

11 月中国宏观数据点评—— PPI 与 CPI 剪刀差将继续收窄，社融增速的筑底反弹可期

基数扰动放大了 CPI 的同比增速上升。11 月，CPI 同比增长 2.3%，略低于预期（2.5%），较前期增长 0.8 个百分点。考虑到基期 CPI 同比增速下降 1.0 个百分点（从去年 10 月的 0.5% 降至去年 11 月的 -0.5%），因此，今年 11 月 CPI 的同比涨幅并不算大。11 月，CPI 环比增速（0.4%）14 个月以来首度超过 PPI 环比增速（0.0%），显示消费端的通胀变动幅度开始超过生产端。

食品通胀的压力回升仍值得关注。虽然 11 月通胀上升主要受到基数效应的影响，但长期来看由猪肉价格带动的食品通胀压力回升是真实存在的。目前，猪粮比已从 9 月的 5.05（为 2014 年 5 月以来的历史新低）反弹至 11 月的 6.51，叠加基数效应逐渐减弱、春节临近需求回升的因素，我们预计猪周期在 2022 年一季度将迎来反弹，并带动食品通胀继续回升。

PPI 同比和环比增速均出现回落。11 月，PPI 同比增速由前期的 13.5% 降至 12.9%，略高于预期（12.1%）。其中，就同比增速而言，生产资料价格从前期的 17.9% 降至 17.0%，生活资料价格从前期的 0.6% 升至 1.0%，PPI 的增长点出现由生产资料转向生活资料的迹象。此外，高企的 PPI 所带来的通胀压力通过出口传导到海外市场，因此抵消了部分由 PPI 向 CPI 传导的通胀压力。

新增社融不及预期，社融增速仍处于底部。11 月，新增社融 2.61 万亿元，高于去年同期（2.14 万亿元），但不及预期（2.70 万亿元），新增社融同比多增主要受政府和企业债券融资的推动。11 月，社融存量升至 311.9 万亿元，同比增长 10.1%，增速仍处于底部。政策层面的口径微调也证实了社融增速的筑底反弹可期。

信贷增长不及预期，居民房贷趋稳、企业信贷需求疲软。11 月，新增人民币贷款 1.27 万亿元，低于预期（1.56 万亿元），同比少增 1,600 亿元。11 月，新增居民中长期贷款 5,821 亿元，同比多增 772 亿元；新增企业中长期贷款 3,417 亿元，同比少增 2,470 亿元，企业信贷需求疲软。

M2 增速回落，M1 增速企稳。11 月，受非银金融机构存款规模下降的影响，M2 同比增长 8.5%，低于预期（8.7%），较前期回落 0.2 个百分点。11 月，受生产经营活动改善的影响，M1 同比增长 3.0%，高于预期（2.5%），较前期回升 0.2 个百分点。

林琰

宏观分析师 | 研究部主管
sharon_lam@spdbi.com
(852) 2808 6438

王彦臣, PhD

宏观分析师
yannson_wang@spdbi.com
(852) 2808 6440

2021 年 12 月 13 日

主要数据	11 月	10 月	9 月
CPI (%)	2.3	1.5	0.7
PPI (%)	12.9	13.5	10.7
社融存量 (万亿元)	311.9	309.5	308.1
社融增量 (万亿元)	2.61	1.59	2.90
M2 同比 (%)	8.5	8.7	8.3
M1 同比 (%)	3.0	2.8	3.7

资料来源：国家统计局，中国人民银行，浦银国际

相关报告：

[《2022 年宏观经济展望：全球喜忧并存，中国稳中求进》](#)（2021-12-03）

[《10 月中国宏观数据点评——CPI 筑底反弹，PPI 冲高见顶；社融增速见底，信贷温和增长》](#)（2021-11-12）

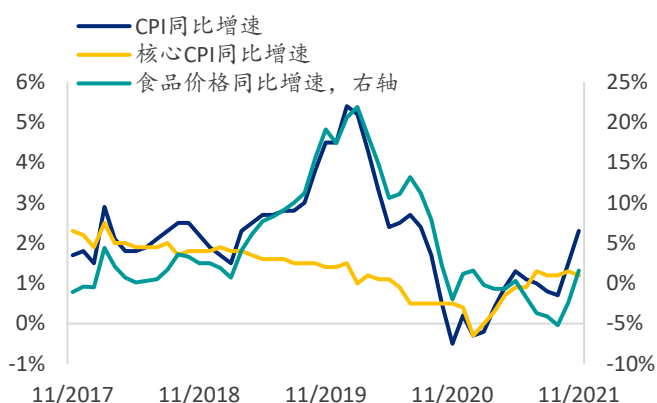


扫码关注浦银国际研究

PPI 与 CPI 剪刀差将继续收窄

基数扰动放大了 CPI 的同比增速上升，核心 CPI 变动不大。11 月，CPI 同比增速由前期的 1.5% 升至 2.3%，略低于预期(2.5%)。考虑到基期 CPI 同比增速下降了 1.0 个百分点，11 月 CPI 同比涨幅(0.8 个百分点)并不算大。11 月，核心 CPI 同比增长 1.2%，较前期下跌 0.1 个百分点；核心 CPI 环比下降 0.2%，较前期回落 0.3 个百分点，扣除食品和能源的价格影响，通胀仍较温和。

图表 1: 基数扰动导致食品价格增速上升，带动 CPI 筑底反弹



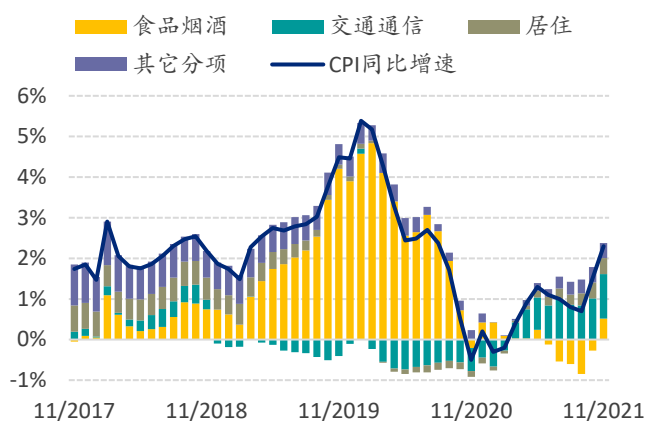
资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 2: 最新 CPI 数据一览

	同比 (%)		环比 (%)	
	11 月	10 月	11 月	10 月
CPI	2.3	1.5	0.4	0.7
其中: 核心 CPI	1.2	1.3	-0.2	0.1
其中: 食品	1.6	-2.4	2.4	1.7
非食品	2.5	2.4	0.0	0.4
其中: 消费品	2.9	1.6	0.9	1.1
服务	1.5	1.4	-0.3	0.1
其中: 城市	2.4	1.6	0.3	0.7
农村	2.2	1.2	0.6	0.7

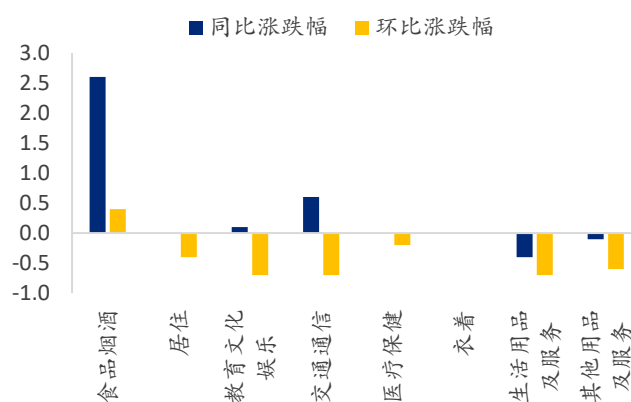
资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 3: CPI 同比增速及各分项贡献率



资料来源: Macrobond, 浦银国际

图表 4: 11 月, CPI 各项目同比和环比增速涨跌幅

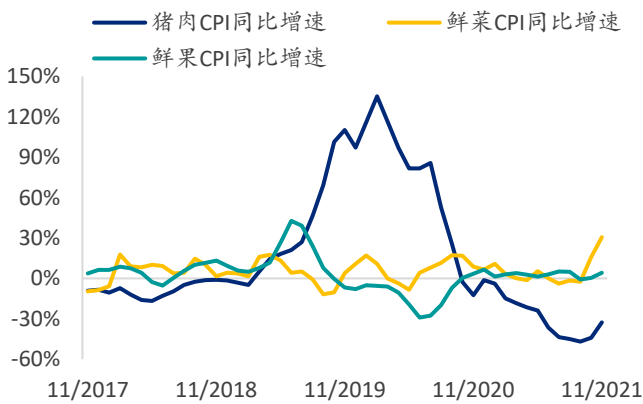


资料来源: CEIC, 浦银国际

基数扰动导致食品烟酒的同比增速大涨，对 CPI 的贡献率由负转正。11 月，就涨跌幅来看，食品烟酒环比增速上升 0.4 个百分点，同比增速上升 2.6 个百分点，其中同比涨幅较大是由基数因素导致（基期同比增速下降 3.1 个百分点）。11 月，食品烟酒对 CPI 同比增速的贡献率为 0.5 个百分点，相比于 10 月拖累 0.3 个百分点，基数效应推高食品烟酒价格的同比增速是带动 11 月 CPI 上升的主要原因。11 月，交通通信和居住对 CPI 同比增速的贡献率分别为 1.1 和 0.4 个百分点，与前期基本持平。

食品通胀的压力回升仍值得关注。虽然 11 月通胀上升主要受到基数效应的影响，但长期来看由猪肉价格带动的食品通胀压力回升是真实存在的。11 月，猪肉价格的同比降幅从前期的-44.0%收窄至-32.7%，环比增速由负（-2.0%）转正（12.2%）。目前，猪粮比已从 9 月的 5.05（为 2014 年 5 月以来的历史新低）反弹至 11 月的 6.51，叠加基数效应应逐渐减弱、春节临近需求回升的因素，我们预计猪周期在 2022 年一季度将迎来反弹，并带动食品通胀继续回暖。

图表 5：主要食品的价格同比增速



资料来源：Macrobond，浦银国际

图表 6：中国的猪粮比目前已从历史低位回升



资料来源：CEIC，浦银国际

能源价格回落，交通工具用燃料、水电燃料的价格上行空间有限。11 月，交通工具用燃料价格同比增长 35.7%，较前期上升 4.3 个百分点；水电燃料价格同比增长 4.4%，较前期回落 0.1 个百分点。11 月，原油（-20.7%）、天然气（-23.8%）、动力煤（-27.3%）的价格已经出现较大降幅，交通和居住的燃料价格同比增速继续上升的空间不大。受此影响，我们预计未来交通通信和居住的价格修复将趋于温和，压力将转移至食品通胀。

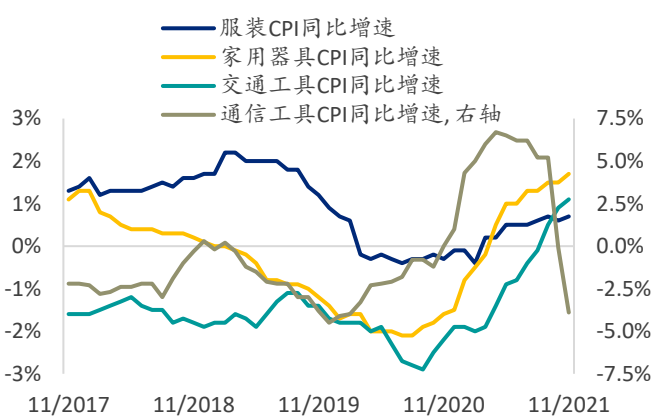
基数逐渐走高、价格修复遇冷拉低通信工具 CPI 同比增速，其它工业消费品价格修复趋稳。11 月，通信工具 CPI 同比增速下降 3.8 个百分点至-3.9%，其中受基期同比增速上升的因素为 1.2 个百分点，通信工具价格修复遇冷。考虑到高基数的影响将逐渐增大，我们预计通信工具 CPI 同比增速仍将维持在负区间。11 月，服装 CPI 同比增长 0.7%，较前期回升 0.1 个百分点；家用器具和交通工具 CPI 同比分别增长 1.7%和 1.1%，较前期均上升 0.2 个百分点。

图表 7：能源价格回落，交通工具用燃料、水电燃料的价格上行空间有限



资料来源：Macrobond，浦银国际

图表 8：主要工业消费品的 CPI 同比增速



资料来源：Macrobond，浦银国际

PPI 同比和环比增速均出现回落。11 月，PPI 同比增速由前期的 13.5%降至 12.9%，略高于预期（12.1%）；PPI 环比增速由前期的 2.5%降至 11 月的 0.0%。其中，就同比增速而言，生产资料价格从前期的 17.9%降至 17.0%，生活资料价格从前期的 0.6%升至 1.0%，PPI 的增长点出现由生产资料转向生活资料的迹象。

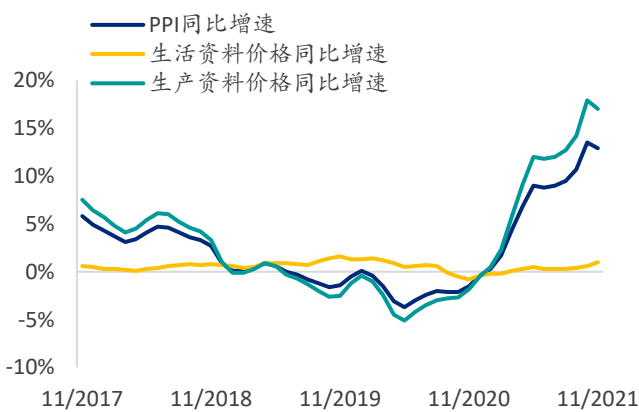
生产资料自上而下的价格修复过程出现分化。11 月，生产资料端，采掘（60.5%）、原材料（25.0%）、加工（10.1%）的同比增速依然延续“上游快、下游慢”的特征，较前期分别回落 6.0、0.7、0.7 个百分点，采掘行业的增速出现较大降幅主要受能源价格回落的影响。

生活资料项下继续价格修复。11 月，生活资料中，食品（1.6%）、一般日用品（1.4%）、衣着（1.2%）价格的同比增速明显加快，较前期分别上升 0.6、0.6、0.4 个百分点，食品和消费品延续价格修复，通胀由生产端开始逐渐传导至消费端。

但是，正如我们在 [2022 年宏观经济展望](#) 中所讲，高企的 PPI 所带来的通胀压力通过出口传导到海外市场，尤其是进口份额较高的发达市场国家，因此抵消了部分由 PPI 向 CPI 传导的通胀压力。

PPI 与 CPI 剪刀差将继续收窄。伴随大宗商品价格的增速回落，PPI 的同比增速将延续下行趋势，叠加食品通胀回升以及通胀由 PPI 传导至 CPI 的影响，预计 PPI 与 CPI 剪刀差将继续收窄。11 月，CPI 环比增速（0.4%）14 个月以来首度超过 PPI 环比增速（0.0%），显示消费端的通胀变动幅度开始超过生产端。

图表 9：生产资料价格带动 PPI 同比增速回落



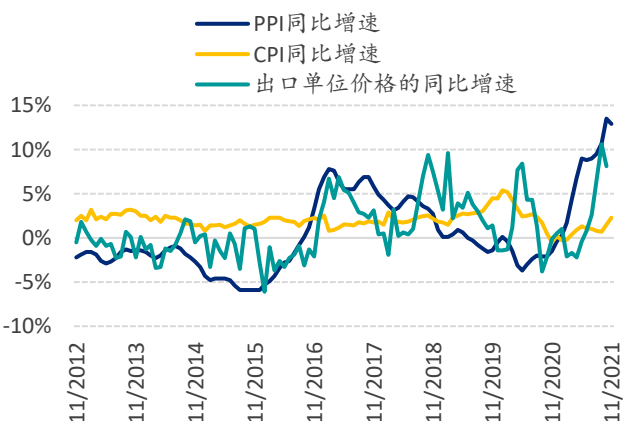
资料来源：CEIC，浦银国际

图表 10：最新 PPI 数据一览

	同比 (%)		环比 (%)	
	11月	10月	11月	10月
整体 PPI	12.9	13.5	0.0	2.5
其中：生产资料	17.0	17.9	-0.1	3.3
采掘	60.5	66.5	-2.1	12.1
原材料	25.0	25.7	0.9	4.4
加工	10.1	10.8	-0.3	1.8
其中：生活资料	1.0	0.6	0.4	0.1
食品	1.6	1.0	0.8	0.2
衣着	1.2	0.8	0.4	0.3
一般日用品	1.4	0.8	0.4	0.3
耐用消费品	0.1	-0.1	-0.2	-0.2

资料来源：CEIC，浦银国际

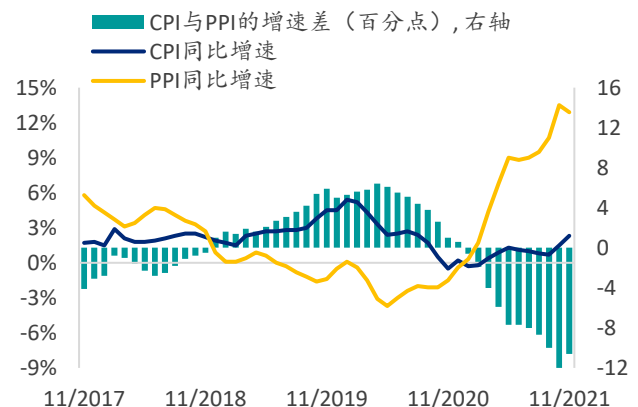
图表 11：高企的 PPI 通过出口提价传递至海外经济体，国内通胀因此并未出现大幅上涨



注：出口单位价格的同比增速为 3 个月移动平均

资料来源：Macrobond，浦银国际

图表 12：PPI 与 CPI 剪刀差收窄至 10.6 个百分点



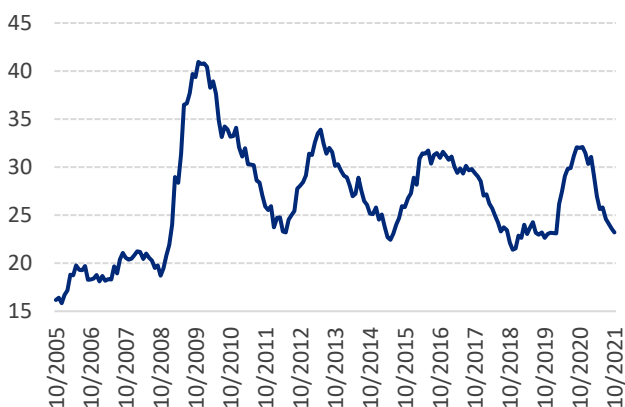
资料来源：CEIC，浦银国际

社融增速的筑底反弹可期

新增社融同比多增、但不及预期，社融增速仍处于底部。11月，新增社融 2.61 万亿元，高于去年同期（2.14 万亿元），但不及预期（2.70 万亿元）。11月，社融存量升至 311.9 万亿元，同比增长 10.1%，较前期回升 0.1 个百分点，社融增速仍处于底部。

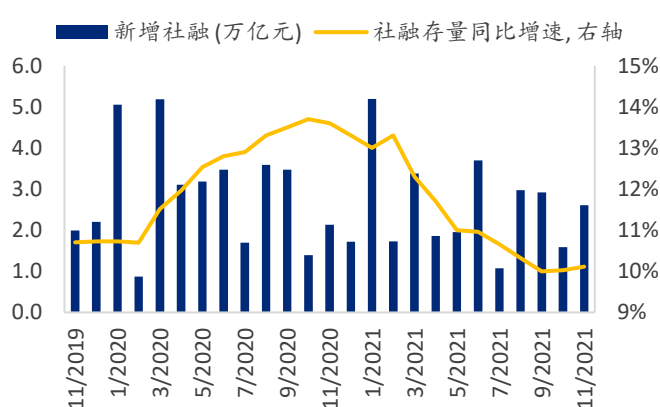
根据我们在 [2022 年宏观经济展望](#) 的估算，2021 年新增社融将回归 2015 年以来的线性趋势，2022 年社融增速将迎来回升。短期来看，政策层面的口径微调也证实了社融增速的筑底反弹可期。12月10日，中央经济工作会议强调，跨周期和逆周期政策要加力稳增长，并表示政策发力要适当靠前。此前，中国人民银行已确定于12月15日再次“降准”，预计释放长期资金约 1.2 万亿元。

图表 13：中国信贷脉冲仍处于底部，筑底反弹可期



资料来源：Bloomberg，浦银国际

图表 14：新增社融与社融存量增速的变化

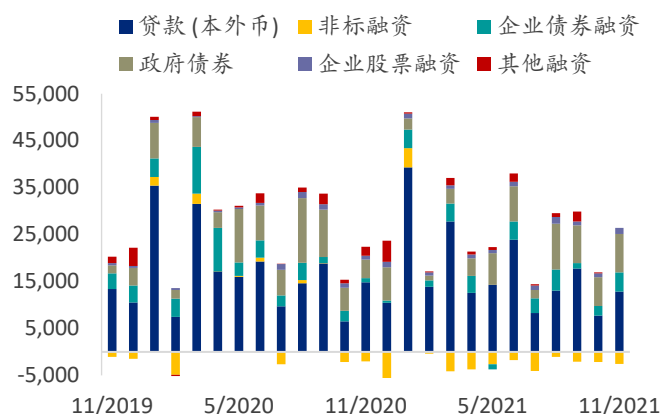


资料来源：CEIC，浦银国际

新增社融同比多增 4,745 亿元，主要受政府和企业债券融资的推动。11月，新增企业债券融资 4,104 亿元，同比多增 3,264 亿元，新增政府债券融资 8,158 亿元，同比多增 4,158 亿元，是新增社融同比多增的主要推动因素。11月，社融口径的新增本外币贷款约 1.29 万亿元，同比少增 1,996 亿元，对新增社融的拖累较大。

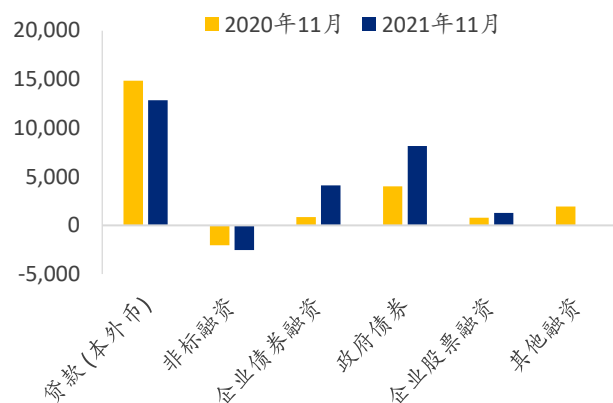
此外，非标融资规模继续下降，11月减少 2,538 亿元，同比多减 495 亿元。非标融资结构有所分化，其中：新增委托贷款 35 亿元，同比多增 66 亿元；信托贷款减少 2,190 亿元，同比多减 803 亿元；表外票据融资减少 383 亿元，同比少减 242 亿元。

图表 15: 新增社融结构 (亿元)



资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 16: 新增社融结构对比 (亿元)



资料来源: CEIC, 浦银国际

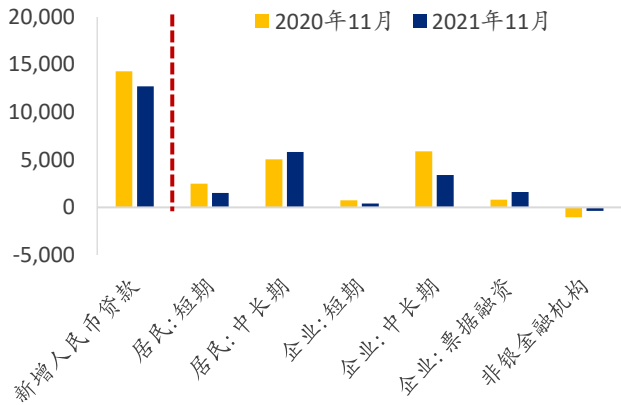
信贷增长不及预期, 居民房贷趋稳、企业信贷需求疲软。11月, 新增人民币贷款 1.27 万亿元, 低于预期 (1.56 万亿元), 同比少增 1,600 亿元。11月, 新增居民中长期贷款 5,821 亿元, 同比多增 772 亿元, 显示居民房贷需求得到持续保障。11月, 新增企业中长期贷款 3,417 亿元, 同比少增 2,470 亿元, 实体经济融资需求继续显著下滑, 企业信贷需求疲软。

非银金融机构存款减少带动 M2 增速回落。11月, M2 同比增长 8.5%, 低于预期 (8.7%), 较前期回落 0.2 个百分点。M2 的增速回落主要受非银金融机构存款减少的影响: 11月, 非银金融机构存款规模下降 257 亿元, 同比多减 8,773 亿元。展望未来, 12月的“降准”对 M2 的增速将起到提振作用。

生产经营活动改善, M1 增速企稳。11月, M1 同比增长 3.0%, 高于预期 (2.5%), 较前期回升 0.2 个百分点。M1 增速超预期回升, 显示经济活力、企业流动性有所好转。

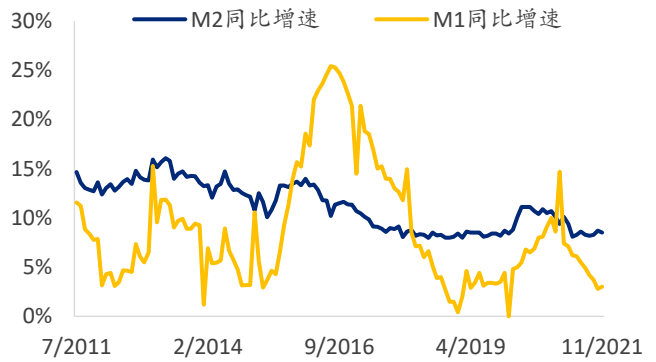
财政存款多减带动存款规模整体下降。11月, 新增人民币存款 1.14 万亿元, 同比增速由前期的 9.1% 降至 8.6%。11月, 财政存款规模下降 7,281 亿元, 同比多减 5,424 亿元, 显示财政支出力度边际加大。

图表 17: 新增信贷结构对比 (亿元)



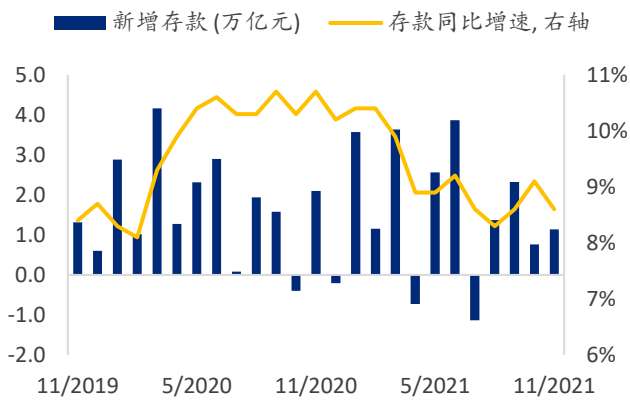
资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 18: M2、M1 增速边际小幅分化



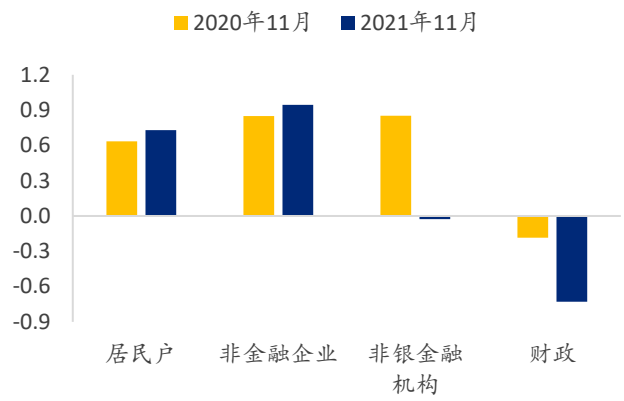
资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 19: 新增存款与存款同比增速的变化



资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 20: 新增存款结构对比 (万亿元)



资料来源: CEIC, 浦银国际

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

- “买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数
- “持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平
- “卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

- “超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上
- “标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%
- “低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明:(i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写 ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

王奕旻

stephy_wang@spdbi.com

852-2808 6467

浦银国际证券财富管理团队

华政

sarah_hua@spdbi.com

852-2808 6474

陈岑

angel_chen@spdbi.com

852-2808 6475

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

