平稳收官——2021 年通胀点评

报告日期: 2022-01-12

分析师：何宁
执业证书号：S0010521100001
电话：15900918091
邮箱：hening@hazq.com

主要观点：

- **事件：** 2021 年 12 月 CPI 同比上涨 1.5%，预期 1.7%，前值 2.3%；PPI 同比上涨 10.3%，预期 10.8%，前值 12.9%。2021 年 CPI 同比上涨 0.9%（前值 2.5%），PPI 同比上涨 8.1%（前值-1.8%）。
- **CPI 同比走低，蔬菜、能源是主要拖累，核心 CPI 环比小升**

CPI 同比走低，主要受蔬菜、能源价格下降，猪价涨幅收窄，疫情反复拖累出行等影响；此外，受价格传导和春节临近等影响，衣着、家电、家庭服务价格环比升幅略高于季节性；经济景气总体改善企稳，核心 CPI 环比小升，需求端整体仍偏弱，核心 CPI 同比仅持平前值。

- **总体看，2021 年 CPI 较为平稳，年内走势呈现出 4 个特点：**

1）猪肉价格维持低位，同比为负；2）鲜菜价格受北方降雨、天气转冷等影响四季度价格飙升；3）油价上行，拉动交通工具燃料同比持续两位数增长；4）随着疫情逐步缓解，经济内生修复、旅游和核心 CPI 同比逐渐走高。

- **PPI 同比延续下行，重点品种跌多涨少，价格传导加强**

PPI 同比延续下行，主要受国内保供稳价、地产景气下行、冬季淡季，海外奥密克戎变异毒株和美联储转鹰言论等影响，煤炭、原油、黑色、有色产业链价格多数下跌。此外，12 月 CPI-PPI 缺口回升、PPI-PPIRM 缺口回升，PPI 生产资料-生活资料增速差缩窄，七大产业上游降幅扩大、下游稳定，说明上游成本压力逐渐缓解，价格向下游传导加强。

- **总体看，2021 年 PPI 维持高位，年内走势呈现出 3 个特点：**

1）PPI 同比全年上涨 8.1%，处于 2003 年以来的最高值；2）受供需错配、能耗双控等影响，上游原材料价格大幅上涨，煤炭、石化、黑色、有色产业链 PPI 同比升幅达到 20%-40%；3）本轮中下游价格传导能力较历史更差，但 2021 年下半年以来边际有所改善。前期报告《数说价格传导之谜——通胀系列之二》中我们利用投入产出表中的行业对应关系和各行业 PPI 构建中间投入成本传导指数（CTIC），结果显示大部分中下游行业 2021 年价格传导能力相较于历史比，变得更差，即 80%左右的中下游行业 CTIC 历史分位数处于 50%以下，说明这一轮大宗商品价格上行对中下游行业的价格传导较为有限。从 CTIC 历史分位数的趋势上看，除个别行业外，几乎所有行业 2021 年下半年成本传导效果好于上半年。

- **后续预测：CPI-PPI 趋于回升**

CPI：高频数据看，1 月上旬鲜菜、猪肉等食品价格环比下降，但预计后续临近春节，需求可能提升从而使价格企稳；受局部地区疫情反复影响，预计非食品价格弱于季节性，由此测算，1 月 CPI 同比可能较 12 月下行。展望 2022 年，由于近期疫情有所反复，2021 年四季度翘尾贡献较低，我们下调对 2022 年的预测，综合考虑季节规律、猪油等因素，预计 CPI 全年累计同比可能从 2021 年的 0.9%升至 1%-2%。

PPI：高频数据看，1 月上旬南华工业品指数环比回升 5%，CRB 工业原料现货指数环比上涨 1.4%，预计可能带动 PPI 环比回升，即便如此，鉴于基数上行，预计 2022 年 1 月 PPI 同比延续回落。展望 2022 年，综合考虑历史特征、全球经济景气度、油价等因素，预计后续 PPI 同比逐渐回落，全年累计同比下调至 3%左右。

综上，预计 CPI-PPI 在 2021 年 10 月触底，之后趋于回升至 2022 年底。

- **风险提示**

能耗双控超预期，通胀超预期走高。

相关报告

1.《华安证券_宏观研究_宏观专题_转型、回归与再平衡——2022 年宏观经济展望》2021-11-01
2.《华安证券_宏观研究_宏观点评_CPI-PPI 触底了吗？价格传导如何》2021-11-10
3.《华安证券_宏观研究_宏观专题_CPI-PPI 见底回升，如何配置资产？——通胀系列之一》2021-12-09
4.《华安证券_宏观研究_宏观点评_五大主线打开 2022 经济密码——中央经济工作会议点评》2021-12-12
5.《华安证券_宏观研究_宏观点评_是终点也是起点——12 月 PMI 点评》2021-12-31
6.《华安证券_宏观研究_宏观点评_数说价格传导之谜——通胀系列之二》2021-01-06

正文目录

1 CPI 同比走低，蔬菜、能源是主要拖累，核心 CPI 环比小升 4
2 PPI 同比延续下行，重点品种跌多涨少，价格传导加强 6
3 后续价格预测：CPI-PPI 趋于回升 9
风险提示： 10

图表目录

图表 1 12 月 CPI 同比下滑 4
图表 2 蔬菜和猪肉是 CPI 食品项主要拖累 4
图表 3 12 月 CPI 非食品较季节规律有升有跌 5
图表 4 核心 CPI 环比小升 5
图表 5 2021 年猪油价格背离明显 5
图表 6 2021 年核心 CPI 和旅游 CPI 逐渐回升 5
图表 7 PPI 同比延续回落 6
图表 8 上游原材料成本对下游挤压缓解 6
图表 9 上游行业涨幅缩窄 7
图表 10 煤炭、石油、黑色等上游行业价格下跌 7
图表 11 2021 年上游原材料价格大幅上涨 8
图表 12 行业细项 CTIC 在历史上的分位数 8
图表 13 CPI 同比测算值 9
图表 14 PPI 同比测算值 10
图表 15 CPI-PPI 同比测算值 10

1 CPI 同比走低，蔬菜、能源是主要拖累，核心 CPI 环比小升

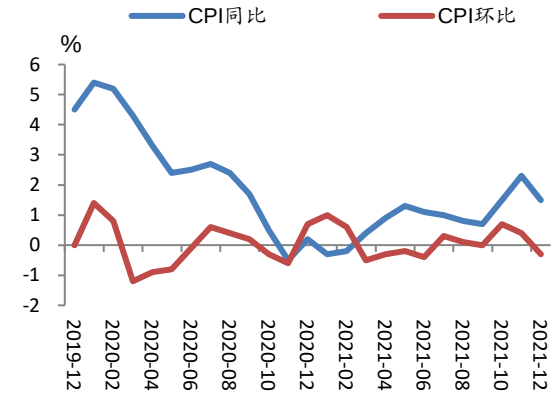
CPI 同比走低，主要受蔬菜、能源价格下降，猪价涨幅收窄，疫情反复拖累出行等影响；此外，受价格传导和春节临近等影响，衣着、家电、家庭服务价格环比升幅略高于季节性；经济景气总体改善企稳，核心 CPI 环比小升，需求端整体仍偏弱，核心 CPI 同比仅持平前值。总体看，2021 年 CPI 平稳收官，年内走势呈现出 4 个突出特点：猪价降、油价升、菜价季节性涨、核心 CPI 和旅游 CPI 逐步修复。

12 月 CPI 同比上涨 1.5%，较前值回落 0.8 个百分点；环比下降 0.3%，较前值回落 0.7 个百分点。其中，食品价格环比由上月上涨 2.4%转为下跌 0.6%，拖累 CPI 约 0.1 个百分点，主要与蔬菜价格下降、猪肉价格涨幅下降有关；非食品环比由上月持平转为下跌 0.2%，拖累 CPI 约 0.17 个百分点，主要与油价下降、疫情反复影响出行有关。核心 CPI 同比上升 1.2%，持平前值，结合 PMI 看，经济景气总体企稳改善，但需求仍弱。分项看：

食品项：环比上涨转为下跌，蔬菜、猪肉价格拖累食品 CPI，预计短期蔬菜水果强，猪价节前小涨，节后下行。

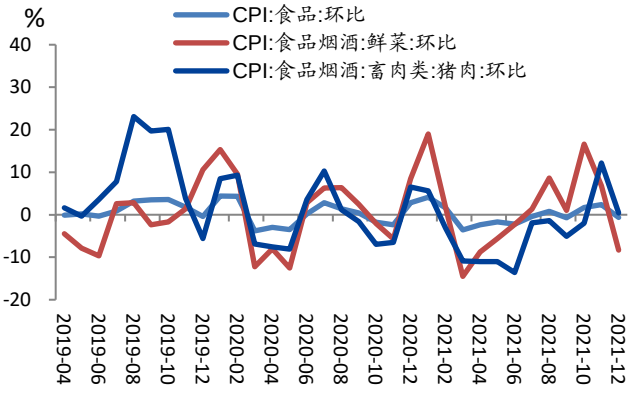
1）鲜菜价格环比涨幅缩窄 15.1 个百分点至-8.3%，主因蔬菜受灾补种后陆续大量上市，供给增加，价格恢复性回落；2）鲜果价格环比上涨 3.4%，与天气转冷，储运成本增加等季节性因素有关；3）猪肉价格环比涨幅缩窄 11.8 个百分点至 0.4%，原因上看，需求端，9-10 月低价猪肉引发囤肉备货，透支后期腌腊需求，且近期局部疫情反弹对餐饮、旅游造成扰动；供给端，生猪存栏量高、出栏加快、屠宰量大，使得供给充足，因此 12 月猪价仅小幅上涨。往后看，冬季储运成本上升叠加春节需求增加，预计蔬菜水果价格可能维持高位；生猪和能繁母猪存栏量高，我们预计至 2022 年一季度猪肉供给仍多，猪价春节前小涨，春节后波动下行，3-5 月可能触底，2022 年下半年再趋势上行。

图表 1 12 月 CPI 同比下滑



资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 2 蔬菜和猪肉是 CPI 食品项主要拖累



资料来源：Wind，华安证券研究所

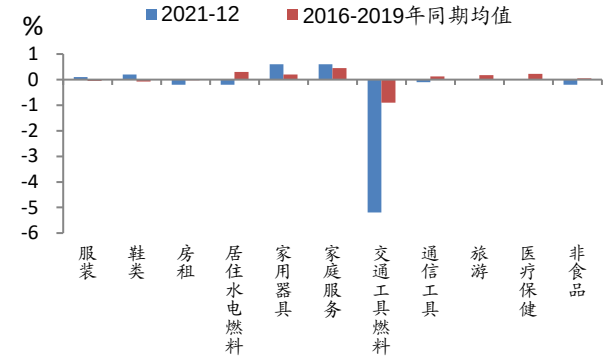
非食品项：非食品环比涨幅缩窄，主因油价下降、疫情反复拖累旅游价格；此外，小部分分项环比涨幅略高于季节性，其中衣着、家电等受价格传导影响而小涨，春节前家庭服务价格小涨。

12 月 CPI 非食品环比涨幅缩窄 0.2 个百分点至-0.2%，较 2016-2019 年同期均值（剔除疫情影响，后文称季节性）低 0.25 个百分点。非食品内部分化明显：1）明显低于季节性的是能源相关分项，例如交通工具燃料和居住水电燃料，主要受油价下行影响，国际油

价 12 月环比下降 8%左右，汽油、柴油价格分别环比下降 5.4%和 5.8%；2）环比略低于季节性的是旅游、通信工具、房租等价格，应与疫情反复影响出行、就业仍存压力等因素有关；3）环比略高于季节性的是衣着、鞋类、家用器具、家庭服务等分项，其中衣着鞋类家电可能与上游原材料涨价向下游传导加强有关，12 月 36 大中城市日用工业消费品平均价格中，洗衣机、空调机、照相机环比涨幅在 0.02%-0.6%之间；家庭服务价格上涨可能与春节临近有关。

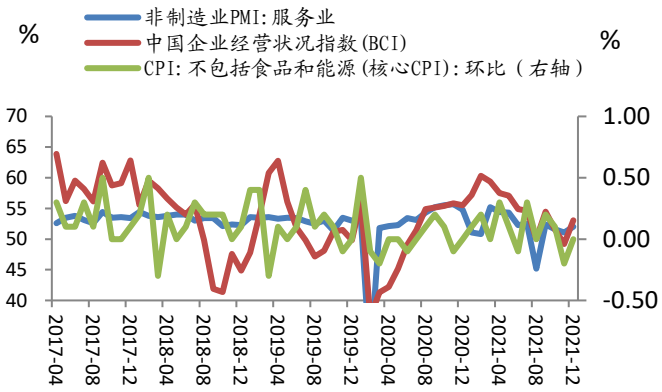
核心 CPI：经济景气总体改善企稳，核心 CPI 环比小升，需求端整体仍偏弱，核心 CPI 同比仅持平前值。12 月核心 CPI 同比持平前值的 1.2%；环比上升 0.2 个百分点至 0%，基本持平过去 5 年均值。12 月制造业 PMI、服务业 PMI、BCI 指数均回升，景气总体企稳改善，供给延续修复、服务业景气回升，但需求端仍偏弱。

图表 3 12 月 CPI 非食品较季节规律有升有跌



资料来源：Wind，华安证券研究所

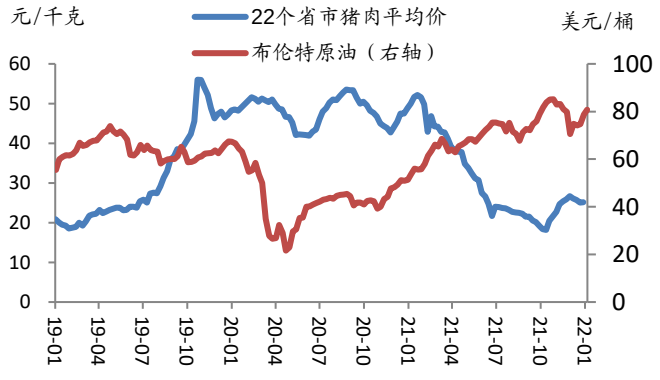
图表 4 核心 CPI 环比小升



资料来源：Wind，华安证券研究所

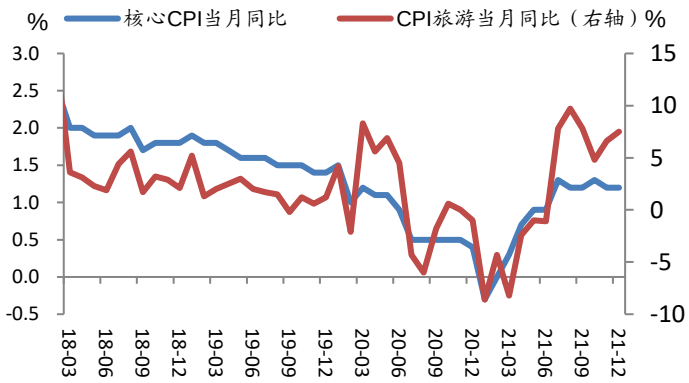
总体看，2021 年 CPI 平稳收官，年内走势呈现出 4 个特点：1）猪肉价格维持低位，同比为负；2）鲜菜价格受北方降雨、天气转冷等影响四季度价格飙升；3）油价上行，拉动交通工具燃料同比持续两位数增长；4）随着疫情逐步缓解，经济内生性修复、旅游和核心 CPI 同比逐渐走高。

图表 5 2021 年猪油价格背离明显



资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 6 2021 年核心 CPI 和旅游 CPI 逐渐回升



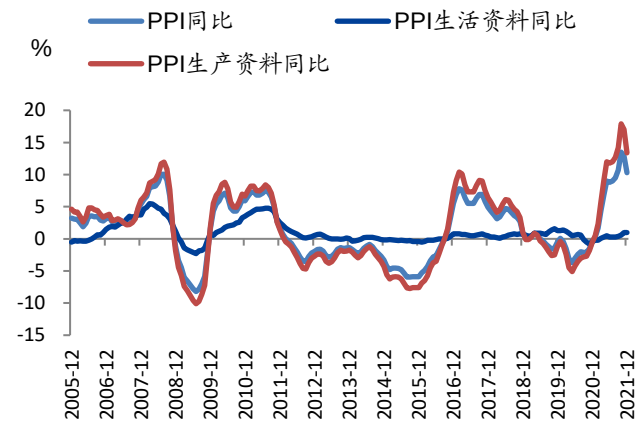
资料来源：Wind，华安证券研究所

2 PPI 同比延续下行，重点品种跌多涨少，价格传导加强

PPI 同比延续下行，主要受国内保供稳价、地产景气下行、冬季淡季，奥密克戎变异毒株和美联储转鹰言论等影响，煤炭、原油、黑色、有色产业链价格多数下跌。此外，12 月 CPI-PPI 缺口回升、PPI-PPIRM 缺口回升，PPI 生产资料-生活资料增速差缩窄，七大产业上游降幅扩大、下游稳定，说明上游成本压力逐渐缓解，价格向下游传导加强。总体看，2021 年 PPI 维持高位，年内走势呈现出 3 个特点：PPI 同比全年上涨 8.1%，处于 2003 年以来的最高值；上游原材料价格大幅上涨，重点行业同比升幅达到 20%-40%；前期报告《数说价格传导之谜——通胀系列之二》测算表明本轮中下游价格传导能力较历史更差，但 2021 年下半年以来边际有所改善。

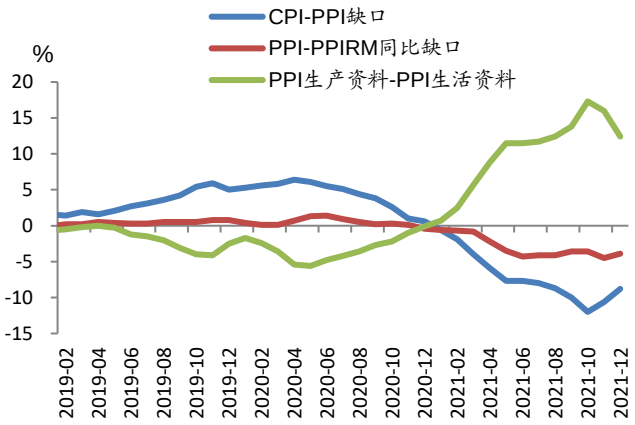
PPI 同比延续下行，12 月 PPI 同比涨幅缩窄 2.6 个百分点至 10.3%，环比涨幅回落 1.2 个百分点至-1.2%。主要受国内保供稳价、地产景气下行、冬季淡季，奥密克戎变异毒株和美联储转鹰言论等影响，煤炭、原油、黑色、有色产业链价格多数下跌。12 月 CPI-PPI 缺口回升 1.8 个百分点至-8.8%，PPI-PPIRM 缺口回升 0.6 个百分点至-3.9%，说明上游成本压力逐渐缓解。

图表 7 PPI 同比延续回落



资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 8 上游原材料成本对下游挤压缓解



资料来源：Wind，华安证券研究所

大类看：生产资料-生活资料增速差缩窄

12 月 PPI 生产资料和生活资料涨幅差距持续缩窄，PPI 生产资料同比涨幅缩窄 3.6 个百分点至 13.4%，生活资料同比涨幅持平前值的 1.0%，PPI 生产资料-生活资料增速差缩窄 3.6 个百分点至 12.4%，说明下游成本压力逐渐缓解，价格传导加强。

七大产业看：上游降幅再度扩大，向下游传导加强

上游涨幅回落较大，下游涨幅回落较小，耐用消费品涨幅扩大。12 月 PPI 上游的采掘工业同比涨幅缩窄 16.3 个百分点至 44.2%；原材料工业同比涨幅缩窄 5.3 个百分点至 19.7；中游加工工业同比涨幅缩窄 1.9 个百分点至 8.2%。下游的食品、衣着、一般日用品同比涨幅下降幅度 0-0.2 个百分点，波动不大；耐用消费品类 PPI 同比涨幅扩大 0.3 个百分点至 0.4%。

40 个工业行业看：重点品种跌多涨少，煤炭、原油、黑色、有色产业链几乎全线下跌。重点工业品种如下：

1）煤炭价格下跌拖累煤炭产业链。12 月 16 日，发改委表示进一步完善煤炭市场价

格形成机制，保供稳价落实力度加大，新增产能加速释放，企业继续下调煤炭价格，12 月煤炭价格继续回落，焦煤、动力煤分别环比下跌 0.77%、17.92%，拖累煤炭开采和洗选业价格环比降幅扩大 3.4 个百分点至-8.3%，煤炭加工价格环比降幅扩大 7 个百分点至-15.4%。

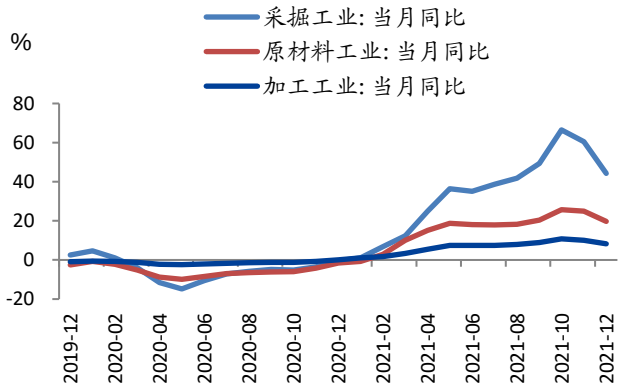
2）原油价格下跌拖累化工产业链。12 月油价先抑后扬，11 月下旬-12 月中旬，奥密克戎变异株拖累原油需求预期，油价下跌；12 月中旬以来，随着市场对疫情担忧缓解、冬季用油需求上升、美国原油库存下降和地缘政治等因素，油价持续上涨。总体看，12 月原油价格环比下降 8%，拖累石化产业链价格下跌，其中石油和天然气开采业环比下降 6.9%，石油加工、炼焦及核燃料加工业下降 6.3%，化学原料及化学制品制造业下降 2.1%，化学纤维制造业下降 3.1%，橡胶和塑料制品业下降 0.3%。

3）黑色产业链、非金属矿价格下降。地产景气下行，叠加季节性施工淡季，钢材、水泥等需求走弱，相关价格下降，其中黑色金属矿采选业环比下降 8.7%，黑色金属冶炼和压延加工业环比下降 4.4%，非金属矿物制品业环比下降 1.4%。

4）铜价下降拖累有色链价格。受海外奥密克戎爆发和美联储转鹰言论降低风险偏好，以及国内地产景气下行和冬季季节性淡季等影响，铜需求下降，铜价下跌。12 月 LME3 个月铜价环比下降 0.55%，对应 PPI 有色金属冶炼和压延加工业价格环比下降 1.4%。

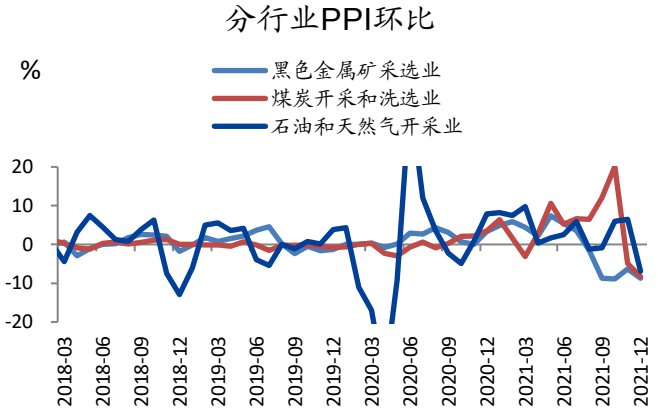
5）根据统计局，受天然气涨价和发电价格浮动扩大等影响，燃气生产和供应业、电力热力生产和供应业价格环比上涨。

图表 9 上游行业涨幅缩窄



资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 10 煤炭、石油、黑色等上游行业价格下跌



资料来源：Wind，华安证券研究所

总体看，2021 年 PPI 维持高位，年内走势呈现出 3 个特点：1）PPI 同比全年上涨

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_35995