

同时上调中国 2021 CPI 及 PPI 预测

华泰研究

2021 年 2 月 26 日 | 中国内地

深度研究

研究员

SAC No. S0570520100005

SFC No. AMH263

易垲

evayi@htsc.com

研究员

SAC No. S0570520100003

SFC No. BIU684

刘雯琪

liuwenqi@htsc.com

由“再通胀”步入“通胀”

去年以来，我们对 2021 年中国和全球通胀的预测一直位于市场预测范围的顶端，尤其是 PPI 预测。我们在此再次上调 2021 年中国 CPI 和 PPI 预测——我们将 2021 年全年平均 CPI 预测上调至 2.0%，PPI 预测上调至 3.3%，对比此前的 1.7% 和 2.3%。值得一提的是，此前我们的各项通胀预测已全面高于市场一致预期（当时 Wind 一致预期分别为 1.6% 和 1.4%）。我们本次上调通胀预测主要是考虑到 2020 年底来两个方面的变化：

1. 全球、尤其是美国需求回升和大宗商品通胀可能会比此前预期的更为强劲——我们在 2 月 24 日发表的报告《美国增长或将呈“过热”之势》中阐明，全球需求复苏，供需缺口将进一步扩大、美国尤甚。我们预测，全球产出缺口将快速弥合，推升通胀水平。值得一提的是，去年年底以来我们对全球贸易和工业生产周期回升的强度和持续性的判断就明显比市场更为乐观，因为从长周期角度，本次复苏是建立在此前 4 年周期逐年走弱、有效供给大幅退出的基础上的。由此，去年以来我们对中国和全球 PPI 预测持续显著高于市场预期，（请参阅 1 月 6 日发布的《哪些“惯性”在 2021 可能被打破？》）。而如今，全球、尤其是美国更大规模的刺激计划箭在弦上、势必进一步激化供给短缺的矛盾。考虑到中国本身需求不弱、政策不紧，中国 PPI 和核心通胀都将随全球需求“水涨船高”——上调 PPI 预测之外，我们预测中国非食品 CPI 将呈明确的逐月回升走势，全年平均水平预测为 2.2%。

2. 近期中国食品、尤其是猪肉和粮食的供给收紧幅度比此前预期更为猛烈，可能导致食品价格通胀比此前预期的更有“粘性”。自 2020 年 4 季度以来，受供需两方面因素驱动，食品价格的上涨势头已经超出季节性。我们维持此前的判断，即本轮农产品通胀周期持续性较强（见 1 月 20 日发布的报告《食品通胀是否会超预期？》）。另一方面，受非洲猪瘟持续影响，目前生猪和猪肉供给回升进度大幅不及预期——基于这些变化，我们将 2021 年平均 CPI 食品通胀预测从 -2.5% 上调至 1.4%。

从通胀的路径看，我们预计 2021 年上半年食品和大宗商品环比涨价更快。CPI 和 PPI 同比变化都将受到基数的影响——预计 2021 年全年 CPI 同比将逐季走高。而 PPI 可能在 5 月和 9 月左右出现两个“高点”，期间均可能攀升至 4%-5% 左右的水平。

虽然上调通胀预期，我们目前维持 2021 年实际 GDP 增长 9.5% 的预测；由此，2021 年名义 GDP 同比预测从 11.8% 升至 12.3%。上调通胀但维持增长预测看似不协调，背后主要的原因是 1 季度疫情反复压制了需求增长，但由于供给相应收紧、对当期通胀却影响不大。

预计通胀上升将推动货币政策正常化，而市场通胀预期上调势必加大资产价格波动率。从宏观基本面角度看，目前总体政策正常化的速度尚不至于对增长构成制约。然而，我们将密切关注通胀预期变化——虽然短期政策宽松利好 GDP 和盈利增长，但若货币政策对通胀预期上涨的反应过于滞后，也会引发市场对“过热”和此后更痛苦紧缩过程的担忧，从而压制风险偏好、加大风险资产价格的波动性。

风险提示：全球需求恢复超出预期；疫情再度反复。

正文目录

春节错位疫情反复难掩近期通胀上升的势头.....	4
全球需求强劲复苏，而美国超大规模刺激“火上浇油”	7
全球大宗商品价格可能继续走高，推高中国 PPI 和非食品 CPI	9
食品价格上涨周期逐渐“做实”，同时国内猪肉供给恢复速度大幅不及预期	12
上调 2021 平均 CPI 和 PPI 通胀至 2.0%和 3.3%	14
结语——“再通胀”走向“通胀”对市场和政策的影响	16
风险提示.....	17

图表目录

图表 1：上游资源品和原材料价格领涨 PPI，但制造业 PPI 也出现多年未见的上涨苗头	4
图表 2：上游价格环比涨幅强劲	4
图表 3：资源品贡献 PPI 涨幅的 6 成左右	4
图表 4：出口价格指数正以过去几十年未有的速度上升	4
图表 5：疫情反复难掩 CPI 环比强劲涨势	5
图表 6：食品价格上涨推动 CPI 环比上行	5
图表 7：疫情反复暂时压制非食品 CPI	5
图表 8：近几个月交运、文娱教育和房地产相关价格环比回升	5
图表 9：猪肉价格迟迟未出现市场预期的“均值回归”（即环比大幅负增长）	6
图表 10：猪肉高通胀的“粘性”超预期	6
图表 11：全球贸易和工业周期在经历四年下行之后，可能迎来反转	8
图表 12：全球 PPI 在经历四年下行之后，有望共振上行	8
图表 13：疫苗接种推进，经济重启“箭在弦上”	8
图表 14：美国有大量超额储蓄，将随消费倾向回升而释放	8
图表 15：即便储蓄率快速上升，美国的零售增长仍超出潜在增速	8
图表 16：巨量财政补贴有望继续推动美国居民收入超趋势增长	8
图表 17：2020 年下半年以来原油和金属价格大幅上涨	9
图表 18：尽管需求和价格大幅回升，但美国原油产量仍不见起色（较峰值下降约三成）	10
图表 19：即使在全球为真正“重启”的阶段，石油需求距离峰值也仅剩 5%的距离	10
图表 20：铜库存已下探至近二十年新低	10
图表 21：国际航班流量仍不到疫前一成	10
图表 22：欧美地区的地面交通景气度仅为疫情的 1/3 左右	10
图表 23：全球工业生产距离潜在增速尚有差距	10
图表 24：全球油价与中国 PPI 高度正相关	11
图表 25：中国 PPI 与非食品 PPI 往往同向变动	11
图表 26：石油及石油直接相关行业在 PPI 里的权重占到约 15%	11
图表 27：虽然本轮大豆和玉米价格已累计上涨 6-7 成，但也不过刚回到 2013-14 年的水平	12

图表 28: 2020 年下半年以来全球农产品价格累计涨幅可观	12
图表 29: 2013 年开始,“超级”去库存周期导致玉米价格长期通缩	12
图表 30: 油价回升可能进一步抬升玉米价格	12
图表 31: 尽管价格高企,但生猪供应仍只有正常水平的 60-80%	13
图表 32: 本轮猪肉价格通胀比以往“粘性”更强	13
图表 33: 虽然只是单一品种,但过去两年的 CPI 波动很大程度由猪肉价格变化推动	13
图表 34: 中国的食品消费还远未回到正常水平	13
图表 35: 我们对 2021 年通胀的具体分项预测和季度走势一览	14
图表 36: CPI 食品同比增速预测及路径——2 季度同比较高,环比前高后低	15
图表 37: 猪肉价格正常化可能推迟到 2021 年下半年	15
图表 38: 非食品 CPI 的同比环比路径可能与 CPI 类似,但 4 季度可能升至 3.5-4%	15
图表 39: PPI 同比和环比预测路径——环比增长前高后低,4 月和 9 月左右出现两个“峰值”	15
图表 40: 美国超宽松货币环境已经持续了 7 个月	16

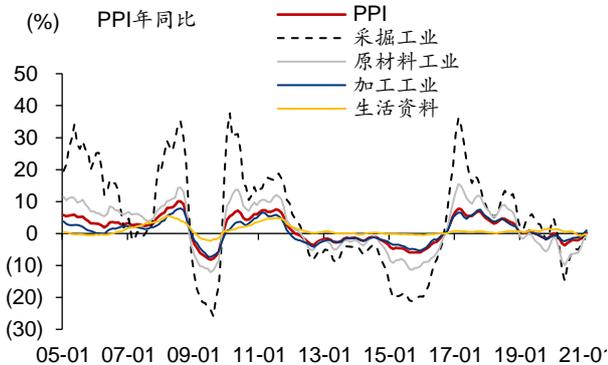
春节错位疫情反复难掩近期通胀上升的势头

PPI 连续数月超市场预期¹，过去三个月平均环比年化增速近 10%。中国 PPI 同比今年 1 月即转正，虽然我们此前对 PPI 的预测已经位于市场预测范围顶端，但 PPI 转正仍然比我们预期早了一个月。PPI 分项中，矿产和其他采掘业产品去年 11 月至今年 1 月环比年化增长率平均达到 50%，涨幅一马当先。据我们测算，大宗商品价格通胀贡献近几个月 PPI 环比涨幅的 6 成左右。此外，PPI（中游）原材料价格环比也连续数月录得每个月 5-6%、年化 25-30% 的涨幅。此外值得关注的是，PPI 下游制造业产品的价格也走出了 2017 年以来“斜率”最陡的上行周期——过去 3 个月环比年化增速达到 8%。另一方面，PPI 中消费品价格上涨则相对落后，这与目前需求端分部门的走势一致，即虽然工业和出口相关部门需求和产量已经完全恢复，但消费和零售需求仍未回升至（无疫情状态下的）潜在水平（图表 1-3）。

近期中国 PPI 超预期走势也并非全无先兆：2020 年 11 月以来，高频的商品价格走势和一些行业数据均指向一个不争的事实、即国内和海外上游原材料行业均出现了供需缺口。目前，有日度交易或报价的原材料行业“涨”声一片，但供需缺口不仅限于这些上游行业。目前，我们观察到，农产品、加工业、下游制造业、出口相关行业、物流、甚至电力等行业都出现了供给收紧的苗头。比如，去年四季度以来中国出口价格指数和集装箱价格均已翻倍有余，但仍无任何减速迹象（图表 4）。

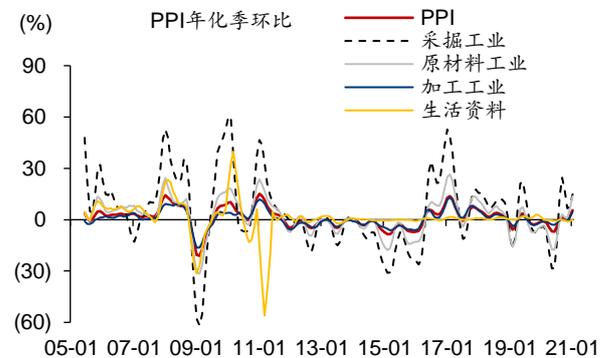
即使我们不上调今年的 PPI 环比增长路径，过去三个月 PPI 累计超预期的涨幅也足以将 2021 年全年 PPI 的整体预测抬高 0.6 个百分点左右（即从 2.3% 调升至 2.9%）。更何况随着全球复苏和刺激力度均超预期，今年余下时间环比 PPI 的走势也可能比之前的预测更为强劲（有关 PPI 的最新预测，请参考第 13 页第五部分）。

图表1：上游资源品和原材料价格领涨 PPI，但制造业 PPI 也出现多年未见的上涨苗头



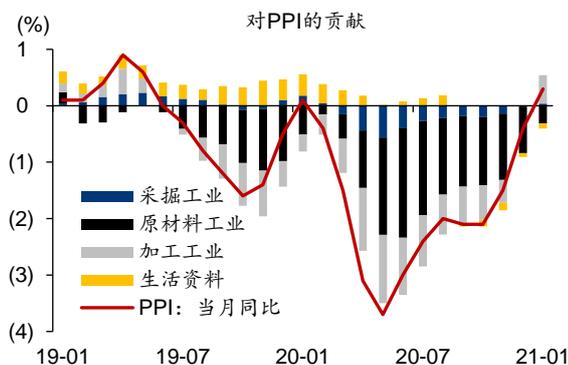
资料来源：Wind，华泰研究

图表2：上游价格环比涨幅强劲



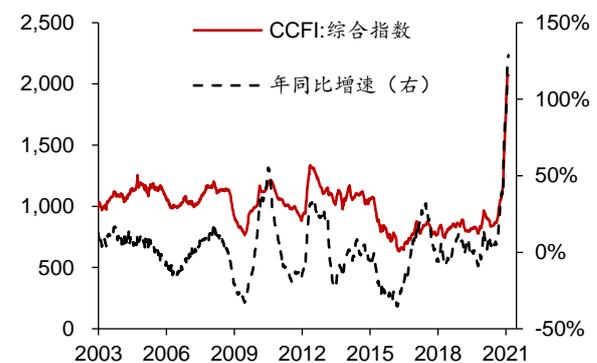
资料来源：Wind，华泰研究

图表3：资源品贡献 PPI 涨幅的 6 成左右



资料来源：Wind，华泰研究

图表4：出口价格指数正以过去几十年未有的速度上升



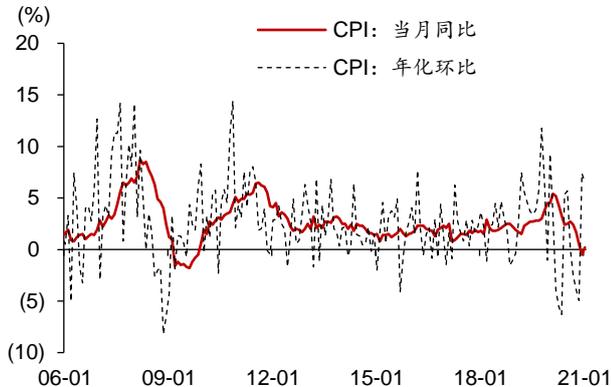
资料来源：Wind，华泰研究

¹ 11 月彭博一致预期 PPI 为 -1.8%，实际为 -1.5%；12 月预期为 -0.7%，实际为 -0.4%；1 月预期为 0%，实际为 0.3%

春节错位导致1月CPI同比回落，但由于隐含的环比涨幅非常强劲，2月CPI同比大概率明显反弹。2021年1月CPI环比年化增速达12.7%（月环比1%），较12月的8.7%进一步上升（图表5）。2020年春节落在1月25日，而今年在2月12日，所以今年大部分消费品价格在2月上涨，而去年主要涨幅落在1月。由此，1月CPI暂时回落至-0.3%，但是CPI环比2位数的涨幅可谓非常强劲，具体看——

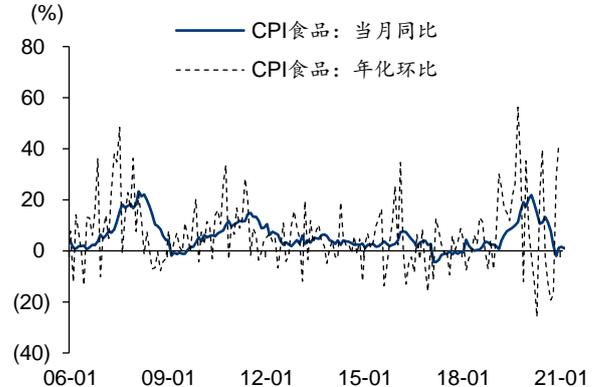
1. **CPI食品上行幅度明显超出预期，尤其是粮食和猪肉价格的涨幅。**我们分析，食品CPI超预期受到供需两方面因素的影响。回头看，鉴于本轮猪肉价格已上涨3倍有余，生猪养殖利润率已经奇高，包括我们在内的很多市场人士都认为大幅超额利润会刺激生猪供给“正常化”，猪肉价格今年会大幅负增长。由此，我们此前预期高基数下2021年1季度食品CPI可能同比**下降2-5%**。然而，在年化近50%的环比增速支撑下，去年12月和今年1月的食品CPI均录得正增长（图表6）。我们认为，食品价格上涨主要受以下因素推动——1）粮食价格持续上涨、尤其是大豆和玉米（参考我们1月29日发布的报告《食品通胀是否会超预期？》）；2）猪肉供应仍有较大缺口，导致猪肉高价的“粘性”大超预期（具体分析参考第11页第四部分）。
2. **诚然，近期局部地区疫情反复对春节期间可选和体验式消费需求有抑制作用，但12月-1月的非食品CPI仍录得环比正增长。**尽管过去两个月内，零售增长仍明显低于潜在增速、且服务消费受疫情影响“二次探底”，但非食品CPI在2020年下半年以来月环比增长仅有一个月录得负值（图表7）。进一步拆分非食品CPI的构成，过去几个月中交运和文娱教育类产品价格环比上涨最明显，而房地产相关商品及服务（居住和生活用品）价格也环比回升（图表8）。往后看，考虑到较低的基数，经济重启提振需求、PPI上行等因素，非食品CPI同比增速势必逐月上涨。

图表5：疫情反复难掩CPI环比强劲涨势



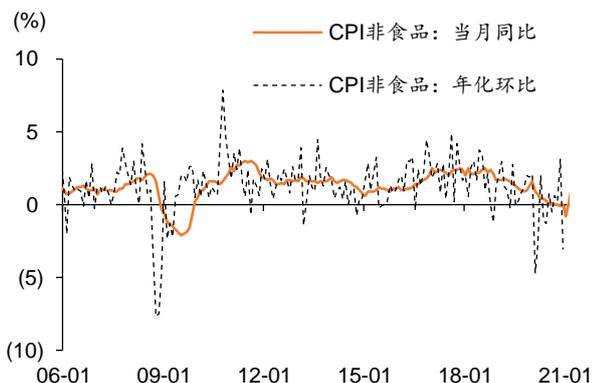
资料来源：Wind，华泰研究

图表6：食品价格上涨推动CPI环比上行



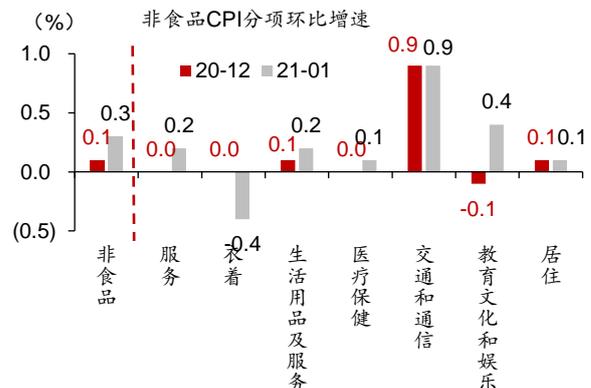
资料来源：Wind，华泰研究

图表7：疫情反复暂时压制非食品CPI



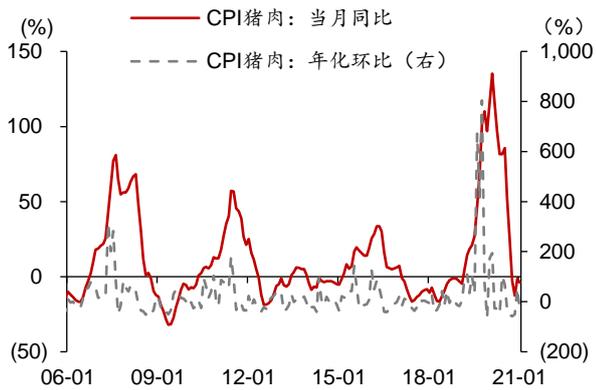
资料来源：Wind，华泰研究

图表8：近几个月交运、文娱教育和房地产相关价格环比回升



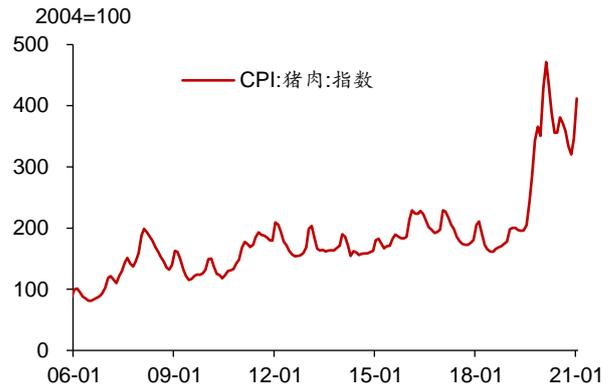
资料来源：Wind，华泰研究

图表9：猪肉价格迟迟未出现市场预期的“均值回归”（即环比大幅增长）



资料来源：Wind，华泰研究

图表10：猪肉高通胀的“粘性”超预期



资料来源：Wind，华泰研究

全球需求强劲复苏，而美国超大规模刺激“火上浇油”

去年4季度以来，全球经济基本面的走势和我们此前的预期大体一致²，即消费倾向反弹、巨量超额储蓄开始逐步释放，推动全球贸易和工业周期复苏。一直以来，我们对本次疫情后全球贸易和工业周期回升的强度和持续性均持比市场更为乐观的态度。由此逻辑推演，我们看好中国及全球工业品价格的走势，对PPI的预测在市场范围高端。同时，我们推测，如果PPI真如我们所预期的持续回升，全球可能迎来一个多年未见的制造业资本开支周期。

在1月6日发布的《哪些“惯性”在2021可能被打破？》这篇报告中，越过“后疫情时代”的简单标签，我们从全球贸易和工业生产/资本开支周期的长周期视角进行分析。我们认为，本轮贸易、工业、资本品价格周期可能不仅仅是“疫后”的短期报复性反弹，而可能有更持续上行的动力。全球贸易、制造业和资本品价格（PPI）周期自2017年以来受到多轮打击、持续下行，其中经历了中国去杠杆、供给侧改革、以及全球贸易摩擦持续升级等多轮负面冲击。以PPI为代表的全球工业品价格指数已经历了四年下行，然而，2019年底中美达成第一阶段贸易协议，在很多投资者开始预期贸易周期低位反弹的时候，百年一遇的疫情爆发又导致全球工业品供需双方都大幅收缩。从“积极”的方面看，疫情的“最后一击”加速了产能和库存周期最后的“出清”（图表11和12）。

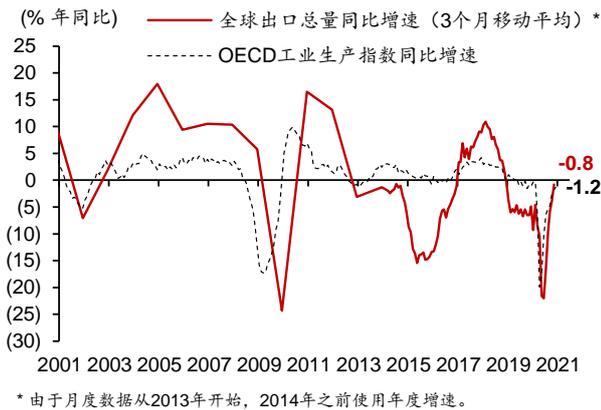
随着去年被抑制的消费倾向回升和巨量超额储蓄的逐步释放，我们预计2021年全球通胀将快速上行、全球消费品需求或将跳升——2020年一年间，美国居民部门已积累了1.6万亿美元的超额（占2020年GDP的7.5%和美国消费者支出的11.2%，图表14），暂且不论拜登政府提出的新一轮刺激计划大概率进一步推升居民超额储蓄（请参考2月24日发布的《美国增长或将呈“过热”之势》）。因此，随着2021年需求强劲复苏，工业产能利用率可能会迅速上升，而全球PPI和制造业价格或将进一步走高——因为只有足够高的利润率和确定性才能推动产能扩张，尤其是在传统能源领域。

我们预计制造业原材料、受益经济重启的大宗商品（能源等）、全球贸易产业链、以及体验式消费等领域的商品和服务涨价可能最明显。随着美、英、以及部分欧洲地区的疫苗接种顺利推进，疫情的实质和心理影响均开始消退。我们预计今年消费倾向回升、超额储蓄释放将进一步推动全球需求、工业生产和工业品价格（PPI）的回升。PPI和企业盈利能力上行周期如可持续，终将推动资本开支低位回升——但这个逻辑链中值得强调的是，价格和盈利持续回升是产能重回市场先决条件。市场化的环境下，长期通缩和盈利下行周期往往会伴随产能退出，然而，过去几年通缩压力最大或需求下降最多的周期性行业目前可能面临将更大的通胀压力，包括传统能源、部分大宗商品、全球贸易链（全球贸易量已连续三年大幅低于潜在增速）、部分制造业产能（如汽车）等等。从这个角度看，由于中国制造业占比偏高，中国企业总体收入增长将有望受益于全球制造业和出口产业链景气度回升的趋势³。

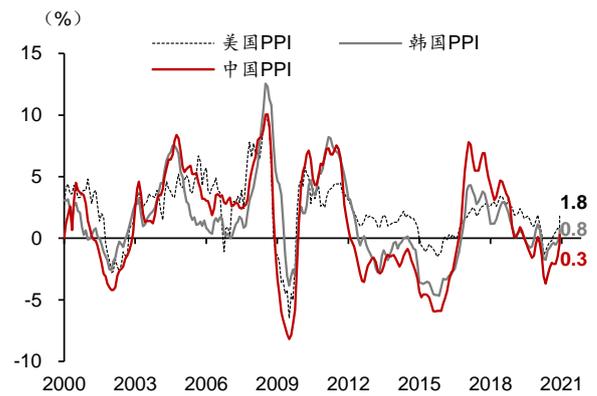
由于需求本身就有较强的复苏动能，美国新一轮的天量财政刺激可能会产生“火上浇油”的效果，从而加大制造业的供需缺口。我们在2月24日发布的最新报告《美国增长或将呈“过热”之势》中分析，即使在保守假设下，即拜登政府提出的1.9万亿美元财政刺激计划中仅7000亿美元最终获得国会通过，也会带动2021年美国产出缺口弥合、而2022年需求可能大幅超出潜在产出。目前看来，最有可能的情形是，美国3月底前就通过新增1-1.5万亿美元的财政刺激计划，而这一刺激计划可能推升美国2021年GDP增速至7%左右。在这种情形下，美国产出缺口将在今年3季度弥合，此后环比核心PCE增长可能会超出趋势增速，直到美国财政和货币政策向“正常化”有效推进（有关美国即将出台的新刺激方案及其对增长和通胀影响的更多分析，请参考我们1月17日发布的《上调2021年美国增长和财政赤字率预测》，但彼时我们对刺激方案的预期更为保守）。此外，目前还不能排除美国在2021年底启动大规模基建投资计划的可能性——如果大幅补贴之上叠加政府主导基建投资加速，那么全球工业品供需缺口可能更为客观。

² 请见11月20日发布的《2021宏观展望：经济再通胀；政策温和退出》

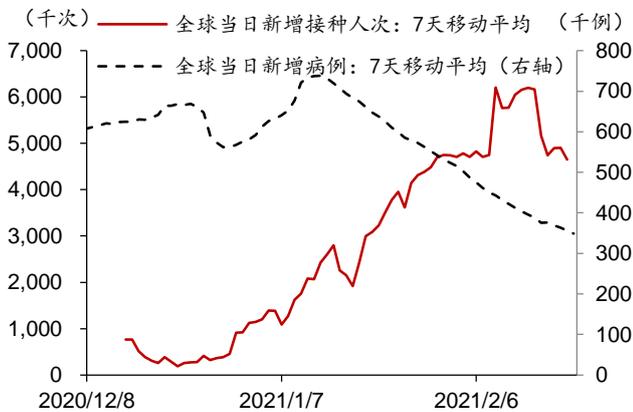
³ （参考1月6日发布的《哪些“惯性”在2021可能被打破？》，及2020年10月27日发布的《中国出口：强者或将更强》）

图表11: 全球贸易和工业周期在经历四年下行之后, 可能迎来反转


资料来源: OECD, Wind, 华泰研究

图表12: 全球 PPI 在经历四年下行之后, 有望共振上行


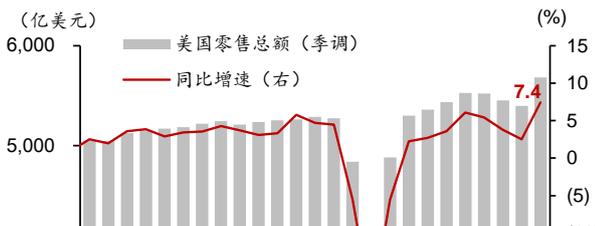
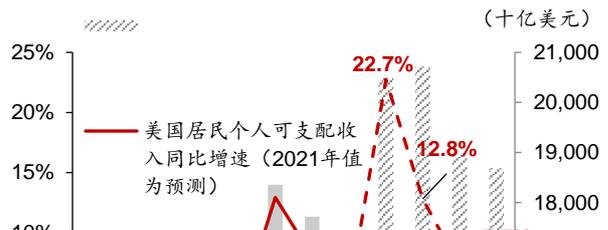
资料来源: Wind, 华泰研究

图表13: 疫苗接种推进, 经济重启“箭在弦上”


资料来源: Wind, 华泰研究

图表14: 美国有大量超额储蓄, 将随消费倾向回升而释放


资料来源: CEIC, Wind, 华泰研究

图表15: 即便储蓄率快速上升, 美国的零售增长仍超出潜在增速

图表16: 巨额财政补贴有望继续推动美国居民收入超趋势增长


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_17907

