



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

日期：2022 年 01 月 13 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：

拐点来临 降息可期

——2021 年 12 月物价数据点评

■ 投资摘要

拐点正式到来

12 月 CPI 同比环比均明显回落。食品、工业消费品价格均有回落，通胀忧虑缓解。食品项中鲜菜、猪肉价格下降较多。非食品中，受国际原油价格下降的影响，汽油和柴油价格均有回落。扣除食品和能源价格的核心 CPI 同比上涨 1.2%，持平上月。

PPI 见顶后加速回落，本月主要工业品价格有所下降。煤炭供应的持续增加，主要行业生产有保障，保供稳价政策持续生效。值得关注的是，受制于上游原材料成本的涨价，部分食品企业相继宣布提价，PPI 高企对于下游的负面影响开始显现。但目前来看，下游的涨价并没有出现扩散迹象，且涨幅有限，而当前上游价格的回落也将有助于缓解下游的成本压力。

从本月价格超预期下降的表现来看，物价拐点正式到来，市场担忧的通胀情绪将有较大消退，也印证了我们的观点——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。

通胀忧虑消，市场或转回升

中国经济仍处在“底部徘徊”阶段，资本市场运行前景则主要取决于物价形势变化给市场预期的影响。我们一直强调国际大宗商品的上涨不具有持续性，是货币充裕下经济低迷时期波动性加大态势下上行程度加剧的表现，未来下跌幅度或也超出市场预期。此前滞涨忧虑主导市场短期波动，而本月 CPI 与 PPI 的双双回落也大大缓解了市场的通胀忧虑，资本市场或转向回升。

拐点形成，降息可期

我们认为中国货币环境的主要问题是数量过多、价格过贵、分布不合理，即实体部门融资利率过高、流动性分布“脱实向虚”。因此，未来货币政策重心仍将在中性平稳中围绕结构调整进行。而要降低融资利率，降息将大有可为。而当前通胀拐点形成后，市场利率将转向下移，降息时机进一步成熟，一季度或存在可能性。但货币政策中性基调不变，货币增长仍然维持平稳，未来货币环境将是量稳价降。

■ 风险提示

疫情反复，通胀超预期上行。

目 录

事件：12 月 CPI、PPI 数据公布	3
事件解析：数据特征和变动原因	3
1.CPI 同比环比双双下降.....	3
2. PPI 加速回落.....	5
事件影响：对经济和市场	8
3.拐点正式到来.....	8
4.通胀忧虑消，市场或转回升.....	8
事件预测：趋势判断	8
5.拐点形成，降息可期.....	8
风险提示：	9

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：12 月 CPI、PPI 数据公布

国家统计局数据显示，2021 年 12 月份，全国居民消费价格同比上涨 1.5%。其中，城市上涨 1.6%，农村上涨 1.2%；食品价格下降 1.2%，非食品价格上涨 2.1%；消费品价格上涨 1.5%，服务价格上涨 1.5%。12 月份，全国居民消费价格环比下降 0.3%。其中，城市下降 0.3%，农村下降 0.3%；食品价格下降 0.6%，非食品价格下降 0.2%；消费品价格下降 0.4%，服务价格持平。

2021 年 12 月份，全国工业生产者出厂价格同比上涨 10.3%，环比下降 1.2%；工业生产者购进价格同比上涨 14.2%，环比下降 1.3%。2021 年全年，工业生产者出厂价格比上年上涨 8.1%，工业生产者购进价格上涨 11.0%。

表 1：12 月 CPI、PPI 同比数据（%）

	实际值	上月值	去年同期
CPI 同比	1.5	2.3	0.2
PPI 同比	10.3	12.9	-0.4

资料来源：wind，上海证券研究所

事件解析：数据特征和变动原因

1.CPI 同比环比双双下降

12 月 CPI 同比环比均明显回落。食品、工业消费品价格均有回落，通胀忧虑缓解。

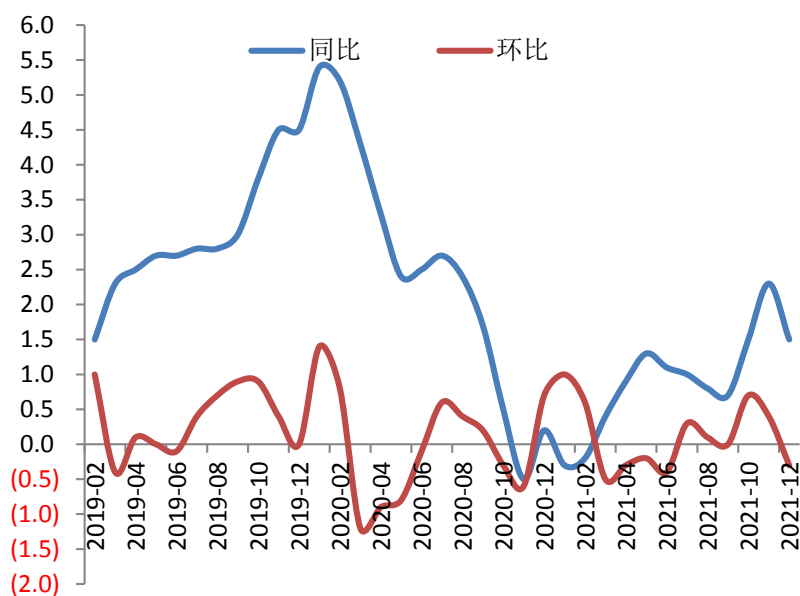
12 月 CPI 环比上月上涨 0.4% 转为下降 0.3%，CPI 环比连续两月下降。其中食品项与非食品项均出现了不同程度的回落。食品项中鲜菜、猪肉价格下降较多。猪肉价格在 10、11 月走稳回升后，再度走弱，价格涨幅比上月大幅回落 11.8 个百分点。非食品中，受 PPI 见顶回落的影响，工业消费品的价格也由上月上涨 0.3% 转为下降 0.5%。其中受国际原油价格的下降的影响，汽油和柴油价格分别下降 5.4% 和 5.8%。另外，春节临近，部分服务价格有所上涨。但 12 月以来国内疫情的多点散发，也使得相关出行住宿价格有所下降。

CPI 同比也由上月的 2.3% 下降至本月的 1.5%，降幅达 0.8 个百分点。其中，食品项同比由正转负，是 CPI 回落的主因，其中鲜菜同比降幅最大，涨幅比上月大幅回落 20.0 个百分点。猪肉环比回落，同比降幅扩大。非食品中，工业消费品涨幅回落，尤其是汽油、柴油同比涨幅均较上月回落较多。服务价格保持稳定。

扣除食品和能源价格的核心 CPI 同比上涨 1.2%，持平上月，说

明其余商品或服务价格仍相对平稳，需求相对稳定。

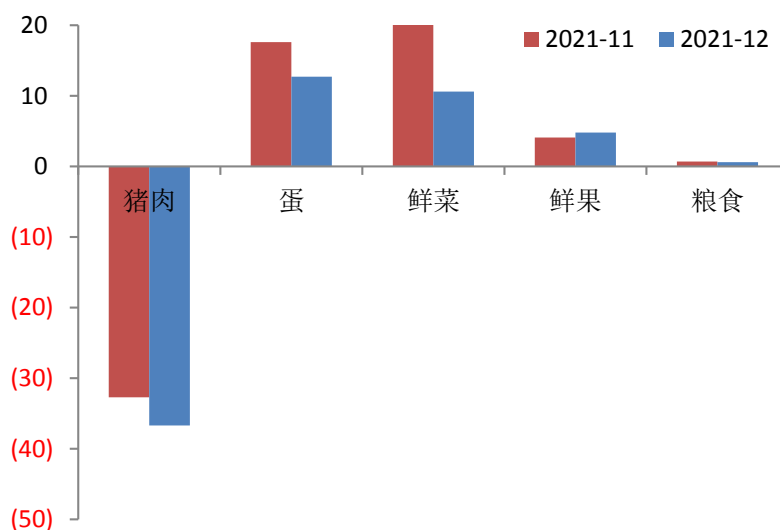
图 1：CPI 同比、环比(%)



资料来源：wind，上海证券研究所

同比涨幅从各类商品及服务分类来看，猪肉同比降幅扩大，其余主要食品除鲜果外价格涨幅均有下降。食品中，畜肉类价格下降 22.2%，影响 CPI 下降约 0.94 个百分点，其中猪肉价格下降 36.7%，影响 CPI 下降约 0.81 个百分点；蛋类价格上涨 12.7%，影响 CPI 上涨约 0.08 个百分点；鲜菜价格上涨 10.6%，影响 CPI 上涨约 0.23 个百分点；水产品价格上涨 7.9%，影响 CPI 上涨约 0.14 个百分点；鲜果价格上涨 4.8%，影响 CPI 上涨约 0.09 个百分点；粮食价格上涨 2.0%，影响 CPI 上涨约 0.04 个百分点。

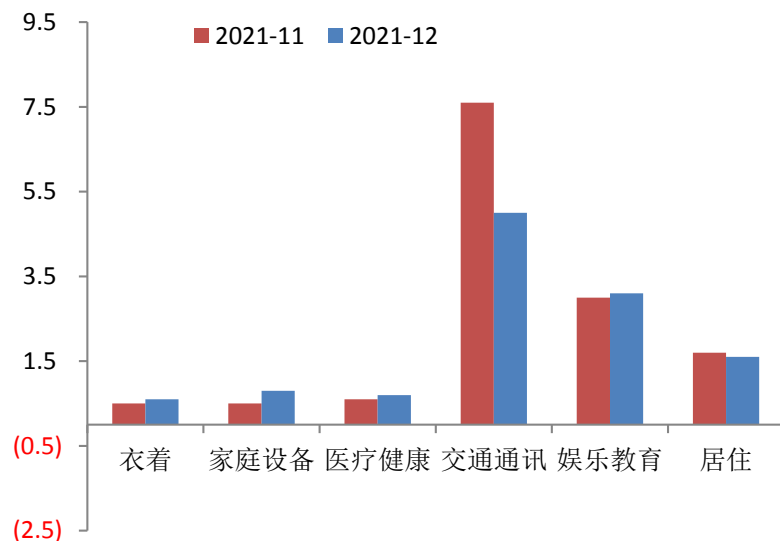
图 2：食物价格分项同比 (%)



资料来源：wind，上海证券研究所

非食品中，交通通讯涨幅出现较大程度收窄，娱乐教育、衣着、家庭设备、医疗健康则有小幅回升。交通通讯中主要是交通工具燃料下降较多，体现了国际油价下降带动汽油和柴油价格回落。

图 3：非食物分项同比 (%)



资料来源：wind，上海证券研究所

2. PPI 加速回落

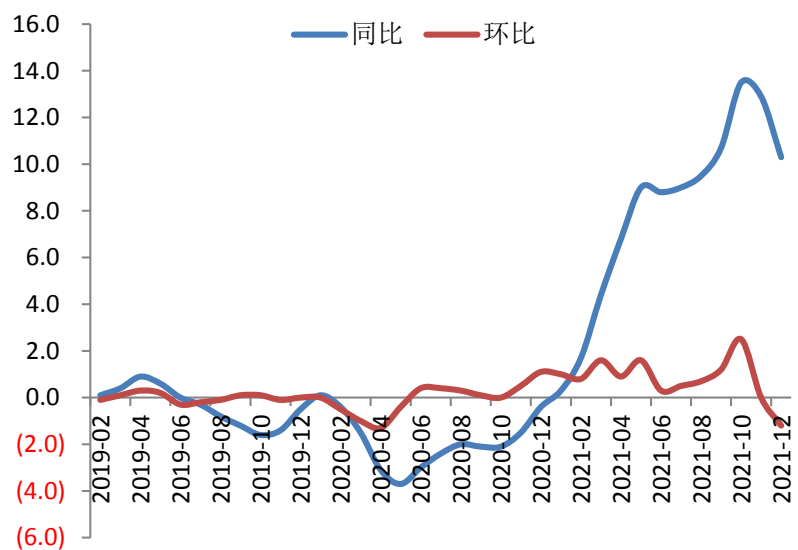
PPI 见顶后加速回落，本月主要工业品价格有所下降。下游涨价压力虽显，但并没出现扩散态势，上游价格回落也将有助于缓解下游的成本压力。

PPI 环比由上月持平转为下降 1.2%。其中生产资料价格降幅扩

大，生活资料价格也有所下降。国际原油价格回落，带动相关石油、化工行业价格均有所下降。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，相关行业价格持续回落。冬季叠加春节临近，建筑业淡季，钢材、水泥等建筑材料需求偏弱，带动黑色金属冶炼以及非金属制品价格下降。另外铜价回落，有色金属相关行业也有所走低。

同比方面，PPI 上涨 10.3%，涨幅比上月回落 2.6 个百分点。PPI 连续两月回落，且有所加速。煤炭供应的持续增加，主要行业生产有保障，保供稳价政策持续生效。价格涨幅回落的有煤炭、石油、黑色金属冶炼、有色金属冶炼。价格涨幅扩大的有燃气生产和供应业、电力热力生产和供应以及食品制造业。值得关注的是，受制于上游原材料成本的涨价，部分食品企业相继宣布提价，PPI 高企对于下游的负面影响开始显现。但目前来看，下游涨价的并没有出现扩散迹象，且涨幅有限，而当前上游价格的回落也将有助于缓解下游的成本压力。

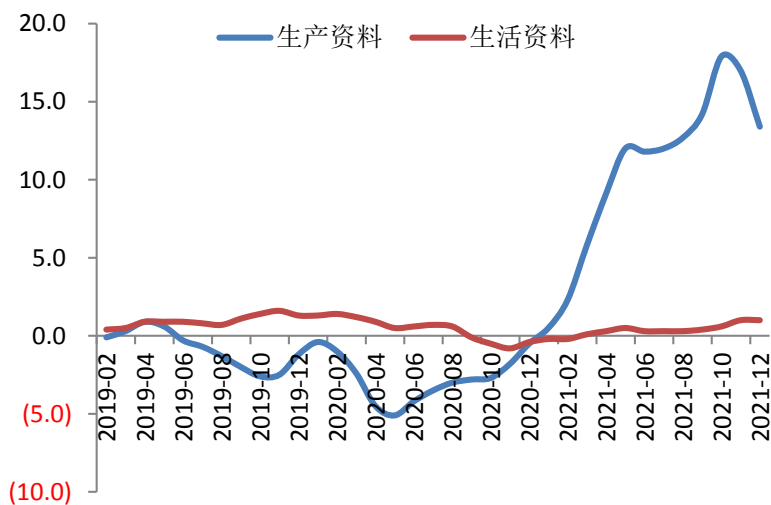
图 4：PPI 同比、环比 (%)



资料来源：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 13.4%，涨幅回落 3.6 个百分点，影响工业生产者出厂价格总水平上涨约 10.07 个百分点。生活资料价格上涨 1.0%，涨幅与上月相同。影响工业生产者出厂价格总水平上涨约 0.25 个百分点。

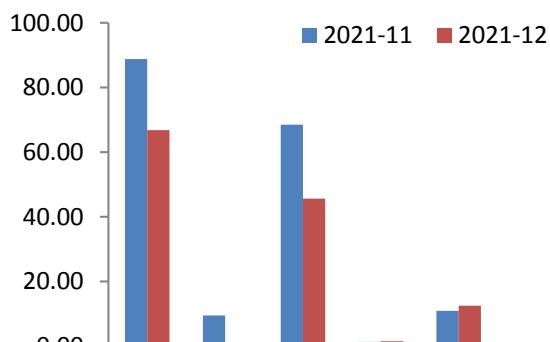
图 5：生产资料和生活资料价格指数 (%)



资料来源：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 66.8%，涨幅收窄 22 个百分点；黑色金属矿采选业下降 2.6%，由正转负；石油和天然气开采业上涨 45.6%，涨幅收窄 22.9 个百分点；石油、煤炭及其他燃料加工业上涨 36.4%，涨幅收窄 16.7 个百分点；黑色金属冶炼和压延加工业上涨 21.4%，涨幅收窄 9.6 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_35963

