

PPI 有望逐步回落，CPI 或在 3% 以内

——2022 年通胀走势如何看？



概述

■ 2021 年全年通胀走势分化，CPI、PPI 剪刀差不断走扩

- 受国际能源价格上行以及“能耗双控”政策影响，上游原材料价格高企推动 PPI。1-11 月 PPI 上涨至 7.9%，去年同期为-2.0%，较去年同期回升 9.9 个百分点。PPI 持续上行并在 10 月份达至年内顶点，11 月份受国际油价下行、煤炭等上游原材料价格回落等影响，PPI 出现高位回落态势。
- 受疫情反复、极端天气、上下游价格传导不畅以及猪肉价格低迷等多重因素拖累，CPI 呈现小幅波动上行但整体低位运行走势。1-11 月 CPI 上涨 0.9%，去年同期为 2.7%，较去年同期下降 1.8 个百分点。进入四季度，随着进入猪肉传统消费旺季以及上游价格上涨对下游部分消费品仍存一定的传导效应，10 月份以来 CPI 企稳回升。
- PPI、CPI 剪刀差不断走扩，虽然在 11 月份二者剪刀差有所收窄，但二者差值仍处于 2021 年以来高位水平，下游企业尤其是下游中小企业生产成本上升，利润空间受到侵蚀，经营压力不断加大，且对宏观经济运行也产生了一定负面影响。

■ 2022 年 PPI、CPI 走势或将反转，PPI 或逐步回落而 CPI 则温和回升

- 2022 年 PPI 有望进入下行区间，全年或呈前高后低走势。虽然此前已经对部分结构性政策进行了纠偏，且保供稳价成效已经有所显现，但此前煤炭等上游原材料价格的大幅上涨短期内对中下游价格传导的影响仍存，预计支撑 2022 年一季度 PPI 仍将位于较高区间。随着 2022 年全球货币政策转向、供需不均现象的逐步改善，全球通胀水平或有所缓和，与此同时，保供稳价政策也将支持 PPI 增速向常态水平回归，叠加翘尾因素影响，2022 年 PPI 或呈逐季回落态势，四季度下行压力将尤其突出。
- 预计 2022 年 CPI 整体温和上行，但上行空间有限。2022 年随着投资、消费端的边际修复带动相关服务业价格回升以及猪肉价格对 CPI 上行的拖累逐渐减轻，CPI 全年或将出现小幅上行走势，考虑到翘尾因素影响，年中或为全年高点。随着上游原材料价格逐渐回归至常态水平以及疫情的局地散发拖累需求端修复节奏，CPI 缺乏大幅上行基础，难以出现大幅上涨，全年破“3”可能性不高。

■ 小结：2022 年通胀总体可控，通胀压力边际缓解

- 2021 年以来，受国际原油价格持续走高以及“能耗双控”导致部分上游行业供给趋紧等因素影响，PPI 持续上行并在 10 月份达到年内顶点，后在政策纠偏、保供稳价以及国际原油价格下行的情况下，11 月份 PPI 有所回落，但仍位于较高区间；受需求疲弱、上下游价格传导不畅以及猪肉价格仍较为低迷拖累，2021 年 CPI 持续低位运行，但受年底为猪肉传统消费旺季叠加上游原材料行业对下游行业部分消费品的价格仍存一定传导影响，11 月份 CPI 延续了 10 月份以来的企稳回升态势。
- 展望 2022 年，随着全球货币政策转向，需求逐渐回归理性以及产业链持续修复，供需缺口将有所收敛，大宗商品价格或出现回调，与此同时国内保供稳价政策持续发挥作用叠加前期基数较高以及翘尾因素影响，2022 年 PPI 增速或呈逐季回落走势，四季度下行压力尤其突出。CPI 方面，随着一系列稳增长政策落地实施，投资及消费或边际回暖并带动服务业以及消费品价格提升，此外下半年猪肉价格对 CPI 的拖累也将逐步减轻叠加翘尾因素影响，2022 年 CPI 大概率温和回升，年中或为高点。受疫情仍存多点局地散发风险以及需求端修复依然偏弱等因素影响，CPI 上行空间有限，全年破“3”概率不大。总体来看，相较于 2021 年，2022 年 PPI 将高位回落，CPI 温和回升，二者剪刀差收窄，2022 年通胀水平整体表现与 2021 年相比将相对温和。

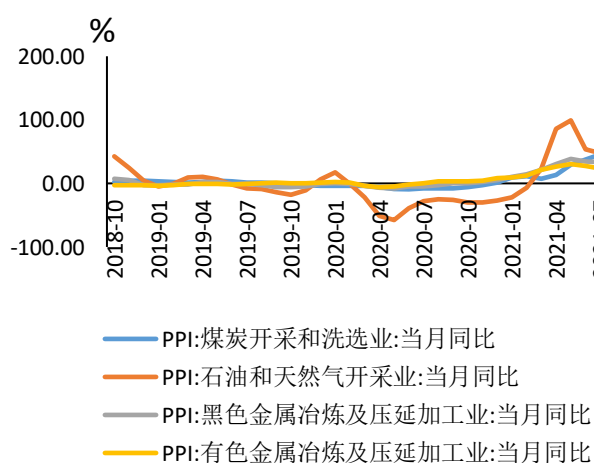
2021 年，受国际能源价格上行以及“能耗双控”政策影响，上游原材料价格高企推动 PPI 水平走高，而在国内需求端整体修复偏弱的背景下，上下游价格传导并不通畅，下游生产消费品的中小企业成本上升、利润空间遭到侵蚀。虽然 2021 年四季度以来已经对部分结构性政策进行了纠偏，保供稳价政策也已经发挥作用，PPI 增速出现下行趋势，但当前我国工业品通胀水平整体仍处于较高区间。本文旨在对 2021 年以来我国的通胀走势特点及原因进行分析，同时结合影响通胀水平的相关因素来对 2022 年的通胀走势进行分析。

一、2021 年全年通胀走势分化，CPI、PPI 剪刀差不断走扩

2021 年以来，在我国整体“供给强，需求弱”以及全球“需求强、供给弱”背景下，我国 PPI 与 CPI 走势有所分化，PPI 持续走高，CPI 低位运行，二者剪刀差走扩，受此影响，下游中小企业成本骤升，企业利润空间受到挤压，经营压力不断加大。

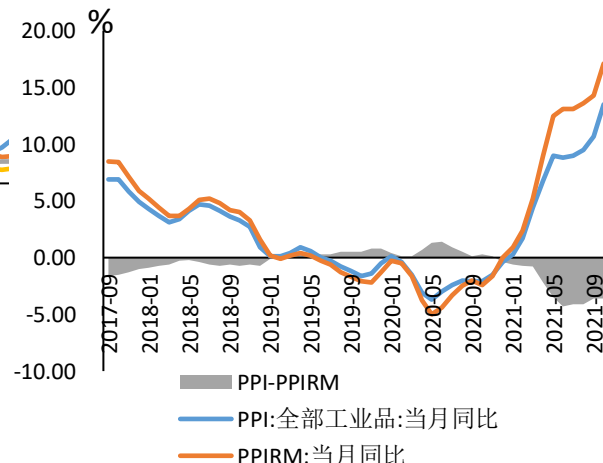
2021 年以来受国际能源价格上行以及“能耗双控”政策影响，上游原材料价格高企推动 PPI 走高。2021 年以来，在需求修复快于供给修复以及欧洲能源危机影响下国际大宗商品价格持续上涨，国际原油、天然气以及 LME 铜价格持续走高。其中，布伦特原油期货结算价格从 2021 年初 51.09 美元/桶上涨至 2021 年末 79.32 美元/桶。与此同时，能耗双控下国内部分上游原材料出现供给瓶颈导致价格大幅上升，如煤炭、水泥、钢铁等上游原材料价格均出现大幅上涨，其中动力煤期货结算价格更是从 2021 年初 671 元/吨涨至 10 月中旬 1835 元/吨。受此影响，1-11 月份 PPIRM 同比增速较去年同期大幅上涨 13.2 个百分点至 10.7%，PPI 也整体呈持续上行态势，并于 10 月份达至年内顶点，1-11 月 PPI 上涨至 7.9%，较去年同期回升 9.9 个百分点。11 月份受政策纠偏、保供稳价政策以及国际原油价格回落等因素影响，煤炭、金属等能源和原材料价格快速上涨势头初步得到遏制，PPI 涨幅于 11 月份出现高位回落态势，涨势趋缓。

图 1：采掘环节带动生产资料价格上涨



数据来源：Choice，中诚信国际整理

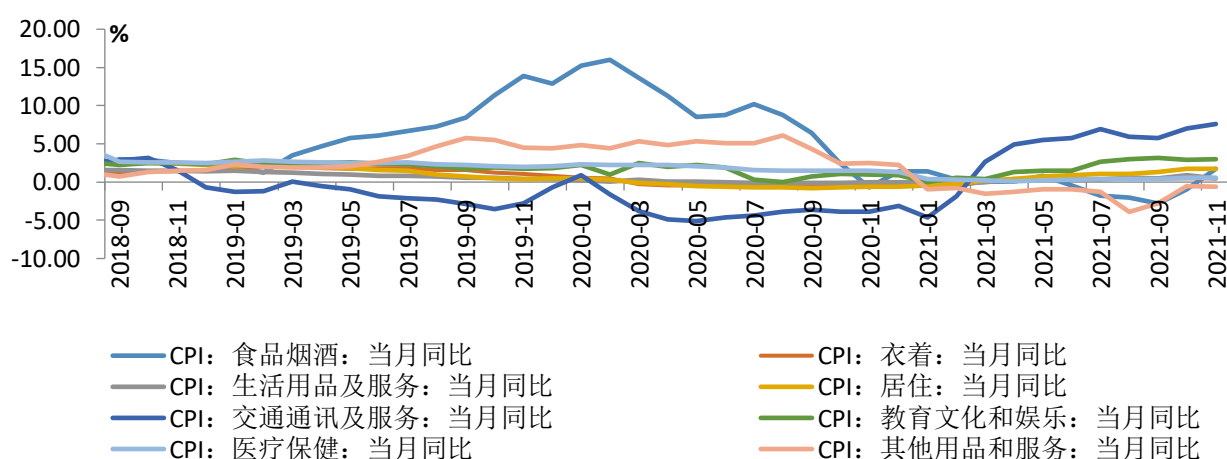
图 2：PPI 与 PPIRM 购销差价走扩



数据来源：Choice，中诚信国际整理

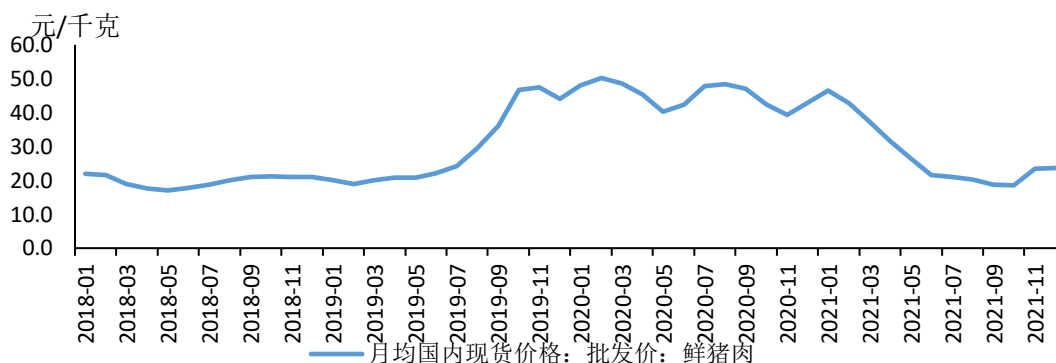
受猪周期低位运行等因素影响，2021 年 CPI 小幅波动上行但整体仍处于低位。1-11 月 CPI 上涨 0.9%，去年同期为 2.7%，较去年同期下降 1.8 个百分点。剔除能源和食品价格的 CPI 同样处于低位，前三季度核心 CPI 仅为 0.7%。CPI 保持相对低位运行受到多方面因素影响。一是 2021 年初以来，多地先后出现疫情局地散发，如 1、2 月出现在河北、辽宁的疫情反弹、7 月、8 月河南、江苏等地出现暴雨等极端天气以及疫情、10 月份出现内蒙古疫情传染链再到 12 月份西安疫情防控升级，疫情反复以及严格的疫情防控对食品以及非食品项价格均产生一定影响，尤其是对居民旅游、教育、健康、娱乐等服务业价格上行产生抑制。二是 PPI 向 CPI 的传导依然较为有限。PPI 向 CPI 的价格传导，主要通过 PPI 生产资料中的加工分项向生活资料传导再向 CPI 对应的分项进行传导。从 CPI 的 8 大分项来看，2021 年以来 PPI 上游原材料价格的上涨主要直接对 CPI 居住项的水电燃料分项和交通通信中的交通工具用燃料分项进行传导，但我国水、电价格并非市场定价且传导存在时滞效应，与此同时其他价格传导分项也受制于终端需求相对疲弱而不具备大幅涨价的基础，因此虽然 PPI 持续上行，但高企的上游原材料价格并未能顺利传导至下游消费端，PPI 的大幅上涨并未带动 CPI 出现同步显著回升。三是 2021 年以来，猪肉价格持续走低，由年初的 44.6 元/千克降至 12 月份 23.63 元/千克，猪肉价格低迷对食品项价格的回调产生一定阻力进而拖累 CPI 上行。进入四季度，随着进入猪肉传统消费旺季以及上游价格上涨对下游部分消费品仍存一定的传导效应，11 月份与上游原材料价格走势相关的交通燃料、水电燃料价格同比增速仍位于 10 年来的高位，叠加同期基数较低等因素影响，11 月份价格延续 10 月份以来的低位企稳回升态势。

图 3：CPI 8 大类同比价格走势



数据来源: Choice, 中诚信国际整理

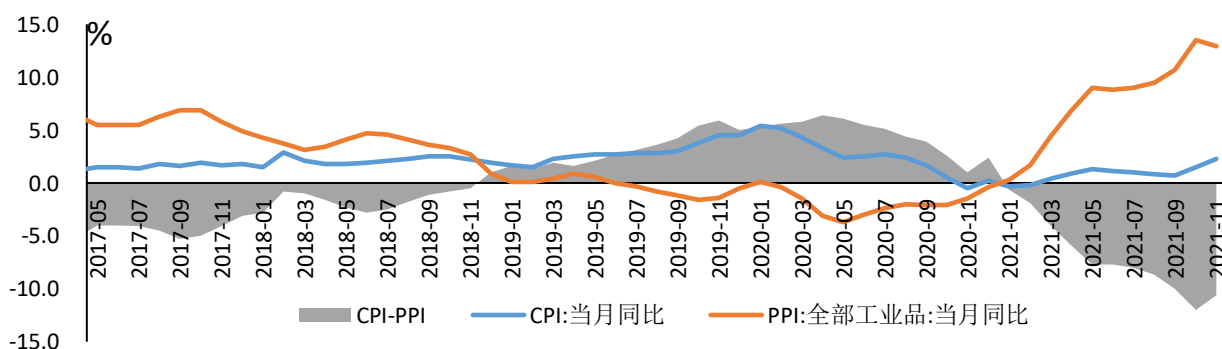
图 4： 今年以来猪肉价格明显下行



数据来源：Choice，中诚信国际整理

PPI、CPI 剪刀差不断走扩，致使下游企业尤其是中小企业生产成本上升，利润空间受到侵蚀。 2021 年以来，国际大宗商品价格持续上行和国内部分行业供给收缩带动上游企业利润显著增加，而受制于终端需求依然较为疲弱，下游企业难以将上游成本上涨的压力传导至消费者，下游中小企业的盈利空间受到挤压，上下游企业盈利呈现分化走势，整体利润表现为“下冷、上热”。而下游中小企业盈利的持续承压以及经营压力的不断加大，将主要从两个方面间接对宏观经济复苏产生阻力。一方面，考虑到下游聚集了大量中小微企业，吸纳了大量的就业人群，盈利收紧、经营压力的加大导致企业破产清算或者裁员的可能性不断上升，可能会引发失业率上升，进而对消费产生影响；另一方面，盈利减少致使企业的生产扩张计划受阻，不利于制造业投资以及固定生产投资修复，进而拖累经济修复节奏。

图 5： CPI、PPI 剪刀差走扩



数据来源：Choice，中诚信国际整理

二、2022 年 PPI、CPI 走势反转，PPI 将逐步回落而 CPI 则温和回升

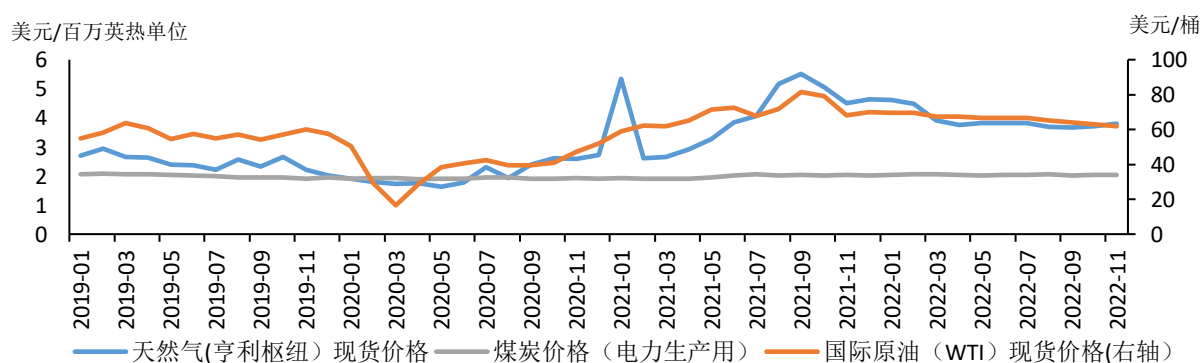
2022 年，随着全球以及国内供需不均的境况逐渐改善，PPI 与 CPI 或呈现反转分化走势，即 PPI 逐步回落，而 CPI 则出现温和上行，二者剪刀差有所收窄，或能在一定程度上边际改善中小企业来自于上游的成本压力。

（一）PPI 有望进入下行区间，全年或呈前高后低走势

PPI 中生产资料比重占比为七成，对 PPI 价格走势起到关键的决定性作用。而生产资料又可拆分为采掘、原材料以及加工三部分，上述环节价格主要受原油、煤炭等大宗商品价格影响，因此判断 PPI 走势，需先对 2022 年上游原材料相关的大宗商品价格走势进行相应预判。

从外部影响因素来看，国际大宗商品价格或有所回落，全球通胀水平有望逐步缓解。一方面，随着全球新冠疫苗的接种率持续提升，全球进入与疫情共存的后疫情时代，疫情对全球经济的冲击将有所减弱，制约供给的因素或出现边际改善，海外供应链将延续此前的修复态势叠加随着海外经济体的逐渐放开，全球物流运输状况也将得到改善，预计国际大宗商品的供给有望提升，从而助力国际大宗商品价格向常态化水平回归。另一方面，考虑到 2021 年所面临的较高通胀压力，2022 年主要经济体或将逐步退出宽松的宏观经济政策。美联储于 2021 年 11 月如期 Taper，货币政策转向温和 QE，并于 12 月 FOMC 会议中提出 2022 年 1 月将缩减购债规模的速度提升一倍，由当前每月购债缩减 150 亿美元提高至每月缩减 300 亿美元的水平，同时点阵图显示 18 位美联储委员对于 2022 年底前加息次数的预期达到 3 次。此外欧洲、英国、加拿大以及韩国等国均已计划或者已经开始在一定程度上收紧其此前大幅度宽松的宏观经济政策。随着各国宽松政策的逐步退出，全球经济修复放缓，需求水平也将随之回归常态，对大宗商品需求的边际回落也会在一点程度上抑制大宗商品价格出现持续攀升。从国际大宗商品价格来看，根据 EIA2021 年 12 月份的最新报告显示，受欧佩克+、美国致密油和其他非欧佩克国家的原油产量增速或将超过全球石油消费增速叠加变异病毒加大对原油需求的不确定性影响，2022 年 WTI 原油价格以及布伦特原油价格均较 2021 年有所回落，其中预计 2021 年 WTI 原油价格为 67.87 美元/桶，布伦特原油价格为 70.60 美元/桶；2022 年 WTI 原油价格为 66.42 美元/桶，布伦特原油价格为 70.05 美元/桶。此外，2022 年煤炭价格基本保持平稳，整体波动幅度不大，天然气价格则有望在供给回暖下逐步回落。总体而言，2022 年全球供需水平将逐渐趋于平衡，缺口或有所收敛，全球通胀压力水平有所缓解，2022 年我国所面临的外部通胀压力将减轻。

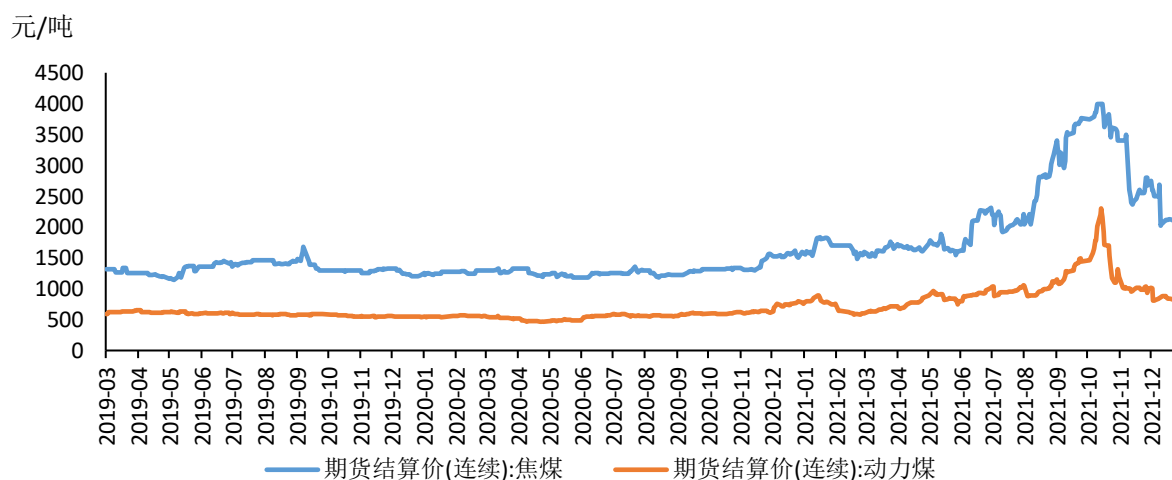
图 6： 国际原油价格在 2022 年或有所回落



数据来源：EIA，中诚信国际整理

从国内影响因素来看，“保供稳价”政策将继续发挥作用并支撑上游原材料价格保持相对平稳，预计 2022 年上游成本上涨的压力将有所缓和。2021 年四季度以来，中央相关会议曾多次对确保能源供应、保供稳价提出相关要求。10 月 8 号国常会指出“要发挥好煤电油气运保障机制作用，有效运用市场化手段和改革措施，保证电力和煤炭等供应”，12 月 8-10 日中央经济工作会议指出“要确保能源供应，大企业特别是国有企业要带头保供稳价”。当前煤炭、钢铁等上游原材料价格在一系列保供稳价政策的支持下已经出现显著回落，预计短时间内保供稳价政策仍将继续发挥作用，且随着冬季取暖需求的结束，预计 2022 年一季度末能源价格将逐渐回归至常态水平。

图 7： 煤炭价格在 2021 年 11 月份有所回落

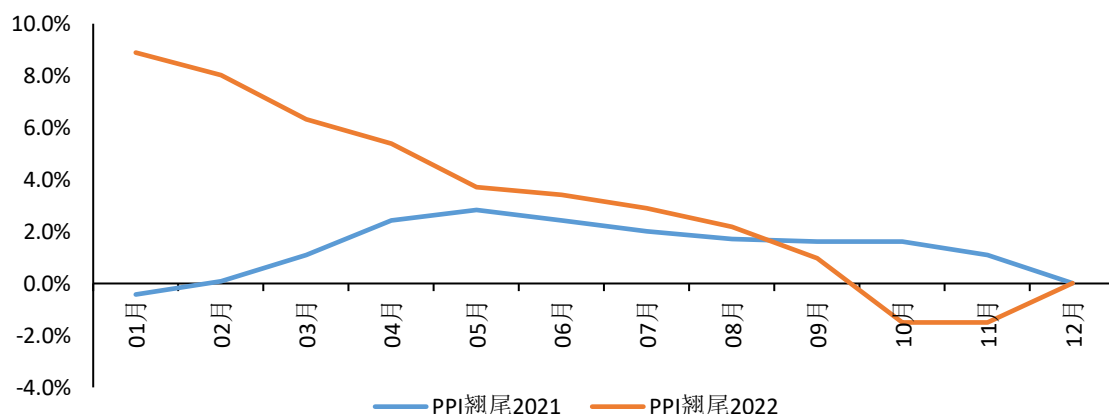


数据来源: Wind, 中诚信国际整理

翘尾因素对 2022 年 PPI 通胀抬升作用将逐季减弱且或于四季度转负并拖累 PPI 上行。由于当前仍未公布 2021 年 12 月份 PPI 环比数据，通过对 12 月 PPI 环比增速进行测算¹，结果显示 2022 年 PPI 翘尾因素影响与 2021 年翘尾因素成对称走势，2022 年 PPI 翘尾因素全年呈现下行走势，其中一季度翘尾因素较高，年底则降至负区间，对 PPI 增速的拖累进一步加大。

¹、由于当前未公布 12 月份 PPI 环比增长数据，根据测算，环比数据与翘尾增速基本呈同方向等比例变动关系，2021 年 12 月份保供稳价政策继续发挥作用，国内部分上游原材料价格继续回归至常态水平叠加疫情影响下国际原油价格明显回调，预计 12 月份 PPI 环比价格继续回落至负值，以 12 月份 PPI 环比增速-1.5%估算 2022 年 PPI 的翘尾数据。

图 8：2022 年四季度翘尾因素将显著拖累 PPI 增速



数据来源：国家统计局，中诚信国际整理

综上所述，受全球货币政策转向以及供给端持续修复等因素影响，全球通胀水平或有所缓和，同时保供稳价政策也将支持 PPI 增速向常态水平回归，叠加 2021 年的高基数影响，2022 年 PPI 有望进入下行区间。但与此同时，虽然此前已经对部分结构性政策进行了纠偏，且保供稳价成效已经有所显现，但此前煤炭等上游原材料价格的大幅上涨短期内对中下游价格传导的影响仍存，预计 2022 年一季度 PPI 仍将位于较高区间但呈现逐步放缓走势，而四季度受高基数以及翘尾因素的影响，同比增速下行压力将尤其凸显，PPI 增速全年呈现出前高后低态势。

（二）预计明年 CPI 整体温和上行，但上行空间有限

影响 2021 年 CPI 持续低迷的需求不振、PPI 和 CPI 价格传导不畅以及猪肉供给过剩等多重因素在 2022 年均将发生不同程度变化，并在相互交织作用下对 2022 年 CPI 走势产生影响。

疫情恢复以及稳增长政策或对消费的边际修复起到一定的促进作用，进而对 CPI 服务价格以及消

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_35902

