

2021 年 12 月物价数据点评

通胀如期回落

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号
S1060520090001
ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

张德礼 投资咨询资格编号
S1060521020001
ZHANGDELI586@pingan.com.cn

研究助理

张璐 一般证券从业资格编号
S1060120100009
ZHANGLU150@pingan.com.cn

常艺馨 一般证券从业资格编号
S1060121110020
CHANGYIXIN050@pingan.com.cn



事项：

2021 年 12 月 CPI 环比-0.3%、同比 1.5%；PPI 环比-1.2%、同比 10.3%。

平安观点：

- 因食品和能源拖累，CPI 环比大幅低于季节性。剔除食品和能源后的核心 CPI 同比 1.2%，和上月持平。2021 年 12 月 CPI 环比-0.3%，而过去十年的 12 月 CPI 环比，八年为正、两年为零，平均为 0.35%。CPI 反季节性回落，主要因食品和能源的拖累，服务项的环比为零。具体来看：一是，CPI 食品烟酒项环比-0.3%。其中 CPI 鲜菜项环比跌幅达 8.3%，可能原因是 2021 年 10 月菜价快速上涨，提振了蔬菜种植的的积极性，蔬菜批量上市后价格开始下跌。猪肉价格微涨，始于 2021 年 10 月的猪肉价格反弹，短期顶部已经出现；二是，国际油价调整，带动能源相关的分项 CPI 环比走低，如 CPI 交通工具用燃料项环比下跌 5.2%、水电燃料项环比下跌 0.2%；三是，国内疫情多点扩散，压制服务消费恢复，CPI 服务项环比为 0。
- 黑色产业链和石化产业链的 PPI 环比下行较快。生产资料中，2021 年 12 月采掘、原材料、加工工业的 PPI 环比分别为-6.8%、-1.7%和-0.9%，体现了国内能源保供稳价、国际油价调整和钢材需求偏弱的影响。生活资料中，食品、一般日用品的 PPI 环比涨幅收窄，衣着 PPI 环比由涨转跌，耐用消费品 PPI 环比为负。随着上游生产资料，尤其是加工工业价格的回落，工业消费品进一步涨价的可能性在下降。分行业看，2021 年 12 月煤炭、黑色金属和石油相关行业 PPI 环比大多回落，环比涨幅较高的行业集中于水电燃等公用事业相关板块，部分下游消费相关行业价格略有上涨。
- 往后看，通胀压力将进一步缓解。1) CPI 方面，食品相关的扰动因素影响将边际减弱，预计 2022 年 1 月 CPI 同比进一步下滑至 1.2%左右，而后温和上行，预计 2022 年一、二季度的 CPI 同比均值分别为 1.3%、1.8%。2) PPI 方面，基于翘尾因素快速下行、黑色产业链对 PPI 的拉动作用减弱、原油价格 2022 年中枢趋于下降等原因，我们的预测显示，2022 年 PPI 同比将持续回落，四季度或跌至负值区间。就短期而言，因“保供稳价”政策效果进一步体现、煤电市场化改革不改 PPI 同比回落趋势和黑色商品需求进入淡季，预计 2022 年 1-3 月的 PPI 同比分别降至 9.0%、8.6%、6.7%。基于我们的判断，年初“胀”的因素对于央行货币政策而言并非紧约束，货币政策操作关注的焦点有二：一是虽然近日鲍威尔释放鸽派信号，但仍需关注美联储收紧的步伐会不会更快。我们认为，美联储最早可能在 3 月开启加息、全年加息 3 次并开启缩表，已逐渐被市场定价，但强势的人民币汇率给货币政策的“以我为主”留下了缓冲空间，存在美联储加息落地前中国货币宽松提前落地的可能。二是配合地方债发行，缓解对短期流动性的冲击。“前置发力”下，我们预计一季度政府债发行将在万亿以上，超出 19 年和 21 年同期水平，这亦需货币政策宽松的配合。

一、食品和能源拖累，CPI 环比大幅低于季节性

2021 年 12 月 CPI 同比 1.5%，涨幅比上月收窄 0.8 个百分点。其中，CPI 食品项同比从上月的 1.6% 下滑至 -1.2%；非食品项同比 2.1%，涨幅较上月低 0.4 个百分点；剔除食品和能源后的核心 CPI 同比 1.2%，和上月持平。**2021 年 12 月 CPI 环比 -0.3%，而过去十年的 12 月 CPI 环比，八年为正、两年为零，平均为 0.35%。**分项来看，CPI 环比为负主要是食品和能源的拖累，CPI 服务项的环比为零：

一是，CPI 食品烟酒分项环比 -0.3%。1) CPI 鲜菜项的环比降幅达 8.3%，反季节性下行。从季节性规律看，受冬季低温影响，12 月蔬菜价格往往有较大幅度的上涨，但 2021 年 12 月蔬菜价格却走出反季节性行情。可能原因是，受极端天气、能源大涨推升农资价格和运输成本等多重因素的影响，2021 年 10 月蔬菜价格开始上涨，到 2021 年 11 月上旬菜篮子产品批发价格 200 指数升至历史高位，这刺激了蔬菜种植的积极性。由于鲜菜的生长周期较短（小白菜、空心菜、生菜的生长周期不到一个月，油麦菜、小油菜、大白菜、豌豆、青蒜的生长周期在 40-50 天），供应一般可在两个月内恢复，新菜批量上市令 2021 年 12 月蔬菜价格快速回落，降到了 2019 年和 2020 年的同期水平。

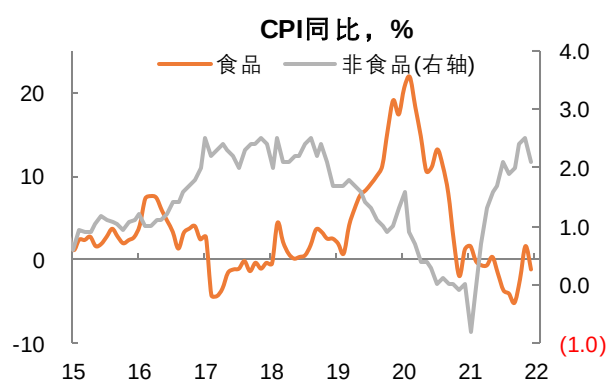
2) 猪肉价格涨幅收窄，未进一步推动 CPI 上行。2021 年 12 月 CPI 猪肉项环比上涨 0.4%，较 11 月的涨幅 12.4% 明显收窄，前期生猪收储、腌腊需求前置、养殖户压栏等推动猪肉价格上涨的因素影响减弱。当前生猪仍供过于求，随着冬季腌腊进入尾声、生猪出栏有所加快，高频指标生猪批发价已于 2021 年 12 月拐头向下，对 CPI 猪肉项的影响预计会体现在 2022 年 1 月的数据中。往后看，我们在深度报告《新一轮猪周期：信号、拐点、影响》中指出，2021 年下半年能繁母猪存栏已出现了较明显的去化特征，新一轮猪周期启动的潜在条件已经具备，2022 年 7 月或迎来产能去化后的生猪价格上涨拐点。

二是，能源相关分项对 CPI 环比回落有较大贡献。CPI 交通工具用燃料项环比下跌 5.2%、水电燃料项环比下跌 0.2%，这两个分项环比回落和能源价格的调整直接相关。2021 年 11 月 20 日、12 月 4 日、12 月 18 日国内成品油连续三次调降，汽油出厂价合计降低了 7.6%，导致 CPI 能源相关分项环比为负。2021 年 12 月 20 日至今，由于市场对奥密克戎病毒担忧的减退，布油价格再度反弹。但往后看，考虑到美联储货币政策收紧下美元偏强、美国石油战略储备仍有可能加大投放、油价高位背景下 OPEC 增产动力更足以及伊朗制裁解除的潜在可能性，国际油价进一步上行的动力可能不足。

三是，CPI 服务项环比为零。2021 年 12 月国内疫继续多点扩散，压制服务消费恢复，CPI 服务价格环比持平。具体看，CPI 居住分项中服务相关的租赁房租环比下滑 0.2%；CPI 其他用品及服务分项环比下滑了 0.1%；娱乐文教、通信和邮递服务、医疗保健分项的 CPI 环比均为零；因春节临近部分人员提前返乡，CPI 家政服务项环比上涨了 1.3%。

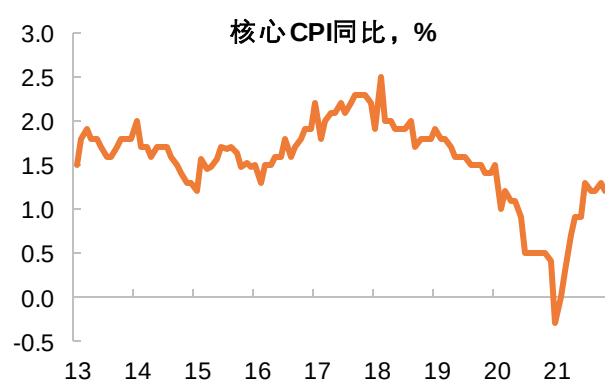
往后看，CPI 同比或将温和上行。2021 年四季度猪肉和蔬果对 CPI 食品项形成扰动、原油与天然气价格波动对 CPI 能源相关分项造成扰动，而核心 CPI 同比受需求拖累仍相对低迷。短期看，食品相关的扰动因素影响将边际减弱，预计 2022 年 1 月 CPI 同比进一步下滑至 1.2% 左右，而后温和上行，预计 2022 年一、二季度的 CPI 同比均值分别为 1.3%、1.8%。

2021 年 12 月 CPI 食品、非食品的同比均回落



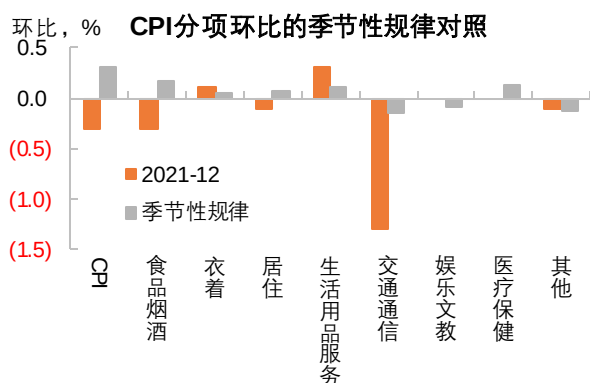
资料来源:wind, 平安证券研究所

2021 年 12 月核心 CPI 同比持平于上月



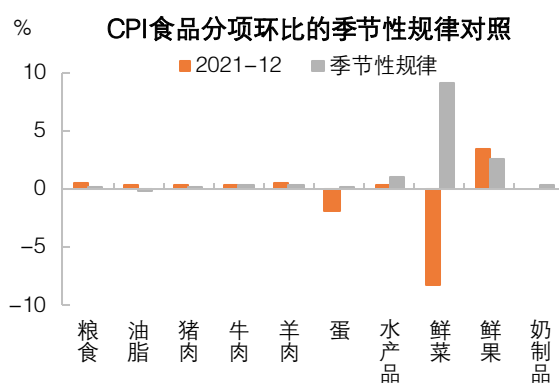
资料来源:wind, 平安证券研究所

2021年12月交通通信和食品烟酒项的环比跌幅明显超过季节性



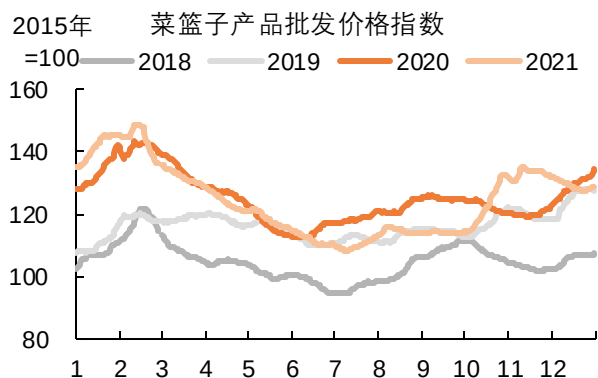
资料来源: wind, 平安证券研究所

2021年12月CPI鲜菜项环比反季节性下行



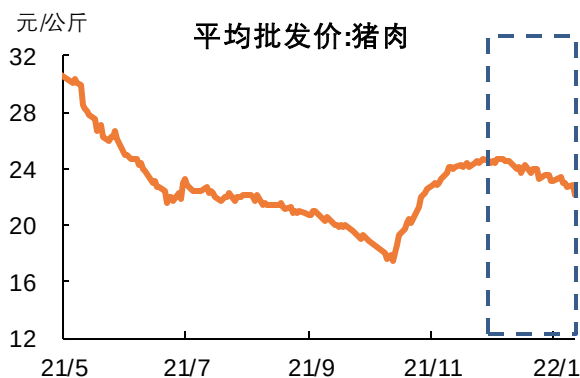
资料来源: wind, 平安证券研究所

蔬菜批发价已高位回落至2019-2020年均值



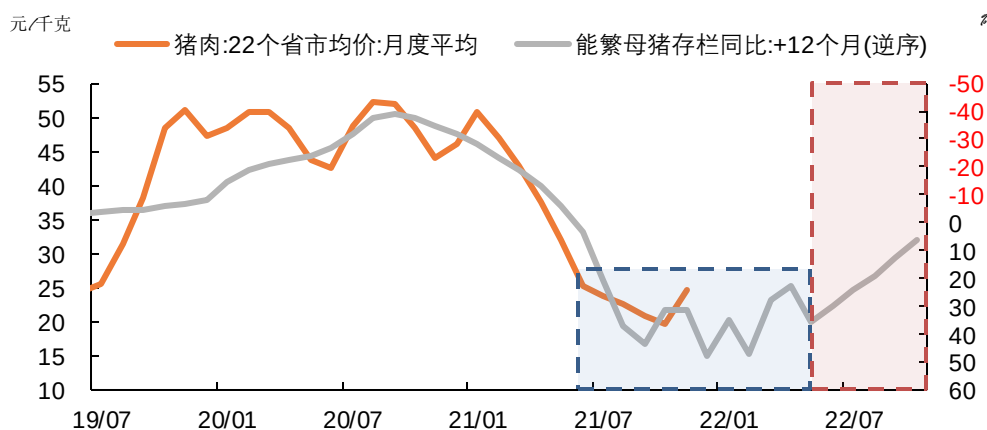
资料来源: wind, 平安证券研究所

2022年12月起猪肉批发价转跌



资料来源: wind, 平安证券研究所

能繁母猪存栏变化预示2022年中猪价上行



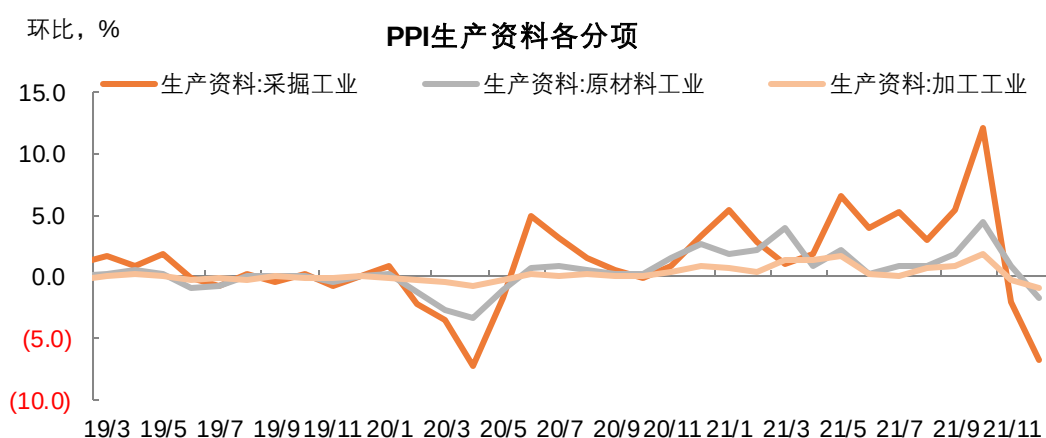
资料来源: iFinD, 平安证券研究所

二、黑色和石化产业链 PPI 环比下行较快

2021 年 12 月 PPI 同比 10.3%，自历史高位进一步回落，低于市场预期的 10.8%；PPI 环比下跌 1.2%，其中生产资料环比下跌 1.6%，而生活资料环比持平。

生产资料中，2021 年 12 月采掘、原材料、加工工业的 PPI 环比分别为 -6.8%、-1.7%和 -0.9%。采掘工业的 PPI 环比大幅下行主要受煤炭开采和洗选业、石油和天然气开采业和黑色金属矿采选业的拖累。原材料工业和加工工业的 PPI 环比下行主要受石油煤炭及其他燃料加工业、黑色金属和有色金属冶炼及压延加工业等行业拖累。生产资料 PPI 环比的下行体现出前期煤炭保供稳价政策落实、冬季钢材需求偏弱和国际油价调整的影响。其中，加工工业是连接生产资料和生活资料的环节，加工工业的 PPI 环比持续回落，表明下游行业的成本压力已有所缓解。

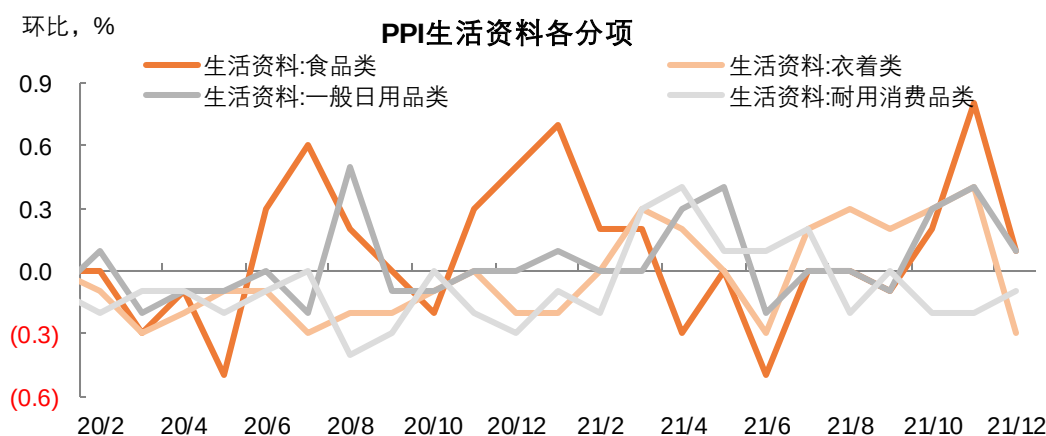
2021 年 12 月 PPI 生产资料的分项均环比下行



资料来源: Wind、平安证券研究所

生活资料中，食品和一般日用品的 PPI 环比均为 0.1%，涨幅较 11 月收窄，衣着价格环比下行 0.3%，由涨转跌。随着上游生产资料，尤其是加工工业价格的回落，工业消费品进一步涨价的可能性在下降。耐用消费品 PPI 环比下降 0.1%，在居民大件可选消费需求疲弱的影响下仍较低迷。

2021 年 12 月 PPI 生活资料分项的环比多数回落

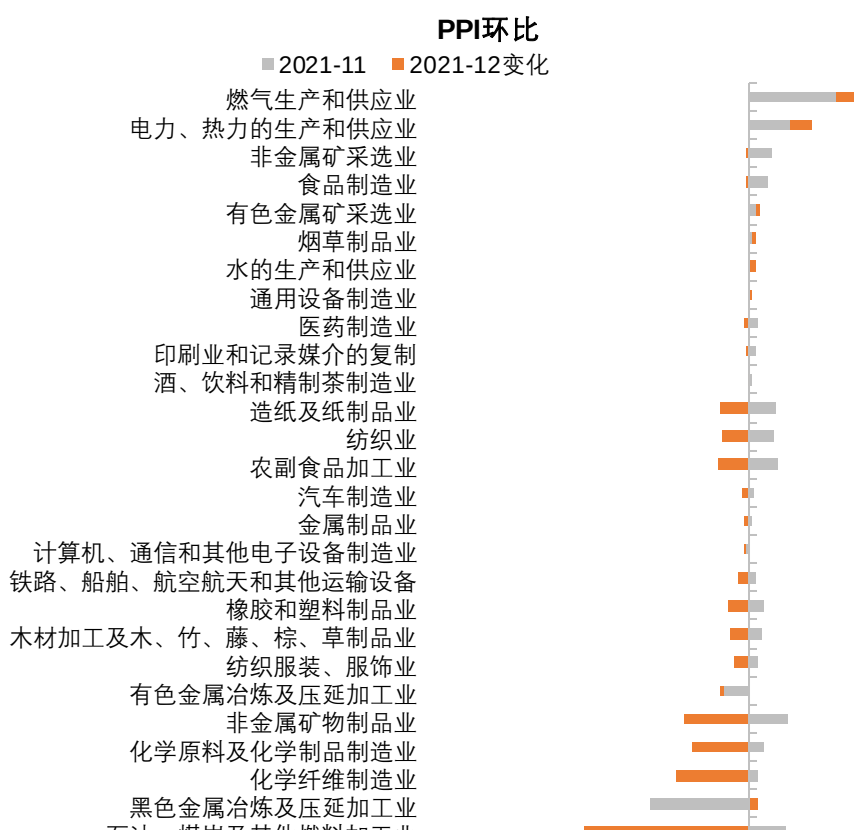


资料来源: Wind、平安证券研究所

分行业来看，2021年12月煤炭、黑色金属和石油相关行业的PPI环比大多回落，环比涨幅较高的行业集中于水电燃料等公用事业相关板块，下游消费相关的部分行业价格略有上涨。1) 2021年12月PPI环比跌幅较大的行业依次是：黑色矿选、煤炭开采、石油开采、石油煤炭加工、黑色加工，集中于黑色与石油化工产业链。2) 以水、电、燃气生产供应为代表的公用事业行业PPI环比上行，既受到2021年10月开始的煤电市场化改革的影响，又有进口液化天然气价格上涨的助推。3) 部分下游消费相关行业价格略有上涨，食品制造业、烟草制品业和医药制造业PPI环比分别上行0.7%、0.3%和0.1%。

往后看，PPI同比大概率将继续回落。基于翘尾因素快速下行、黑色产业链对PPI的拉动作用减弱、原油价格2022年中枢趋于下降等原因，我们的预测显示，2022年PPI同比将持续回落，四季度或跌至负值区间。就2021年一季度而言，一是动力煤“保供稳价”的政策效果将继续体现；二是如我们前期报告《再论煤电市场化改革对PPI的影响》中的分析，煤电市场化改革一定程度上将助推年初水电燃气价格的上涨，但难以改变PPI同比回落的趋势；三是黑色金属步入消费淡季，预计将继续推动PPI同比下降，预计2022年1-3月的PPI同比分别降至9.0%、8.6%、6.7%。

煤炭、黑色金属及石化产业链价格下行推动PPI环比明显回落



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_36003

