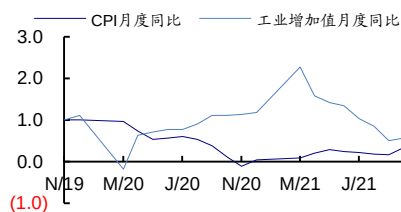


宏观经济

宏观经济月报

2021年12月17日

CPI 与工业增加值月度同比增速



宏观数据

固定资产投资累计同比	5.20
社零总额当月同比	3.90
出口当月同比	22.00
M2	8.50

相关研究报告:

《国信证券·宏观固收-11月大类资产配置月报：美股恐慌、贪婪情绪能量化吗》——2021-10-31
《宏观经济月报：9月经济开始向上修复，约束因子有望继续松绑》——2021-10-22
《宏观经济月报：经济延续弱势，后续关注积极财政与服务业复苏》——2021-09-17
《国信证券·宏观固收-10月大类资产配置月报：探寻本轮超级周期的潜在动能》——2021-09-30
《国信证券·宏观固收-9月大类资产配置月报：黄金前景并不悲观》——2021-09-03

证券分析师：李智能

电话: 0755-22940456
E-MAIL: lizn@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编码: S0980516060001
证券分析师: 董德志
电话: 021-60933158
E-MAIL: dongdiz@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编码: S0980513100001

证券分析师：董德志

电话: 021-60933158
E-MAIL: dongdz@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编码: S0980513100001

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

宏观月报

11 月经济延续回暖，房地产政策纠偏已在销售端体现

● 经济延续回暖，房地产政策纠偏已在销售端体现

从生产端来看，11 月国内工业生产景气度继续上升，服务业生产平稳运行，整体经济延续回暖态势。11 月工业增加值两年平均同比增速继续上升，其中高技术制造业增加值增速明显上行，传统产品产量增速普遍下行，11 月工业增加值环比高于 2017-2020 年这四年的同期环比，表现强劲；11 月服务业生产指数两年平均同比增速基本持平 10 月，反映 11 月在全国人民努力下疫情反复对国内服务业生产的影响较前期明显减弱。

从需求端来看，11 月固定资产投资完成额两年平均同比继续上升，回到年内较高水平。其中房地产开发投资增速仍继续下行，制造业投资、基建和其他投资增速均继续上升。值得关注的是，11 月房地产销售增速开始企稳回升，或逐渐带动房地产开发投资企稳回升。

11 月社会消费品零售总额两年平均同比小幅回落，环比高于 2018、2019 年同期环比，持平 2017 年同期环比，反映 11 月国内消费表现亦较强，疫情反复对国内经济的影响较前期确实在减弱；

11月出口两年平均同比再次上升，环比高于2018、2019年同期数值，表明11月国内出口景气度仍偏高，其中汽车产业链表现依旧亮眼。

今年 10-11 月疫情反复下的国内经济增长形势明显强于 7-8 月时的表现,进一步反映在全国人民努力下疫情对国内经济的负面影响在持续减弱,直观表现是 10-11 月国内服务业生产运行平稳、消费同比增速也维持在年内平均水平之上;此外,在国内稳增长措施推动下,11 月固定资产投资增速继续明显上升至年内较高水平,房地产政策的纠偏也带动房地产销售增速开始企稳回升,后续国内房地产开发投资增速的企稳回升或值得期待。整体来看,后续国内经济大概率继续延续复苏态势。

通胀方面，11月食品价格继续明显上升推高了11月CPI同比；11月PPI同比开始回落，其中生产资料价格环比由涨转跌，但其中原材料工业价格环比仍然继续上涨，此外，11月生活资料价格环比上涨较明显，体现下游产品价格再次出现涨价压力。11月原材料工业、生活资料价格环比上涨或指向下游需求回暖。

从 12 月高频数据来看，食品、非食品价格均有所回落，预计 12 月食品和非食品价格环比均低于历史平均水平，CPI 同比或回落至 1.9%；11 月工业品价格持续下跌给 12 月带来较大的负的月内翘尾，同时 12 月上旬流通领域生产资料价格继续下跌，预计 12 月 PPI 环比负增长，同比在高基数带动下大幅回落至 11.3%。

风险提示：国内基建与地产回暖幅度不及预期、疫情反复对世界经济的负面影响、全球大宗商品价格再次上涨引起下游企业生产成本抬升、美国缩减购债拖累全球流动性等。

内容目录

11 月经济增长：延续回暖，房地产政策纠偏已在销售端体现.....	4
生产端：工业生产景气度继续回升，服务业运行平稳.....	4
需求端：投资——11 月投资增速继续明显上升，回到年内较高水平 ..	7
需求端：消费——疫情反复影响较前期明显减弱	10
需求端：进出口——出口延续强势，汽车产业链表现仍然亮眼	11
11 月通胀解读：原材料工业、生活资料价格环比上涨指向下游需求回暖	13
2021 年 11 月 CPI 数据分析与未来走势判断	13
2021 年 11 月 PPI 数据分析与未来走势判断	17
国信证券投资评级	20
分析师承诺	20
风险提示	20
证券投资咨询业务的说明	20

图表目录

图 1 : 工业增加值与高技术制造业增加值同比增速一览.....	5
图 2 : 11 月制造业、公用事业工业增加值同比上升, 采矿业回落.....	5
图 3 : 11 月传统工业产品产量增速均回落	6
图 4 : 11 月工业机器人产量同比明显回升	6
图 5 : 历年 11 月工业增加值定基指数环比增速一览	6
图 6 : 2021 年 11 月服务业生产指数同比增速基本持平 10 月	7
图 7 : 11 月固定资产投资同比增速继续回升	8
图 8 : 11 月房地产开发投资增速继续下降	9
图 9 : 11 月制造业投资、基建和其他投资同比增速均继续上升.....	9
图 10 : 房地产销售当月同比增速一览	10
图 11 : 11 月消费同比增速仅小幅回落	11
图 12 : 历年 11 月社会消费品零售总额环比一览	11
图 13 : 中国进口、出口金额同比走势一览.....	12
图 14 : 历年中国进口、出口金额环比走势一览.....	13
图 15 : CPI 环比与历史均值比较.....	14
图 16 : CPI 食品项环比与历史均值比较.....	14
图 17 : CPI 非食品项环比与历史均值比较.....	15
图 18 : CPI 非食品服务项环比与历史均值比较.....	15
图 19 : CPI 非食品工业品项环比与历史均值比较.....	16
图 20 : 12 月以来, 食品价格有所下跌.....	16
图 21 : 12 月肉价、菜价环比均低于历史均值	17
图 22 : 非食品高频价格指数走势	17
图 23 : 2021 年 11 月 PPI 生活资料环比明显高于历史均值	18
图 24 : 2021 年 11 月 PPI 生产资料各分项价格环比与历史均值比较.....	18
图 25 : 2021 年 11 月 PPI 生活资料各分项价格环比与历史均值比较.....	19
图 26 : 流通领域生产资料价格高频指标走势图.....	19

11 月经济增长：延续回暖，房地产政策纠偏已在销售端体现

为剔除去年基数异常的影响，我们统一采用 2021 年相对 2019 年的两年平均同比增速衡量正常情况下 2021 年的同比增速。

此外，2019 年个别月份也存在一些基数异常波动，因此我们在公布具体金额的指标上还比较了 2021 年当期环比与 2017-2019 年三年同期环比的大小，若 2021 年当期环比强于 2017-2019 年大多数年份，则表明 2021 年当期景气度偏高，反之则景气度偏低。

从生产端来看，11 月国内工业生产景气度继续上升，服务业生产平稳运行，整体经济延续回暖态势。11 月工业增加值两年平均同比增速继续上升，其中高技术制造业增加值增速明显上行，传统产品产量增速普遍下行，11 月工业增加值环比高于 2017-2020 年这四年的同期环比，表现较强劲；11 月服务业生产指数两年平均同比增速基本持平 10 月，反映 11 月在全国人民努力下疫情反复对国内服务业生产的影响较前期明显减弱。

从需求端来看，11 月固定资产投资完成额两年平均同比继续上升，回到年内较高水平。其中房地产开发投资增速仍继续下行，制造业投资、基建和其他投资增速均继续上升。值得关注的是，11 月房地产销售增速开始企稳回升，或逐渐带动房地产开发投资企稳回升。

11 月社会消费品零售总额两年平均同比小幅回落，环比高于 2018、2019 年同期环比，持平 2017 年同期环比，反映 11 月国内消费表现亦较强，疫情反复对国内经济的影响较前期确实在减弱；

11 月出口两年平均同比再次上升，环比高于 2018、2019 年同期数值，表明 11 月国内出口景气度仍偏高，其中汽车产业链表现依旧亮眼。

今年 10-11 月疫情反复下的国内经济增长形势明显强于 7-8 月时的表现，进一步反映在全国人民努力下疫情对国内经济的负面影响在持续减弱，直观表现是 10-11 月国内服务业生产运行平稳、消费同比增速也维持在年内平均水平之上；此外，在国内稳增长措施推动下，11 月固定资产投资增速继续明显上升至年内较高水平，房地产政策的纠偏也带动房地产销售增速开始企稳回升，后续国内房地产开发投资增速的企稳回升或值得期待。整体来看，后续国内经济大概率继续延续复苏态势。

生产端：工业生产景气度继续回升，服务业运行平稳

11 月工业增加值两年平均同比增速为 5.4%，较 10 月继续上升 0.2 个百分点，从环比来看，今年 11 月生产景气度回升至历史较高水平。

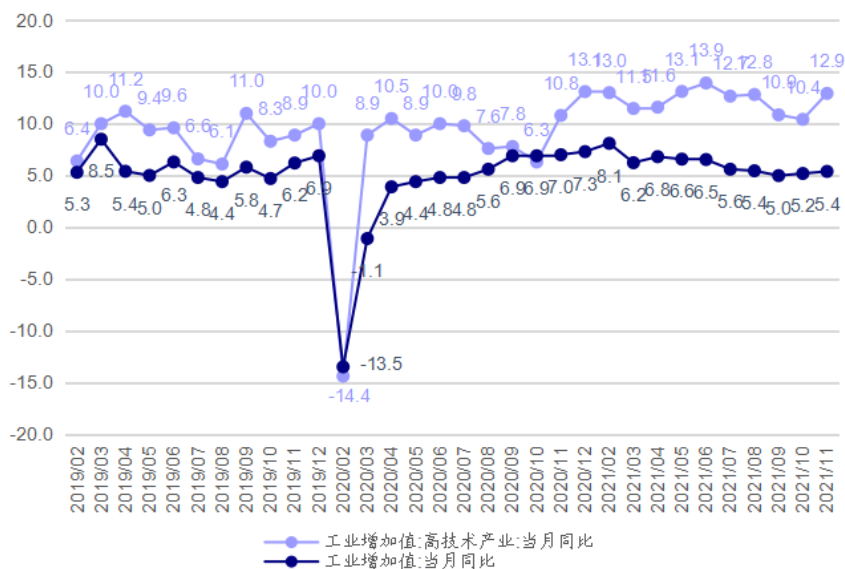
分三大门类看，11 月制造业、公用事业工业增加值两年平均同比增速有所上升，采矿业高位小幅回落。11 月采矿业两年平均同比 4.1%，较 10 月回落 0.6 个百分点；制造业 5.3%，上升 0.3 个百分点；公用事业 8.2%，上升 0.7 个百分点。

分产品看，11 月传统工业产品产量增速普遍下行，高技术制造业增速明显上升是制造业增加值增速上升的主要支撑。

11 月粗钢产量两年平均同比为-8.2%，较 10 月继续下行 1.2 个百分点；钢材

-2.8%，下行 1.4 个百分点；水泥-6.4%，继续下行 1.7 个百分点；十种有色金属 2.6%，下行 0.4 个百分点；乙烯 7.1%，继续下行 3.0 个百分点；汽车 0.2%，下行 0.7 个百分点；工业机器人、集成电路分别为 29.8%，上升 6.0 个百分点；高技术制造业增加值 11 月两年平均同比为 12.9%，较 10 月明显回升 2.5 个百分点。

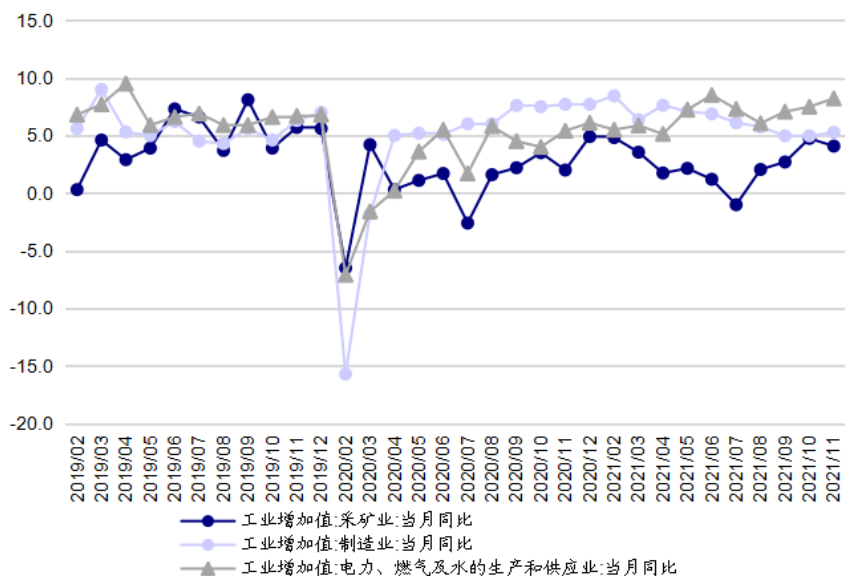
图 1: 工业增加值与高技术制造业增加值同比增速一览



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

注: 2021 年当月同比数据为 2021 年相对 2019 年的两年几何平均增速

图 2: 11 月制造业、公用事业工业增加值同比上升, 采矿业回落



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

注: 2021 年当月同比数据为 2021 年相对 2019 年的两年几何平均增速

图 3: 11 月传统工业产品产量增速均回落



数据来源: WIND、国信证券经济研究所整理

注: 2021 年当月同比数据为 2021 年相对 2019 年的同比复合增速

图 4: 11 月工业机器人产量同比明显回升

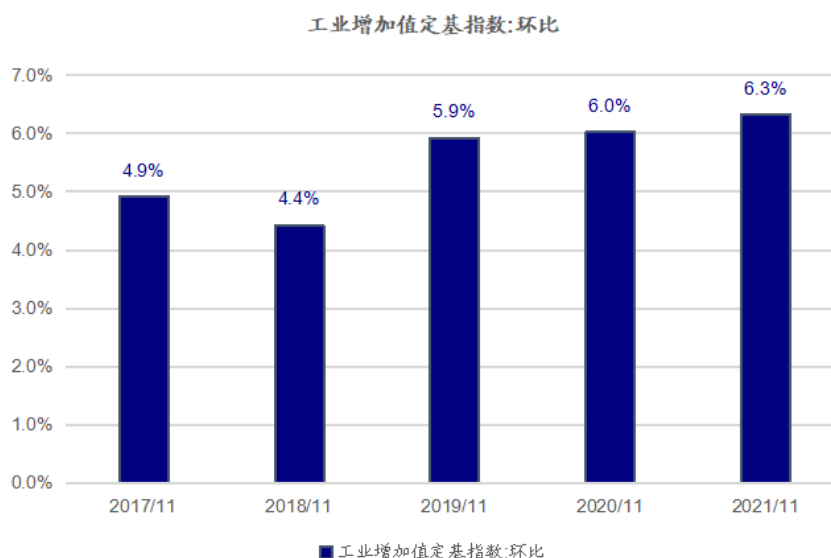


数据来源: WIND、国信证券经济研究所整理

注: 2021 年当月同比数据为 2021 年相对 2019 年的同比复合增速

环比方面,根据工业增加值定基指数可以计算得到 11 月定基指数环比为 6.3%, 高于 2017-2020 四年同期环比, 因此从环比的角度看, 2021 年 11 月工业生产景气度处于历史高位。

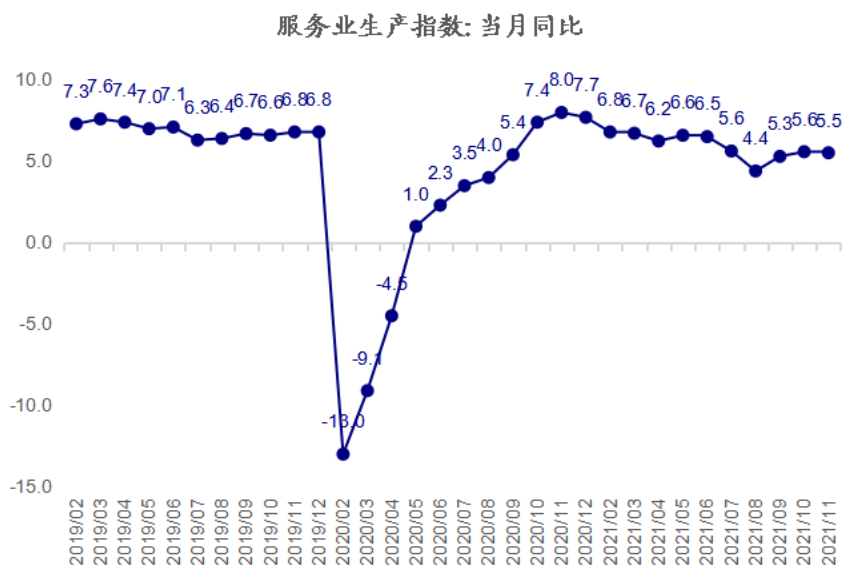
图 5: 历年 11 月工业增加值定基指数环比增速一览



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

服务业生产方面, 2021 年 11 月国内服务业生产指数两年平均同比增速小幅回落 0.1 个百分点 (根据今年当月同比与去年当月同比计算的复合同比增速), 但统计局在新闻发布会中披露的服务业生产指数两年平均同比为 5.6%, 较 10 月上升 0.1 个百分点, 这个差异可能是四舍五入带来的。整体来看, 11 月服务业生产运行平稳, 反映在全国人民努力下 11 月疫情反复对国内服务业生产的影响较前期明显减弱。

图 6: 2021 年 11 月服务业生产指数同比增速基本持平 10 月



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

注: 2021 年当月同比数据为 2021 年相对 2019 年的两年几何平均增速

需求端: 投资——11 月投资增速继续明显上升, 回到年内较高水平

当月的固定资产投资两年平均同比增速有两种计算方法: (1) 根据 2021 年统计局公布的累计投资金额和累计同比增速, 计算 2020 年的累计投资金额, 进一步根据 2020 年统计局公布的累计同比增速, 计算出 2019 年的累计投资金额, 再根据 2019 年、2021 年的累计投资金额, 计算出 2019、2021 年的当月投资金额, 最终计算得到当月的两年平均同比; (2) 根据 2021 年统计局公布的累计投资金额和累计两年平均同比, 计算 2019 年累计投资金额, 再根据 2019 年、2021 年的累计投资金额, 计算出 2019、2021 年的当月投资金额, 最终计算得到当月的两年平均同比。

两种方法计算得到的结果在趋势上大体相同, 但由于 2021 年固定资产投资统计口径调整, 上述两种当月固定资产投资两年平均同比增速计算结果存在一定偏差, 特别是最近几个月偏差较大。

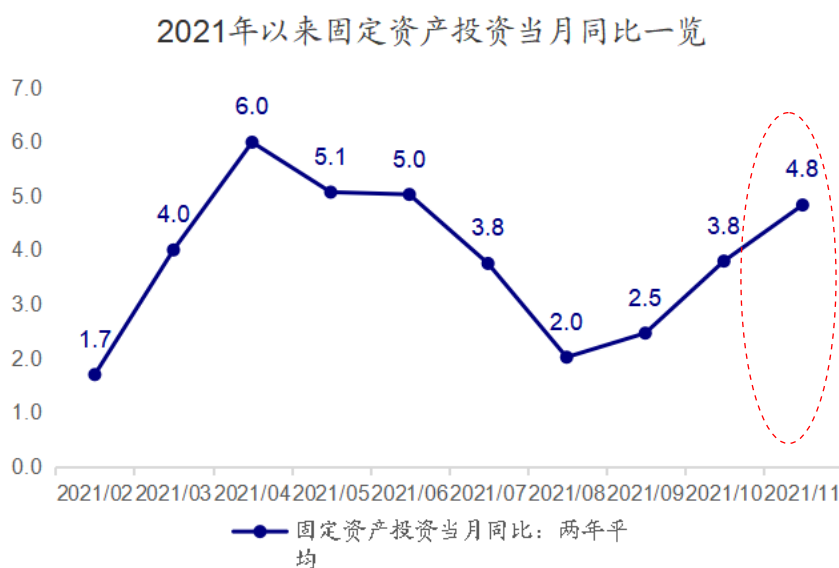
考虑到统计局公布的两年平均同比使用的 2019 年、2021 年数据是同一口径, 或更契合当前现实情况, 因此我们以第二种计算方法得到的结果为准。

根据第二种方法计算得到的结果, 11 月国内固定资产投资两年平均同比增速较 10 月继续明显上升。其中房地产开发投资增速继续回落, 房地产开发以外的投资继续明显上升, 11 月固定资产投资两年平均同比增速回升仍主要由房地产开发投资以外的固定资产投资所贡献。在房地产开发以外的各领域投资中, 11 月制造业、基建和其他投资 (11 月统计局未公布基建投资的两年平均同比增速, 因此将基建投资和其他投资合并计算) 两年平均同比增速均上升。考虑到 11 月仍受到疫情反复的影响, 因此基建和其他投资中的服务业投资增速上升幅度或较有限, 基建投资增速上升幅度可能更大一些。

11 月固定资产投资两年平均同比增 4.8%, 较 10 月继续上升 1.0 个百分点, 回到年内较高水平。其中房地产开发投资两年平均同比为 2.6%, 继续回落 0.8 个百分点; 房地产开发投资以外的固定资产投资两年平均同比为 5.6%, 继续上升 1.6 个百分点, 创下年内新高。

今年以来，国内房地产销售与开发投资均受融资政策影响较大。在当前贷款集中度管理约束下，房地产开发投资、房地产销售成为国内宽信用的“加速器”，并呈现一定的滞后效应：贷款集中度约束下，当房地产开发以外的投资回落时，房地产相关贷款额度相应收缩，房地产销售和房地产开发投资跟着回落；当房地产开发以外的投资回升时，房地产相关贷款额度相应扩张，房地产销售和房地产开发投资将随之回升。今年7、8月国内房地产开发以外的投资增速持续明显回落，造成房地产相关贷款额度收缩，8、9、10月房地产销售和房地产开发投资增速均持续回落。考虑到9、10月房地产以外的投资增速持续回升，这或使得房地产相关贷款额度得到相应扩张，预计后续房地产销售和房地产开发投资增速有望触底反弹，国内宽信用的房地产加速器或迎来反转。11月国内房地产销售增速已经开始企稳回升，预计房地产开发投资增速也将逐渐企稳回升。

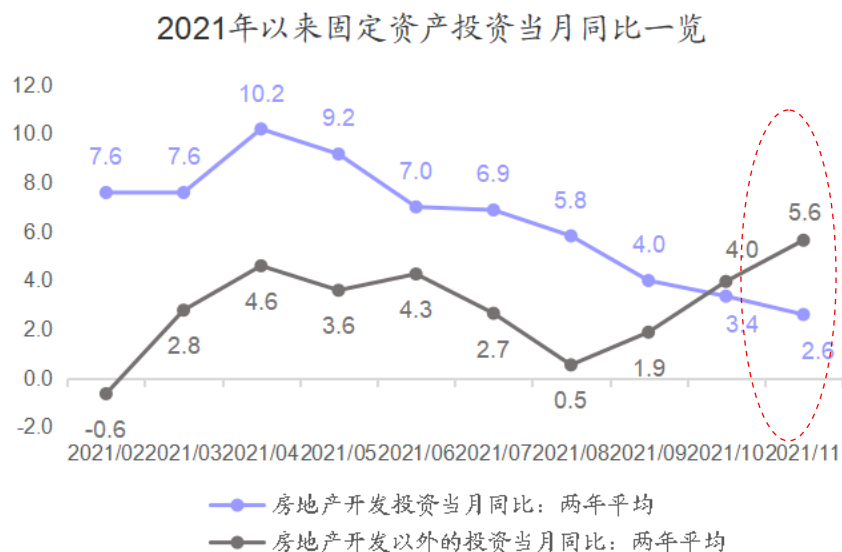
图 7：11 月固定资产投资同比增速继续回升



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理和测算

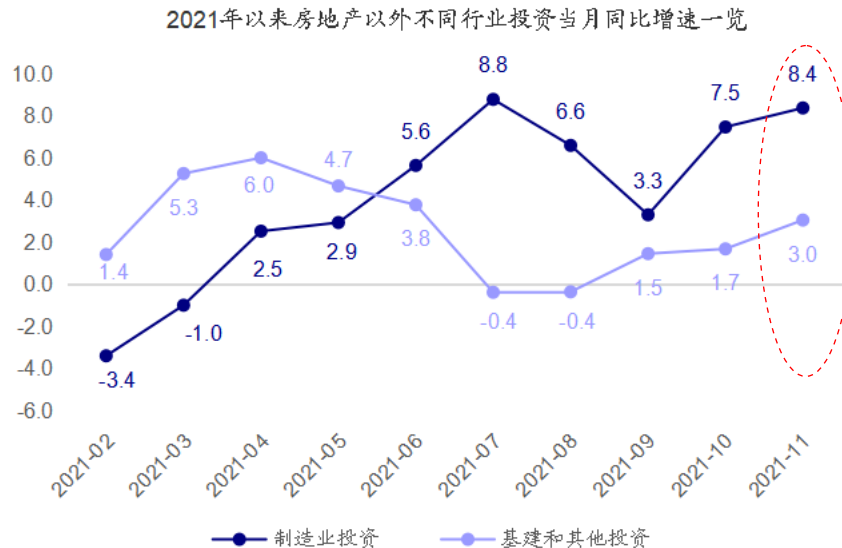
注：2021 年当月同比数据为 2021 年相对 2019 年的同比复合增速

图 8: 11 月房地产开发投资增速继续下降



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理和测算
注: 2021 年当月同比数据为 2021 年相对 2019 年的同比复合增速

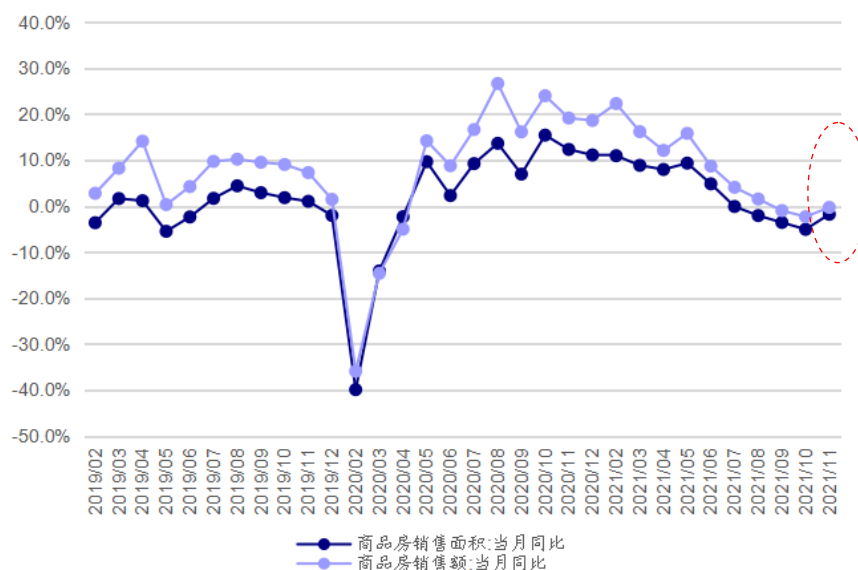
图 9: 11 月制造业投资、基建和其他投资同比增速均继续上升



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理和测算
注: 2021 年当月同比数据为 2021 年相对 2019 年的同比复合增速

11 月房地产销售两年平均同比增速企稳回升。商品房销售面积 11 月两年平均同比-1.8%,较 10 月回升 3.3 个百分点;商品房销售金额两年平均同比-0.3%,较 10 月回升 2.0 个百分点。

图 10: 房地产销售当月同比增速一览



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理和测算

注: 2021 年当月同比数据为 2021 年相对 2019 年的同比复合增速

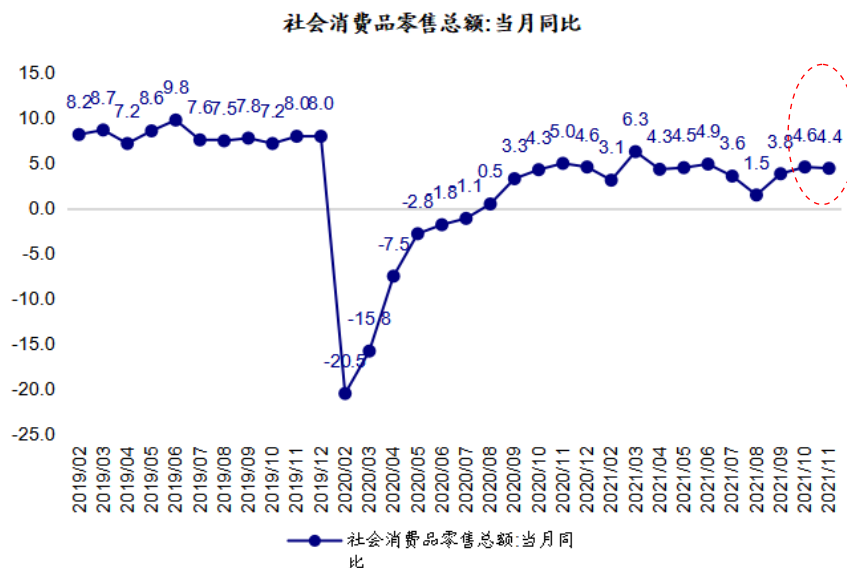
需求端: 消费——疫情反复影响较前期明显减弱

11 月国内疫情反复仍在延续, 但疫情影响较前期明显减弱, 11 月国内社会消费品零售总额两年平均同比小幅回落, 整体增速仍维持在年内平均水平之上, 其中 11 月商品零售增速上升, 餐饮增速受疫情影响再次回落至负值区间。

11 月社会消费品零售总额两年平均同比增速为 4.4%, 较 10 月小幅回落 0.2 个百分点。分消费类型来看, 11 月商品零售两年平均同比增速为 5.3%, 较 10 月继续上升 0.3 个百分点; 餐饮-1.7%, 较 10 月回落 3.1 个百分点。

限额以上商品零售中, 粮油食品类、饮料类、化妆品类、金银珠宝类、日用品类、体育娱乐用品类、文化办公用品类、家具类、建筑及装潢材料类、汽车类两年平均同比增速有所上升。

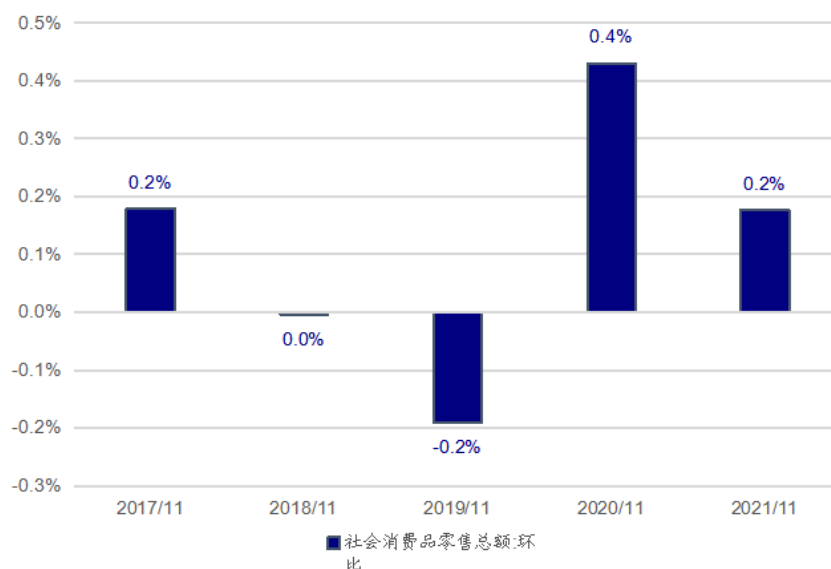
图 11: 11 月消费同比增速仅小幅回落



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理和测算
注: 2021 年当月同比数据为 2021 年相对 2019 年的同比复合增速

从环比来看, 今年 11 月社会消费品零售总额环比为 0.2%, 高于疫情前 2018、2019 年同期环比, 持平 2017 年同期环比, 这表明 11 月国内消费表现较强劲, 11 月疫情反复对消费的影响较为有限。

图 12: 历年 11 月社会消费品零售总额环比一览



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理和测算

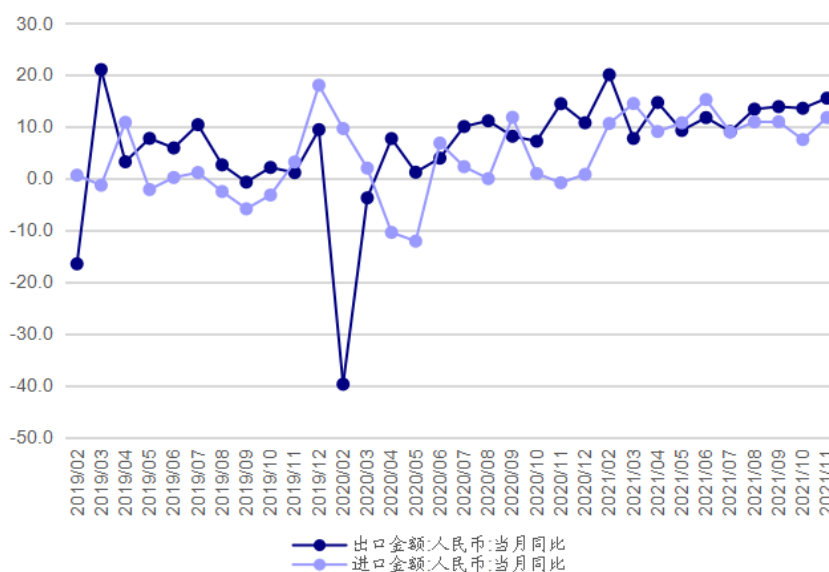
需求端: 进出口——出口延续强势, 汽车产业链表现仍然亮眼

11 月中国出口、进口 (人民币计价, 下同) 两年平均同比均有所上升。11 月中国出口两年平均同比增速为 15.5%, 较 10 月上升 2.0 个百分点; 进口两年平均同比增速为 11.8%, 上升 4.3 个百分点。

从不同出口产品来看，11月机电产品出口两年平均同比增速为15.2%，较10月上升2.2个百分点，创5月以来新高。11月汽车零配件出口两年平均同比增速为20.7%，较10月继续上升3.6个百分点，汽车及汽车底盘出口两年平均同比增速为58.3%，较10月回落5.7个百分点当仍处于非常高的水平，11月国内汽车产业链相关产品出口表现仍然很强劲。此外，11月包含口罩在内的纺织纱线织物及制品、钢材、玩具的出口两年平均同比增速较10月上升幅度亦较大。

从进口产品来看，11月铁矿砂、未锻造的铜及铜材、煤炭进口数量两年平均同比均明显上升，体现上游原材料价格有所回落国内进口数量明显提升。

图 13：中国进口、出口金额同比走势一览



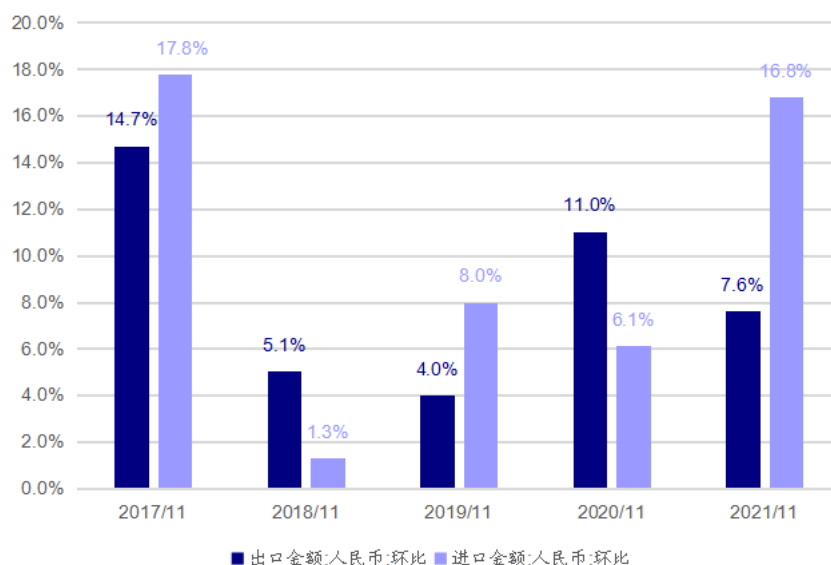
数据来源：WIND、国信证券经济研究所整理及测算

注：2021年当月同比数据为2021年相对2019年的同比复合增速

从环比来看，2021年11月出口环比为7.6%，高于2018年、2019年同期环比，低于2017年同期环比，表明2021年11月出口景气度仍较高；11月进口环比为16.8%，高于2018年、2019年同期环比，低于2017年同期环比，表明2021年11月进口景气度较高。

国内出口增速变化既与海外需求变化密切相关，也与国内出口产品竞争力强弱密切相关。目前海外疫情再次反复，海外需求或有所走弱，但海外疫情又凸显国内稳定生产能力的比较优势，国内出口产品竞争力得以加强，因此国内出口同比增速失速下行的概率较小。国内产品出口的竞争力一方面源于国内产业有效升级后带来了更强更广泛的比较优势；另一方面，疫情对海外生产的干扰仍难以完全消除，国内稳定的生产供应能力继续加持国内产品的出口竞争力。

图 14: 历年中国进口、出口金额环比走势一览



数据来源: WIND、国信证券经济研究所整理及测算

11 月通胀解读: 原材料工业、生活资料价格环比上涨指向下游需求回暖

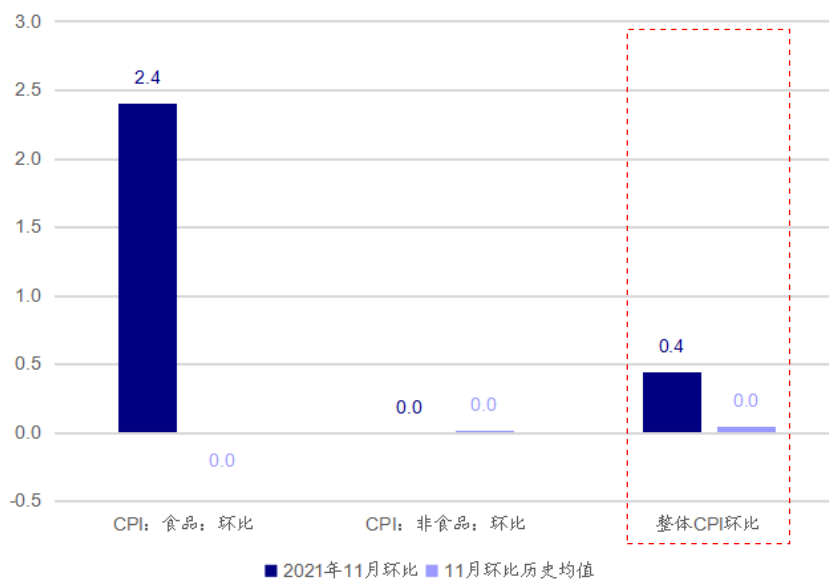
11 月食品价格继续明显上升, 推高了 11 月 CPI 同比。PPI 方面, 11 月生产资料价格环比由涨转跌, 但其中原材料工业价格环比仍然继续上涨, 此外, 11 月生活资料价格环比上涨较明显, 体现下游产品价格再次出现涨价压力, 后续 PPI 生活资料价格是否会持续超越季节性上涨值得关注。11 月原材料工业、生活资料价格环比上涨或指向下游需求回暖。

从 12 月高频数据来看, 食品、非食品价格均有所回落, 预计 12 月食品和非食品价格环比均低于历史平均水平, CPI 同比或回落至 1.9%; 11 月工业品价格持续下跌给 12 月带来较大的负的月内翘尾, 同时 12 月上旬流通领域生产资料价格继续下跌, 预计 12 月 PPI 环比负增长, 同比在高基数带动下大幅回落至 11.3%。

2021 年 11 月 CPI 数据分析与未来走势判断

11 月 CPI 同比为 2.3%, 较 10 月继续明显抬升 0.8 个百分点。11 月 CPI 环比为 0.4%, 高于季节性水平约 0.4 个百分点。其中 11 月食品价格环比高于季节性, 非食品价格环比持平季节性。(11 月季节性指 2005-2020 年 11 月环比均值, 下同)

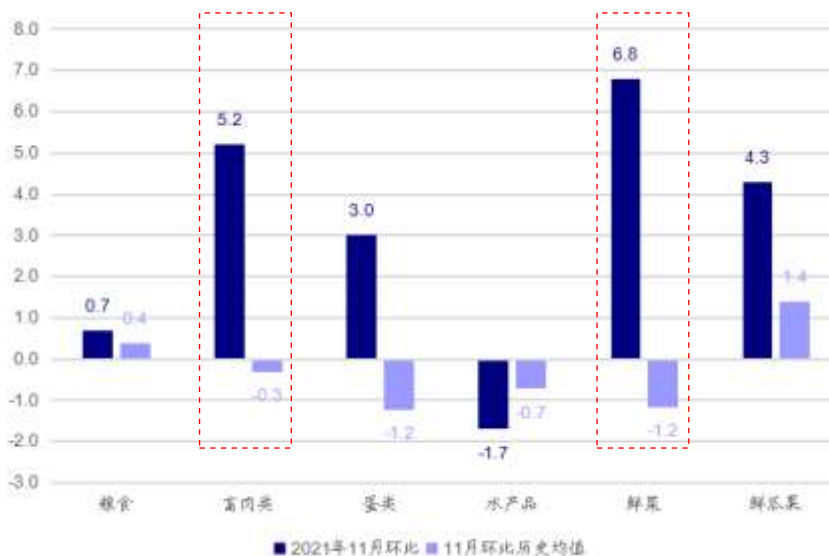
图 15: CPI 环比与历史均值比较



数据来源: WIND、国信证券经济研究所整理

11 月食品环比为 2.4%，高于季节性约 2.4 个百分点，其中水产品价格环比低于季节性部分对食品环比的额外贡献为-0.1 个百分点，鲜菜、畜肉、鲜果、蛋类高于季节性部分对食品环比的额外贡献分别为 1.3、1.0、0.2、0.2 个百分点，鲜菜、肉类是拉高 11 月食品价格环比的主要因素。

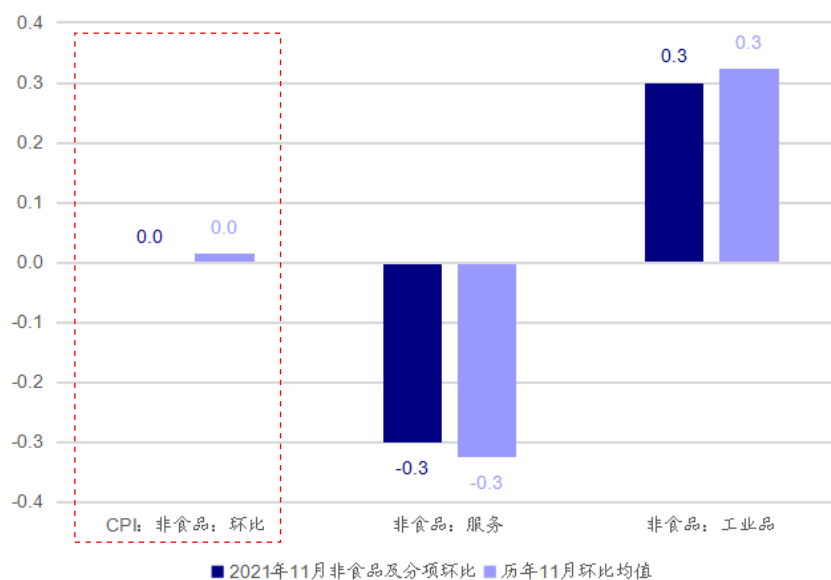
图 16: CPI 食品项环比与历史均值比较



数据来源: WIND、国信证券经济研究所整理

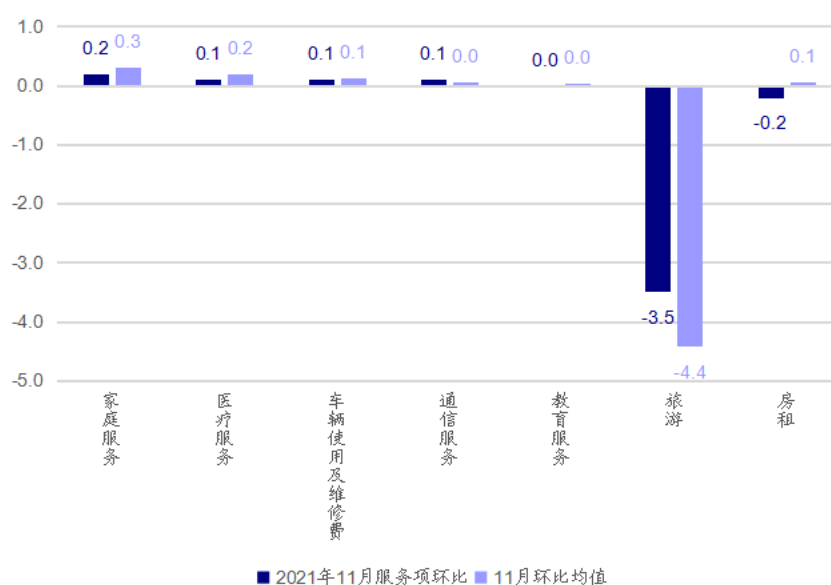
11 月非食品环比为零，基本持平季节性。非食品中服务价格环比为-0.3%，持平季节性，其中房租价格环比低于季节性，旅游价格环比高于季节性，其他服务价格和季节性相差不大；可推算非食品中工业品价格环比为 0.3%，持平季节性，其中服装、家用器具、西药、通信工具、水电燃料价格环比明显低于季节性，酒类、交通工具、交通工具用燃料价格环比明显高于季节性。

图 17: CPI 非食品项环比与历史均值比较



数据来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 18: CPI 非食品服务项环比与历史均值比较



数据来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 19: CPI 非食品工业品项环比与历史均值比较



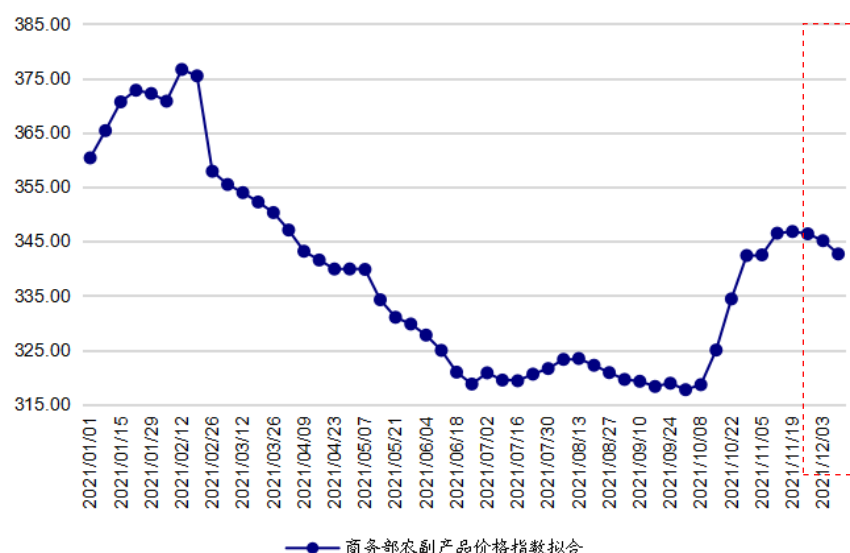
数据来源: WIND、国信证券经济研究所整理

从高频数据来看, 12 月以来食品价格有所下跌, 其中菜价下跌幅度较大。截至 12 月 10 日, 12 月国信食品价格高频指标环比为-0.7%, 明显低于历史均值 2.6%, 预计 12 月食品价格环比或明显低于季节性水平。

非食品方面, 截至 12 月 10 日, 12 月国信非食品高频指标环比为-3.3%, 明显低于历史均值 0.2%, 预计 12 月整体非食品环比或低于季节性水平。

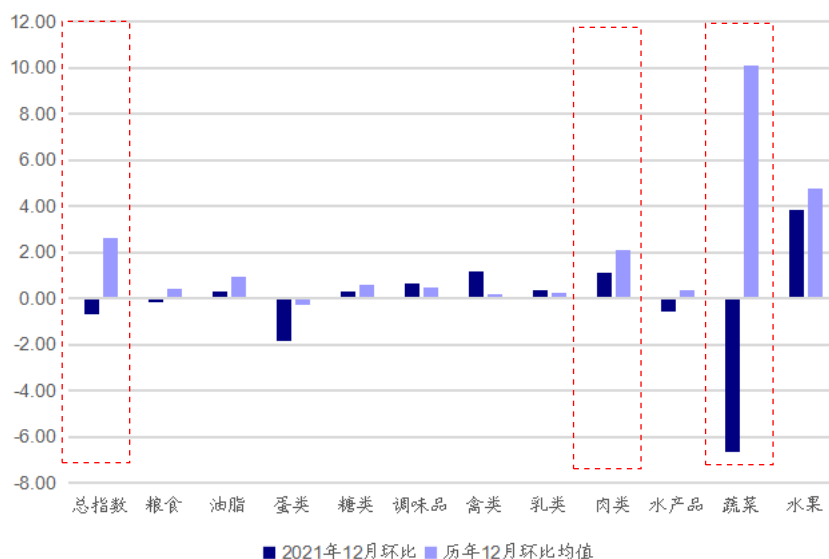
预计 2021 年 12 月 CPI 食品环比约为 0.5%, 非食品环比约为零, CPI 整体环比约为 0.1%, 12 月 CPI 同比或回落至 1.9%。

图 20: 12 月以来, 食品价格有所下跌



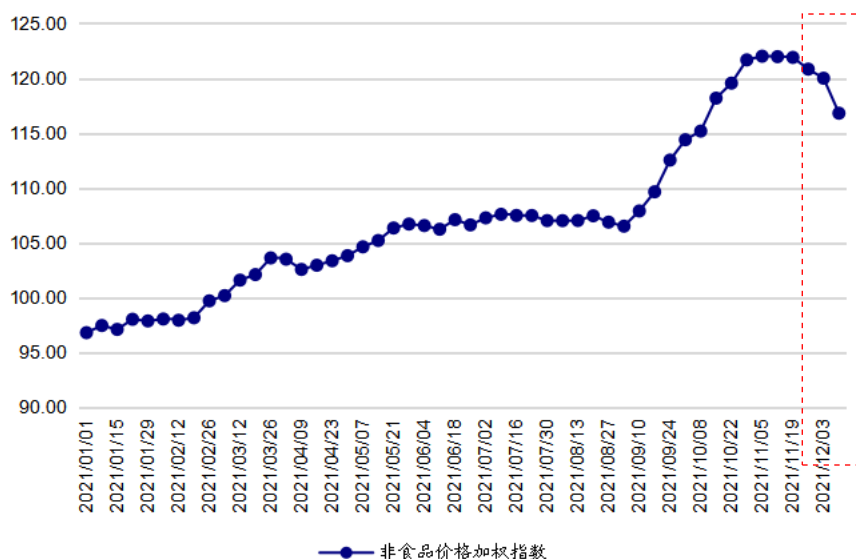
数据来源: CEIC、WIND、国信证券经济研究所整理

图 21: 12 月肉价、菜价环比均低于历史均值



数据来源: CEIC、WIND、国信证券经济研究所整理

图 22: 非食品高频价格指数走势



数据来源: CEIC、WIND、国信证券经济研究所整理

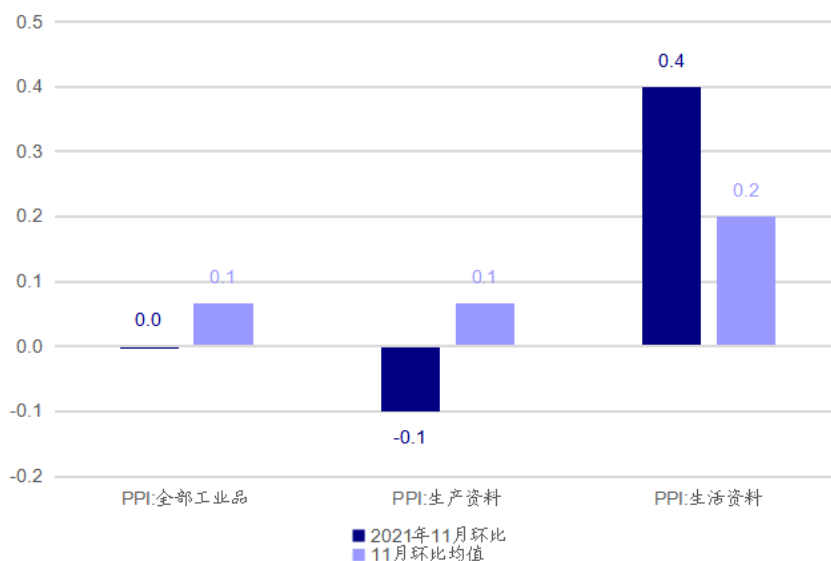
2021 年 11 月 PPI 数据分析与未来走势判断

11 月 PPI 同比、环比均明显回落。11 月 PPI 同比为 12.9%，较 10 月回落 0.6 个百分点；环比为零，较 10 月回落 2.5 个百分点，11 月环比略低于过去三年历史均值 0.1%。

11 月 PPI 生产资料价格环比低于过去三年历史同期均值，生活资料价格环比高于过去三年历史同期均值。PPI 生产资料 11 月环比为 -0.1%，较上月回落 3.4 个百分点，低于历史均值约 0.2 个百分点；PPI 生活资料 11 月环比为 0.4%，

较上月上升 0.3 个百分点，高于历史均值 0.2 个百分点。

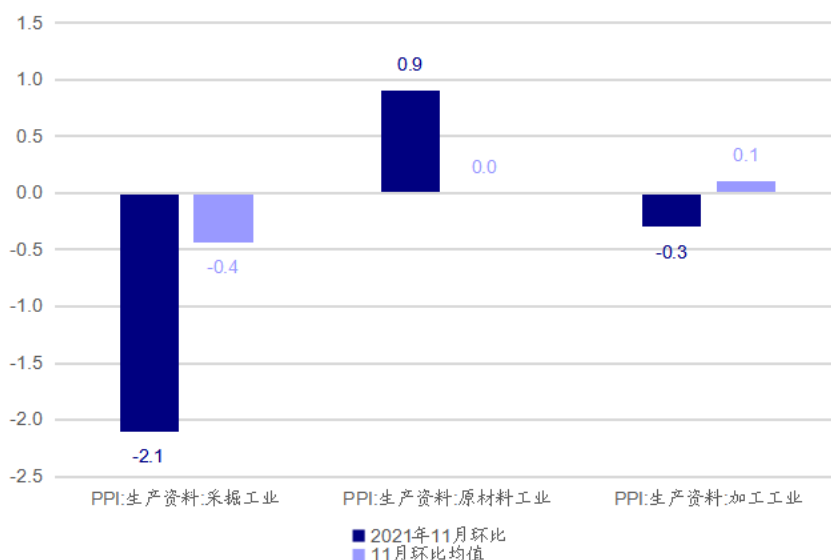
图 23: 2021 年 11 月 PPI 生活资料环比明显高于历史均值



数据来源: WIND、国信证券经济研究所整理

从生产资料各分项价格环比与历史均值比较来看, 11 月采掘、加工工业环比低于历史均值, 原材料工业明显高于历史均值。采掘、加工工业生产资料价格环比低于过去三年历史均值的幅度分别为 1.7、0.4 个百分点; 原材料工业生产资料价格环比高于过去三年历史均值的幅度为 0.9 个百分点。

图 24: 2021 年 11 月 PPI 生产资料各分项价格环比与历史均值比较

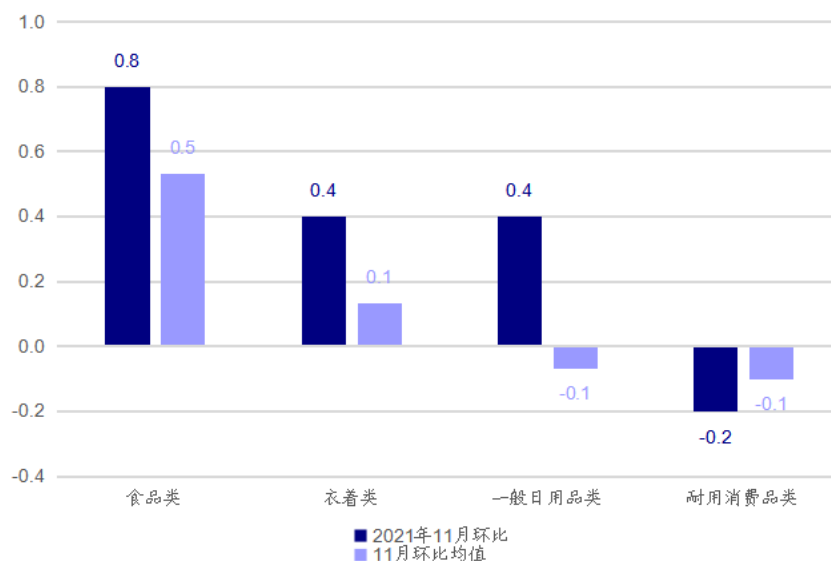


数据来源: WIND、国信证券经济研究所整理

从生活资料各分项价格环比与历史均值比较来看, 耐用消费品类低于历史均值, 食品类、衣着类、一般日用品类均高于历史均值。

生活资料各分项中耐用消费品类价格环比低于过去三年历史均值的幅度为 0.1 个百分点, 食品类、衣着类、一般日用品类价格环比高于过去三年历史均值的幅度分别为 0.3、0.3、0.5 个百分点。

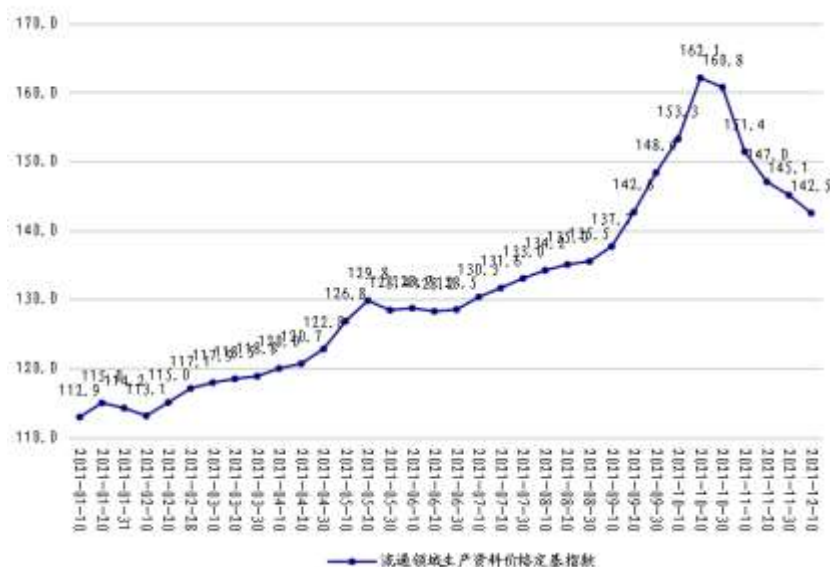
图 25: 2021 年 11 月 PPI 生活资料各分项价格环比与历史均值比较



数据来源: WIND、国信证券经济研究所整理

从工业品高频价格数据来看, 11 月上、中、下旬流通领域生产资料价格均明显下跌, 给 12 月带来较强的负的月内翘尾, 12 月上旬流通领域生产资料价格继续下跌, 预计 2021 年 12 月 PPI 环比或负增长, 12 月 PPI 同比在高基数带动下或明显回落至 11.3%。

图 26: 流通领域生产资料价格高频指标走势图



数据来源: WIND、国信证券经济研究所整理

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编: 518001 总机: 0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编: 200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编: 100032