



2022 年 1 月 12 日

Experts of financial
derivatives pricing

衍生品定价专家

优财研究院

投资咨询业务资格

湘证监机构字[2017]1 号

刘文波

• 从业资格编号 F3070864

• 投资咨询编号 Z0015179

邮箱: liuwenbo@jinxinqh.com



CPI 与 PPI 同步回落，需求不足制约价格传导

内容提要

12 月 CPI 同比 1.5%，市场预期 1.7%，前值 2.3%，环比-0.3%；12 月 PPI 同比 10.3%，市场预期 10.8%，前值 12.9%，环比-1.2%。

12 月 CPI、PPI 同步回落并低于市场预期，核心 CPI 低位徘徊，PPI-CPI 剪刀差继续收敛。CPI 主要受到食品和油价两端价格下跌的拖累，供给改善叠加疫情影响双节消费下猪肉价格仍处下行阶段，12 月食品项同比由正转负，同时海外 Omicron 变异病毒引发油价大幅下跌拖累非食品增速。而保供稳价政策发力下，上游高耗能工业品价格持续下行，生产资料增速快速回落，PPI 处在下行通道。当前需求不足的宏观环境下，上游价格向下游价格传导仍然有所不畅，国内冬季疫情的反弹仍约束服务价格的修复，必选和可选消费价格分化。

往后看，随着供给端约束缓解，供给端矛盾向总需求不足切换，房地产和出口两阶段放缓压力下需求端仍在回落，叠加全球流动性退潮，基数抬升下 PPI 前三季度处在下行通道，四季度内需回升下有望企稳，全年中枢约 3.5% 左右。而 CPI 预计短期或仍将在 2% 以下低位徘徊，冬季疫情反弹制约服务价格修复，需求不足的宏观环境下上游价格向下游价格传导仍然受到一定阻碍，同时生猪仍在去产能周期下猪肉价格仍然偏弱，也压制食品通胀。预计随着猪周期逐步见底、服务价格温和复苏下，全年 CPI 前低后高、温和抬升，全年中枢在 2% 左右。2022 年 PPI-CPI 剪刀差逐步收敛下盈利分配有望逐步从上游向下游传导。

风险提示

疫情变异毒株扩散不确定性，美联储快速收紧货币

请务必仔细阅读正文之后的声明

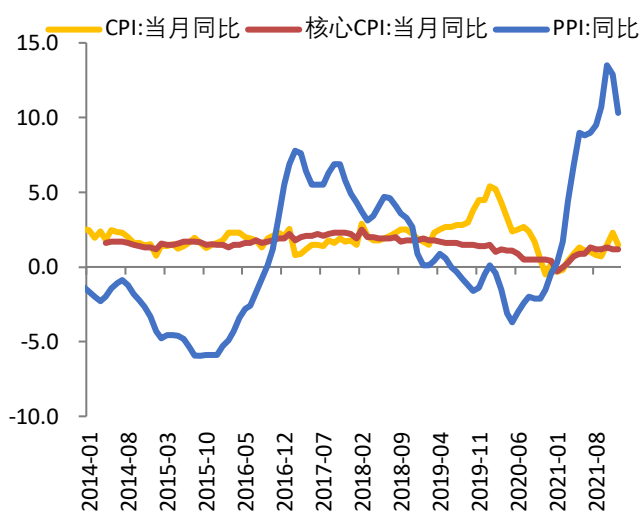
一、事件

央行公布 2021 年 12 月通胀数据：

12 月 CPI 同比 1.5%，市场预期 1.7%，前值 2.3%；环比-0.3%。

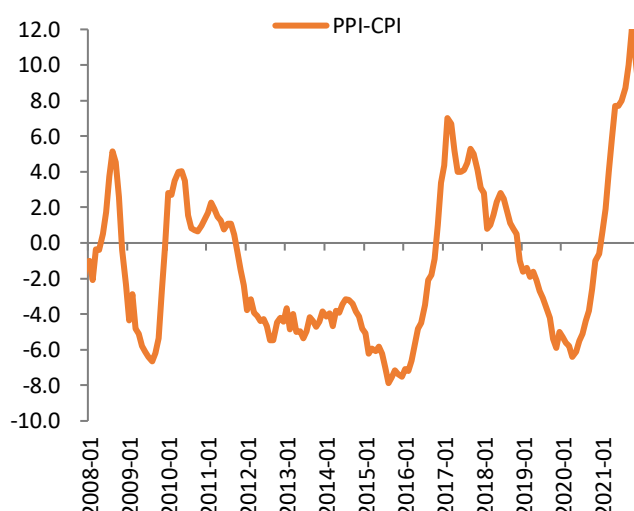
12 月 PPI 同比 10.3%，市场预期 10.8%，前值 12.9%；环比-1.2%。

图 1：CPI VS PPI (%)



资料来源：Wind，优财研究院

图 2：PPI-CPI 剪刀差 (%)



资料来源：Wind，优财研究院

二、点评

CPI 回落主要受到食品和油价两端价格下跌的拖累。12 月 CPI 同比 1.5%，回落 0.8 个百分点，主要受到食品和油价两端价格下跌的拖累，食品烟酒和交通通信环比明显不及季节性表现，尤其交通通信环比跌幅较大，受到海外 Omicron 变异病毒引发的油价大幅下跌影响，而在猪肉价格和菜价回落下 12 月食品项同比由正转负，供给改善叠加疫情影响双节消费下，猪肉价格仍处下行阶段。

需求不足的宏观环境下，上游价格向下游价格传导仍然不畅，可选消费价格偏弱。核心 CPI 持平 1.2%，反映在当前需求不足的宏观环境下，上游价格向下游价格

传导仍然受到一定阻碍，国内冬季疫情的反弹仍约束服务价格的修复。从 CPI 八大类环比表现来看，仅有衣着与生活用品服务环比涨幅略强于季节性，而其他分项均弱于季节性，可选消费价格表现仍然偏弱。

能源价格回落下 PPI 同比快速下行。12 月 PPI 同比下降 2.6 个百分点至 10.3%，生产资料增速延续回落，保供稳价政策发力下，上游高耗能工业品价格持续下行，煤炭库存升至历史高位，同时海外变异毒株扩散扰动全球开放和复苏预期，原油价格一度大幅下跌。高频数据显示随着近期疫情担忧减弱，油价重回慢涨通道，而国内稳增长政策预期下黑色价格跌幅收窄后近期有所反弹。12 月生活资料持平前值，必选和可选消费价格分化，显示内需乏力下成本向下游传导仍然不畅。

2022 年价格从分化到收敛，CPI 短期低位徘徊，PPI 进入下行通道。往后看，随着供给端约束缓解，供给端矛盾向总需求不足切换，房地产和出口两阶段放缓压力下需求端仍在回落，叠加全球流动性退潮，基数抬升下 PPI 前三季度处在下行通道，四季度内需回升下有望企稳，全年中枢约 3.5% 左右。而 CPI 预计短期或仍将在 2% 以下低位徘徊，冬季疫情反弹制约服务价格修复，需求不足的宏观环境下上游价格向下游价格传导仍然受到一定阻碍，同时生猪仍在去产能周期下猪肉价格仍然偏弱，也压制食品通胀。预计随着猪周期逐步见底、服务价格温和复苏下，全年 CPI 前低后高、温和抬升，全年中枢在 2% 左右。2022 年 PPI-CPI 剪刀差逐步收敛下盈利分配有望逐步从上游向下游传导。

图 3：CPI 食品和非食品分项增速 (%)

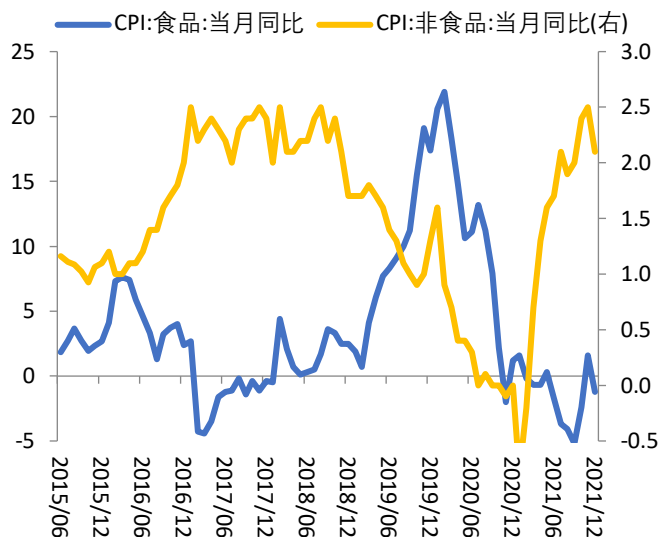


图 4：CPI 环比季节性 (%)

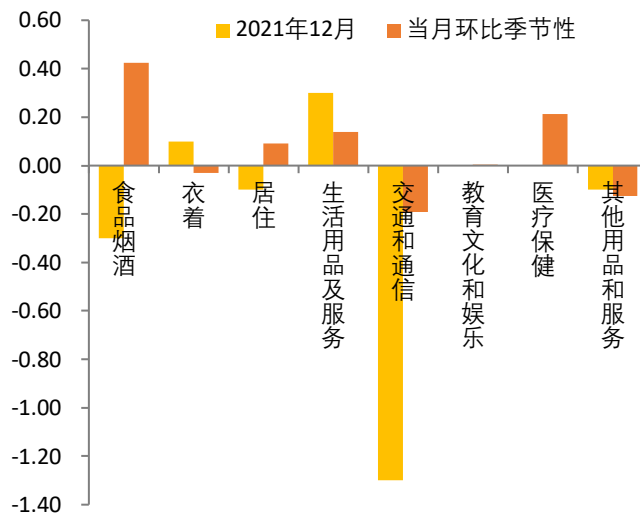


图 5：猪肉价格仍然偏弱，拖累食品端价格 (%)

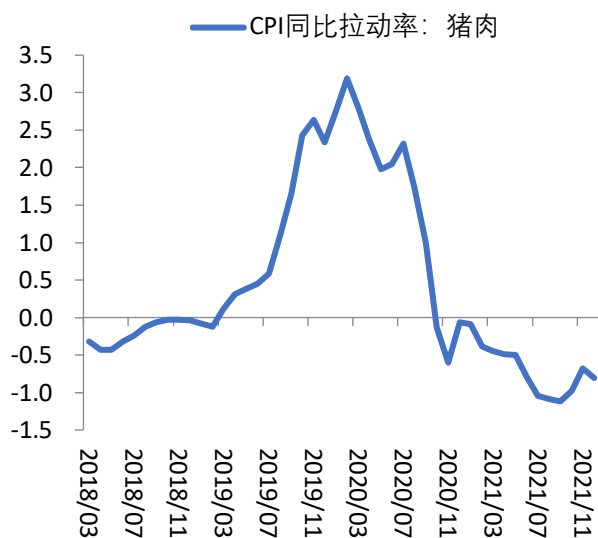


图 6：猪周期预计年内逐步见底 (%)

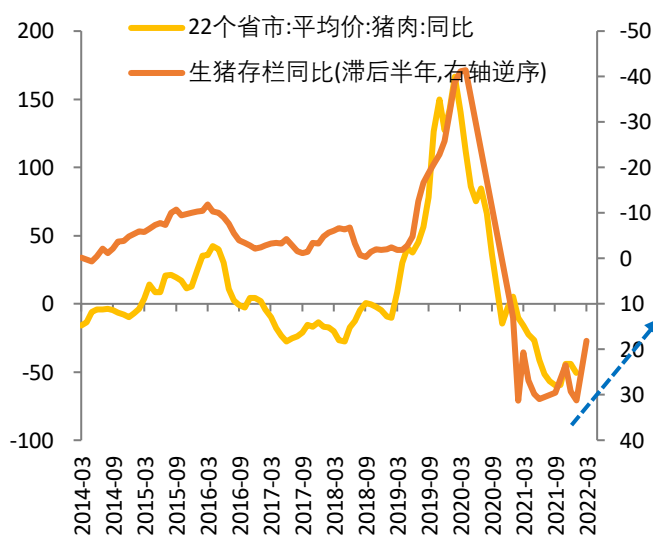


图 7：上游生产资料快速回落 (%)



图 8：上游价格增速快速回落 (%)



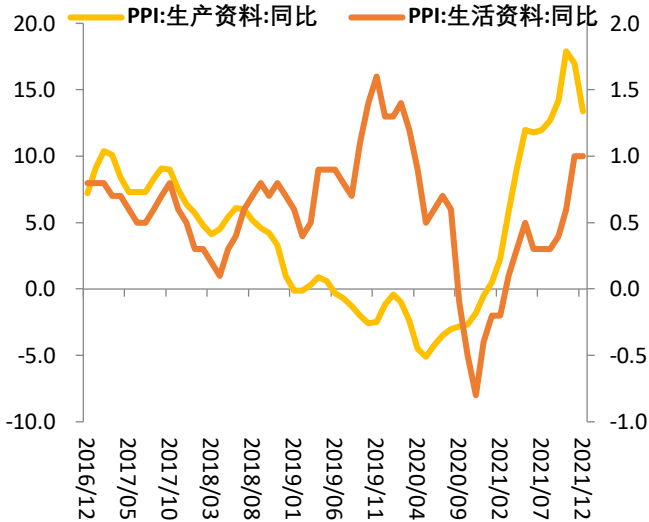


图9：商品价格滞后M2回落(%)

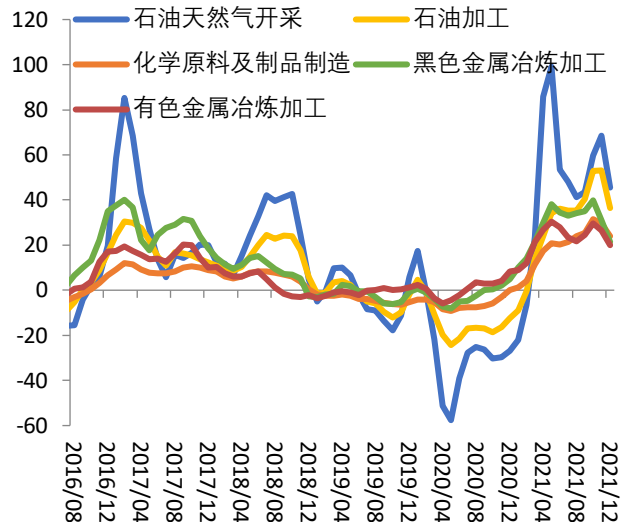


图10：PPI分项环比(%)

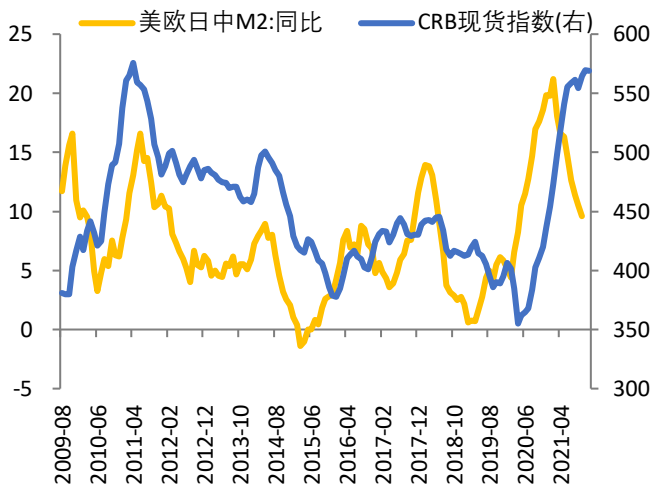


图11：PPI进入下行周期，四季度有望企稳(%)

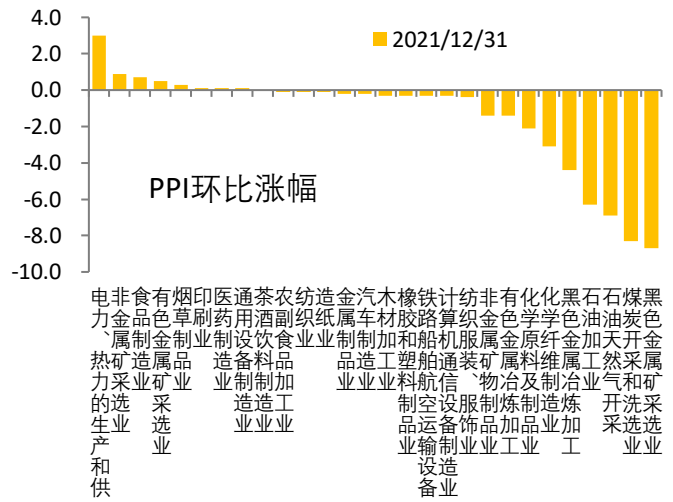
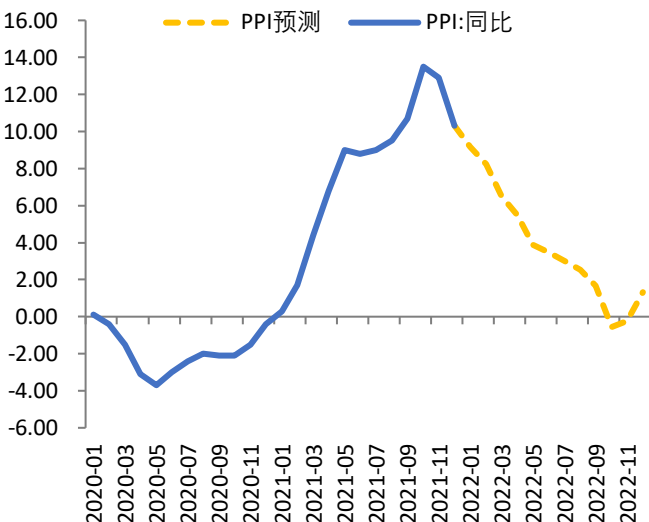
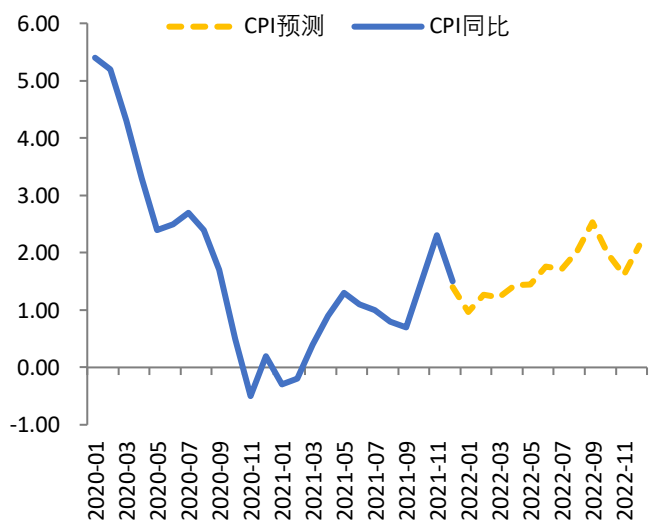


图12：CPI年内中枢温和抬升(%)



资料来源：Wind，优财研究院



资料来源：Wind，优财研究院



三、 风险提示

疫情变异毒株扩散不确定性，美联储快速收紧货币

重要声明

分析师承诺

作者为金信期货有限公司投资咨询团队成员，具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。作者以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。作者不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获得受任何形式的报酬或利益。

免责声明

本报告仅供金信期货有限公司（以下简称“本公司”）客户参考之用。本公司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议或私人咨询建议。在任何情况下，本公司及其员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。

本公司具有中国证监会认可的期货投资咨询业务资格。本报告发布的信息均来源于第三方信息提供商或其他已公开信息，本公司对这些信息的准确性、完整性、时效性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映研究人员于发布本报告当日的判断且不代表本公司的立场，本报告所指的期货或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动，过往表现不应作为日后的表现依据。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保持在最新状态，且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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告难以考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要，投资者应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，且本报告不应取代投资者的独立判断。请务必注意，据本报告作出的任何投资决策均与本公司、本公司员工无关。

本报告版权仅为本公司所有，未经本公司书面授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、修改或以其他方式非法使用本报告的部分或全部内容。如引用、刊发，需注明出处为“金信期货”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

地址：上海市普陀区云岭东路长风国际大厦 16 层

电话：400-0988-278

网址：<https://www.jinxinqh.com/>