

宏观点评

大方向确定—2021年通胀回顾与2022年展望

事件: 12月CPI同比1.5%，预期1.7%，前值2.3%；PPI同比10.3%，预期10.8%，前值12.9%。2021年全年CPI同比0.9%，预期1.0%；PPI同比8.1%，预期8.1%。

核心观点: 单月看，12月CPI和PPI均如期回落；全年看，2021年CPI弱势走稳、PPI频创新高；往后看，2022年“CPI上、PPI下”是基准情形，短期有四大关注点。

1.12月CPI同比如期回落，主因疫情散发、农产品保供措施发力以及基数走高。分项看：食品项环比由涨转跌，鲜菜价格大幅回落，猪肉、鲜果价格涨幅收窄；非食品项由平转跌，其中能源品、工业消费品价格均由涨转跌。12月CPI同比较前值回落0.8个百分点至1.5%；其中食品项同比由上涨1.6%转为下跌1.2%，拖累CPI下行约0.22个百分点；非食品项同比2.1%，涨幅收窄0.4个百分点，影响CPI上涨约1.69个百分点；核心CPI同比持平前值1.2%。

>食品项环比由涨转跌，略弱于季节性，鲜菜价格是主要拖累。12月CPI食品项环比由上涨2.4%转为下跌0.6%，低于2016-2019年同期（季节性）均值0.4%；重点农产品价格多数下跌，其中由于供给改善，鲜菜价格环比下降15.1个百分点至-8.3%，拖累CPI环比0.21个百分点；由于冬季腌腊临近结束、叠加生猪出栏加快，猪肉价格环比下降11.8个百分点至0.4%。

>非食品项环比由平转跌，弱于季节性，能源品、工业消费品价格转跌是主要拖累。12月非食品项环比回落0.2个百分点至-0.2%，低于2016-2019年同期（季节性）均值0.1%，其中汽油、柴油等能源品价格分别环比下跌5.4%、5.8%，工业消费品价格由上涨0.3%转为下跌0.5%，分别体现国际油价下跌和保供稳价政策效果显现的影响；服务价格总体持平，但出行相关价格有所回落，主要体现疫情反复的影响，生活用品及服务价格回升，主要体现春节因素的影响。

>核心CPI持平，继续关注工业品价格传导（预计工业品价格中枢仍将偏高）、疫情对服务价格的扰动。核心CPI同比持平前值1.2%，环比回升0.2个百分点至0%，略弱于季节性。

2.12月PPI同比快速回落，环比由平转跌，主因保供稳价效果显现、冬季需求走弱、油价下跌，其中：PPI大类行业多数下跌，上游采掘、原材料跌幅进一步加深；细分行业环比也多数下跌，煤炭、油气开采、燃料加工、黑色等跌幅较大。12月PPI同比降2.6个百分点至10.3%，其中生产资料同比降3.6个百分点至13.4%，生活资料同比持平1%；PPI环比转为降1.2%。

>分七大产业看：12月价格普遍回落，上游采掘、原材料跌幅进一步加深，下游消费涨幅收窄。具体看，上游采掘、原材料、中游加工工业环比分别较前值回落4.7、2.6、0.6个百分点至-6.8%、-1.7%、-0.9%；下游食品、衣着、日用品加工工业环比分别较前值回落0.7、0.7、0.3个百分点至0.1%、-0.3%、0.1%；耐用消费品环比小幅回升0.1个百分点至-0.1%。

>分40个工业行业看：细分行业环比多数下跌，煤炭、燃料加工、非金属矿物（玻璃、水泥等）、化工、化纤等价格跌幅扩大，下游消费相关行业价格环比亦有所回落，主因保供稳价政策效果显现、油价下跌以及需求走弱。具体看：1）煤炭价格继续大幅回落。由于限价、保供政策效果进一步显现，煤炭供需偏紧状况明显改善，12月秦皇岛Q5500动力煤价环比下跌8.3%，带动PPI煤炭采选行业环比增速下降3.4个百分点至-8.3%。2）国际油价跌幅扩大。由于奥密克戎变异株以及疫情反复冲击需求预期，12月布伦特油环比跌幅扩大4.0个百分点至7.5%，带动油气开采、燃料加工、化工、化纤环比分别回落13.4、8.0、2.8、3.5个百分点至-6.9%、-6.3%、-2.1%、-3.1%。3）钢铁价格由跌转涨。由于粗钢产量下降、地产基建发力预期升温等因素影响，12月螺纹钢现货价环比降幅收窄16.2个百分点至0.3%，带动PPI黑色冶炼环比降幅收窄约0.4个百分点至4.4%；但PPI黑色采矿降幅进一步扩大2.4个百分点至8.7%，二者存在背离。4）电价涨幅进一步扩大。电力热力环比涨幅再度扩大1.1个百分点至3.0%，显著强于2016-2019年同期（季节性）均值0.3%，主因在于交易电价浮动范围扩大政策效果进一步显现。

3.总体看：2021年CPI弱势走稳、PPI频创新高，2022年基准情形“CPI上、PPI下”

>CPI：2021全年CPI呈“N型”走势，1-5月逐月回升，6-9月小幅回落、10-11月再度回升，全年同比0.9%，略低于市场预期。其中猪肉价格、疫情反复是主要拖累，菜价存在阶段性扰动，上游价格向下游的传导弱于预期。展望2022年，维持年度判断：2022年CPI同比可能震荡回升，全年高点可能在9月左右，高点可能突破3%，全年中枢2.4%左右。短期看，1月前两周鸡蛋、鲜菜、水产品价格环比降幅均有所收窄，猪肉价格降幅扩大，水果价格涨幅扩大；但考虑春节因素影响，1月CPI食品和食品分项环比可能均有所回升，叠加2021年同期基数回落，预计今年1月CPI同比可能再度回升。

>PPI：2021全年PPI一路走高，同比读数以及陡峭的斜率持续创新高，尤其是9-10月分别创历史新高至10.7%、13.5%，这是前期市场没有预判到的，背后反映的是“双碳”和能耗双控下的供给约束，以及油价、运价上涨等输入性因素。展望2022年，预计限产限电、油价、运价等因素均会有所好转，维持年度判断：2022年PPI同比整体趋降，Q4在高基数拖累下可能转负，全年同比预计回落至3.5%左右。短期看，1月前两周南华工业品指数环比上涨5.0%、CRB现货指数上涨1.4%，原油、螺纹钢、铜价环比上涨8.5%、2.7%和0.5%，煤价环比下跌18.5%。往后看，考虑到基建进一步发力、地产纠偏持续推进，对需求端有所支撑，预计PPI环比可能持平或小升，但由于基数回升，1月PPI同比可能进一步回落。

>PPI-CPI剪刀差：2021年PPI-CPI剪刀差持续走阔，5-10月迭创历史新高，10月达到12个百分点，随后伴随PPI见顶回落。往后看，随着CPI回升、PPI趋降，预计持续收敛。

4.短期有4点关注：猪价、疫情扰动、基建发力支撑上游价格、利润的上下游传导

>猪肉价格：近期猪肉价格表现略不及预期，主因生猪出栏加快。维持此前判断，猪肉价格趋势性上行可能要到明年下半年。在新一轮猪肉价格上行周期真正开启之前，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甚至再度下跌，对于CPI的支撑可能进一步弱化。

>疫情扰动：从病毒本身特性看，奥密克戎可以通过两条路径影响国内通胀：一是奥密克戎重症率偏低，导致近期海外市场对于奥密克戎的担忧下降，原油等大宗商品价格反弹，可能强化输入型通胀压力；二是国内动态清零的政策下，由于奥密克戎传播性更强，对CPI服务分项的影响可能强于以往。具体哪一影响路径会占主导，需要关注未来一段时间国内疫情的演化。

>基建发力：前期报告《2022年基建大概率高增，有哪些发力点》中我们提出，2022全年基建增速可能升至8%左右甚至更高，新老基建将共同发力，可能对上游采掘、原材料需求端有所支撑，预计PPI下行的斜率可能慢于预期，具体需关注未来1-2个季度基建发力的情况。

>利润的上下游传导：维持此前判断，综合过往5轮PPI-CPI剪刀差收窄的经验，随着后续PPI-CPI持续收窄，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。不过，鉴于全球供应链摩擦、疫情冲击消费等因素，短期中上游利润仍有韧性，中下游实际改善程度尚需观察。

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

执业证书编号：S0680121020004

邮箱：liuanlin@gszq.com

相关研究

1、《稳增长进展跟踪第1期：已开始了》2022-01-09

2、《2022年基建大概率高增，有哪些发力点？》

2022-01-05

3、《上游挤压下游开始缓解—兼评11月工业企业盈利》

2021-12-27

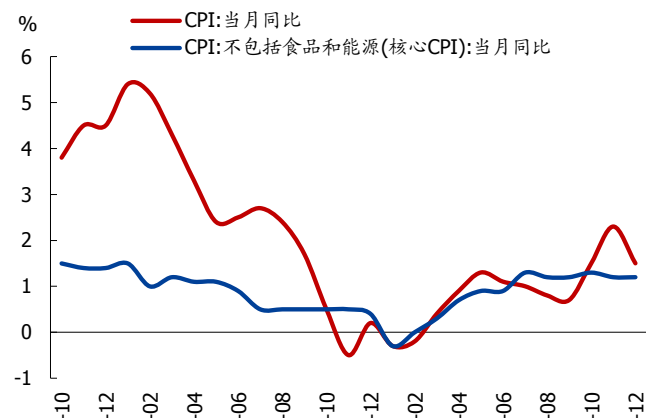
4、《开始了就不会轻易结束—降息的6点理解》

2021-12-20

5、《上下游传导正在发生—兼评11月通胀》

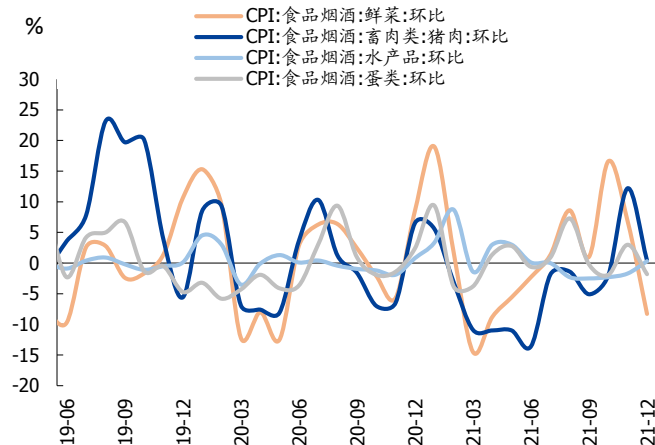
2021-12-09

图表 1: 12 月 CPI 同比回落, 核心 CPI 同比持平



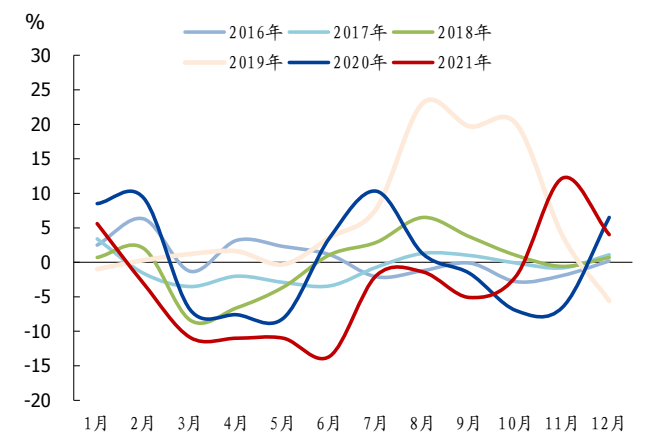
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 2: 12 月 CPI 食品分项环比多数回落



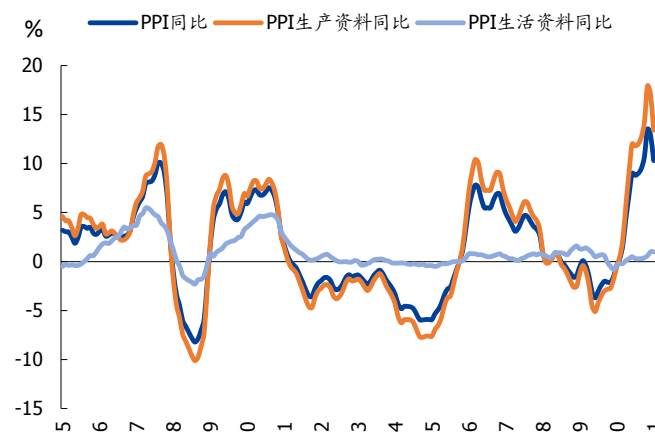
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 3: 12 月猪肉价格环比涨幅收窄



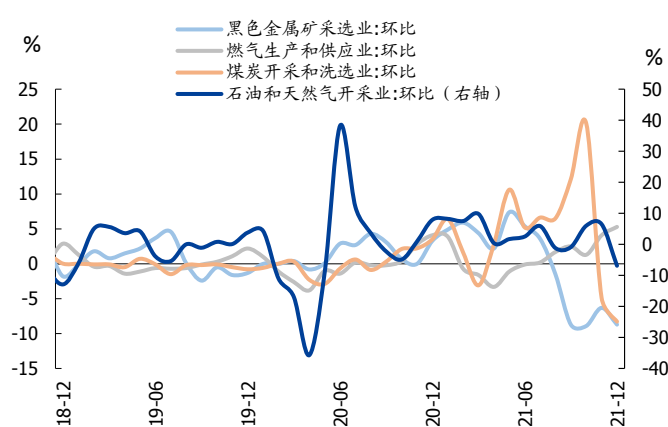
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 4: 12 月 PPI 同比增速进一步回落



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 5: 12 月上游原材料价格多数回落



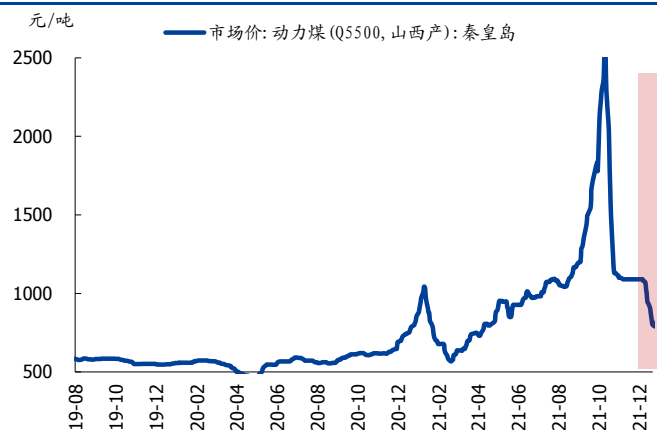
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 6: PPI 油气开采与布油价格走势一致



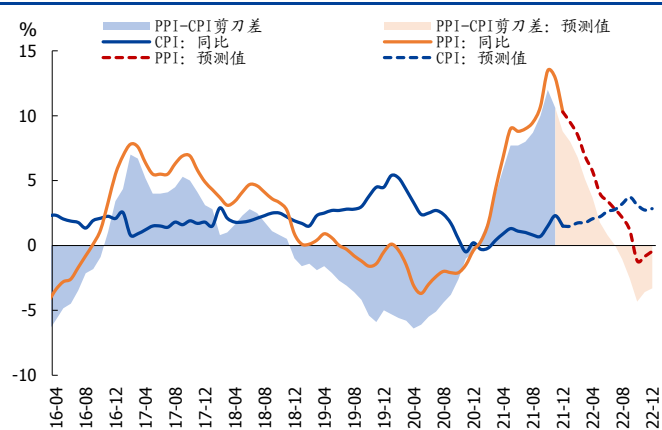
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 7: 煤炭价格延续大幅回落



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 8: CPI、PPI 以及 PPI-CPI 剪刀差预测



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

国盛证券研究所

北京 地址：北京市西城区平安里西大街 26 号楼 3 层 邮编：100032 传真：010-57671718 邮箱：gsresearch@gszq.com	上海 地址：上海市浦明路 868 号保利 One56 1 号楼 10 层 邮编：200120 电话：021-38124100 邮箱：gsresearch@gszq.com
南昌 地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦 邮编：330038 传真：0791-86281485 邮箱：gsresearch@gszq.com	深圳 地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼 邮编：518033 邮箱：gsresearch@gszq.com