

11 月通胀点评

关注 PPI 向 CPI 的传导

11 月 CPI 同比增速较 10 月上升 0.8 个百分点，除了低基数影响，食品和能源是主要推动项；核心 CPI 同比增速仍保持平稳；短期内猪油共振、中期内 PPI 向 CPI 传导可能推动 CPI 在春节后同比增速持续上行，但 2022 年全年通知压力可控；PPI 同比增速回落主要是受保供稳价政策落实力度不断加大影响；关注生活资料价格环比增速上行的持续性。

- 11 月 CPI 环比增长 0.4%，同比增长 2.3%，核心 CPI 同比增长 1.2%，服务价格同比上升 1.5%，消费品价格同比上升 2.9%。
- 从同比看，食品价格同比由上月下降 2.4% 转为上涨 1.6%，影响 CPI 上涨约 0.30 个百分点，非食品价格上涨 2.5%，影响 CPI 上涨约 2.04 个百分点。
- **食品价格推动 CPI 快速走高。**短期来看，猪油共振是推动 CPI 同比增速上升的重要因素，叠加春节消费因素影响，预计食品价格对 CPI 的正贡献将持续。中期内则需要关注 PPI 同比上升对 CPI 的传导作用。我们认为 2022 年 CPI 春节后将呈逐步上行趋势，三季度可能触及甚至突破 3% 的政策目标。尽管全年 CPI 增速仍在 3% 以下，通胀压力总体可控，但需关注通胀预期变化对市场的影响。
- 11 月 PPI 环比持平，同比增长 12.9%，其中生产资料同比增长 17%，生活资料同比增长 1%。PPIRM 同比增长 17.4%，相较 10 月同比增速上升较多的是燃料动力、建筑材料、农副产品和纺织原料。随着保供稳价政策落实力度不断加大，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 涨幅有所回落。
- 调查的 40 个工业行业大类中，价格上涨的有 37 个，比上月增加 1 个，主要行业中，价格涨幅回落的有每天、钢铁、有色，涨幅扩大的有石油天然气、燃气、纺织、食品制造。
- **生活资料价格环比涨幅超预期。**11 月在保供稳价政策落实力度不断加大的情况下，工业原材料价格上升势头得到遏制，包括煤炭、钢铁、有色在内的价格都出现不同程度的环比回落。我们预计，2022 年 PPI 环比仍有上行空间，但同比增速将逐步回落，上半年维持高位震荡，下半年下行幅度更为明显。但 11 月生活资料价格环比上升 0.4%，自 2011 年有数据以来，仅 2011 年上半年和 2019 年 9 月出现过超过 0.4% 的当月环比涨幅，且食品、衣着、日用品价格都出现了比较明显的环比上涨，需要关注 PPI 向 CPI 价格的传导过程和传导幅度。
- **风险提示：全球通胀上行过快；流动性回流美债；全球新冠疫情影响扩大。**

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观及策略：宏观经济

证券分析师：张晓娇

xiaojiao.zhang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300514010002

证券分析师：朱启兵

(8610)66229359

qibing.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

CPI

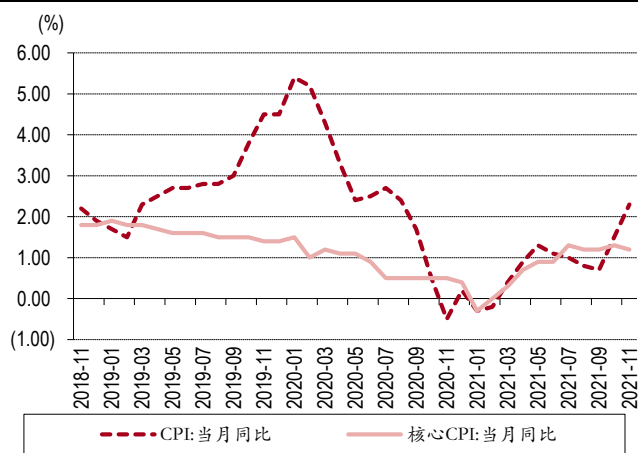
11月CPI同比增速走高。11月CPI环比增长0.4%，增速较10月下降0.3个百分点。从分项看，11月环比增速较高的是食品烟酒（1.6%）、衣着（0.3%）和交通通信（0.3%）；11月分项中较10月环比增速上升的仅有食品烟酒，环比增速下降较多的是生活用品及服务、交通通信、教育文化娱乐等。11月CPI同比增长2.3%，较10月增速上升0.8个百分点，核心CPI同比增长1.2%，较10月下降0.1个百分点，服务价格同比上升1.5%，较10月上升0.1个百分点，消费品价格同比上升2.9%，较10月同比增速上升1.3个百分点。从分项看，11月同比增速较高的还是交通通信（7.6%），其次是教育文化娱乐（3%）和居住（1.7%），食品烟酒同比增速大幅转正至1.7%，仅其他用品和服务价格同比下降，同比增速较10月上升较多的是食品烟酒，较10月同比增速下降的是生活用品和服务和其他用品和服务。在11月份2.3%的同比涨幅中，去年价格变动的翘尾影响约为0.6个百分点，比上月扩大0.4个百分点；新涨价影响约为1.7个百分点，比上月扩大0.4个百分点。

食品价格上行超预期。从环比看，11月食品价格环比上涨2.4%，涨幅比上月扩大0.7个百分点，影响CPI上涨约0.43个百分点；从同比看，食品价格同比由上月下降2.4%转为上涨1.6%，影响CPI上涨约0.30个百分点。11月食品价格的上涨有去年低基数的影响，也有季节性因素、成本上涨及散发疫情等共同影响，此外则主要是受季节性消费需求增长及短期肥猪供给偏紧等因素影响，猪肉价格环比由降转涨，但食品价格内部也有分化，各地多措并举保障“菜篮子”供应，随着蔬菜上市量逐渐增加，鲜菜价格环比涨幅比上月大幅回落。预计春节前后，食品消费需求旺盛和猪肉价格波动仍将是主导CPI的主要因素。

核心CPI增速保持稳定。从环比看，11月非食品价格由上月上涨0.4%转为持平；从同比看，非食品价格上涨2.5%，涨幅比上月扩大0.1个百分点，影响CPI上涨约2.04个百分点。非食品中，工业消费品价格环比涨幅有所回落，其中汽油、柴油和液化石油气价格均较10月有所回落，但同比涨幅继续扩大；服务价格环比由涨转降，其中受节后出行减少及疫情散发影响，飞机票、旅行社收费和宾馆住宿价格环比下降幅度较大。整体来看，相较于CPI同比增速上行，核心CPI同比增速维持稳定，表明通胀压力整体可控。

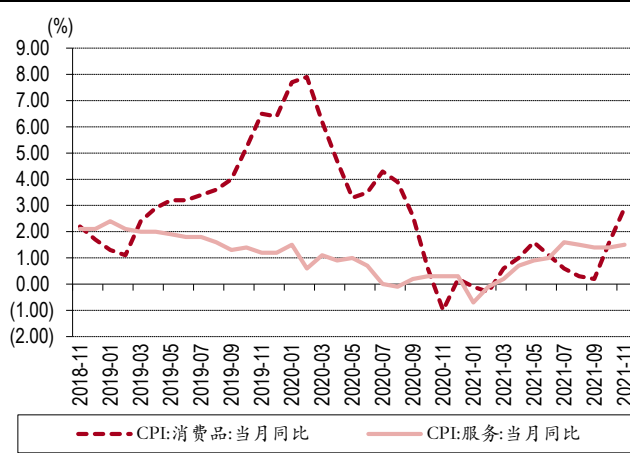
食品价格推动CPI快速走高。短期来看，猪油共振是推动CPI同比增速上升的重要因素，叠加春节消费因素影响，预计食品价格对CPI的正贡献将持续。中期内则需要关注PPI同比上升对CPI的传导作用。我们认为2022年CPI春节后将呈逐步上行趋势，三季度可能触及甚至突破3%的政策目标。尽管全年CPI增速仍在3%以下，通胀压力总体可控，但需关注通胀预期变化对市场的影响。

图表 1. CPI 和核心 CPI 同比走势



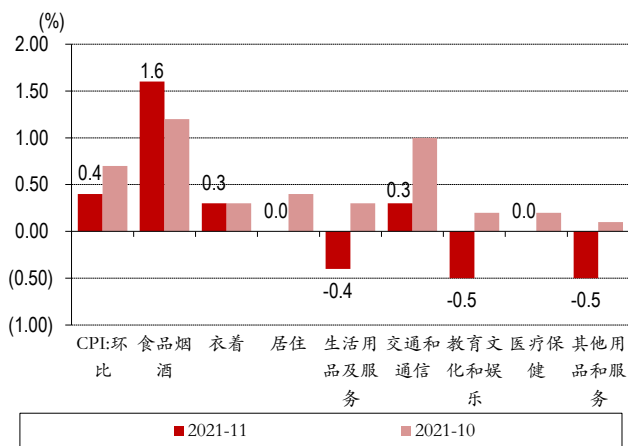
资料来源：万得，中银证券

图表 2. 消费品和服务 CPI 当月同比



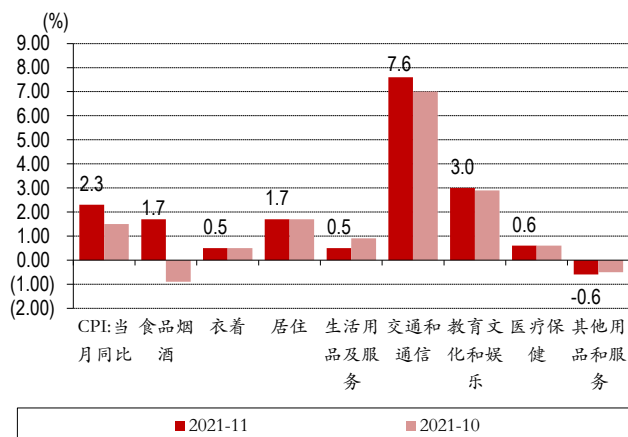
资料来源：万得，中银证券

图表 3. CPI 环比走势



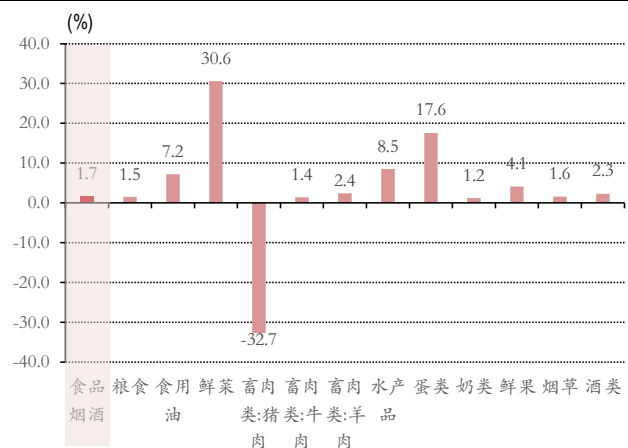
资料来源：万得，中银证券

图表 4. CPI 同比走势



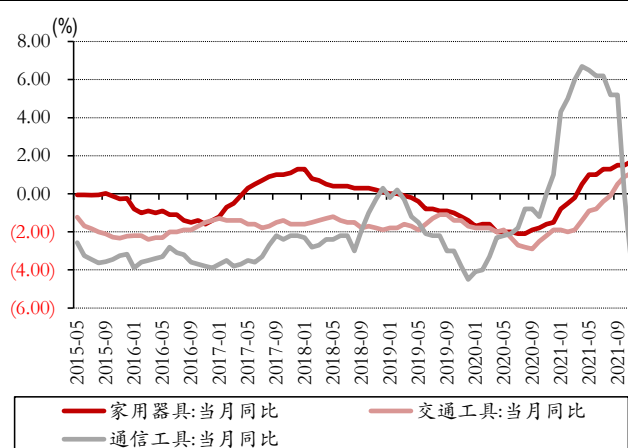
资料来源：万得，中银证券

图表 5. 食品价格分化



资料来源：万得，中银证券

图表 6. 耐用消费品价格有上行趋势



资料来源：万得，中银证券

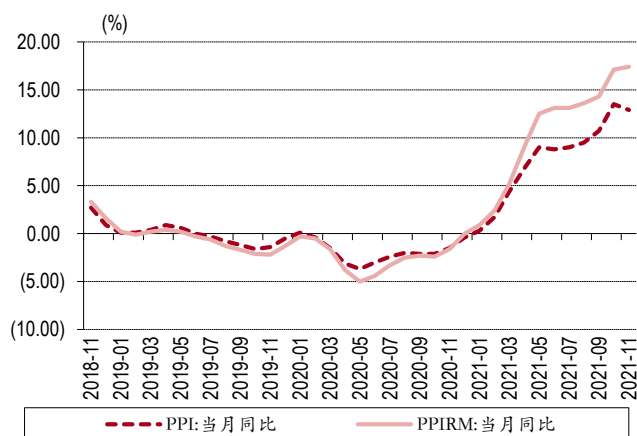
PPI

PPI 同比增速大超预期。11 月 PPI 环比持平，其中生产资料环比下降 0.1%，生活资料环比增长 0.4%。11 月 PPI 同比增长 12.9%，较 10 月下降 0.6 个百分点，其中生产资料同比增长 17%，较 10 月下降 0.9 个百分点，生活资料同比增长 1%，较 10 月上升 0.4 个百分点。PPIRM 同比增长 17.4%，较 10 月上升 0.3 个百分点，从构成来看，11 月同比增速较高的产品分别是燃料动力（43.8%）、化工原料（25.1%）、有色金属（24.7%）、黑色金属（19.4%）、建筑材料（14.8%），相较 10 月同比增速上升较多的是燃料动力、建筑材料、农副产品和纺织原料，分别上升了 3.1 个百分点、1.3 个百分点、1.2 个百分点和 1.1 个百分点，同比增速较 10 月下降的是黑色金属（下降 3.2 个百分点）、有色金属（下降 1.1 个百分点）和其他工业原材料及半成品（下降 0.2 个百分点）。

国际能源价格高，国内高耗能产品价格涨。11 月生产资料价格中，采掘业环比下降 2.1%，原材料业环比 0.9%，加工业环比下降 0.3%。11 月份，随着保供稳价政策落实力度不断加大，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 涨幅有所回落。从环比看，多部门联动遏制煤炭价格非理性上涨，煤炭产量和市场供应量持续增加，煤炭开采和洗选业价格和煤炭加工价格由上涨转为下降，金属行业保供稳价效果显现，黑色金属和有色金属价格由上涨转为下降；从同比看，调查的 40 个工业行业大类中，价格上涨的有 37 个，比上月增加 1 个，主要行业中，价格涨幅回落的有煤炭、钢铁、有色，涨幅扩大的有石油天然气、燃气、纺织、食品制造。在 11 月份 12.9% 的 PPI 同比涨幅中，去年价格变动的翘尾影响约为 1.2 个百分点，比上月减少 0.6 个百分点；新涨价影响约为 11.7 个百分点，与上月相同。

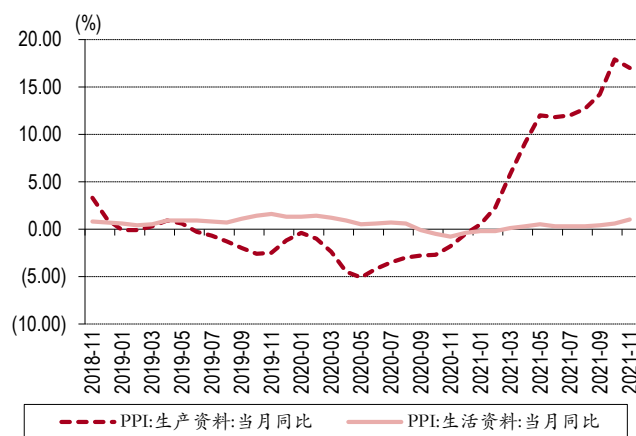
生活资料价格环比涨幅超预期。11月在保供稳价政策落实力度不断加大的情况下，工业原材料价格上升势头得到遏制，包括煤炭、钢铁、有色在内的价格都出现不同程度的环比回落。我们预计，2022年PPI环比仍有上行空间，但同比增速将逐步回落，上半年维持高位震荡，下半年下行幅度更为明显。但11月生活资料价格环比上升0.4%，自2011年有数据以来，仅2011年上半年和2019年9月出现过超过0.4%的当月环比涨幅，且食品、衣着、日用品价格都出现了比较明显的环比上涨，需要关注PPI向CPI价格的传导过程和传导幅度。

图表 7. PPI 和 PPIRM 当月同比增长



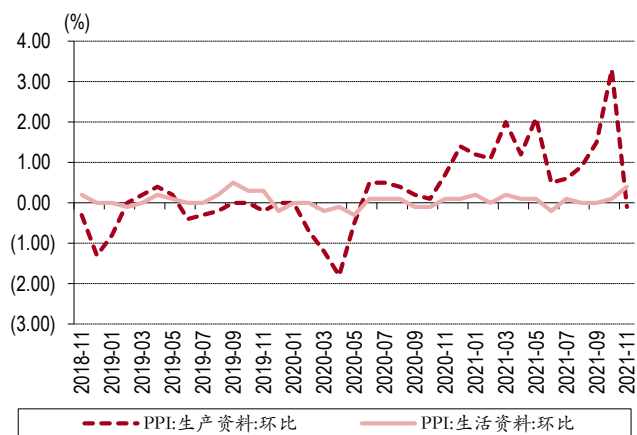
资料来源：万得，中银证券

图表 8. PPI 生产资料和生活资料当月同比走势



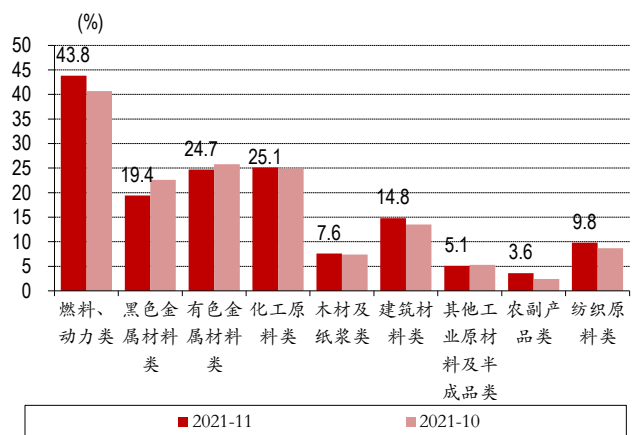
资料来源：万得，中银证券

图表 9. PPI 生产资料和生活资料环比走势



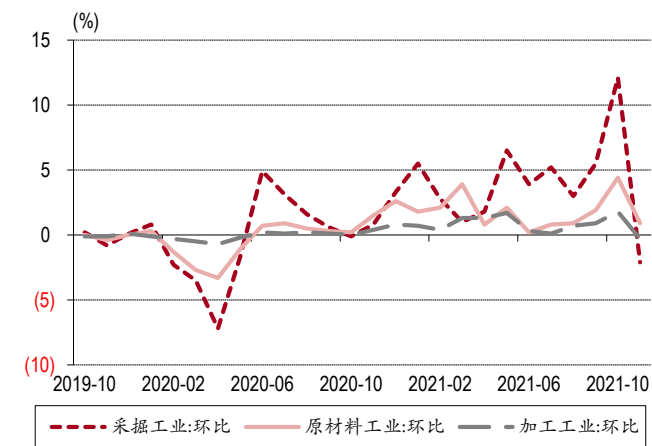
资料来源：万得，中银证券

图表 10. PPIRM 构成当月同比



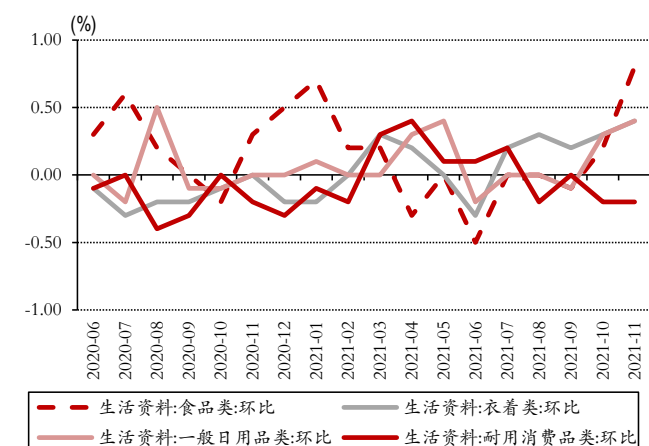
资料来源：万得，中银证券

图表 11. 生产资料价格环比回落



资料来源：万得，中银证券

图表 12. 生活资料价格环比明显上升



资料来源：万得，中银证券

风险提示：全球通胀上行过快；流动性回流美债；全球新冠疫情影响扩大。

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_30848

