

PPI 与 CPI 同比携手下行 国内终端需求仍然偏弱

通胀数据点评 专题报告

2022/02/16

摘要:

根据国家统计局披露数据,1月份全国居民消费价格(CPI)同比上涨0.9%(预期1.07%),较上月回落0.6个百分点,不包括食品和能源在内的核心CPI同比录得1.2%,同比增速与上月持平。1月份全国居民消费价格环比增速为0.4%,环比增速较上月抬升0.7个百分点后实现由负转正。1月份,全国工业生产者出厂价格同比上涨9.1%,同比增速较上月回落1.2个百分点,全国工业生产者出厂价格环比下降0.2%,环比价格降幅较上月收窄1.0个百分点,整体呈现出同比增速持续回落但是环比价格降幅收窄的分化格局。

尽管CPI同比增速较大幅度低于市场预期同时核心CPI数据也再度反映出国内终端需求释放进度始终偏慢,但是PPI与CPI剪刀差仍然处于持续收敛状态,有助于中下游端产业利润得到修复;对CPI后期研判,我们认为新一轮猪周期的开启或在年中才能实现,年内CPI通胀或将维持温和状态;对PPI后期研判,虽然从去年12月份开始大宗商品价格再度呈现出趋势性反弹格局并且南华商品指数在2月突破去年10月份前高水平,这在一定程度上为年内PPI走势研判形成了一定程度干扰,但是我们仍然维持原有判断,认为年内大宗商品价格会在流动性收紧以及供需矛盾缓和背景下出现回落,只不过中间过程或将存在波折、结构上会出现分化。

整体来看,疫情之后中美经济周期明显错位,年内中美货币政策背离趋势仍将持续,同时当下国内通胀水平以及人民币汇率水平也不会对稳增长背景下的宽松货币政策形成掣肘,继央行在1月份量价齐宽释放流动性之后2月份选择增量平价续作MLF同样再次稳定了国内流动性宽松预期,伴随中美利差持续收窄以及美联储加快加息以及缩表节奏,我们认为后续国内货币政策持续宽松窗口期明显收窄,但是仍然不能排除进一步降准降息的可能性。

投资咨询资格号:证监许可[2012]112

张月

宏观与金融期货

期货从业资格:F03087913

投资咨询资格:Z0016584

移动电话:13472807758

联系人:孔天赐

联系电话:0531-81678626

电子邮箱:xyy175729@aliyun.com

公司网址:www.luzhengqh.com

鲁证研究公众号:lzqhys



鲁证期货公众号:lzqhfw



一、CPI 同比数据再度回落，核心 CPI 显示国内需求仍然偏弱

根据国家统计局披露数据，1 月份全国居民消费价格（CPI）同比上涨 0.9%（预期 1.07%），较上月回落 0.6 个百分点，其中食品价格当月同比下降 3.8%，同比价格降幅较上月扩大 2.6 个百分点，非食品商品价格当月同比上涨 2.0%，同比增速较上月回落 0.1 个百分点，不包括食品和能源在内的核心 CPI 同比录得 1.2%，同比增速与上月持平；1 月份全国居民消费价格环比增速为 0.4%，环比增速较上月抬升 0.7 个百分点后实现由负转正，其中食品价格环比上涨 1.4%，较上月大幅抬升 2.0 个百分点，非食品价格环比上涨 0.2%，较上月提升 0.4 个百分点。

同比来看，在食品烟酒、衣着、居住、生活用品及服务、交通和通信、教育文化和娱乐、医疗保健、其他用品和服务等八类商品分项价格同比数据中，食品烟酒类价格同比下降 1.8%，较上月同比数据收窄 1.7 个百分点，其中畜肉类商品尤其是猪肉商品对 CPI 的下拉效应最为明显，畜肉类价格同比下降 25.6%，猪肉价格同比下降 41.6%，拉动 CPI 下行约 0.96 个百分点。除食品烟酒外，剩余其他七个分项中六项同比上涨，其中正向拉动 CPI 的主要贡献项目为交通和通信、教育文化和娱乐，其价格同比分别上涨 5.2%和 2.9%，而其他用品和服务价格同比下跌 0.1%。因此，食品项尤其是其中猪肉价格仍然是拖累 CPI 同比增速的最主要项目。

环比来看，1 月份 CPI 价格环比上涨 0.4%，明显弱于历史季节性表现，八分项商品中食品烟酒、交通和通信、其他用品和服务、教育文化和娱乐、医疗保健五个类别商品价格分别环比上涨 1.1%、1.1%、0.9%、0.2%和 0.1%，衣着、生活用品及服务两个类别商品价格分别环比回落 0.5%和 0.1%，而居住类商品价格环比增速为 0。

分析当月数据，一方面，1 月份 CPI 同比增速的不及预期很大程度上仍是受猪肉价格拖累，尽管国家通过收储以及预期管理一定程度上缓和了市场对猪肉价格持续下跌的悲观预期，但是当前生猪存栏仍然处于高位且春节前猪肉出栏积极性提高导致生猪供应充足，猪肉价格最终未能有效触底反弹；另一方面，1 月份不包括食品和能源在内的核心 CPI 同比增速已经连续三月维持 1.2%水平，这在很大程度上反映出国内终端需求仍然偏弱的客观现实在疫情干扰以及居民收入未有效提高背景下始终没有出现明显改善，同时这也在一定程度上解释了传统春节效应下当月 CPI 环比增速明显弱于历史季节性表现的情况。

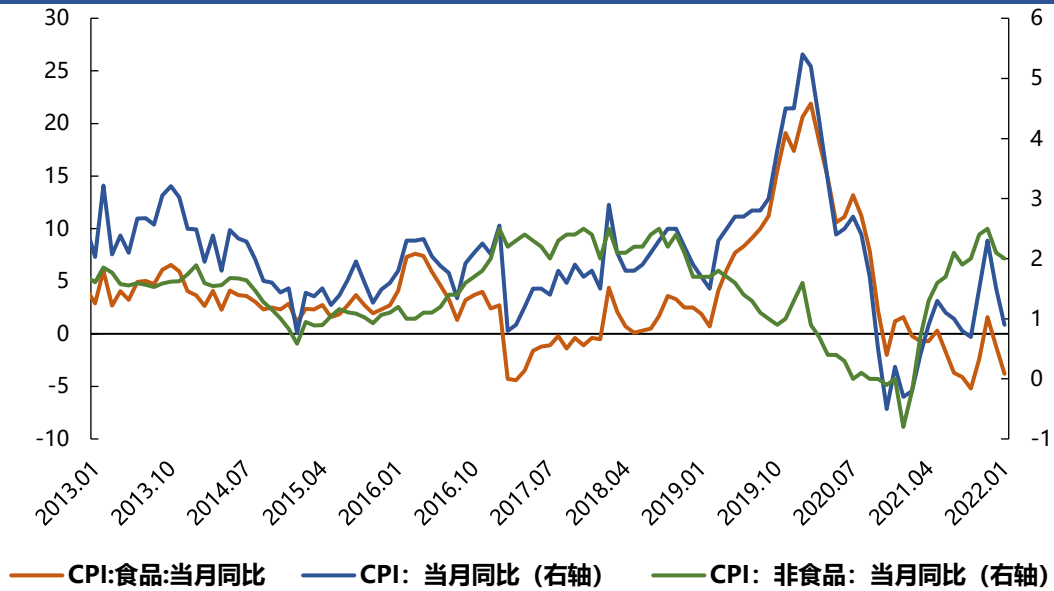
向前看，在不大幅调整 CPI 分项权重背景下猪肉价格仍将是影响年内 CPI 走势的关键性因素，参考券商机构对猪周期统计规律、生猪产业前瞻性指标能繁母猪存栏、养殖利润、国家收储进度等相关影响因素的分析，我们预期新一轮“猪周期”的开启或将在今年年中，那么年内猪肉价格不会导致 CPI 快速走高，国内 CPI 通胀或将维持温和状态。

表 1：CPI 分项数据概览（%）

	CPI:当月同比	CPI:食品:当月同比	CPI:非食品:当月同比	核心CPI:当月同比	CPI:消费品:当月同比	CPI:服务:当月同比	CPI:环比	CPI:食品:环比	CPI:非食品:环比	核心CPI:环比
2021.10	1.50	-2.40	2.40	1.30	1.60	1.40	0.70	1.70	0.40	0.10
2021.11	2.30	1.60	2.50	1.20	2.90	1.50	0.40	2.40	0.00	-0.20
2021.12	1.50	-1.20	2.10	1.20	1.50	1.50	-0.30	-0.60	-0.20	0.00
2022.01	0.90	-3.80	2.00	1.20	0.40	1.70	0.40	1.40	0.20	0.10
最近两月变化	↓ -0.60	↓ -2.60	↓ -0.10	→ 0.00	↓ -1.10	↑ 0.20	↑ 0.70	↑ 2.00	↑ 0.40	↑ 0.10

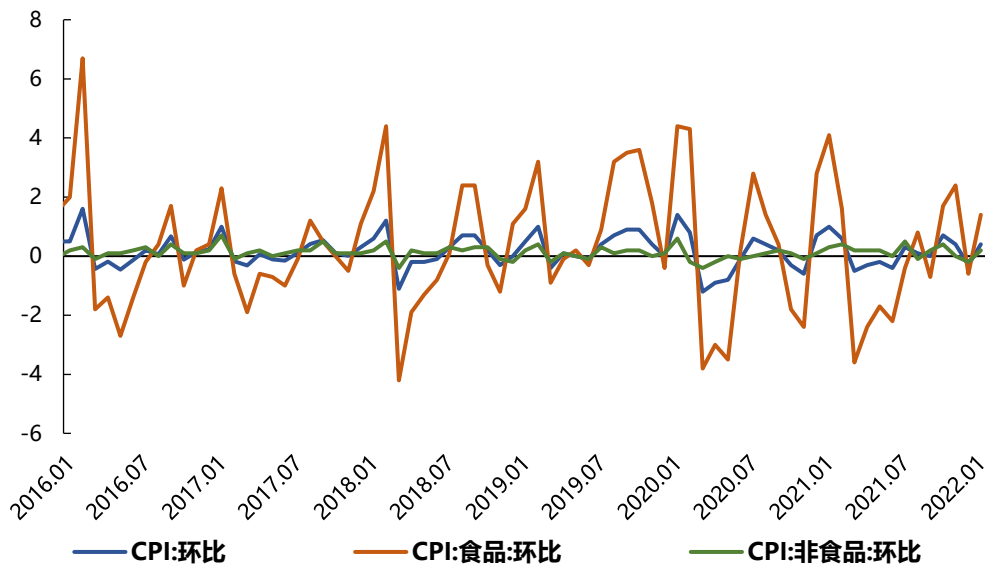
数据来源：WIND 鲁证期货研究所整理

图 1：1 月份 CPI 同比再度回落（%）



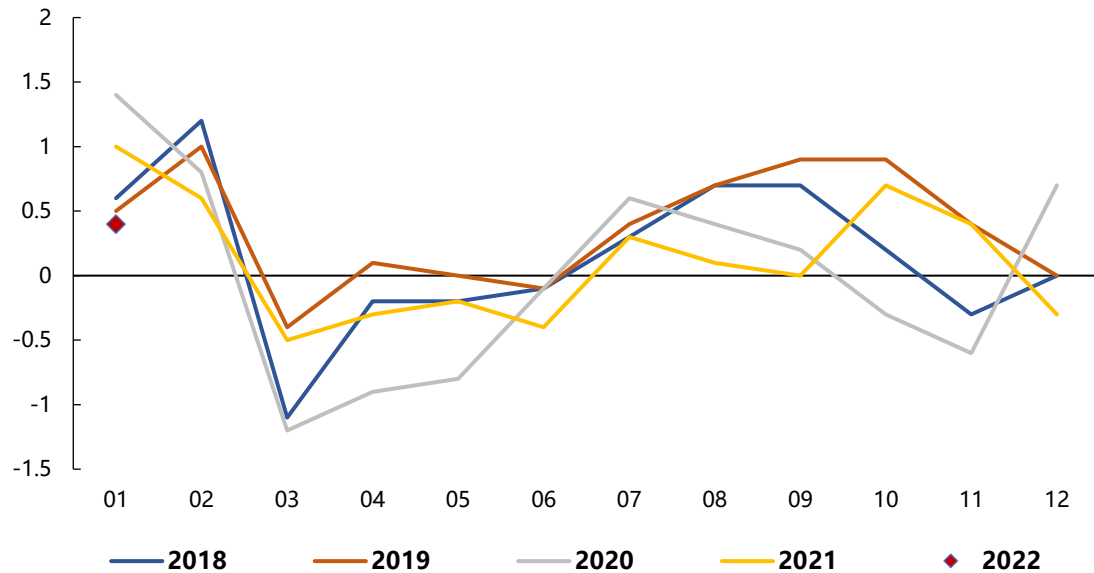
数据来源：WIND 鲁证期货研究所整理

图 2：1 月份食品与非食品价格均环比上涨（%）



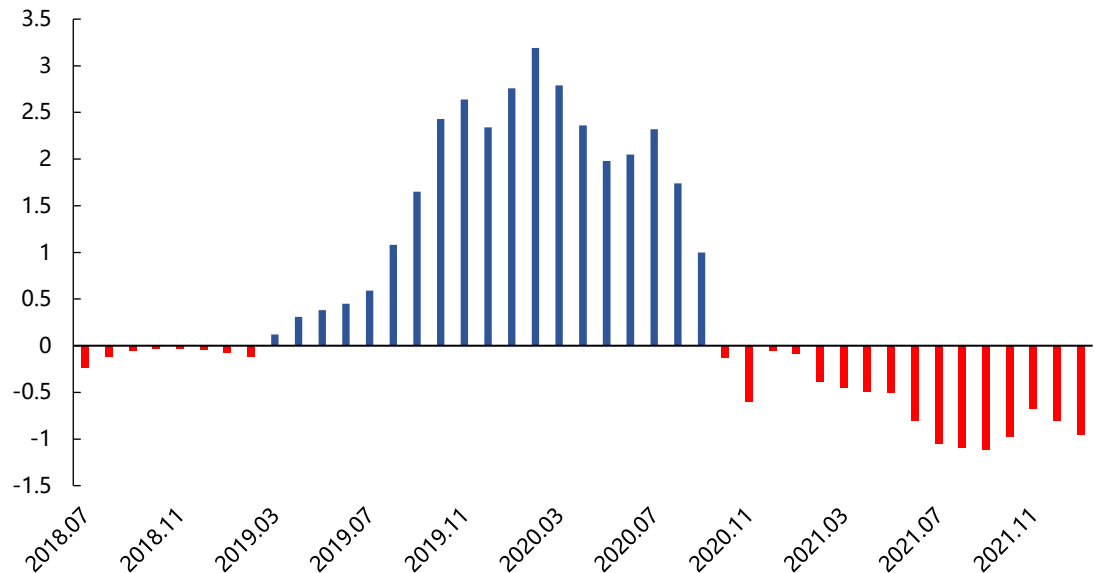
数据来源：WIND 鲁证期货研究所整理

图 3：1 月份 CPI 环比弱于季节性表现（%）



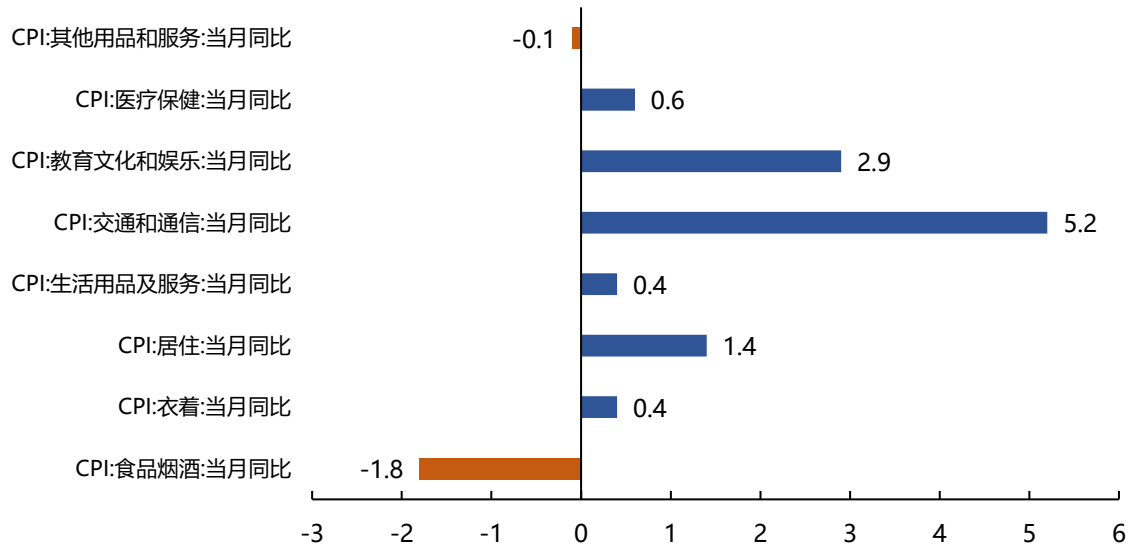
数据来源: WIND 鲁证期货研究所整理

图 4: 对 CPI 同比拉动: 食品: 畜肉类: 猪肉 (%)



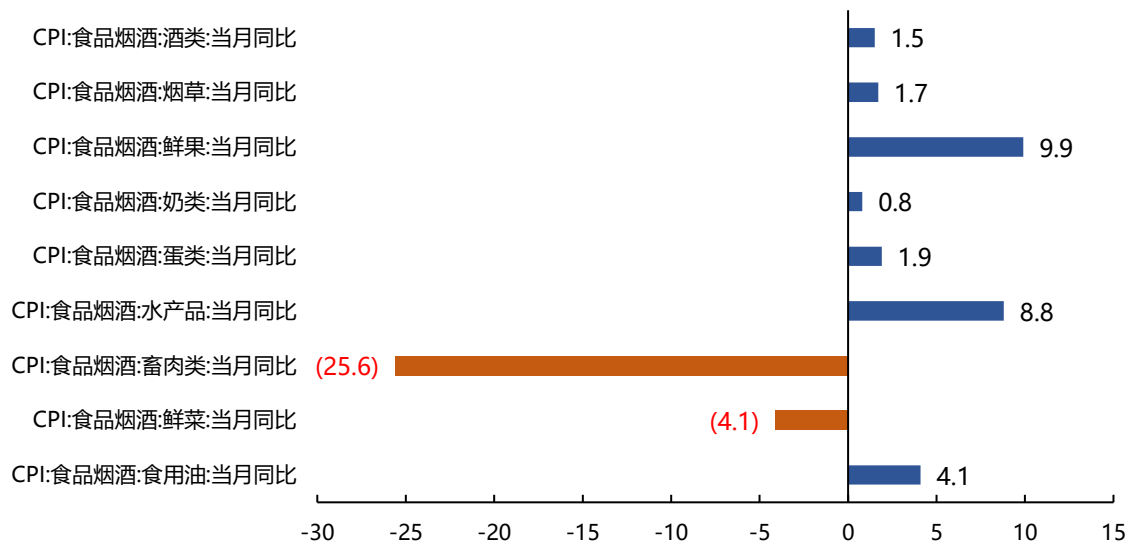
数据来源: WIND 鲁证期货研究所整理

图 5: CPI 八分项当月同比 (2022 年 1 月份, %)



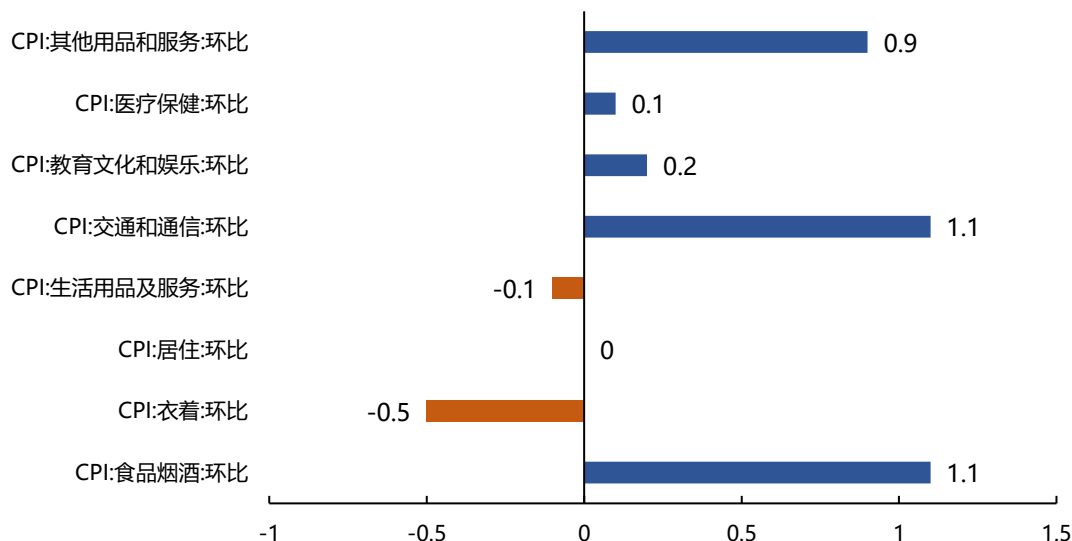
数据来源：WIND 鲁证期货研究所整理

图 6：CPI：食品烟酒各分项价格同比（2022 年 1 月份，%）



数据来源：WIND 鲁证期货研究所整理

图 7：CPI 八分项价格环比（2022 年 1 月份，%）



数据来源：WIND 鲁证期货研究所整理

二、PPI 同比数据持续回落，PPI 价格环比降幅明显收窄

根据国家统计局披露数据，1 月份，全国工业生产者出厂价格同比上涨 9.1%，同比增速较上月回落 1.2 个百分点，全国工业生产者出厂价格环比下降 0.2%，环比价格降幅较上月收窄 1.0 个百分点，整体呈现出同比增速持续回落但是环比价格降幅收窄的分化格局。

1 月份当月同比数据来看，在 PPI 两大分项生产资料和生活资料中，生产资料价格同比上涨 11.8%，同比增速较上月回落 1.6 个百分点，对 PPI 整体上行拉动 8.9 个百分点，为绝对贡献项目，而生活资料价格同比上涨 0.8%，同比增速较上月回落 0.2 个百分点。环比来看，在 PPI 两大分项生产资料和生活资料中，生产资料价格环比下降 0.2%，其中采掘、原材料以及加工工业价格环比增速分别为-1.3%、0.6%和-0.5%，环比增速较上月分别抬升 5.5、2.3 和 0.4 个百分点；生活资料价格环比持平，环比增速与上月相比不变，其中衣着、食品、一般日用品和耐用消费品价格环比增速分别为 0.2%、-0.1%、0.1%和 0.2%，环比增速分别较上月抬升 0.5 个百分点、下降 0.2 个百分点、持平和抬升 0.3 个百分点。

从细分工业品商品价格同比数据来看，在大类工业部门行业中，价格同比增速靠前的四大行业分别是煤炭开采和洗选业、石油和天然气开采业、有色金属矿采选业和非金属矿采选业，主要产品价格同比增速分别为 51.3%、38.2%、11.1%和 7%，同比增速分别较上月回落 15.5、7.4、1.2 和 0.1 个百分点。同时受国家集中性出台动力煤价格窗口指导政策影响，黑色金属矿采选业价格同比增速继 12 月份已经转负之后持续回落 3.6 个百分点至-6.2%。相较于 PPI 同比增速的持续回落，我们认为 PPI 价格环比降幅的明显收窄更加值得我们关注，在大类工业部门行业中，黑色金属矿采选业、石油和天然气开采业价格环比增速分别较上月抬升 9.5 和 9.7 个百分点至 2.6%和 1.0%（环比价格由下降转为上升），同时煤炭开采和洗选业价格环比降幅大幅收窄 4.8 个百分点至 3.5%而有色金属矿采选业产品价格环比增速较上月抬升 0.2 个百分点至 0.7%，可以发现 PPI 生产资料中采掘和原材料价格环比降幅的收窄也有大宗商品期货以及现货盘面的走势相一致。

客观来看，尽管在国内政策层面对黑色商品价格进行窗口指导背景下采掘以及原材料价格在去年 10 月到 11 月期间出现了明显回落，但是自 12 月份开始大宗商品价格再都呈现出趋势性反弹格局，一定程度上这一波大宗商品价格的反弹与四季度以来美联储频繁释放收紧货币政策预期、美元指数震荡偏强、美债收益率持续上行以及国内经济基本面持续回落等宏观层面的逻辑存在一定背离，更多的是受到疫情、天气以及地缘政治层面的情绪扰动影响。不可否认的是近期大宗商品价格反弹的持续性对年内判断 PPI 走势产生了一定程度的干扰，在我们的逻辑框架之内确实没有预期到南华商品指数在 2 月份能够成功突破去年 10 月份的高点，当下也很难判断国际原油价格能否顺利过顶，但是客观分析下来我们仍然维持之前对 PPI 走势的研判，认为年内大宗商品价格会在美联储开启加息以及缩表通道、疫情对全球商品供给干扰减弱、过度财政刺激政策退出之后需求回落等流动性以及供需基本面逻辑支撑下会出现回落，只不过大宗商品价格的回落过程或将是缓慢曲折的，同时结构上也是分化的，然而 PPI 同比增速的回落趋势或不会发生确定性的逆转。

表 2：PPI 分项数据概览 (%)

	PPI:全部工业品:当月同比	PPI:生产资料:当月同比	PPI:生活资料:当月同比	PPI:全部工业品:环比	PPI:生产资料:环比	PPI:生活资料:环比	PPI:煤炭开采和洗选业:当月同比	PPI:石油和天然气开采业:当月同比	PPI:石油、煤炭及其他燃料加工业:当月同比	PPI:黑色金属矿采选业:当月同比
2021.10	13.50	17.90	0.60	2.50	3.30	0.10	103.7	59.7	53	17.2
2021.11	12.90	17.00	1.00	0.00	-0.10	0.40	88.8	68.5	53.1	9.5
2021.12	10.30	13.40	1.00	-1.20	-1.60	0.00	66.8	45.6	36.4	-2.6
2022.01	9.10	11.80	0.80	-0.20	-0.20	0.00	51.3	38.2	30.1	-6.2
最近两月变化	↓ -1.20	↓ -1.60	↓ -0.20	↑ 1.00	↑ 1.40	⇒ 0.00	↓ -15.50	↓ -7.40	↓ -6.30	↓ -3.60

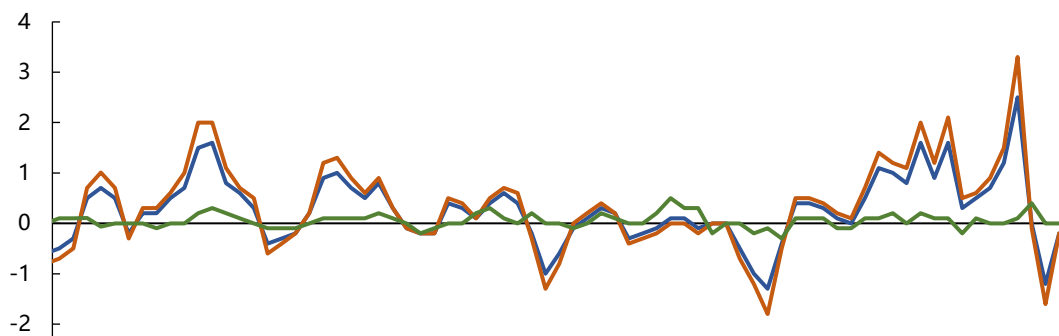
数据来源：WIND 鲁证期货研究所整理

图 8：PPI 同比持续回落 (%)



数据来源：WIND 鲁证期货研究所整理

图 9：PPI 环比价格降幅收窄，主要驱动因素在于生产资料价格有所反弹 (%)



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_37781

