

宏观点评报告

2022年1月13日

通胀压力逐步缓解，2022年温和增长

2021年12月通胀点评

核心内容：

分析师

许冬石
☎：(8610) 8357 4134
✉：xudongshi@chinastock.com
分析师登记编码：S0130515030003

- **蔬菜原油拉动通胀下行** 本月 CPI 环比走低，食品和非食品价格均走弱：(1) 食品方面，12 月份全国天气晴好，蔬菜供应平稳，蔬菜价格高位回落；(2) 非食品价格方面，受到原油价格回落的影响，水电燃料、交通工具用燃料价格下行。从非食品价格来看，冲击性因素仍然占主要部分，水电燃气价格和交通工具燃料价格下行源于原油、煤炭等能源价格回落。而成本的传导在持续，生活用品和服务价格的上行代表着上游的价格压力小幅的传导至了消费终端。
- **蔬菜进入消费旺季，猪肉价格年前持续上行** 11 月份猪肉价格大幅回升，12 月份猪肉价格上行幅度下降，腊肉制作行情结束，生猪出栏量仍然较大，1 月份年猪需求会带动猪肉价格上行。蔬菜价格受天气影响较大。12 月份整体天气晴好，摆脱了 11 月冷空气影响，上市期的蔬菜出产量平稳，菜价回落。1 月份天气仍然保持平稳，1 月份蔬菜价格随着春节到来缓慢回升。
- **通胀全年稍有上行** 预计 2022 年全年 CPI 增速 1.9%，2022 年 3-4 季度 CPI 突破 2%。
(1) 由于我国消费恢复速度较慢，同时人员工资增速缓慢，我国通胀大幅走高的基础并不存在。(2) 工业品价格有所回落，工业品价格向消费品传导仍然有困难，消费者很难接受价格上行。12 月份家用电器和服务价格小幅上行，这是上游价格传导的结果，但其持续上升的概率不大。(3) 猪周期可能在 2022 年下半年走高，同比基数的原因会带动下半年 CPI 上行。
- **未来通胀温和上行** (1) 上中游原材料价格的上行以及人工成本的缓慢上行推动了 CPI 平稳上行。(2) 能耗双控和碳中和大目标不变，居民生活成本会被缓慢推高。(3) 我国未来经济面临的主要问题是有效需求不足，扩大有效需求需要解决分配的问题，也就是减少全社会贫富分化，这仍然需要时间。CPI 全面上行概率很小，预计在未来 2-3 年左右 CPI 温和上行。
- **PPI 未来逐步回落** 工业生产者价格 (PPI) 同比涨幅缩小，生产资料环比回落。12 月份 PPI 环比下滑，黑色产业链商品出厂价格回落，原油价格走低，其产业链相关产品价格回落：(1) 国际原油价格下行带动国内石油及相关产业价格回落；(2) 我国煤炭价格已经受到控制，12 月份期货价格仍然回落，市场交易价格走低。

1 月份基数水平继续下行，环比虽然可能回稳，但我国 PPI 持续回落：(1) 带动 PPI 快速下行的能源价格反弹。1 月份以动力煤为首的能源价格震荡筑底，原油价格有所反弹，但通胀压力仍然继续减轻，企业生产得以缓慢恢复；(2) 物流阻塞得到缓解，以反应大宗商品运输为主的 BDI 走低，预示着未来 PPI 的下滑。

预计 1 月份 PPI 环比平稳，1 月份 PPI 翘尾水平 9.3%，预计 PPI 水平在 9.5% 左右。2022 年 PPI 前高后低，全年预计在 4% 左右，受到基数影响，PPI 在 4 季度可能负增长。

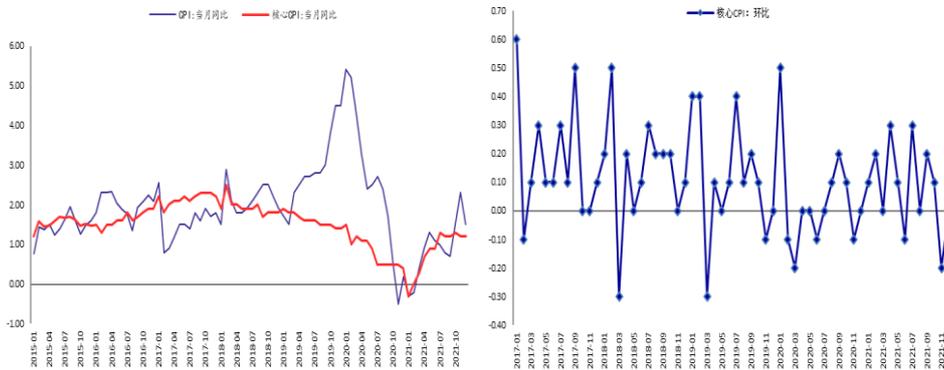
一、蔬菜原油拉动 CPI 下行

全国居民消费价格同比增速 (CPI) 环比下行, 核心 CPI 保持平稳, 12 月份 CPI 同比回落。12 月份 CPI 同比增速 1.5%, 低于市场预期 1.7%。12 月份 CPI 环比走低; 其中食品价格环比下行 0.6%, 非食品价格环比下行 0.2%。核心 CPI 同比增速 1.2%, 环比保持平稳。

2021 年 CPI 小幅增长, 物价总体保持平稳。2021 年 CPI 同比增长 0.9%, 其中食品价格下行 1.4%, 非食品价格上行 1.4%, 核心 CPI 上行 0.8%。

图 1: CPI 同比小幅下行 (%)

图 2: 核心 CPI 环比 (%)



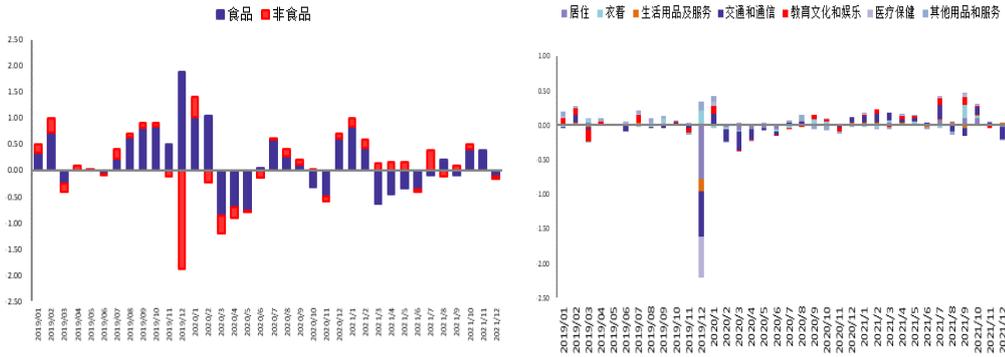
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

本月 CPI 翘尾水平 1.8%, 比上个月小幅回落。通胀环比走低, 食品和非食品价格均走弱: (1) 食品方面, 12 月份蔬菜价格下行 8.3%, 12 月份全国天气晴好, 蔬菜供应平稳, 蔬菜价格高位回落; 12 月份猪肉零售价格上行 0.4%, 生猪出栏加快, 12 月份猪肉价格仅有小幅上行; 其他食品方面, 水果价格上行 3.4%, 鸡蛋价格走低, 其他食品价格小幅上行; (2) 非食品价格方面, 受到原油价格回落的影响, 水电燃料费用下行 0.2%, 交通工具用燃料价格下行 5.2%; 11 月份家用器具 (+0.6) 和家庭服务 (+0.6) 价格上行, 整体非食品价格小幅回落。

从食品价格来看, 冬天已经到来, 猪肉需求度有所上行, 但 11 月份制造腊肉时间已过, 春节消费旺季需要等待, 猪肉出栏增加, 12 月份猪肉仅有小幅上行。1 月份猪肉价格再次回落, 主要是因为出栏大幅增加, 春节期间预计猪肉价格小幅走高, 春节过后回落。蔬菜价格 12 月份走低, 雨雪和极端天气在 12 月份减少, 天气晴好利于蔬菜生产。10 月和 11 月份大幅上行的蔬菜价格有所回落。但蔬菜仍然是出于消费旺季, 1 月份蔬菜会重新走高。其他食品价格处于正常范围内。

从非食品价格来看, 冲击性因素仍然占主要部分, 水电燃气价格和交通工具燃料价格下行源于原油、煤炭等能源价格回落。而成本的传导在持续, 生活用品和服务价格的上行代表着上游的价格压力小幅的传导至了消费终端。

图 3: 食品和非食品价格对 CPI 的拉动 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

二、蔬菜未来可能走高，猪肉价格年前持续上行

2018-2022年猪周期已经运行接近尾声，生猪价格处于低位，春节继续上行。能繁母猪存栏下行，生猪去产能继续。4季度猪肉价格随销售旺季到来有小幅反弹，生猪在4季度出栏同时上行，猪肉价格在12月份仅有小幅上涨。猪肉价格会在年前走高，而年后回落。生猪去产能仍然在持续，猪肉价格可能在今年7月份有所反转。

11月份猪肉价格大幅回升，12月份猪肉价格上行幅度下降，腊肉制作行情结束，生猪出栏量仍然较大，1月份年猪需求会带动猪肉价格上行。

图4: 母猪存栏增速(%)



资料来源: 统计局, 中国银河证券研究院整理

图5: 三轮猪周期生猪价格对比(元/公斤)

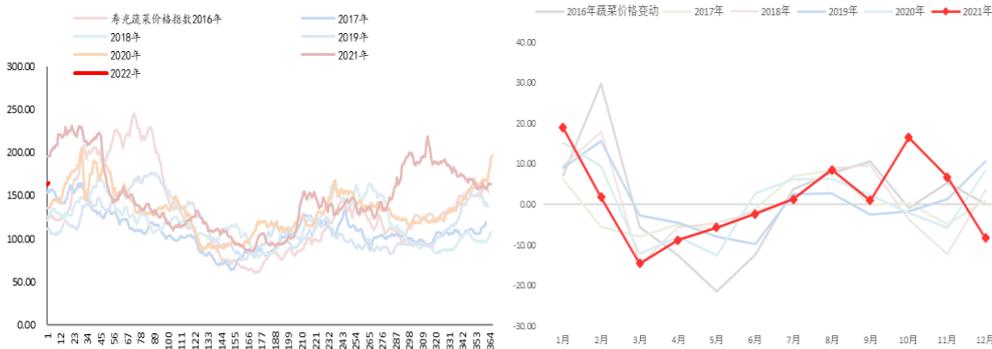


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

蔬菜价格受天气影响较大。12月份整体天气晴好，摆脱了11月冷空气影响，上市期的蔬菜出产量平稳，菜价回落。1月份天气仍然保持平稳，1月份蔬菜价格随着春节到来缓慢回升，但是预计上涨幅度与历史走势持平。

图6: 蔬菜价格指数回落(%)

图7: 月度蔬菜价格变动(%)



资料来源：寿光蔬菜网，中国银河证券研究院整理 资料来源：统计局，中国银河证券研究院整理

三、通胀全年温和

12月份CPI环比走低，主要是食品价格和原油价格下行带来。12月份天气晴好，前期大幅上行的蔬菜价格回落，生猪出栏仍然较多，但需求有所回落，猪肉价格仅有小幅上行。12月份原油、煤炭价格大幅下滑，但上游原材料上涨以及波及下游。12月份核心CPI环比和同比保持平稳，仍然处于较低的水平。

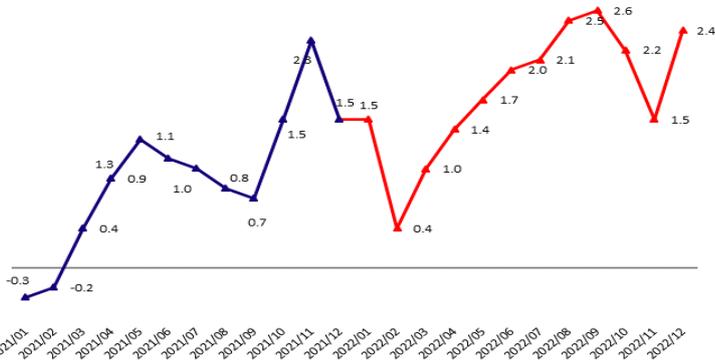
由于我国消费恢复速度较慢，同时人员工资增速缓慢，我国通胀仍然处于较低的水平。上中游原材料价格的上行以及人工成本的缓慢上行推动了CPI平稳上行，我国CPI水平会在2022年温和上行，但仍然不会引起货币政策变化。

工业品价格有所回落，工业品价格向消费品传导仍然有困难，消费者很难接受价格上行。12月份家用电器和服务价格小幅上行，这是上游价格传导的结果，但其持续上升的概率不大。12月份开始上中游原材料价格大幅下行，但能耗双控和碳中和大目标不变，居民生活成本会被缓慢推高。最顺畅的房地产-房租链条变动不大，房地产价格暂时的稳定有助于稳定通胀水平。

我国未来经济面临的主要问题是有效需求不足，这是我国转型经济的主要问题。扩大有效需求需要解决分配的问题，也就是减少全社会贫富分化，这仍然需要时间。新经济带来的新需求也需要时间发酵，在我国有效需求未恢复之前，CPI全面上行概率很小，预计在未来2-3年左右CPI可能低位运行。

2022年1月份翘尾影响0.5%，预计新涨价因素上行，CPI同比增速约在1.4%左右。预计2022年全年CPI增速1.9%，2022年3-4季度CPI突破2%。

图8：2021-2022年CPI预测(%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

四、PPI 未来逐步回落

工业生产者价格 (PPI) 同比涨幅缩小, 生产资料环比回落。12 月份全国工业生产者出厂价格 (PPI) 同比 10.3%, 环比回落 1.2%。2021 年翘尾水平预计达到 7.0%, 上游能源上涨得到控制, PPI 继续回落。2021 年 PPI 水平 8.1%, 达到历史高点。

12 月份 PPI 环比下滑, 黑色产业链商品出厂价格回落, 原油价格走低, 其产业链相关产品价格回落: (1) 国际原油价格下行带动国内石油及相关产业价格回落; 新冠变种病毒传播打击了市场的信心, 布伦特和 WTI 原油期货价格 12 月份分别下行 8.0% 和 9.4%; 石油开采业价格下行 6.9%, 化学原料和化学制品制造业价格下行 2.1%, 石油、煤炭及其他燃料加工业产品价格下行 6.3%; (2) 我国煤炭价格已经受到控制, 12 月份期货价格仍然回落, 市场交易价格走低; 煤炭开采和洗选业价格下行 8.3%, 黑色金属采矿业下行 8.7%, 黑色金属冶炼下行 4.4%; (3) 我国个别行业仍然处于限产, 非金属矿采选业上行 0.9%; (4) 消费类行业稍有回升, 食品制造业上行 0.7%。

1 月份基数水平继续下行, 环比虽然可能回稳, 但我国 PPI 持续回落: (1) 带动 PPI 快速下行的能源价格反弹。1 月份以动力煤为首的能源价格震荡筑底, 但原油价格有所反弹, 通胀压力仍然继续减轻, 企业生产得以缓慢恢复; (2) 物流阻塞得到缓解, 以反应大宗商品运输为

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_36222



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn