

宏观点评

上下游传导正在发生—兼评11月通胀

事件：11月CPI同比2.3%，预期2.5%，前值1.5%；PPI同比12.9%，预期12%，前值13.5%。核心观点：PPI、PPI-CPI剪刀差均见顶回落，CPI上、PPI下是明年基准情形，紧盯上下游传导。

1.CPI同比大幅扩大，主因成本上涨、天气因素以及低基数。分项看：食品项环比涨幅扩大，猪肉、鸡蛋由降转涨，鲜果涨幅扩大，鲜菜涨幅大幅回落。非食品项环比由上涨转为持平，其中能源产品价格涨幅回落；服务价格由升转降。11月CPI同比涨2.3%，涨幅较前值扩大0.8个百分点，其中翘尾、新涨价因素分别影响0.6、1.7个百分点；食品同比由下降2.4%转为上涨1.6%；非食品同比2.5%，涨幅扩大0.1个百分点；核心CPI同比回落0.1个百分点至1.2%。

>食品项环比涨幅扩大，明显强于季节性，重点农产品价格多数上涨，蔬菜价格涨幅明显回落。11月CPI食品分项环比涨幅扩大0.7个百分点至2.4%，显著高于2016-2019年同期（季节性）均值0.1%；重点农产品价格多数上涨，猪肉价格由降转升，环比升12.2%，主因天气转冷、腌腊灌肠需求提升以及短期肥猪供应偏紧；蔬菜价格环比下降9.8个百分点至6.8%，主因蔬菜保供政策发力、供给改善；由于天气、季节性等因素影响，鸡蛋、鲜果价格等均有所上涨。

>非食品项环比由上涨转为持平，符合季节规律。11月非食品项环比回落0.4个百分点至持平前值，符合季节性（2016-2019年同期均值为0.0%），其中工业消费品环比涨幅回落0.6个百分点至0.3%，能源产品价格回落是主要拖累，背后反应的是国际油价下跌的影响；服务价格环比由升转降，出行相关价格大幅回落，主要体现局部疫情反复、节后出行减少的扰动。

>核心CPI下降，后续关注工业品价格的传导（上游价格仍偏高）、疫情对服务价格的扰动。扣除食品和能源的核心CPI同比回落0.1个百分点至1.2%，环比则回落0.3个百分点至-0.2%。

2.PPI同比如期回落，但仍高于市场预期，环比由上涨转为持平，主因稳价保供政策发力，能源、原材料价格涨势收窄。其中：PPI大类行业环比分化，上游采掘、原材料、中游加工环比涨幅明显回落；中下游环比涨幅扩大；细分行业环比多数延续上行，煤炭、燃料加工、黑色、有色等能源、原材料涨幅明显收窄。11月PPI同比回落0.6个百分点至12.9%，其中翘尾、新涨价分别影响1.2、11.7个百分点；PPI环比较前值回落2.5个百分点至持平。

>分生产资料和生活资料看：生产资料向生活资料的传导有所凸显。生产资料环比前值下降3.4个百分点至-0.1%，主因煤炭、金属行业保供政策效果显现；生活资料环比涨幅扩大0.3个百分点至0.4%，为疫情以来最高单月涨幅，体现前期上游价格上涨可能正逐步向下游传导。

>分七大产业看：上游采掘、中游加工环比由升转降，原材料涨幅收窄，下游行业环比涨幅扩大。具体看，上游采掘、原材料、中游加工环比分别较前值回落14.2、3.5、2.1个百分点至-2.1%、0.9%、-0.3%；下游食品、衣着、日用品加工工业环比分别较前值回升0.6、0.1、0.1个百分点至0.8%、0.4%、0.4%；耐用消费品环比持平前值-0.2%。

>分40个工业行业看：细分行业多数仍然环比上涨，但边际上看，上下游分化加剧，上游煤炭、黑色、有色、化工、化纤等能源、原材料涨幅明显收窄，下游消费品制造价格涨幅多数扩大。1)煤炭大幅下跌。由于多部门联合出手干预，11月秦皇岛港Q5500动力煤价环比下跌47.4%，对应PPI煤炭采选行业环比增速较前值回落25个百分点至-4.9%。2)油价由涨转跌。11月由于美国投放原油战略储备、疫情反复等因素影响，布油价格由涨转跌，环比下跌3.5%，但PPI油气开采、燃料加工、化工、化纤分别环比上涨6.5%、1.7%、0.7%、0.4%，二者存在背离，主因在于PPI统计的基础数据来源于每月5日、20日调查企业反馈的数据，相关行业PPI尚未完全反应11月底的油价下跌。3)钢铁价格由涨转跌，铁矿石价格跌幅扩大。由于消费淡季、地产基建回落等因素影响，11月螺纹钢现货价格环比大幅下跌16.5%，带动PPI黑色金属冶炼环比增速较前值回落8.3个百分点至-4.8%；11月铁矿石环比跌幅扩大3.8个百分点至15.7%，但PPI黑色采矿业跌幅收窄2.6个百分点至6.3%，二者存在背离。4)天然气价格大幅上涨。11月国内天然气现货价环比涨幅扩大9.7个百分点至16.7%，带动PPI燃气生产行业供应环比扩大2.8个百分点至4.1%。5)交易电价浮动范围扩大政策效果进一步显现，电价涨幅明显扩大。电力热力环比涨幅扩大1.4个百分点至1.9%，显著强于季节性（2016-2019年同期均值为0.2%），主因市场交易电价上下浮动范围扩大之后多地公告上调上网电价。

3.展望：“CPI上、PPI下”是2022年基准情形，PPI-CPI剪刀差将继续收敛

>CPI：高频数据看，12月首周鸡蛋菜价环比转负，猪肉水果价格涨幅收窄，预计12月CPI食品分项可能持平或小幅趋降；非食品项上游价格偏高预计将继续向下游传导，但散点式疫情对服务消费的拖累。因此，预计12月CPI环比可能持平或小降，高基数之下12月同比增速也将趋降。

维持年度判断：2022年CPI可能震荡上行，高点可能突破3%，全年中枢2.4%左右。

>PPI：高频数据看，12月首周南华工业品指数环比下跌1.1%、CRB现货指数下跌1.7%，原油、煤炭、螺纹钢价格分别环比降10.8%、1.8%、16.5%。往后看，考虑到地产基建仍偏弱、冬季北方地区停工、保供政策持续发力，PPI环比可能转负，叠加基数上升，12月PPI可能明显回落。维持年度判断：2022年PPI同比整体趋降，Q4在高基数的拖累下可能转负，全年同比可能由2021年的8%左右回落至3.5%左右。

>PPI-CPI剪刀差：11月PPI-CPI剪刀差降至10.6个百分点（前值12个百分点），如期见顶回落。后续随着CPI趋升、PPI趋降，预计持续收敛。

4、后续提示四大关注：猪价、疫情扰动、PPI向CPI的传导、利润的上下游传导

>猪价：近期猪肉价格上涨主要是需求季节性回升+战略收储所致，预计春节之前猪肉价格可能仍将保持强势，但趋势性上行可能要到明年下半年。在新一轮猪肉价格上涨周期真正开启之前，由于生猪存栏仍高，供给仍然偏多，预计猪肉价格上行空间有限，对于CPI的支撑可能弱化。

>奥密克戎变异株：如果最后证明奥密克戎传播能力能够大幅增强，即使国内延续动态清零的政策，局部疫情反复的可能性也较大，可能对服务价格存在拖累。比如今年6月广州、8月南京、9月福建的疫情期间，CPI服务分项均明显偏低。

>PPI向CPI的传导：11月PPI生活资料环比创疫情以来最高单月涨幅，表明PPI生产资料向生活资料的传导可能在加速。根据我们年度报告的分析，一般来说PPI生活资料向CPI传导的效果较好，二者走势基本一致，且PPI生活资料大致领先CPI1-3个月。据此，后续PPI向CPI的传导可能会有所强化，这也将强化CPI趋升的态势。

>利润的上下游传导：维持年度判断，综合过往5轮PPI-CPI剪刀差收敛的经验，本轮PPI-CPI收窄后，上游利润大概率向中下游传导，上游对中下游的挤压将逐步弱化，但鉴于双碳、全球供应链摩擦、疫情冲击消费等因素，短期上游利润仍有韧性，中下游实际改善程度尚待观察。**风险提示：**疫情变化、政策力度等超预期。

作者

分析师 熊园

执业证书编号：S0680518050004

邮箱：xiongyuan@gszq.com

研究助理 刘安林

邮箱：liuanlin@gszq.com

相关研究

1、《转向的确认—逐句解读 12.6 政治局会议》
2021-12-07

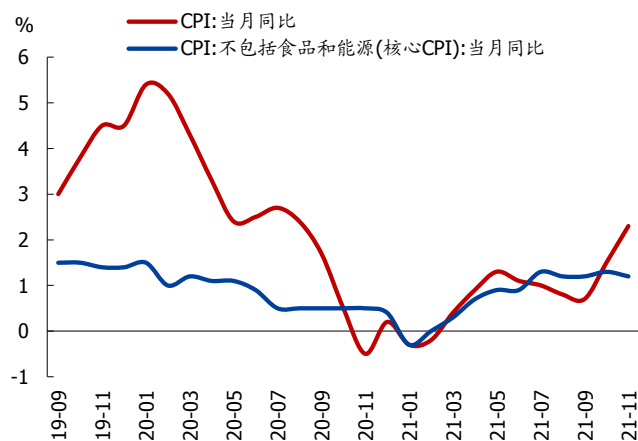
2、《变局与破局—2022 年宏观经济与资产配置展望》
2021-11-29

3、《两大拐点基本确认—对最新通胀的理解》
2021-11-10

4、《上游挤压下游仍未缓解—兼评 10 月工业企业利润》
2021-11-27

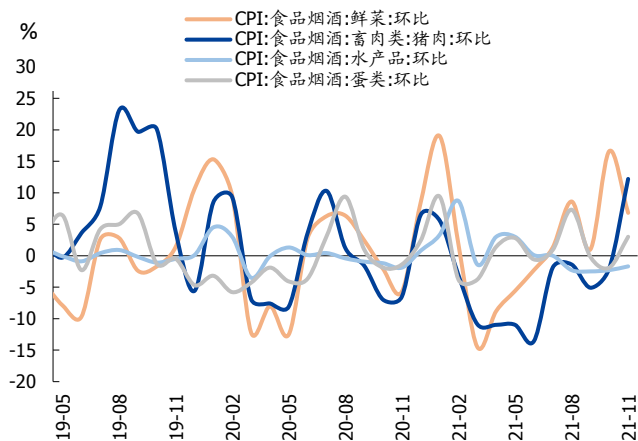
5、《转向了一总理座谈会和 3 季度货币政策报告的信号》
2021-11-20

图表 1: 11 月 CPI 同比回升, 核心 CPI 同比小幅回落



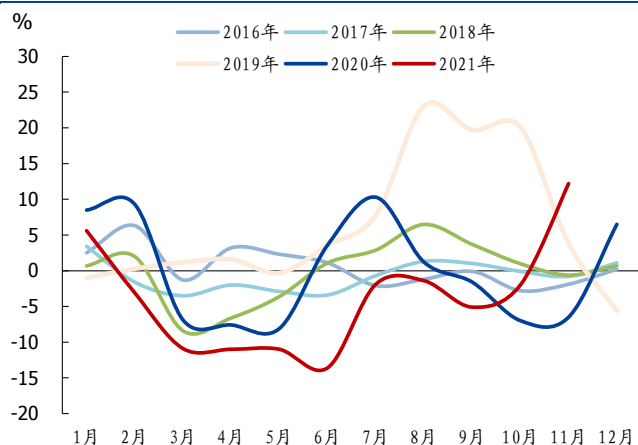
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 2: 11 月 CPI 食品分项环比多数上行



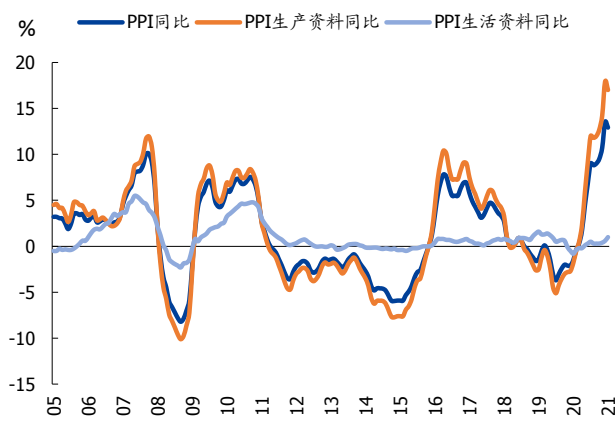
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 3: 11 月猪肉价格大幅上涨, 明显超越季节性



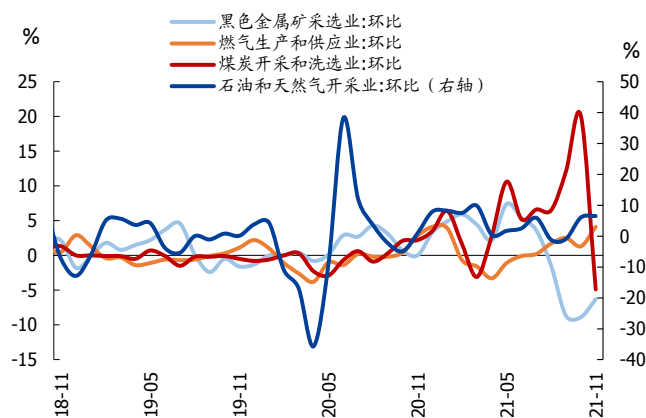
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 4: 11 月 PPI 同比如期回落



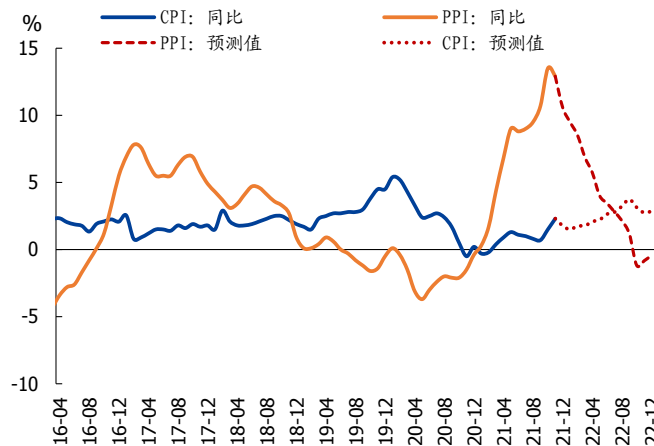
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 5: 11 月上游原材料价格分化



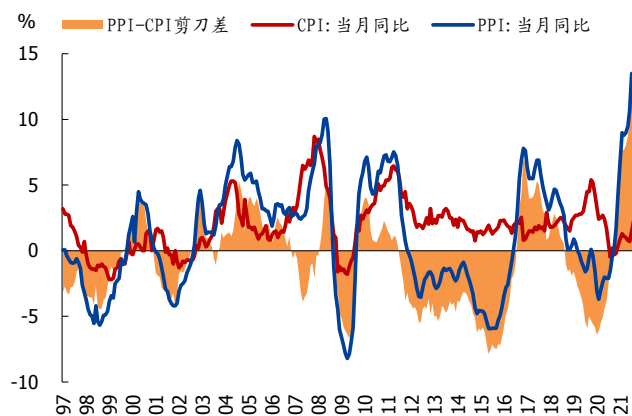
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 6: CPI、PPI 预测



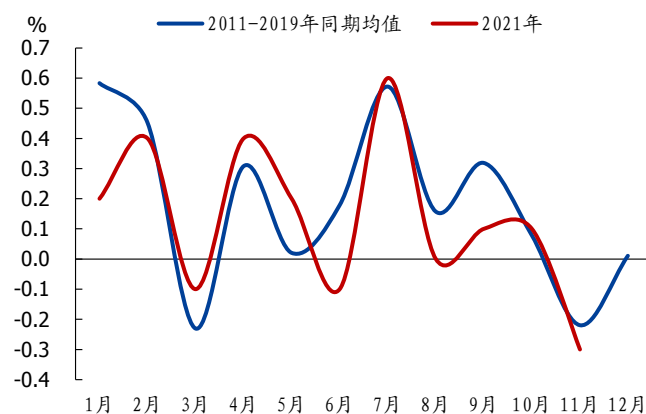
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 7: PPI-CPI 剪刀差有所回落



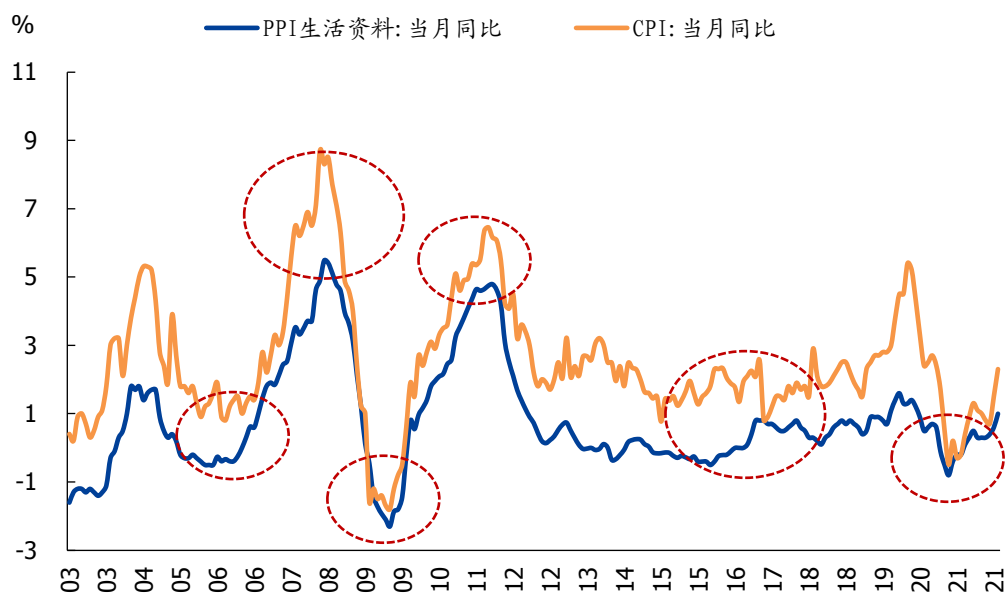
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 8: 局部疫情反复冲击 CPI 服务分项



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 9: PPI 生活资料向 CPI 的传导相对比较通畅



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

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_30977

