

2022 年 01 月 12 日

固定收益研究

研究所

证券分析师: 靳毅 S0350517100001
021-61981375 jiny01@ghzq.com.cn
联系人: 周子凡 S0350121010075
021-61981375 zhouzf@ghzq.com.cn

“猪油”同落，宽松可期

——2021 年 12 月价格数据点评

投资要点:

■ 事件

相关报告

《2021 年 12 月 PMI 数据点评：需求约束仍存，静待基建破局》*靳毅，姜雅芯——2021-12-31
《——2021 年 11 月经济数据点评：“稳增长”信号初现》*靳毅——2021-12-15
《——11 月价格数据点评：通胀松动，政策空间是否打开？》*靳毅——2021-12-10
《11 月金融数据点评：为何社融增速修复有限？》*靳毅，张赢——2021-12-10
《2021 年 11 月 PMI 数据点评：从“供给约束”转向“需求约束”》*靳毅，姜雅芯——2021-11-30

1 月 12 日，国家统计局公布我国去年 12 月份居民消费价格（CPI）和工业生产者出厂价格（PPI）数据。其中去年 12 月 CPI 同比上涨 1.50%，同比增速较上月下行 0.80 个百分点，环比下降 0.30%；去年 12 月 PPI 同比上涨 10.30%，同比增速较上月回落 2.60 个百分点，环比下降 1.20%。

■ 点评

CPI 食品项再度回落。猪肉价格的下跌也是本月 CPI 同比下降的主要因素。展望 2022 年全年，短期内，猪肉价格在春节需求拉动下仍有望小幅回升，然而从能繁母猪存栏变化来看，一季度猪肉供给将依旧不弱，上半年猪肉价格可能存在二次探底，下半年在能繁母猪存栏见顶回落的传导下，猪肉价格将逐步回升。

受国内疫情扰动和国际油价回落的共同影响，非食品项价格同比增速小幅回落。受年末多地疫情散发影响，服务价格上行动力减弱。考虑冬季为疫情高发期，防疫难度加大，叠加 Omicron 已经开始出现输入病例，服务消费短期内或继续受到一定抑制。

PPI 方面，保供稳价政策初见成效，能源和原材料价格上涨趋势得到进一步遏制。整体来看，煤炭与金属业保供稳价政策进一步发力，供给端继续改善。展望未来，上游原材料的供给改善或将继续推动 PPI 回落。在“保供稳价”政策指引和能源供需趋向均衡的背景下，原材料和能源价格有望进一步回归理性。

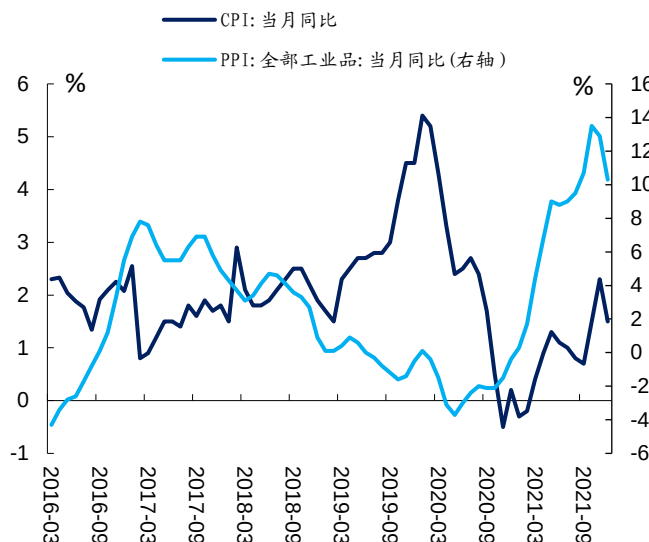
原材料价格的见顶回落和猪价制约下，国内通胀压力将进一步减轻。根据我们在《美联储加息的两条“暗线”》中的判断，美联储本轮加息“宜早不宜晚”。那么在这种格局下，央行执行宽松政策窗口期的进一步压缩，以及国内通胀的减弱都将使得央行在短期内的宽松空间进一步加大。

■ 风险提示 油价波动风险；新冠疫情超预期。

1、事件

1月12日，国家统计局公布我国去年12月份居民消费价格（CPI）和工业生产者出厂价格（PPI）数据。其中去年12月CPI同比上涨1.50%，同比增速较上月下行0.80个百分点，环比下降0.30%；去年12月PPI同比上涨10.30%，同比增速较上月回落2.60个百分点，环比下降1.20%。

图1：CPI、PPI同比增速走势



资料来源：Wind、国海证券研究所

2、点评

CPI 方面，“猪油”价格同落叠加疫情扰动下，去年12月份同比增速小幅回落。食品项中，前期腌肉需求的释放完毕和鲜菜的集中上市，是食品相关项价格回落的主要原因；非食品项中，受国际原油价格的回落以及国内疫情散发影响，水电燃料和出行相关价格均出现松动。**PPI 方面**，“保供稳价”初见成效，供给端的改善带动上游原材料价格大幅回落，驱动 PPI 增速继续下行。

去年12月份，PPI 与 CPI “剪刀差”继续回落。随着供给端的改善，PPI 见顶回落已经是相对较确定的事件，将成为下阶段主导剪刀差继续收窄的主要驱动力，而猪价制约下，CPI 在2022年前半段又难以大幅上行，因此，整体而言国内通胀压力将进一步减轻。我们判断，美联储本轮加息“宜早不宜晚”。那么在这种格局下，央行执行宽松政策的窗口期将进一步压缩，而国内通胀的减弱将使得宽松在短期内的操作空间进一步加大。

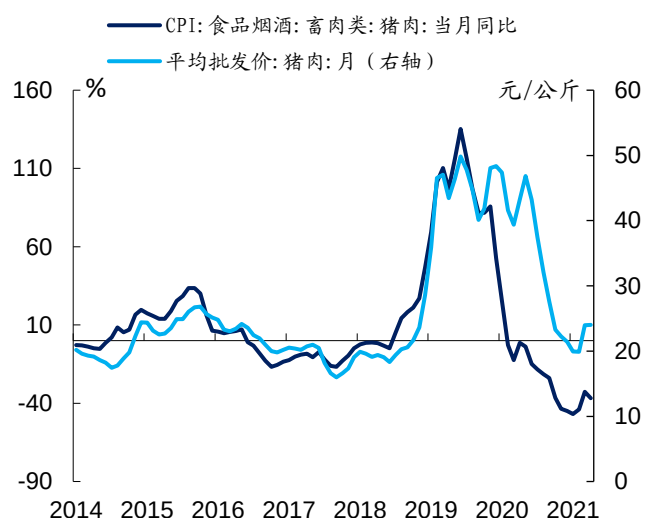
2.1、猪肉价格再度回落

去年12月CPI食品项同比下降1.20%，同比增速较上月回落2.80个百分点，食品项价格的下跌也是本月CPI同比下降的主要因素。而食品项中，猪肉价格

的回落依旧为主要拖累项。随着冬季腌肉需求的释放渐入尾声，叠加生猪出栏量整体不低，供给持续改善，去年12月份猪肉价格同比增速再度回落，下跌36.70%，较上月降低4.00个百分点。展望2022年全年，短期内，猪肉价格在春节需求拉动下仍有望小幅回升，然而从能繁母猪存栏变化来看，一季度猪肉供给将依旧不弱，上半年猪肉价格可能存在二次探底，下半年随着能繁母猪存栏的见顶回落，猪肉价格将逐步回升。

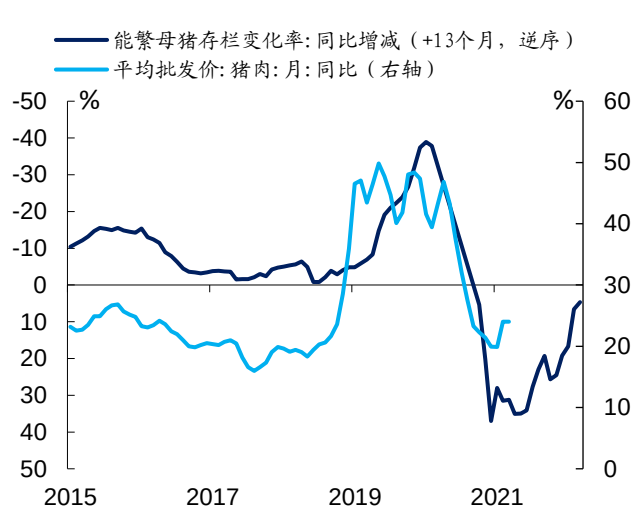
除猪肉以外，去年12月其他食品项对CPI拉动大多有所减弱。其中，蛋类产品价格同比增长12.70%，增速较上月下降4.90个百分点；鲜菜价格同比增长10.60%，集中上市背景推动下，增速较上月大幅下降20.00个百分点；鲜果价格同比增长4.80%，增速较上月小幅增加0.70个百分点。水产品价格，同比增加7.90%，增速较上月下降0.60个百分点。

图2：猪肉价格同比增速回落



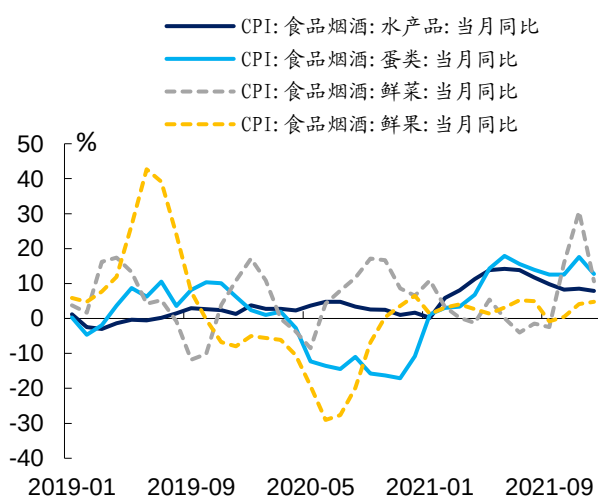
资料来源：Wind、国海证券研究所

图3：一季度猪肉供给将依旧不弱



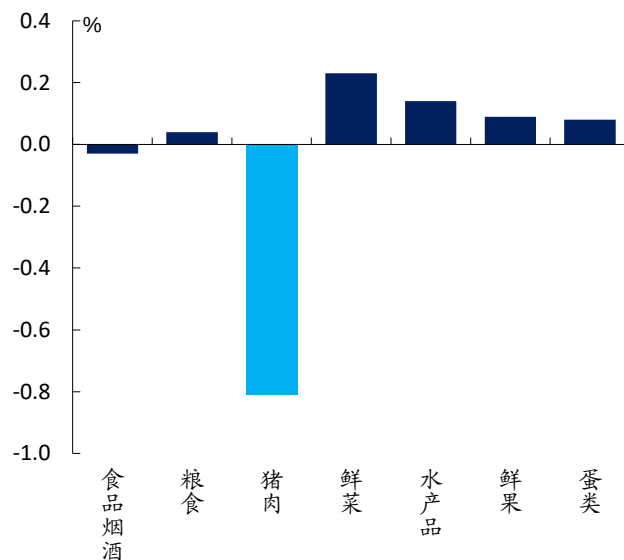
资料来源：Wind、国海证券研究所

图4：鲜菜集中上市，价格同比增速大幅回落



资料来源：Wind、国海证券研究所

图5：去年12月猪肉价格回落是食品项的主要拖累



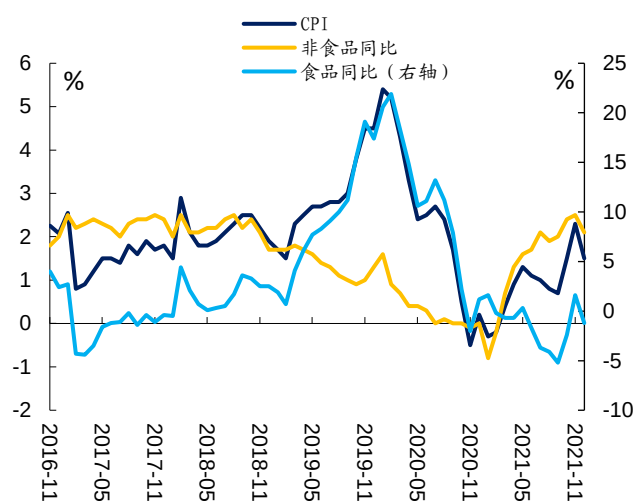
资料来源：Wind、国海证券研究所

2.2、油价回落与疫情扰动共振

受国内疫情扰动和国际油价回落的共同影响，非食品项价格同比增速小幅回落。去年 12 月份，CPI 非食品项同比上涨 2.10%，增速较上月回落 0.40 个百分点。受年末多地疫情散发影响，去年 12 月份，CPI 服务项价格同比增速 1.50%，与上月持平，服务价格上行动力有限。考虑冬季为疫情高发期，防疫难度加大，叠加 Omicron 已经开始出现输入病例，服务消费短期内或继续受到一定抑制。

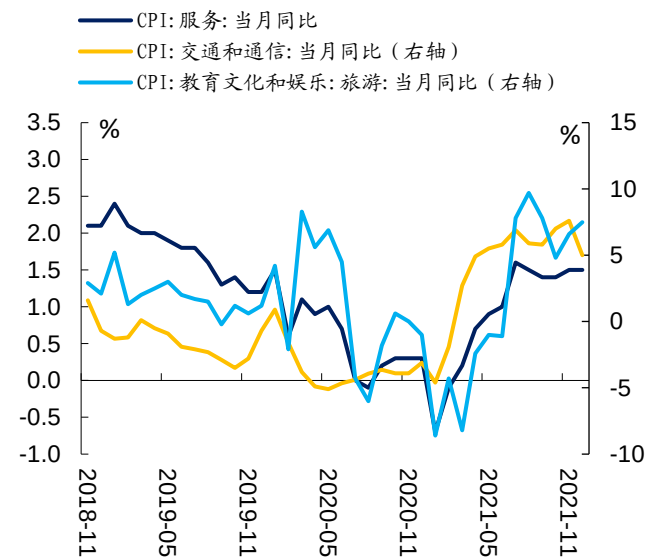
与此同时，国际油价高位回落，去年 12 月份交通工具用燃料价格同比上涨 22.50%，增速较上月大幅回落 13.20 个百分点。受能源价格松动影响，国内水电价格出现一定回落，去年 12 月份同比增长 3.90%，增速较上月降低 0.50 个百分点。展望未来，目前海外对 Omicron 的担忧有所消退，1 月份国际油价重返高位，然而在海外需求整体“退坡”的大环境下，原油价格或难以大幅上行，基数效应下，能源相关价格增速将继续回落，但节奏或将边际趋缓。

图 6: CPI 非食品项同比增速小幅回落



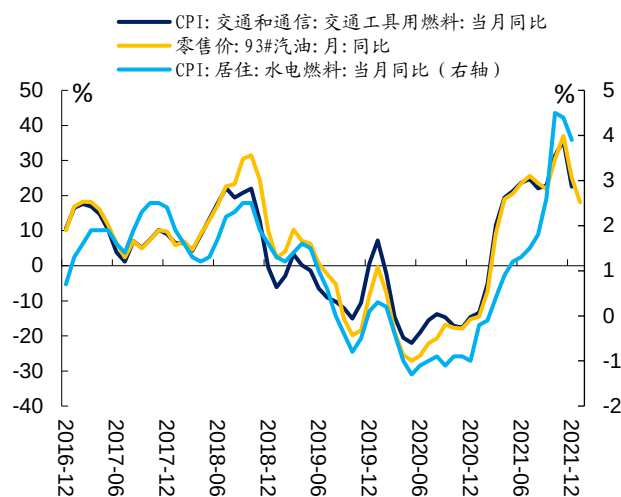
资料来源: Wind、国海证券研究所

图 7: 交通和通信价格同比增速回落



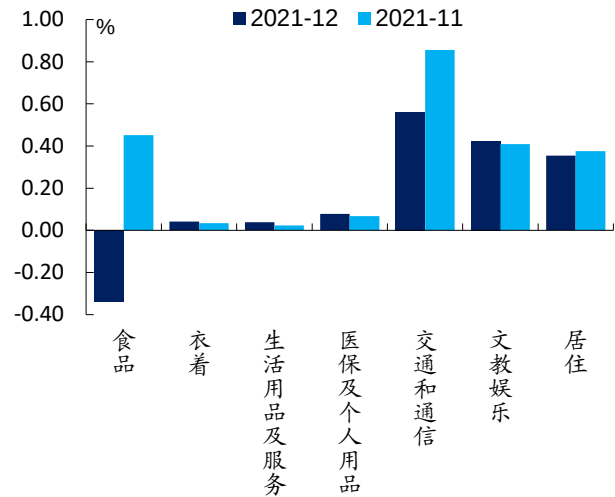
资料来源: Wind、国海证券研究所

图 8：燃油用电相关价格大幅回落



资料来源: Wind、国海证券研究所

图 9：去年 12 月“猪油”同落拉低整体 CPI



资料来源: Wind、国海证券研究所

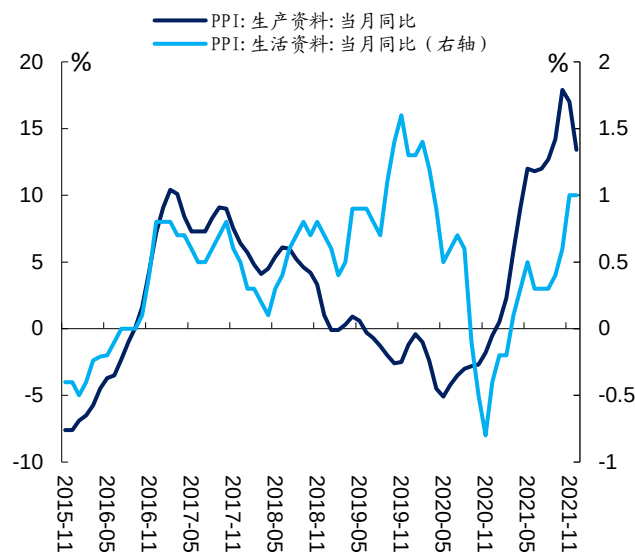
2.3、“保供稳价”进一步发力

PPI 方面, 保供稳价政策初见成效, 能源和原材料价格上涨趋势得到进一步遏制。去年 12 月份生产资料价格增速大幅回落, 同比增长 13.40%, 增速较上月降低 2.60 个百分点; 生活资料价格同比增长 1.00%, 增速与上月持平。生产资料价格中, 代表制造业上、中、下游的采掘工业、原材料工业、加工工业价格均大幅回落, 同比增长 44.20%、19.70%、8.20%, 增速较上月减少 16.30、5.30 和 1.90 个百分点。

整体来看, 煤炭与金属业保供稳价政策进一步发力, 供给端持续改善。去年 12 月份, 煤炭开采和洗选业价格同比增长 66.80%, 同比增速较上月减少 20.00 个百分点; 黑色采选、黑色冶炼价格分别同比增长 21.40%和-2.60%, 同比增速较上月降低 9.60 和 12.10 个百分点。

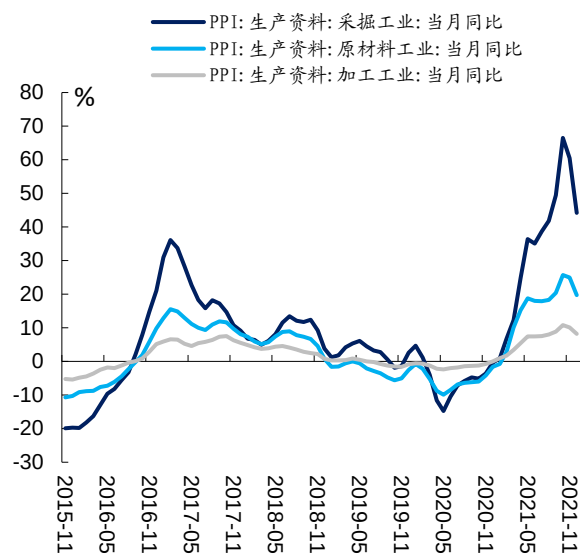
展望未来, 上游原材料的供给改善或将继续推动 PPI 回落。在“保供稳价”政策指引和能源供需趋向均衡的背景下, 原材料和能源价格有望进一步回归理性。

图 10: 生产资料价格大幅回落



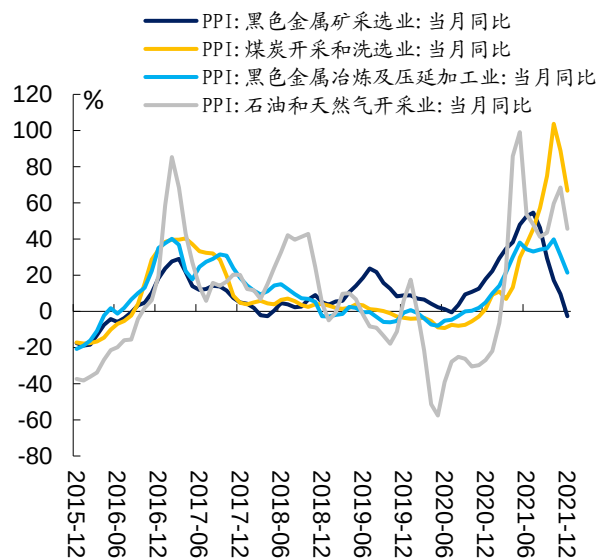
资料来源: Wind、国海证券研究所

图 11: 各环节生产资料价格增速大幅回落



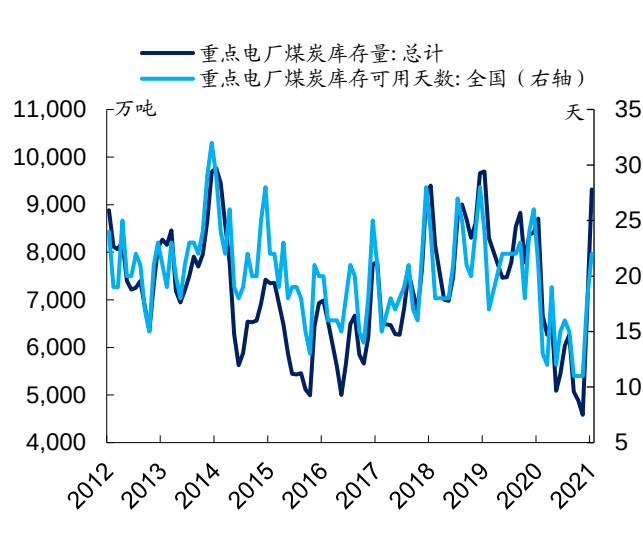
资料来源: Wind、国海证券研究所

图 12: 煤炭、黑色金属价格上涨得到进一步遏制



资料来源: Wind、国海证券研究所

图 13: 煤炭库存大幅改善



资料来源: Wind、国海证券研究所

3、“剪刀差”将进一步收窄

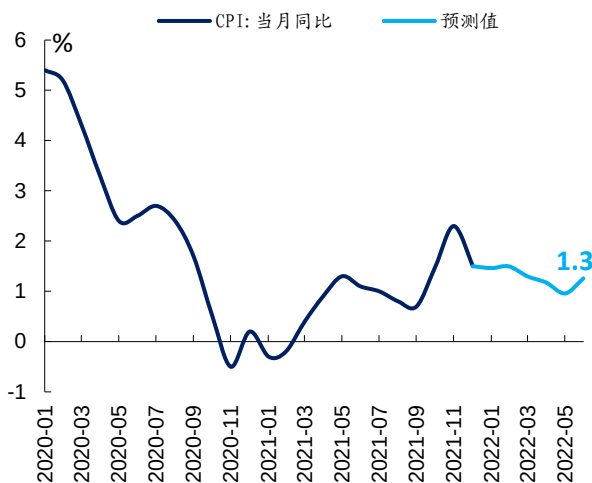
根据模型预测结果显示，CPI 方面，明年 1、2 季度猪价受母猪存栏高位影响，仍有一定回落压力，预计明年上半年 CPI 增速将逐渐回落至 1.3% 水平上下；PPI 方面，随着国际能源价格的见顶，叠加国内原材料价格的回落，中性假设下，明年上半年 PPI 增速将逐渐回落至 4.2%。

去年 12 月 CPI 和 PPI 虽双双回落，但“PPI-CPI 剪刀差”较上月降低 1.80 个

百分点。随着供给端的改善，PPI见顶回落已经是相对较确定的事件，将成为下一阶段主导剪刀差继续收窄的主要驱动力，而猪价制约下，CPI在2022年前半段又难以大幅上行，因此，整体而言国内通胀压力将进一步减轻。

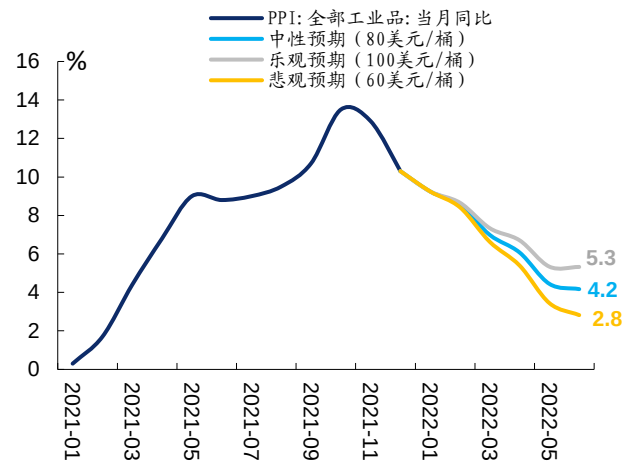
与此同时，2022年以美国为代表的海外经济体货币政策将加快回归正常化，根据我们在《美联储可能加息的两条“暗线”》中的判断，美联储本轮加息“宜早不宜晚”。那么在这种格局下，央行执行宽松政策窗口期的进一步压缩，叠加国内通胀的减弱都将使得央行在短期内的宽松空间进一步加大。

图 14: 2022 年中 CPI 中枢在 1.3% 左右



资料来源: Wind、国海证券研究所

图 15: 2022 年中，PPI 中枢在 4.2% 左右



资料来源: Wind、国海证券研究所

注: 情景假设基于布伦特原油在 2022 年 6 月份能够达到的价格预期

图 16: 去年 12 月份核心通胀与上月持平

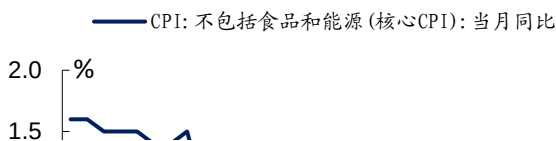
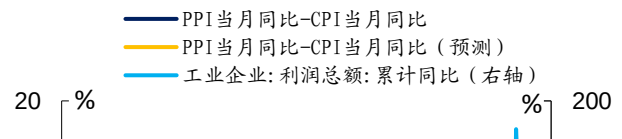


图 17: PPI-CPI “剪刀差” 将继续回落



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_35996

