

## 11月PPI同比转入下行过程，后期CPI快速上涨风险不大

—— 2021年11月物价数据点评

首席宏观分析师 王青 高级分析师 冯琳

**事件：**据国家统计局数据，2021年11月CPI同比2.3%，前值1.5%，上年同期-0.5%；PPI同比12.9%，前值13.5%，上年同期-1.1%。

### 主要观点：

11月物价数据有两个关注点：首先是CPI涨幅连续两个月快速上行，这是否意味着PPI-CPI传导效应开始体现，后期存在CPI涨幅连续快速上行风险？其次是当月PPI涨幅见顶回落，接下来能否延续回落态势？

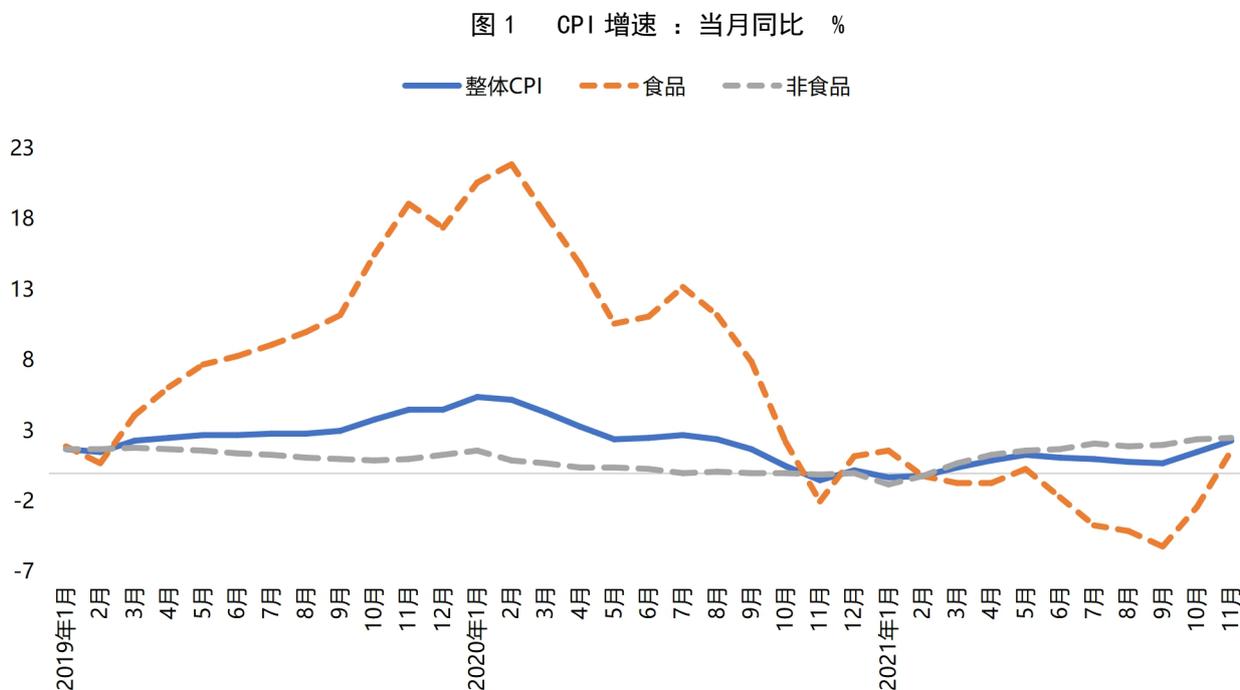
CPI方面，主要受上年同期价格基数大幅下沉，以及蔬菜价格涨幅扩大、猪肉价格降幅收窄带动食品价格同比由负转正影响，11月CPI同比连续第二个月较快反弹；非食品价格方面，11月同比涨幅微升至2.5%，创下逾三年新高，但这并不意味着PPI向CPI传导有加速迹象。主要原因有两个：一是当月核心CPI涨幅依然稳定偏低；二是除CPI中的能源消费价格上涨外，其它绝大多数商品价格继续处于低位波动状态。

11月PPI环比涨势明显减弱，主要原因是国内煤炭等黑色系商品价格大跌，以及疫情扰动下，国际油价偏弱震荡，再加上去年同期基数抬高，当月PPI同比涨幅也有所回落，但仍处历史高位附近。受能源和部分工业品价格下跌影响，11月生产资料PPI涨幅收敛，尤其是上游原材料工业PPI涨势大幅减弱，生活资料PPI涨势则在成本压力驱动下继续加快，当月生活资料与生产资料PPI之间的“剪刀差”有所收窄，不过豁口仍处于历史高位。

展望未来，伴随蔬菜价格涨势减弱，12月CPI同比有望回落至2.0%以下，后期CPI同比快速上扬、接近3.0%控制目标的风险不大。这意味着未来一段时间我国通胀形势将继续处于整体温和状态，不会对明年上半年货币政策边际向宽形成掣肘。PPI方面，12月PPI翘尾因素进一步减弱，加之近期油价下跌会对PPI构成拖累，预计12月PPI同比涨幅将继续下滑。明年国际大宗商品价格上冲势头不再，国内煤、钢价格趋于稳定，高基数影响下，PPI同比料逐级下行，年末将会出现同比负增长。

具体分析如下：

一、主要受上年同期价格基数大幅下沉，以及蔬菜价格涨幅扩大、猪肉价格降幅收窄带动食品价格同比由负转正影响，11月CPI同比连续第二个月较快反弹；当月PPI-CPI传导效应依然不明显。



数据来源:WIND, 东方金诚

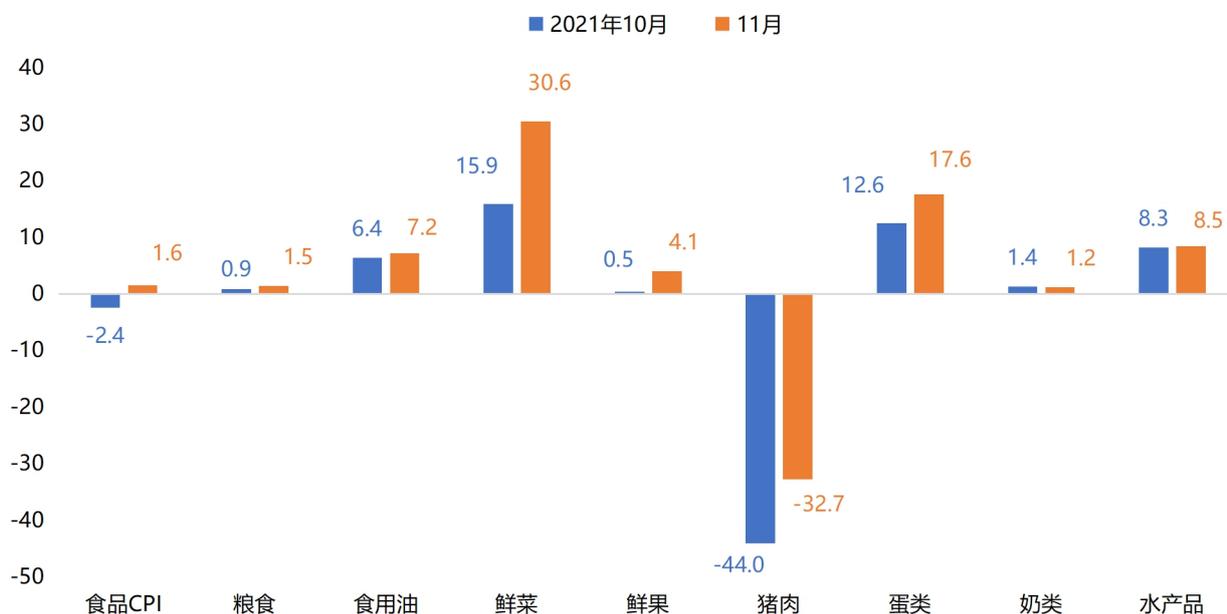
食品价格方面，11月蔬菜价格同比冲高最为引人关注，月内猪肉价格由降转升，带动食品价格同比由负转正。

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，同比由负转正，成为推高CPI涨幅的主要原因。当月猪肉价格环比由降转升，背后是收储、季节性消费需求增长及短期肥猪供给偏紧等因素综合作用。这也导致猪肉价格同比降幅明显收窄。另外，11月蔬菜上市量增加，鲜菜价格环比上涨6.8%，涨幅比上月大幅回落9.8个百分点。但受上年同期价格基数下沉影响，11月鲜菜价格同比跳涨。其他食品分项价格变化幅度相对较小，对食品CPI变化影响不大。

最后，11月粮食价格环比上涨0.7%，创近8年以来最高环比涨幅，同比涨幅也扩大0.6个百分点至1.5%，但整体仍处于偏低水平。2021年全国粮食总产量13657亿斤，比上年增加267亿斤，增长2.0%，全年粮食产量再创新高，连续7年保持在1.3万亿斤以上。这样来看，尽管近期海外谷物等农产品及食品价格出现较大幅度上涨，但在国内主粮供需平衡未发生明显变化，而且国内粮价普遍高于国际粮价的背景下，国内粮价持续走高的可能性不大。11月粮价环比上涨较快，不排除是一次性因素影响，持续性有待后

续观察。唯一例外的是食用油，由于我国大豆进口依赖度很高，11月食用油价格同比上涨7.2%，涨幅较上月有所扩大，已属明显偏高水平。

图2 食品类各分项CPI同比增速 %



数据来源:WIND, 东方金诚

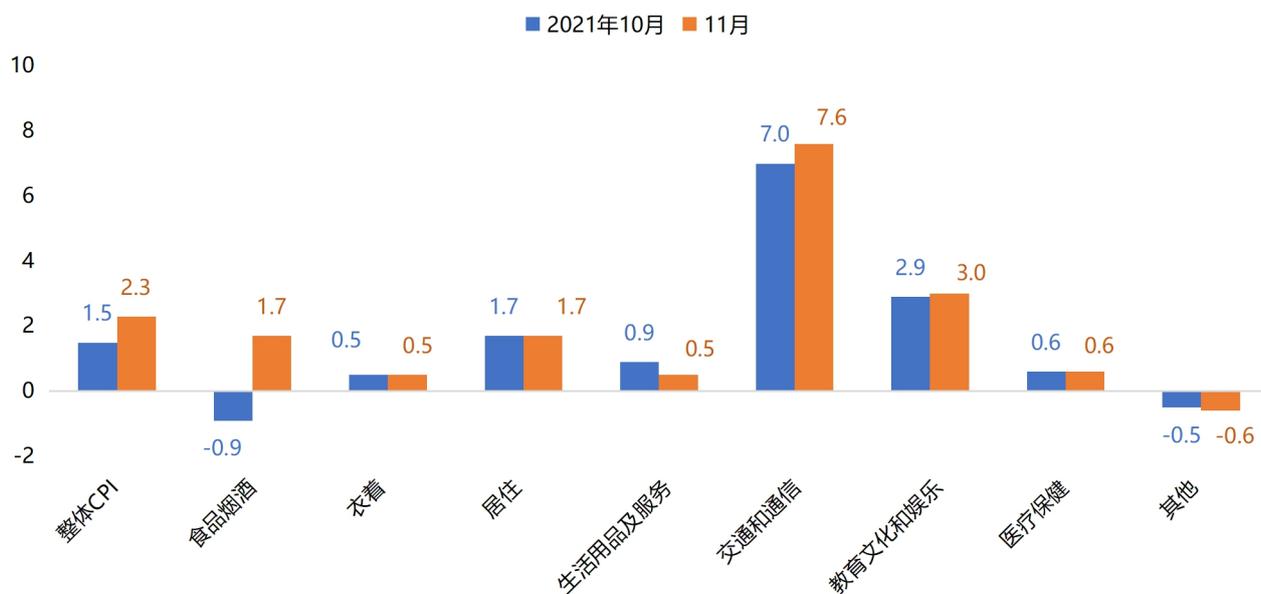
非食品价格方面，11月同比涨幅微升至2.5%，创下逾三年新高，但这并不意味着PPI向CPI传导有加速迹象。主要原因有两个：一是当月核心CPI涨幅依然稳定偏低；二是除CPI中的能源消费价格上涨外，其它绝大多数商品价格继续处于低位波动状态。

11月非食品价格同比涨幅较上月扩大0.1个百分点，创下39个月以来新高。由此，本月物价数据的一个焦点是，11月CPI涨幅扩大是否意味着PPI向CPI传导效应开始体现？仔细分析11月CPI涨幅结构可以看出，PPI高涨向CPI传导依然受阻，主要表现在两个方面：

首先，当月扣除食品和能源价格的核心CPI表现继续平稳，该数据11月为1.2%，较上月回落0.1个百分点，延续了下半年以来的平稳运行状态，且继续处于明显偏低水平。其次，从PPI向CPI的传导路径来看，当前PPI高涨仅对CPI中与能源消费有关的价格变化产生较大影响，这突出表现在CPI中的交通燃料价格和居住CPI中的水电燃料价格较快上涨方面：11月国际原油价格虽整体走跌，但国内成本油价格调整有所滞后，当月交通燃料价格环比仍上行，同比涨幅高达35.7%，较上月扩大4.3个百分点，直接带动CPI中的交通与通信价格同比涨幅扩大至7.6%；另外，当月居住CPI中的水电燃料价格同比上涨4.4%，也处于较高水平，这主要受煤炭燃气价格上涨带动，但涨幅比上月收窄0.1个百分点。

与此同时，其他工业消费品和服务消费价格涨幅继续维持此前的低位状态。这在传导效应较易体现的家用器具等价格变化上表现比较明显——11月家用器具价格环比下降0.3%，同比涨幅也仅为1.7%。这表明，在当前居民消费不振、消费品供应充足的背景下，尽管前期上游钢材、化工等原材料和工业品价格上涨明显，但下游企业很难提高终端产品价格。

图3 八类商品与服务CPI同比增速 %



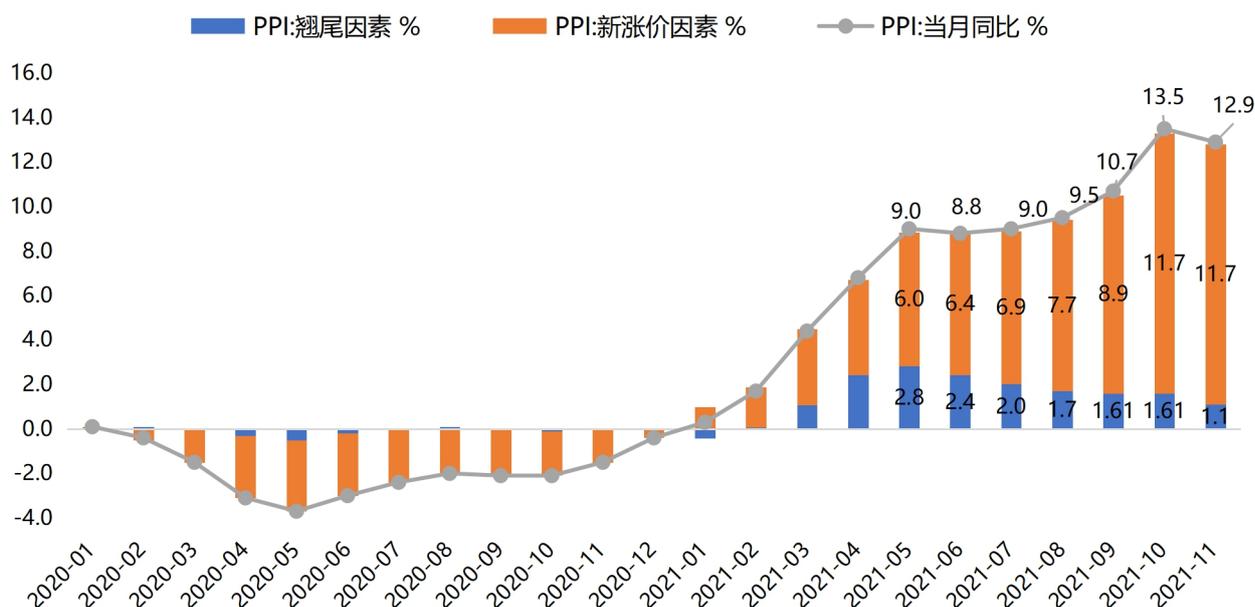
数据来源:WIND, 东方金诚

我们认为，PPI-CPI 传导受阻对宏观政策有两个影响：首先，这意味着物价因素对货币政策向稳增长方向微调不会有明显掣肘，12月全面降准及定向降息接踵落地就表明了这一点；其次，11月PPI-CPI剪刀差有所收窄，但仍处明显高位，意味着下游中小微企业经营困难仍未明显缓解，如果这种状况持续下去，最终将影响就业市场稳定。为此，接下来宏观政策对中小微企业的支持力度还将继续加码，这包括财政方面有可能推出新的减税降费组合，货币政策定向支持力度也会进一步加大——我们判断12月降准有可能不是本轮降准周期中的最后一次。

**二、11月PPI环比涨势明显减弱，主要原因是国内煤炭等黑色系商品价格大跌，以及疫情扰动下，国际油价偏弱震荡，加之去年同期基数抬高，当月PPI同比涨幅也有所回落，但仍处历史高位。**

11月PPI环比涨幅从上月的2.5%放缓至0.0%，同比涨幅也从上月的13.5%回落至12.9%，但仍处历史高位。从翘尾和新涨价因素来看，11月PPI新涨价因素持平上月于11.7%，新涨价动能依然很强，翘尾因素则较上月下降0.5个百分点至1.1%，因此，当月PPI同比涨幅下滑主要受翘尾因素拖累。

图4 11月翘尾因素减弱带动PPI同比涨幅高位回落

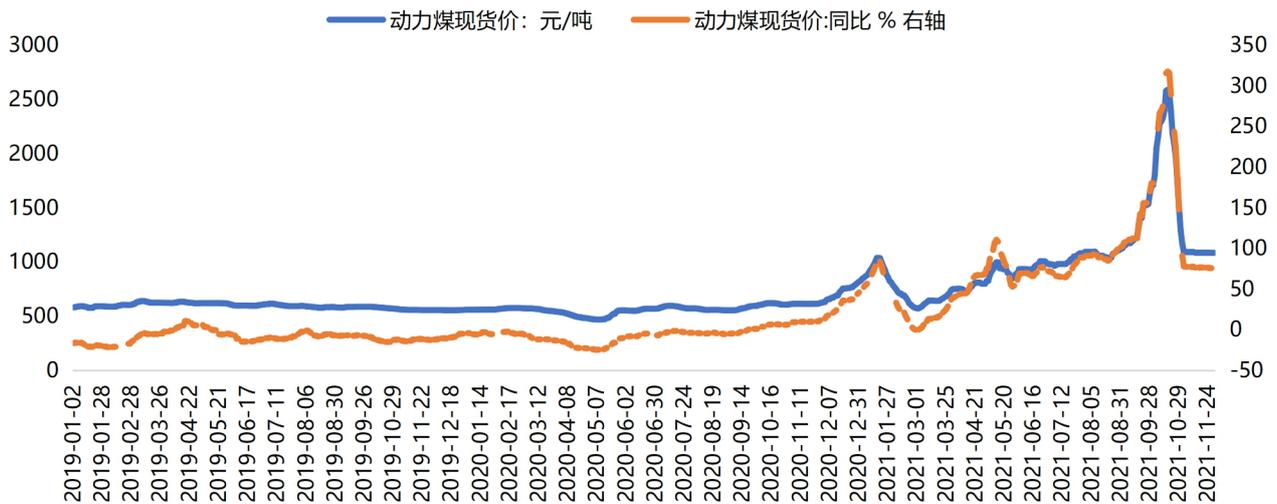


数据来源:WIND, 东方金诚

受能源和部分工业品价格下跌影响，11月生产资料PPI涨幅收敛，尤其是上游原材料工业PPI涨势大幅减弱，生活资料PPI涨势则在成本压力驱动下继续加快，当月生活资料与生产资料PPI之间的“剪刀差”有所收窄，不过豁口仍处于历史高位。

11月生产资料PPI自去年6月以来环比首度转跌，跌幅为0.1%，大幅弱于上月的上涨3.3%，加之去年同期基数走高，同比涨幅也从上月的17.9%回落至17.0%，这一走势符合预期。首先，保供稳价政策下，11月煤炭价格震荡收跌，当月动力煤现货价均值环比降幅达49.5%，同比涨幅较上月收窄175.9个百分点。同时，在煤炭价格暴跌引领下，10月中下旬以来，螺纹钢、铁矿石等其他黑色系商品，以及煤化工品种如甲醇、聚烯烃、乙二醇和有色金属铝、锌等耗电较大的工业品价格也出现较大幅度回调。其中，11月螺纹钢、铁矿石月均价环比均现两位数跌幅。其次，从国际来看，在全球疫情波动等因素扰动下，11月国际油价亦大幅下跌，当月布伦特原油现货价均值较上月下跌2.6%，同比涨幅较上月收敛17.3个百分点。因此，11月生产资料PPI涨势减弱主要受煤炭、原油等传统能源以及钢材、有色金属、煤化工等部分工业品价格大跌影响。这也反映于在生产资料各分项中，上游采掘工业PPI环比、同比涨幅下滑幅度最大，原材料工业次之，加工工业PPI涨幅回落幅度最小。

图5 11月国内动力煤价格大跌



数据来源:iFinD, 东方金诚

图6 11月国际油价整体走跌



数据来源:iFinD, 东方金诚

图7 生产资料各项PPI涨幅%

77

■ 2020-10 ■ 2020-11

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\\_30965](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_30965)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn