

总量研究

核心 CPI 创新低反映消费需求不足

——2021年1月CPI和PPI数据点评兼债市观点

要点

事件

2021年2月10日,国家统计局发布了以2020年为基期的全国CPI和PPI数据,这是基期轮换后的首次数据发布。数据显示,2021年1月CPI同比下降0.3%;核心CPI同比下降0.3%;1月PPI同比上涨0.3%。

点评

本轮基期轮换的特点及调整后相关分类的权重情况。2021-2025年国家统计局将编制和发布以2020年为基期的CPI。与上轮基期(2016年—2020年)相比,本次基期调整,基本分类从262个增加至268个;新基期的食品烟酒、衣着、教育文化娱乐、其他用品及服务分别下降了1.2、1.7、0.5和0.4个百分点,居住、交通通信、医疗保健,居住、交通通信、医疗保健权重分别上升了2.1、0.9和0.9个百分点,生活用品及服务权重变动不大;基期轮换后综合起来对总指数的影响较小。

基数效应致CPI同比转负,环比并不低;核心CPI同比创历史低点。1月份CPI同比下降0.3%,但主要因素是去年同期的基数效应。从环比来看,1月CPI环比上涨1.0%,是2020年6月以来新高。1月核心CPI同比录得-0.3%,为2013年1月有此项统计数据以来第一次转负,且考虑到2020年1月基数并不是太高,因此从核心CPI转负可以推断消费品需求端表现应比较疲弱。

原油和大宗商品持续上升推动PPI同比转正,生产、生活资料价格走势逐渐同步。1月原油、铁矿石等大宗商品价格继续上升,叠加国内需求持续改善,PPI延续快速修复势头,当月环比上涨1.0%,同比增速则自2019年6月以来首次转正。生产资料、生活资料的出厂价格涨跌幅走势逐渐同步。生产资料价格中采掘、原材料、加工三项1月均呈改善态势。

展望后续,消费品物价方面,需求仍将是决定其走势最为关键的因素,而核心CPI也正是需求端强弱程度的反应,建议更多关注核心CPI的走势;工业品物价方面,市场后续最为需要关心的是2021年PPI能够修复的高度以及高点对应的时点,我们预计2021年PPI高点在6%左右,对应时点是下半年,但如果国际油价继续向好,不排除上半年即攀升至高点的可能。

债市观点

目前10Y国债收益率与其中性值较为接近,正处于估值的舒适区间内。我们预计,未来较长的一段时间内,10Y国债收益率将基本运行于[3.0%,3.3%]之间,大幅向上和向下突破的难度均较大。

风险提示

目前境外仍处于新冠疫情快速蔓延过程中,疫苗虽上市,但后续全球经济复苏的不确定因素仍然较多;国内再现零星病例,预计短期会对经济形成一定冲击,经济后续演变也有不少不确定性,疫情带来的衍生风险不能忽视。

作者

分析师:张旭

执业证书编号:S0930516010001
010-58452066

zhang_xu@ebscn.com

分析师:危玮肖

执业证书编号:S0930519070001
010-58452070

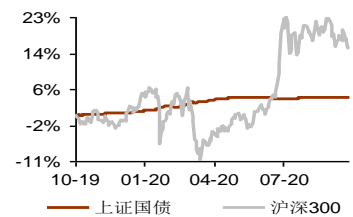
weiwx@ebscn.com

联系人:李枢川

执业证书编号:S0930119120016
010-58452065

lishuchuan@ebscn.com

大盘走势图



相关研报

供给因素推动PPI距离转正一步之遥 ——2020年12月CPI和PPI数据点评兼债市观点 (2021-1-11)

CPI转负无需担忧,关注明年PPI修复高点及对应时点 ——2020年10月CPI和PPI数据点评兼债市观点 (2020-12-09)

我国核心CPI分析方法与后续展望 ——通胀再研究系列之三 (2020-09-21)

PPI自上而下分析框架的构建与下半年展望 ——通胀再研究系列之二 (2020-07-14)

1、事件

2021年2月10日,国家统计局发布了以2020年为基期的全国CPI和PPI数据,这是基期轮换后的首次数据发布。数据显示,2021年1月CPI同比下降0.3%;核心CPI同比下降0.3%;1月PPI同比上涨0.3%。

2、点评

2.1、本轮基期轮换的特点及调整后相关分类的权重情况

国家统计局发布了以2020年为基期的全国CPI和PPI数据,这是基期轮换后的首次数据发布。按照统计制度要求,我国CPI每五年进行一次基期轮换,将逢“5”和“0”的年份作为基期,在基期年选取“一篮子”商品和服务,五年保持不变,以兼顾指数的连续可比与消费结构变动的及时反映。2021-2025年,国家统计局将编制和发布以2020年为基期的CPI。本次基期调整,大致有以下特点:

- 1) 调整后的调查分类目录大类保持不变,仍为8个大类,基本分类从262个增加至268个,在对部分消费项目删减、合并的基础上,增加了外卖、母婴护理服务、新能源小汽车、可穿戴智能设备、网约车费用等新兴商品和服务。
- 2) 与上轮基期(2016年—2020年)相比,新基期的权数总体变动不大。其中,食品烟酒、衣着、教育文化娱乐、其他用品及服务权数约比上轮分别下降了1.2、1.7、0.5和0.4个百分点,居住、交通通信、医疗保健权数约比上轮分别上升了2.1、0.9和0.9个百分点,生活用品及服务权数变动不大。
- 3) 基期轮换后,综合起来对总指数的影响相对较小。本次基期轮换对CPI和PPI各月同比指数的影响平均约为0.03和0.05个百分点。

图表 1: CPI 相关类别权重推算

分类	权重(%)			
	过往数据推算	此轮调整 (统计局, 百分点)	调整后	2021年1月数据推算
居民消费价格	100	--	--	100
其中: 食品	20.6	--	--	20.8
非食品	79.4	--	--	79.2
其中: 消费品	63.3	--	--	66.7
服务	36.7	--	--	33.3
其中: 核心CPI	56.8~65.7	--	--	59~67
一、食品烟酒	31.4	-1.2	30.2	29.3
其中: 猪肉	3.31	--	--	2.31
鲜菜	2.48	--	--	2.2
二、衣着	8.51	-1.7	6.81	--
三、居住	20.02	2.1	22.12	--
四、生活用品及服务	4.47	0	4.47	--
五、交通和通信	10.35	0.9	11.25	--
六、教育文化和娱乐	14.15	-0.5	13.65	--
七、医疗保健	10.34	0.9	11.24	--
八、其他用品和服务	0.75	-0.4	0.35	--

数据来源: Wind, 光大证券研究所测算

2.2、基数效应致 CPI 同比转负，环比并不低；核心 CPI 同比创历史低点

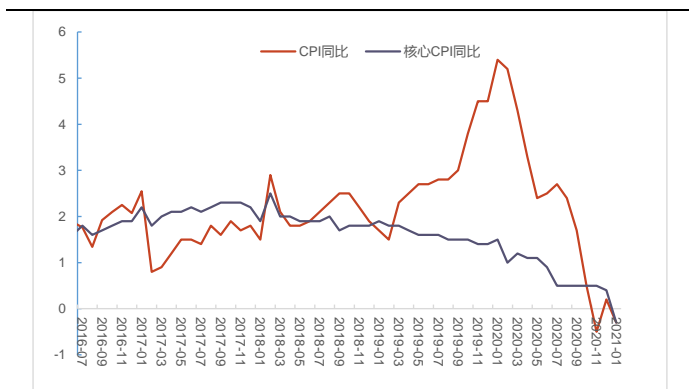
2020 年 9-11 月，由于食品价格持续下降，叠加同期基数相对较高，CPI 同比持续走弱，进而在 11 月转负。2020 年 12 月 CPI 同比增长 0.2%，由负转正，也与整体基数效应稍有改善且食品价格同比增长较高（增长 17.4%）有关。2021 年 1 月份全国居民消费价格同比下降 0.3%，但主要因素是去年同期的基数效应。2020 年 1 月，CPI 同比增长 5.4%，是 2011 年 11 月以来新高。从环比来看，1 月 CPI 环比上涨 1.0%，是 2020 年 6 月以来新高。

1 月核心 CPI 同比录得-0.3%，为 2013 年 1 月有此项统计数据以来第一次转负，且考虑到 2020 年 1 月核心 CPI 增速只有 1.5%，基数并不是太高，因此此次核心 CPI 转负，可以推断消费品需求端表现应比较疲弱。从结构来看，影响核心 CPI 同比转负主要来自交通和通信价格下降过快（下降 4.6%，降幅比 2020 年 12 月提升了 1.5 个百分点），考虑到交通和通信项在 CPI 篮子中占比在 11% 左右，因此此项即影响核心 CPI 下降 0.5 个百分点；另外教育文化和娱乐价格中旅游项同比下降了 8.6%，也是推动核心 CPI 向下的重要动因。如果刨去这些因素，且考虑到核心 CPI 环比并不差（0.1%，连续 2 个月上升），核心 CPI 整体可能并没有数据表现的那么弱。

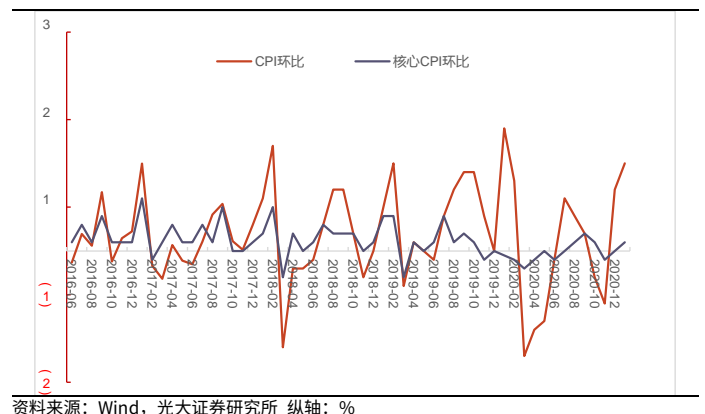
从结构上来看，1 月食品价格同比增长 1.6%，而 2020 年 12 月为 1.2%，食品价格在去年高基数条件下仍较强；非食品价格同比下降 0.8%，创新近年来新低。消费品价格同比增速为-0.1%，服务价格增速则降至-0.7%。

展望后续，1 月中上旬猪肉价格持续上升，而从 1 月下旬至今有所下降；蔬菜价格则维持在高位。随着春节的临近，消费需求季节性增加，我们预计食品的价格仍可能保持在较高的水平。但是由于 2020 年 1、2 月基数相对较高，因此 CPI 同比数据的表现不会太好。另一方面，经济仍处于复苏进程中，消费虽然向好，但恢复速度没有达到市场预期，也影响了核心 CPI 增速重回上升通道。随着春节等季节性因素的消去，后续对消费品物价的跟踪，需求仍将是决定消费品物价走势最为关键的因素，而核心 CPI 也正是需求端强弱程度的反应，因此建议更多关注核心 CPI 的走势。

图表 2：1 月 CPI 同比转负，核心 CPI 同比创历史低点



图表 3：1 月 CPI 和核心 CPI 环比均现一定改善

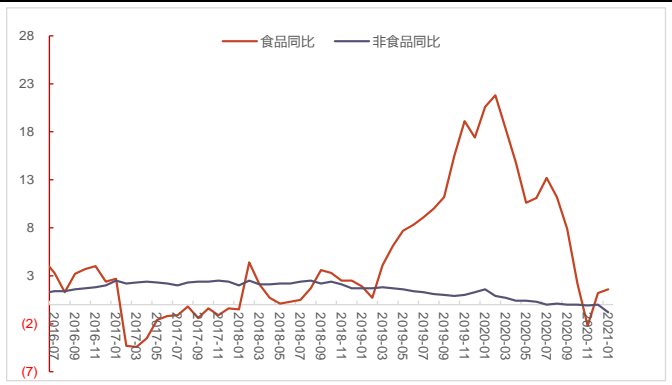


图表 4：1 月中上旬猪肉持续上升，2 月有所下降，蔬菜价格维持在高位



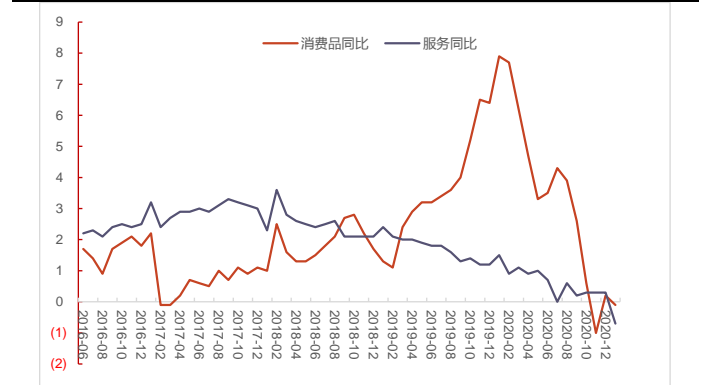
资料来源：Wind，光大证券研究所 横轴：元/公斤

图表 5：1 月食品价格同比增速上升，但非食品降至负值区间



资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：%

图表 6：1 月服务价格增速下降明显，且降为负值



资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：%

2.3、原油和大宗商品持续上升推动 PPI 同比转正，生产、生活资料价格走势逐渐同步

1 月份工业生产者出厂价格同比上涨 0.3%，2019 年 6 月以来首次转正；环比上涨 1.0%，比 2020 年 12 月下降 0.1 个百分点，但表现仍较为强势。回溯 2019 年四季度以来 PPI 走势变化，大致经历了以下阶段：

- 1) 2019 年四季度至 2020 年 1 月，这一阶段 PPI 环比窄幅波动，2019 年 10 月后同比增速逐步回升，PPI 有触底回升迹象，预示 2017 年 1 月以来 PPI 下行周期可能临近结束。
- 2) 2020 年年初至 2020 年 5 月，疫情的出现将 PPI 重新推入下降通道。疫情出现以来，PPI 又大致以下几个阶段的发展：2-4 月为加速下降（同比分别为-0.5%、-1.5%和-3.1%，分别比上月变动-0.5、-1.0、-1.6 个百分点）；5 月则进入到减速下降模式（同比为-3.7%，比上月变动-0.6 个百分点）。
- 3) 2020 年 6 月 PPI 开启修复通道。2020 年 6 至 8 月同比分别为-3%、-2.4%、-2%，降幅持续收窄。但 9-10 月，受国际油价影响，PPI 暂停修复进程，而 11

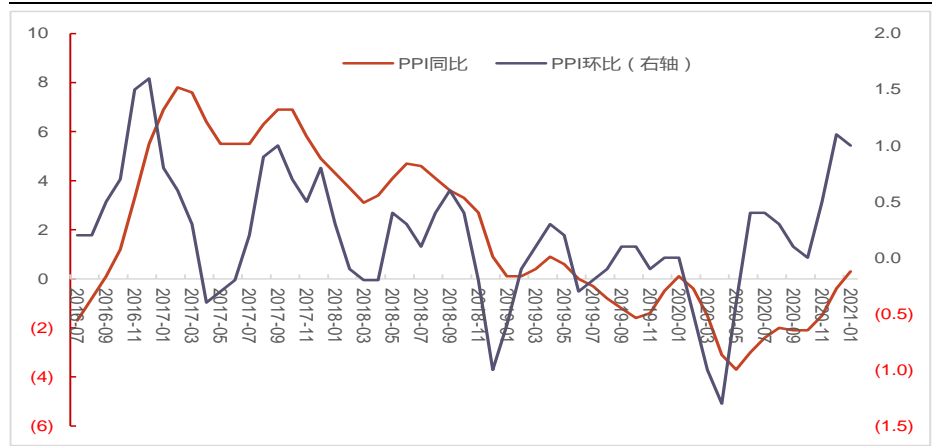
月则重新进入到修复通道中，12月则在国际原油、大宗商品以及需求改善等因素综合作用下，修复速度明显加快。

4) 2020年12月，国际原油、国际大宗商品价格较快上涨推动PPI修复速度明显加快，至转正仅一步之遥。2021年1月，原油、铁矿石等大宗商品价格继续上升，叠加国内需求持续改善，PPI延续快速修复势头，当月环比上涨1.0%，同比增速则提升了0.7个百分点，由负转正。

分项来看，1月生产资料与生活资料价格均现一定程度改善，走势也逐渐同步。同比来看，1月生产资料价格同比上升0.5%，而2020年12月为下降0.5%，连续8个月增速上升；1月生活资料价格下降0.2%，而2020年12月为下降，同比增速连续2个月改善。**生产资料、生活资料出厂价格的走势逐渐同步。**生产资料中采掘、原材料、加工三项1月均呈改善态势，12月采掘、原材料、加工三项的同比增速分别为1%、-0.8%和1%，较2020年12月变动1.4、0.8、1个百分点，在原油价格及大宗商品价格上涨以及国内需求改善共同作用下，生产资料中的三项价格指数均出现明显修复。

目前PPI已经转正，市场后续最为需要关心的是，2021年PPI能够修复的高度以及高点对应的时点。我们在2020年7月14日《PPI自上而下分析框架的构建与下半年展望——通胀再研究系列之二》中即指出，伴随经济结构的改变，经济内生动力已从以往依赖投资转为消费，因此后续投资的波动将缓和，这也将制约PPI波动的范围。此轮PPI向上周期，底部是2020年5月-3.7%，按照前几轮PPI上行周期平均持续时间18个月，上行幅度10.5个百分点来看，2021年PPI的高点可能在6%左右，高点对应的的时间将是2021年下半年，但如果国际油价继续向好，不排除上半年即攀升至高点的可能。

图表 7: 1月 PPI 同比增速由负转正，环比仍维持在较高水平



资料来源: Wind, 光大证券研究所 横轴: %

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_18082

