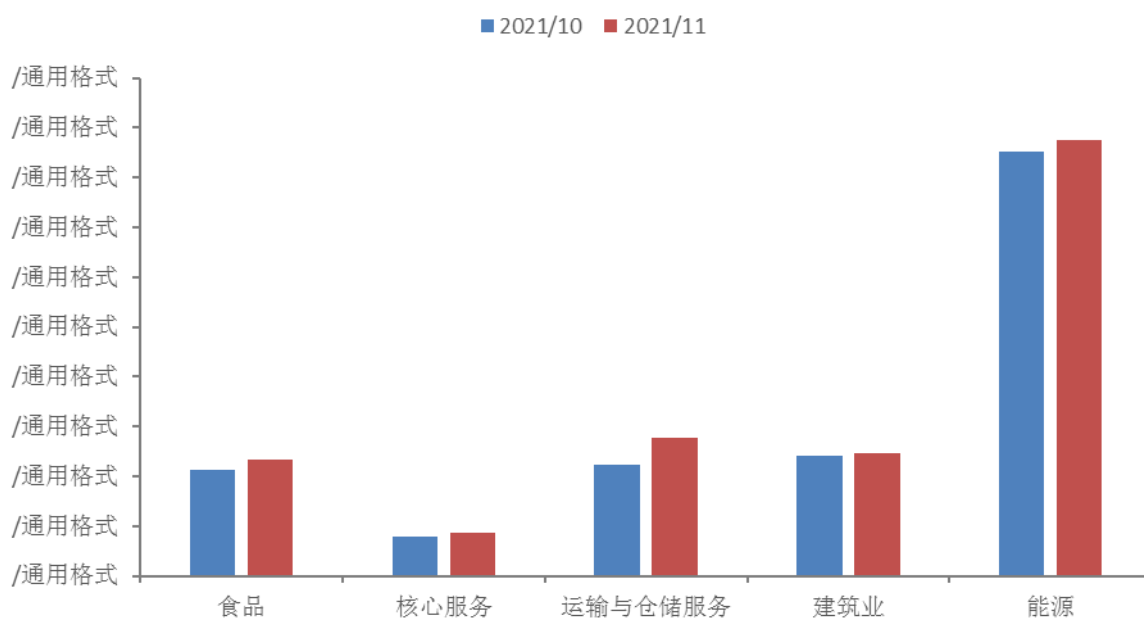
图 1 11 月美国 PPI 上行趋势 (单位: %)



数据来源: Wind, 上海证券研究所

分项来看, 与 11 月 CPI 动向一致, PPI 增长分项中, 能源、运输、建筑与食品是涨幅较大, 表明本轮 PPI 上涨的动力是复合性的, 既有经济复苏、政策刺激以及节日消费拉动的需求高涨, 也有供应链瓶颈导致的能源等原材料价格的上涨, 但主要是供应链瓶颈约束, 能源、运输分项的价格上涨速度显著。

图 2 11 月份美国 PPI 分项 (同比: %)



数据来源: Wind, 上海证券研究所

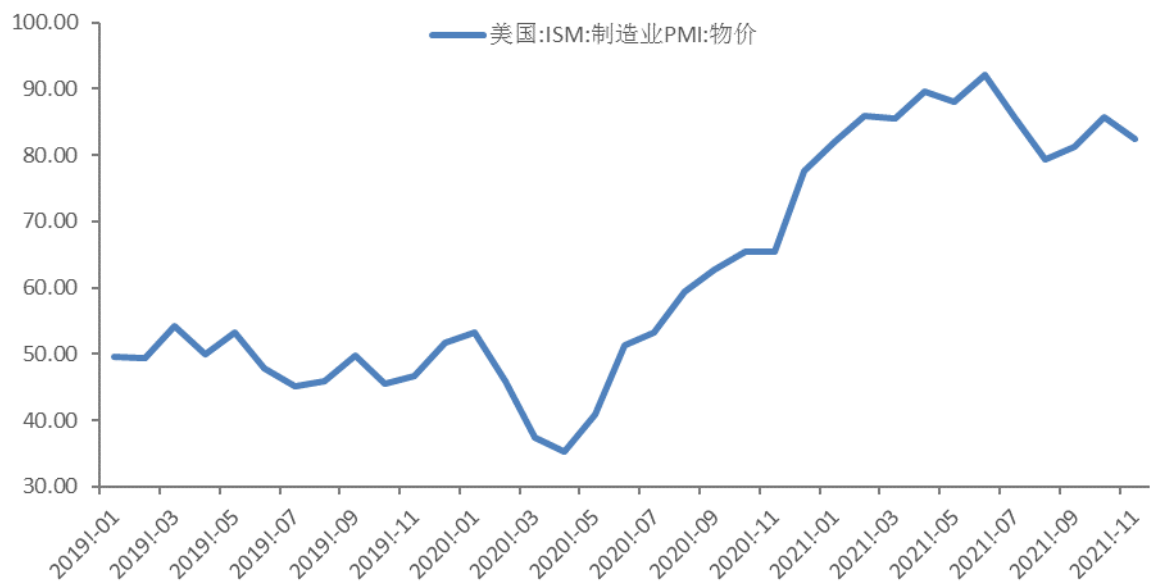
2. 生产端景气，价格上涨或是短期

11 月份，美国制造业景气指数上升，制造业内需景气，11 月由于年末节日消费需求开始旺盛，进口以及新订单指标均表现较好。美国就业能力持续增加，复苏基础持续强劲，就业景气指数上升

11 月份，制造业生产指数持续高位，由于经济复苏形势延续，加上节日需求增加，生产指数有小幅提升。

由于疫情影响以及供应链瓶颈，今年以来原材料供不应求，加上库存水平增长有限，价格持续上升。尽管 11 月，可能由于美国释放原油储备，OPEC 增加原油供应，制造业价格指数有所回落，但是仍然在高位运行。在全球供应链瓶颈持续情形下，制造业价格指数下降态势基础不稳。上游制造业物价指数高位，下游 CPI 走势上扬压力增强。

图 3 11 月美国生产端 价格指数

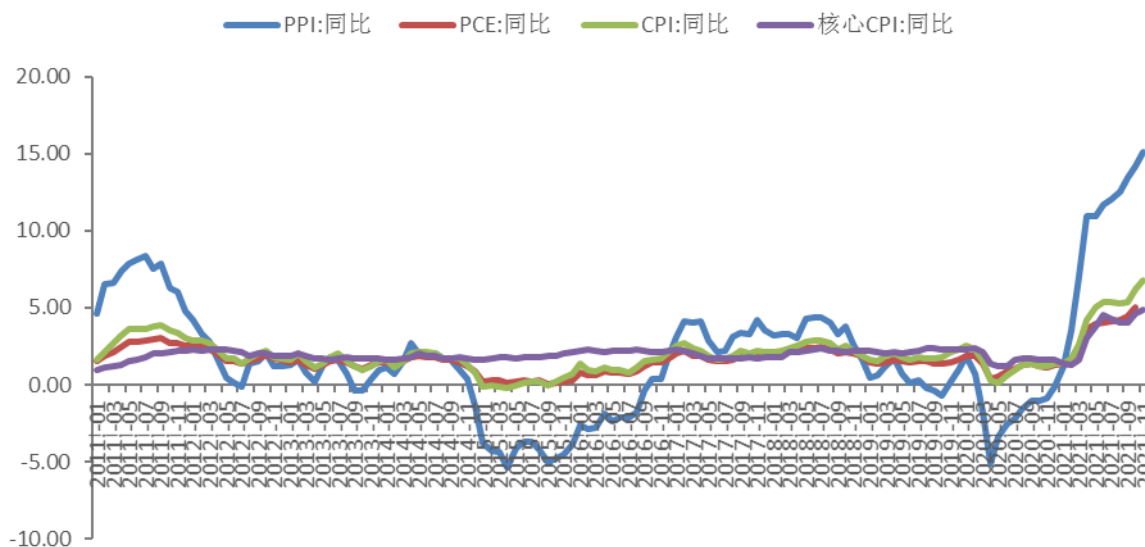


数据来源: Wind, 上海证券研究所

3. 供给端价格涨幅远高于需求端

从供给端与需求端价格增长特征来看，PPI 涨势自今年 1 月初与 CPI 涨势出现分化，并以较快速度增长；夏季疫情扰动，需求端价格上涨趋缓，供应端增速仍强。11 月，受到节日因素影响，需求增势变陡，但供给端受到供应链冲击，增速依然远高于需求端。由此，短期的供应链冲击是推升通胀的主要力量，而不是系统性的流动性过剩与需求虚高。

图 4 11 月美国供给端与需求端价格指数

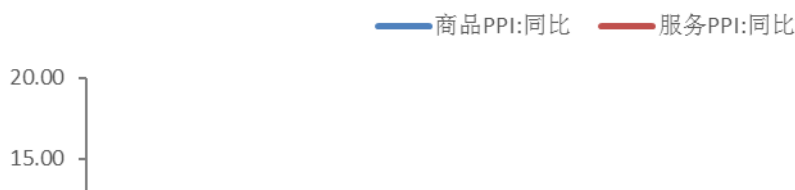


数据来源: Wind, 上海证券研究所

4. 商品生产价格指数远高于服务生产价格指数

从商品与服务的增速特征来看, 11 月 PPI 的上涨主要由商品端价格上涨引致, 特别是疫情扰动、冬季能源类大宗商品需求旺盛, 大宗商品涨价带来的。11 月 PPI 高涨来源主要是大宗商品涨价, 而不是系统性地短缺引致; 服务项价格走势也较正常年份高, 主要是港口拥堵问题的影响。

图 5 最终需求中商品生产价格指数增速显著快于服务生产价格指数



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_31402

