

# 通胀双双回落

——12月通胀数据点评



申港证券  
SHENGANG SECURITIES

## 投资摘要:

2022年01月12日

12月，PPI同比上涨为10.3%（前值12.9%），继续回落，环比增长为-1.2%，环比转负。受基数效应及猪肉鲜菜价格下跌影响，12月CPI同比回落至1.5%。食品项上，尽管消费旺季背景下但在商务部对“两节”期间市场供应部署下，成为稳价格强定力，食品项逆势下跌，成为CPI主要拖累。

◆ 12月，PPI同比上涨为10.3%，继续回落，环比增长为-1.2%，环比转负。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同比继续高位回落，数据上PPI-采掘工业回落明显。

◆ 受基数效应及猪肉鲜菜价格下跌影响，12月CPI同比回落至1.5%。分项上来看，CPI非食品项环比持平，供给端，原油、黑色端等工业品价格高位回落，需求端，零星疫情又添扰动，住宿服务、交通出行均受影响，相关消费减少，传导到CPI相关居住、交通等分项有所缓释。食品项上，尽管消费旺季背景下但在商务部对“两节”期间市场供应部署下，成为稳价格强定力，食品项逆势下跌，成为CPI主要拖累。CPI食品项同比增长-1.2%（前值1.6%），CPI非食品项同比增长2.5%（前值2.4%），食品项拖累是本次CPI同比回落的主要原因。

◆ 往后看，保供背景下PPI高位缓落。供给端大幅扩产能不符合双碳目标，工业生产端供给约束小幅缓解，稳经济背景下需求端仍旺，PPI回落幅度有限。生产端保供背景下，PPI有望在1季度末缓解明显。据EIA的平衡预测，上半年原油仍将有小幅缺口支撑价格。下半年，美国、伊朗和OPEC的生产端供应量逐步恢复。下半年PPI回落，中性预计今年1-4季度PPI分别8%、5%、3%、0%。

◆ 向后展望，CPI全年中枢或在2%以内，核心通胀无虞。PPI缓释后，CPI非食品项上行压力不大。商务部保供应背景下，蔬果价格将有所稳定，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，2022年年中前大概率能稳但难有超预期回升。

◆ 12月PPI与CPI剪刀差为8.8%（前值10.6%）较前值回落明显，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。

## 2022年中国主要经济指标预测

指标 (%)	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E
实际GDP	6.7	6.1	1.6	8.2	5.2
名义固定资产投资	5.9	5.4	2.9	4.8	4
名义社会零售总额	8.16	8	-3.5	12.8	6
CPI	2.1	2.9	2.5	1	1.9
PPI	3.54	-0.32	-1.5	8.5	4
出口	7	5	4	30	10
利率（1年期存款）	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
汇率	6.89	7.01	6.5	6.4	6.2

资料来源：Wind，申港证券研究所

曹旭特 分析师

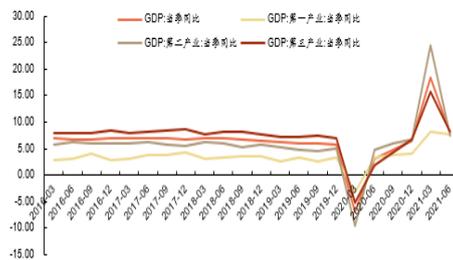
SAC执业证书编号：S1660519040001

刘雅坤 研究助理

SAC执业证书编号：S166120080015

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、《疫后修复下的此消彼长：——2022年宏观展望》2022-01-10
- 2、《温和回暖：2022年流动性展望》2021-12-31
- 3、《投资改善仍需时间：11月经济数据点评》2021-12-16
- 4、《社融止跌 企业中长期贷仍未改善：11月金融数据点评》2021-12-10
- 5、《PPI高位回落 CPI同比破2：11月通胀数据点评》2021-12-10

## 内容目录

1. 保供背景下 PPI 继续回落 短期因素缓解 CPI 回落 .....	3
1.1 供给端缓释下 PPI 继续回落 .....	3
1.2 CPI 食品转负 猪肉价格下跌 .....	3

## 图表目录

图 1: 生产资料带动 PPI 继续回落 (%) .....	3
图 2: CPI 食品下拉幅度收缩 (%) .....	3
图 3: CPI 交通和通信回落明显 (%) .....	4
图 4: PPI 与 CPI 剪刀差于最近 10 年峰值回落 (%) .....	5

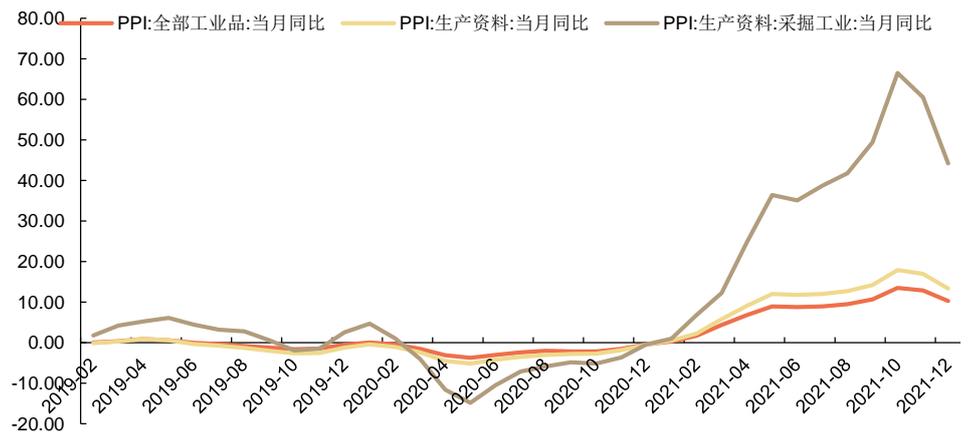
## 1. 保供背景下 PPI 继续回落 短期因素缓解 CPI 回落

### 1.1 供给端缓释下 PPI 继续回落

12 月，PPI 同比上涨为 10.3%，继续回落，环比增长为-1.2%，环比转负。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 同比继续高位回落，数据上 PPI-采掘工业回落明显。

- ◆ 2021 年 12 月，我国 PPI 同比增长为 10.3%，继续回落，环比增长为-1.2%（前值 0%），同比和环比增速均低于前值。其中，生产资料同比上升 13.4%（前值为 17.0%），涨幅回落 3.6 个百分点。PPI-采掘工业同比 44.2%（前值为 60.5%）。
- ◆ PPI 继续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 继续回落（%）



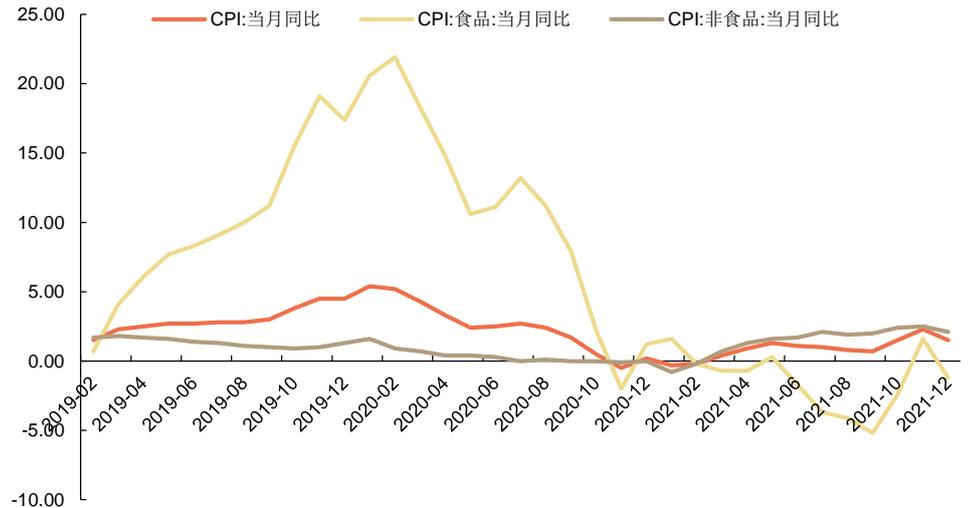
资料来源：Wind，申港证券研究所

### 1.2 CPI 食品转负 猪肉价格下跌

受基数效应及猪肉鲜菜价格下跌影响，12 月 CPI 同比回落至 1.5%。分项上来看，非食品项上，上游主要工业品价格涨幅均有回落，传导到 CPI 相关居住、交通等分项有所缓释。食品项上，尽管消费旺季背景下但在商务部对“两节”期间市场供应部署下，成为稳价格强定力，食品项逆势下跌，成为 CPI 主要拖累。CPI 食品项同比增长-1.2%（前值 1.6%），CPI 非食品项同比增长 2.5%（前值 2.4%），食品项拖累是本次 CPI 同比回落的主要原因。

- ◆ 2021 年 12 月，我国 CPI 同比增长为 1.5%，前值为 2.3%。CPI 食品项同比增长-1.2%，环比下降 0.6 个百分点，而 CPI 非食品项同比增长 2.1%，环比下降 0.2 个百分点，食品项转负是本次 CPI 同比回落的主要原因。

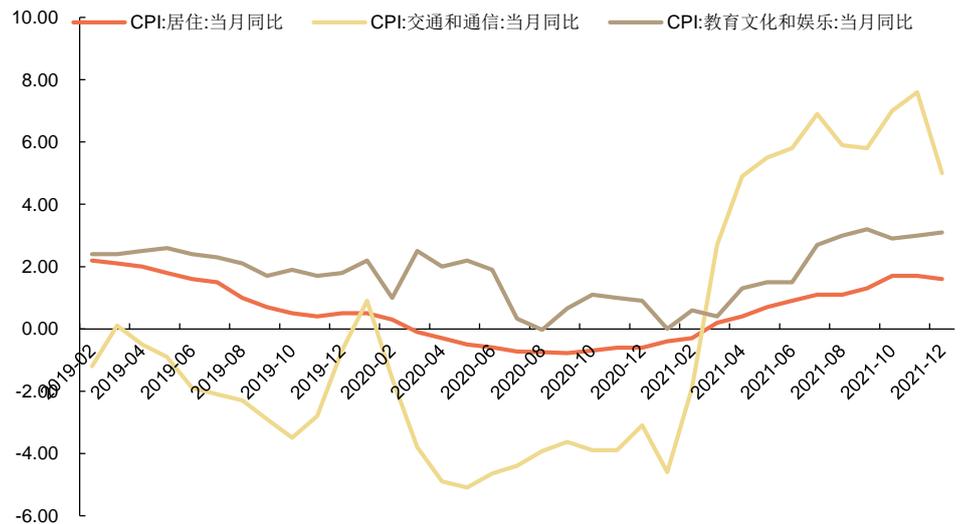
图2：CPI 食品下拉幅度收缩（%）



资料来源: Wind, 申港证券研究所

- ◆ **CPI 食品项中，猪肉、鲜菜价格回落拉动本次 CPI 下滑。**随上月生猪存栏加快，本月猪肉的价格环比回落 11.8%（前值 12.2%），多地保障“菜篮子”供应下，鲜菜价格高位回落，环比转负。季节性因素缓解，蛋类、鲜果涨幅较上月均有所回落。
- ◆ **CPI 非食品项环比持平，供给端，原油、黑色端等工业品价格高位回落，需求端，零星疫情又添扰动，住宿服务、交通出行均受影响，相关消费减少。**其中交通和通信回落明显（12 月同比 5%，前值 7.6%）、居住 12 月同比 1.6%，前值 1.7%）、教育文化 12 月同比 3.1%，前值 3.0%）较前期持平。反映了供给端生产端高位回落对传导至生活端的涨价压力有所缓释，需求端相关消费仍受疫情扰动。

图3: CPI 交通和通信回落明显 (%)



资料来源: Wind, 申港证券研究所

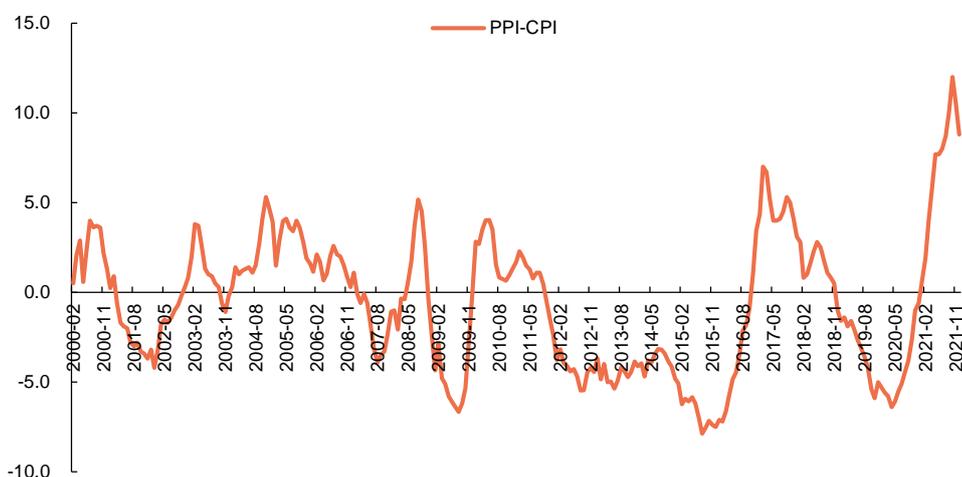
往后看，保供背景下 PPI 高位缓落。供给端大幅扩产能不符合双碳目标，工业生产端供给约束小幅缓解，稳经济背景下需求端仍旺，PPI 回落幅度有限。生产端保供背景下，PPI 有望在 1 季度末有所缓解。据 EIA 的平衡预测，上半年原油仍将有小

幅缺口支撑价格。下半年，美国、伊朗和 OPEC 的生产端供应量逐步恢复。下半年 PPI 回落,中性预计今年 1-4 季度 PPI 分别 8%、5%、3%、0%。

**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。**

**12 月 PPI 与 CPI 剪刀差为 8.8%（前值 10.6%）较前值回落明显，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 剪刀差于最近 10 年峰值回落 (%)



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\\_35983](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_35983)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn