

年末物价涨幅同步回落，2022 年高通胀风险不大

—— 2021 年 12 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 12 月 CPI 同比 1.5%，前值 2.3%，上年同期 0.2%；PPI 同比 10.3%，前值 12.9%，上年同期-0.4%。

主要观点：

12 月物价数据有两个关注点：首先是 PPI 环比出现近一年半以来首次下降，同比涨幅连续两个月快速回落；其次是当月 CPI 同比再度降至 2.0% 以下。

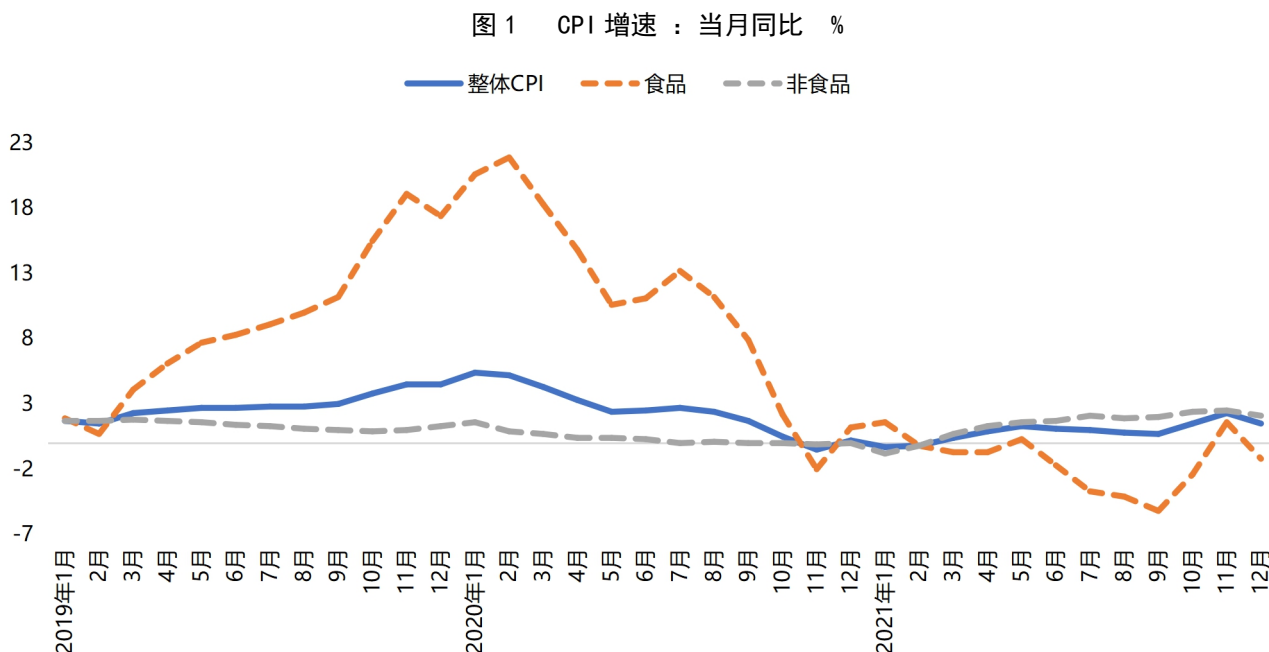
CPI 方面，12 月 CPI 同比涨幅较上月明显回落 0.8 个百分点，一个重要原因是上年同期基数上行 0.7 个百分点，另外从最新价格变化来看，12 月 CPI 环比由升转降，也下拉 CPI 同比涨幅。从具体价格表现来看，受猪肉和蔬菜价格走弱影响，12 月食品价格整体环比下跌 0.6%，同比由上月的上涨转为下跌，并带动食品 CPI 同比由上月的 1.6% 降至 -1.2%。这是 12 月 CPI 同比涨幅下滑的主要原因，意味着前期菜价剧烈上涨带动 CPI 冲高的现象不具有可持续性。非食品价格方面，12 月同比涨幅也见回落，主要受国际油价下行推动。当前市场普遍关心的 PPI 向 CPI 传导依然不明显，主要原因有两个：一是当前消费依然不振，二是市场通胀预期稳定。

PPI 方面，12 月主因煤炭、原油等能源价格下跌，PPI 环比自 2020 年 6 月以来首度转负，加之上年同期基数抬高，当月 PPI 同比涨幅加速回落。这意味前期市场对宏观经济出现“类滞胀”的担忧进一步缓解。另外，除上游价格走势下行外，12 月生活资料涨价动能也有所减弱，背后是因能源和工业品价格下跌，下游企业成本压力缓和，成本驱动下的涨价压力相应减弱，另一方面也因国内消费需求不振，导致生活资料涨价缺乏需求端支撑。

展望 2022 年，1 月 CPI 同比有望小幅回升，但上破 2.0% 的可能性较小，全年 CPI 涨幅中枢将会上移，但接近 3.0% 控制目标的风险不大；1 月 PPI 同比涨幅将延续回落过程，全年 PPI 同比将呈明显的“前高后低”走势，中枢回落至 2.5% 左右，整体进入温和增长状态。

具体分析如下：

一、主要受上年同期价格基数大幅抬高，以及蔬菜价格涨幅急剧收窄带动食品价格同比由正转负影响，12月CPI同比大幅回落，当月PPI向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，12月最突出的特征是蔬菜价格环比大幅走低，同比涨幅明显回落，带动食品价格同比由正转负，这意味着前期菜价急剧上涨推高CPI的现象并不具备可持续性；但近两个月粮价上涨较快值得关注。

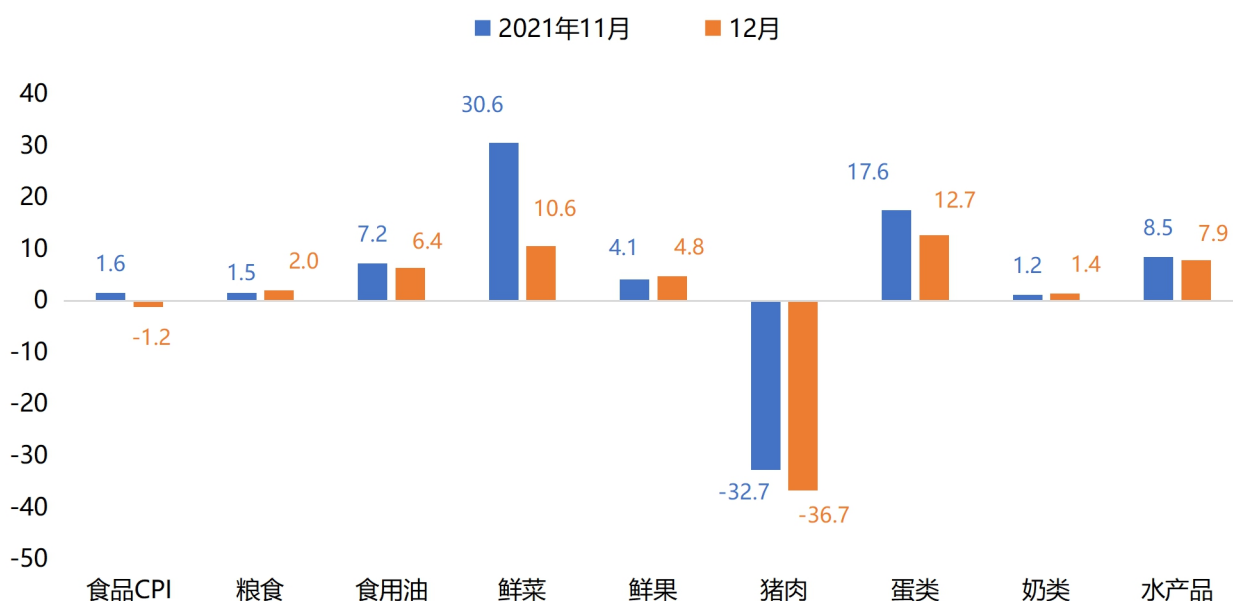
12月食品价格环比下降0.6%，涨幅较上月骤降3个百分点，并带动食品价格同比也由升转降，主要原因有两个：一是当月蔬菜价格环比大降8.3%。原因在于8-10月菜价大幅冲高对供给形成强刺激，加之蔬菜生长周期普遍较短，导致年末蔬菜市场供需平衡向价格回落方向演化。二是12月猪肉价格环比涨幅明显收窄，加之上年基数抬高，猪肉价格同比降幅扩大。

值得注意的是，12月粮食价格环比上涨0.6%，连续两个月保持较快增速（上月为环比上涨0.7%），同比涨幅也较上月扩大0.5个百分点至2.0%，创近6年半以来新高，但整体仍处于温和涨价水平。从具体粮食品种来看，近期粮价较快上涨主要由小麦价格驱动：受双节效应影响，近期用粮企业迎来阶段性备货高峰，而同期国内小麦市场优质可流通粮源渐少，小麦市场供给方提价意愿明显。另外，当前小麦饲用替代需求仍保持高位水平，对价格上涨有一定推动作用。

如何看待粮价未来走势是判断2022年整体通胀形势的一个重要基础。根据国家统计局数据，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，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。近两个月粮价环比上涨较快这一现象的可持续性有待进一步观察——唯一例外的是食用油，由于我国大豆进口依赖度很高，12 月食用油价格同比上涨 6.4%，涨幅较上月有所回落，但仍属明显偏高水平，而且这种状况已持续两年之久。

图 2 食品类各分项 CPI 同比增速 %



数据来源:WIND, 东方金诚

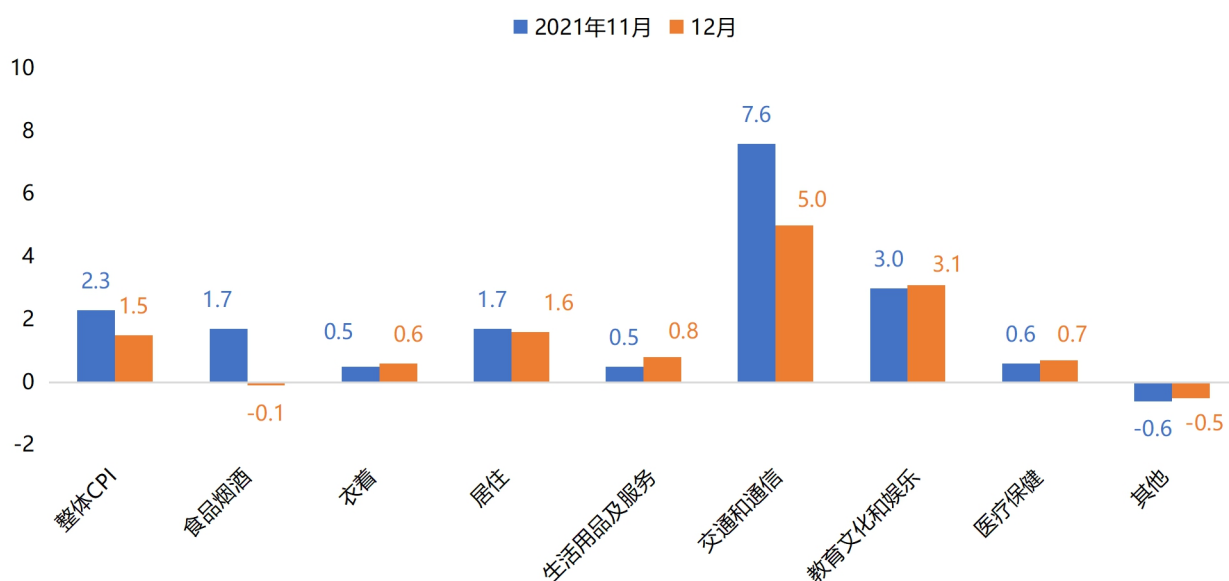
非食品价格方面，12 月同比涨幅也见回落，主要受国际油价下行推动。当前市场普遍关心的 PPI 向 CPI 传导依然不明显，主要原因有两个：一是当前消费依然不振，二是市场通胀预期稳定。

12 月非食品价格同比涨幅较上月收窄 0.4 个百分点，降至 2.1%。结构分析显示，12 月非食品价格同比涨幅回落，主要由交通和通信价格同比涨幅较上月大降 2.6 个百分点带动。数据显示，受国际原油价格下行影响，12 月汽油和柴油价格环比分别下降 5.4% 和 5.8%，导致交通和通信 CPI 环比下降 1.8%，并推动该分项同比涨幅显著收窄。另外，近期局部疫情反复影响居民出行，宾馆住宿价格环比下降 0.8%，其他服务价格走势也较为低迷，影响 12 月服务价格整体上与上月持平，同比涨幅也与上月相同，均为 1.5%，继续处于偏低水平。从 12 月非食品 CPI 上涨幅度和结构可以看出，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 12 月为 1.2%，与上月持平，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，但其他商品和服务价格普遍处于低位小幅波动状态。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。另外，近 20 年以来我国 CPI 年均涨幅仅为 2.2%。这意味着整整一代未经历过高通胀，社会上很难形成高通胀预期，叠加疫情以来我国财政、货币政策逆周期调控力度比较温和，共同起到了稳定消费品价格涨幅的局面。这与近期全球消费品价格普遍大幅上涨形成鲜明对比。

图3 八类商品与服务 CPI 同比增速 %



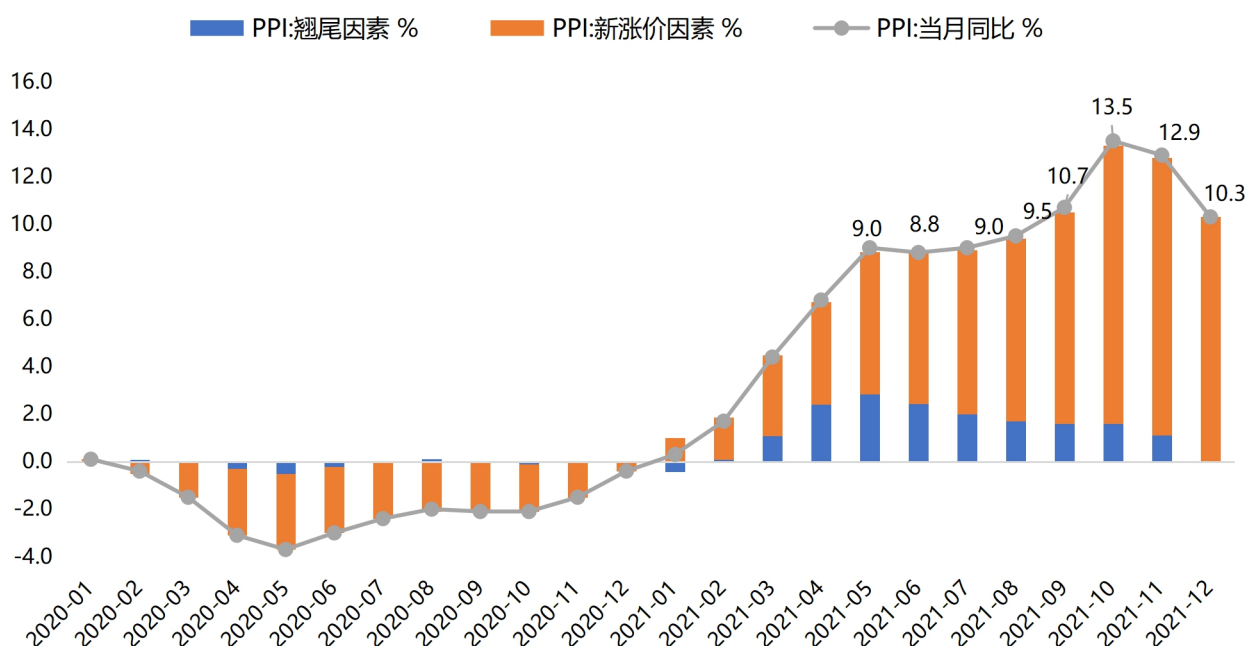
数据来源:WIND, 东方金诚

我们认为，PPI 向 CPI 传导受阻对宏观政策有三个影响：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 1 年期 LPR 报价下调接踵落地就表明了这一点。其次，12 月 PPI 与 CPI 剪刀差有所收窄，但仍处明显高位，表明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，2021 年 12 月降准有可能不是本轮降准周期中的最后一次，2022 年上半年还将有降准落地，且政策性降息也有可能。最后，当前居民消费不振正在成为影响宏观经济运行的突出短板，2022 年财政政策、货币政策都将适度向这个方向发力。这包括适当加大直接针对居民的减税力度、更大范围发放消费补贴，以及金融增强对居民消费的信贷支持，尽快扭转房地产市场下滑走势，提振居民消费信心等。

二、2021年12月，主因煤炭、原油等能源价格下跌，PPI环比自2020年6月以来首度转负，加之上年同期基数抬高，当月PPI同比涨幅加速回落。

2021年12月，PPI环比下跌1.2%，为2020年6月以来首现环比负增，同比涨幅也较上月下滑2.6个百分点至10.3%，但仍处历史较高水平。从翘尾和新涨价因素来看，12月PPI翘尾因素较上月下降1.1个百分点至0.0%，这意味着当月新涨价因素回落幅度约为1.5个百分点，表明在翘尾减弱的同时，PPI新涨价动能也有明显放缓，共同下拉当月PPI同比涨幅加速收敛。

图4 2021年12月翘尾和新涨价动能双双减弱，PPI同比涨幅加速回落



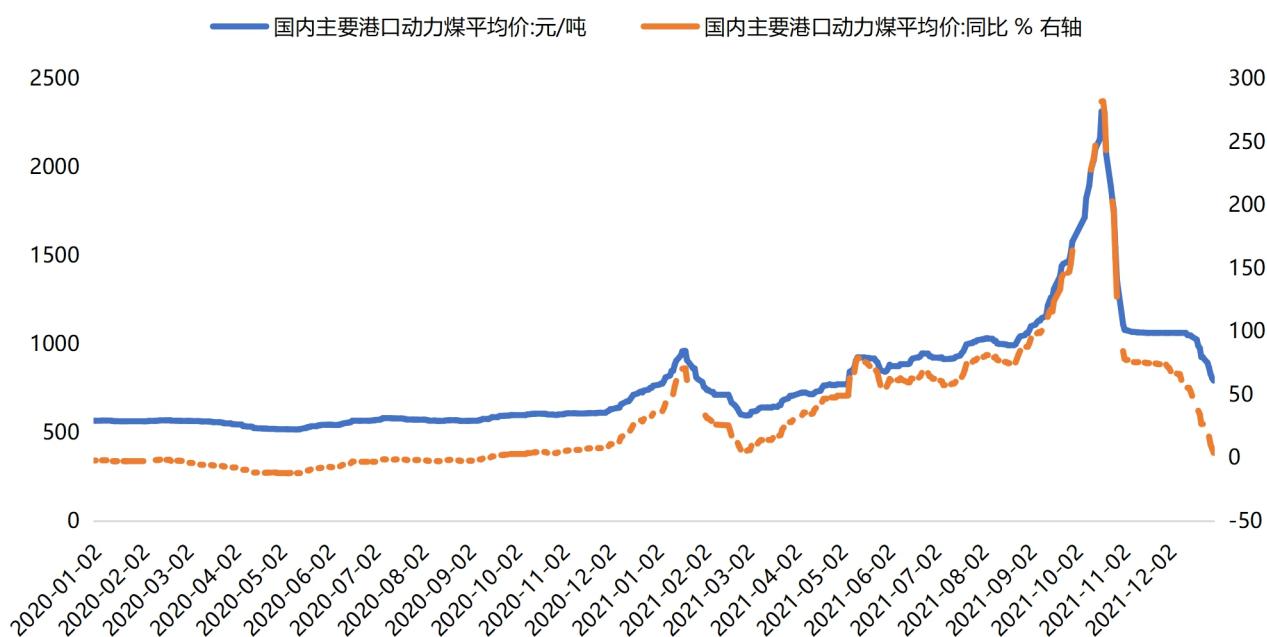
数据来源:WIND, 东方金诚

受煤炭、原油等能源价格下跌影响，12月生产资料PPI涨幅加速收敛，尤其是上游原材料工业PPI涨势大幅走弱，当月生活资料PPI走势相对平稳，但涨价动能也有所减弱；由此，12月生产资料和生活资料PPI之间的“剪刀差”有所收窄，但豁口仍处历史高位。

分大类来看，12月生产资料PPI环比跌幅扩大至1.6%，加之上年同期基数走高，同比涨幅从上月的17.0%加速回落至13.4%，表现符合预期。首先，从国内来看，保供稳价政策下，12月煤炭价格续跌，当月动力煤现货价月均值环比下跌7.7%，同比涨幅较上月收窄32.7个百分点。在煤价走低引领下，12月甲醇、聚丙烯、乙二醇等主要煤化工品种价格低位偏弱震荡，螺纹钢、铁矿石等其他黑色系商品以及有色金属铝、锌等耗电较大的工业品价格虽有所反弹，但反弹幅度远不及前期跌幅，且因基数抬升，同比普遍走弱。其次，从国际来看，在全球疫情波动等因素扰动下，12月上旬国际油价大幅下跌，虽中下旬反弹，但

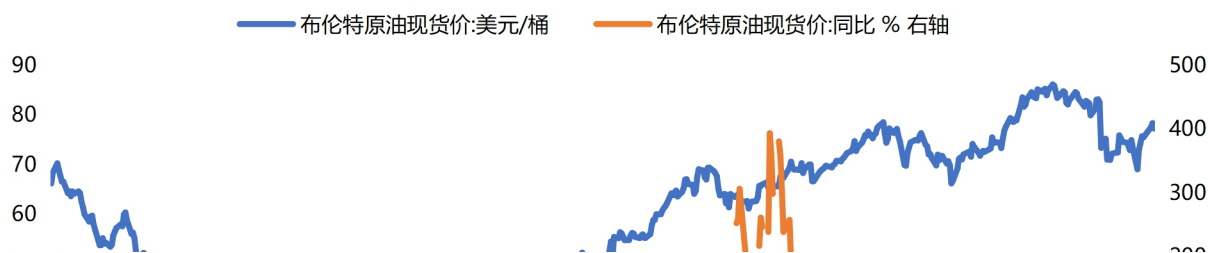
均值明显低于上月——12月布伦特原油现货价月均值环比下跌13.3%，同比涨幅较上月显著收敛51.6个百分点。因此，12月生产资料PPI涨势减弱仍主要受煤炭、原油等传统能源价格下跌影响。这也反映于在生产资料各分项中，上游采掘工业PPI环比跌幅最大、同比涨幅回落最为剧烈，原材料工业次之，加工工业PPI涨幅回落幅度最小。

图5 2021年12月国内动力煤价格延续跌势



数据来源:Wind, 东方金诚

图6 2021年12月国际油价先跌后涨，整体走弱



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_35974

