宏观研究

证券研究报告

宏观点评报告

国开证券
CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

CPI 小幅反弹 PPI 快速修复

—2020 年 12 月物价数据点评

2021 年 1 月 12 日

分析师:

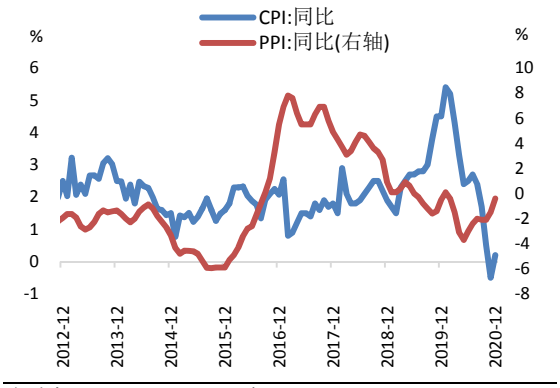
杜征征

执业证书编号：S1380511090001

联系电话：010-88300843

邮箱：duzhengzheng@gkzq.com.cn

CPI 与 PPI



资料来源：Wind，国开证券研究部

核心 CPI

资料来源：Wind

相关报告

1. 《经济修复上行 政策满而不溢—2020 年中期国内宏观经济展望》
2. 《年内通胀下行 再通胀效应或有限》
3. 《CPI 超预期下行，PPI 修复再启动—11 月物价数据点评》
4. 《温和再通胀，关注结构变化—2021 年通胀形势展望》

内容提要:

2020 年 12 月 CPI 同比上涨 0.2%，预期增长 0.1%，前值下跌 0.5%；PPI 同比回落 0.4%，预期回落 0.7%，前值回落 1.5%。

CPI 基本符合市场预期，食品与非食品价格均强于季节性特征，但主要是食品价格环比走强拉动所致，肉类价格反弹成为 CPI 反弹的主要支撑。12 月剔除肉类后的 CPI（0.16%）较 11 月上涨 0.13 个百分点，虽然剔除猪肉后的 CPI（0.3%）好于 11 月 0.2 个百分点，但离 2020 年前 10 个月最低点仍相差 0.1 个百分点，叠加核心 CPI 在徘徊 5 个月后再度回落，表明需求仍在低位修复。短期而言，虽然猪肉价格短期反弹，但消费需求仍是温和复苏，尤其是冬季疫情散发较前期增多对餐饮业的影响难以消除，叠加 2020 年 1-2 月 CPI 高基数（5%以上），2021 年 1-2 月 CPI 同比或再度回落至-0.5%左右，3 月后震荡上行，全年或在 1%左右。

PPI 受全球大宗商品价格反弹推动加速上行，短期因为供需缺口尚存以及低基数等原因仍有上行可能，但中期难以持续，预计 2021 年 1 月 PPI 转正，二季度上行至 3.0-3.5%后趋于回落。近期，生产资料价格涨幅快于生活资料，中上游涨幅快于中下游，价格快速上行对部分企业的压力已经显现，值得重点关注。

风险提示：央行超预期调控，食品价格超预期，贸易摩擦升温，金融市场波动加大，经济下行压力增大，国内外疫情超预期变化风险，中美关系全面恶化风险，国际经济形势急剧恶化，海外黑天鹅事件等。

请务必阅读正文之后的免责条款。

事件：国家统计局 1 月 11 日公布的数据显示，2020 年 12 月 CPI 同比上涨 0.2%，预期增长 0.1%，前值下跌 0.5%；PPI 同比回落 0.4%，预期回落 0.7%，前值回落 1.5%。

点评：2020 年 12 月 CPI 符合预期，PPI 好于预期，通胀整体较为温和。CPI 回升主要是肉类价格反弹推动，核心 CPI 在徘徊 5 个月后再度回落表明需求仍然是温和复苏，预计 2021 年 1-2 月 CPI 因为高基数影响再度回落至负值区间，3 月后震荡上行，全年或在 1%左右。PPI 受全球大宗商品价格反弹推动加速上行，短期因为供需缺口尚存以及低基数等原因仍有上行可能，但中期难以持续，预计 2021 年 1 月 PPI 转正，二季度上行至 3.0-3.5%后趋于回落。近期，生产资料价格涨幅快于生活资料，中上游涨幅快于中下游，价格快速上行对部分企业的压力已经显现，值得重点关注。

1、短期肉类价格反弹支撑 CPI 回升

12 月 CPI 基本符合市场预期，食品与非食品价格均强于季节性特征，但主要是食品价格环比走强拉动所致。从环比看，CPI 上涨 0.7%，弱于历史（2011-2019 年，下同）均值 0.4 个百分点。从同比看，CPI 同比上涨 0.2%。其中，食品烟酒类价格同比上涨 1.4%，影响 CPI 上涨约 0.44 个百分点。食品中，鲜菜价格上涨 6.5%，影响 CPI 上涨约 0.17 个百分点；鲜果价格上涨 6.5%，影响 CPI 上涨约 0.11 个百分点；水产品价格上涨 1.7%，影响 CPI 上涨约 0.03 个百分点；畜肉类价格上涨 0.6%，影响 CPI 上涨约 0.04 个百分点，其中猪肉价格下降 1.3%，影响 CPI 下降约 0.06 个百分点；蛋类价格下降 10.8%，影响 CPI 下降约 0.07 个百分点。

食品价格环比表现大幅强于季节性特征。12 月食品价格环比上涨 2.8%，大幅强于历史均值（1.0%）。

肉类价格反弹成为 CPI 反弹的主要支撑。其中，12 月猪肉价格环比上涨 6.5%，强于历史均值（-0.2%，剔除 2019 年异常值后为 0.4%）；同比下跌 1.3%，为近 3 个月最小跌幅，对 CPI 同比的拖累较 11 月减轻 0.54 个百分点。肉禽及其制品环比上涨 4.3%，同比增长 0.6%，对 CPI 的影响从 11 月的拖累 0.53 个百分点转为拉动 0.04 个百分点，为当期 CPI 改善（0.7 个百分点）贡献 81.4%。12 月猪肉上涨，主要是因为元旦春节即将到来，消费需求季节性增加，同时饲料成本有所上升。根据农业农村部消息，截至 2020 年 11 月底，全国生猪存栏和能繁母猪存栏均已恢复到常年水平的 90%以上，其中全国能繁母猪存栏已连续 14 个月增长，生猪存栏已

连续 10 个月增长。根据农业农村部定点监测环比数据推算，2020 年 11 月末全国能繁母猪存栏超过 4100 万头、生猪存栏超过 4 亿头，生猪产能已恢复到 2017 年底的 90%以上。2020 年 11 月，规模猪场新生仔猪超过 3100 万头，比年初增长 94.1%。全国规模猪场比年初增加 1.6 万家，散养户比年初增加 228 万户。此外，农业农村部还预计，照此趋势 2021 年上半年产能可完全恢复，下半年生猪供应将大幅改善。由此，猪肉价格短期因季节性及异常天气等因素出现改善但中期下跌的趋势不改。

其他食品价格涨多跌少，除水产品、粮食与奶制品外的价格环比均强于季节性。其中，受天气转冷等因素影响，鸡蛋（环比上涨 2.4%，下同）、油脂（1.3%）、鲜菜（8.5%）、鲜果（3.5%）分别强于季节性 2.5、1.4、0.7、0.9 个百分点外；水产品（0.8%）、粮食（持平）、奶及奶制品（0.3%）则分别弱于季节性 0.2、0.1 个、0.1 个百分点。

非食品价格略强于季节性特征。12 月非食品价格环比上涨 0.1%，稍强于历史均值（环比持平）。分项数据 3 涨 1 平 3 降，其中其他用品和服务、医疗保健、教育文化和娱乐价格分别上涨 2.2%、1.3%和 0.9%；生活用品及服务价格持平；交通和通信、居住、衣着价格分别下降 3.1%、0.6%和 0.1%。受国际原油价格波动影响，汽油、柴油和液化石油气价格分别上涨 5.2%、5.8%和 3.0%，合计影响 CPI 上涨约 0.10 个百分点。

核心 CPI 在连续 5 个月持平于 0.5%后再度回落 0.1 个百分点。12 月除去食品与能源的核心 CPI 同比上涨 0.4%，继续大幅弱于历史均值（上涨 1.70%）；环比持平，略弱于历史均值（0.04%），终端需求仍在温和复苏。

综上，12 月 CPI 反弹基本符合市场预期，主要是肉类价格反弹对 CPI 的支撑。12 月剔除肉类后的 CPI（0.16%）较 11 月上涨 0.13 个百分点，虽然剔除猪肉后的 CPI（0.3%）好于 11 月 0.2 个百分点，但离 2020 年前 10 个月最低点仍相差 0.1 个百分点，需求仍在低位修复。短期而言，虽然猪肉价格短期反弹，但消费需求仍是温和复苏，尤其是冬季疫情散发较前期增多对餐饮业的影响难以消除，叠加 2020 年 1-2 月 CPI 高基数（5%以上），2021 年 1-2 月 CPI 同比或再度回落至-0.5%左右。

2、PPI 好于预期，未来或继续修复上行

PPI 好于市场预期。12 月 PPI 环比上涨 1.1%，大幅强于历史均值（环比持平），为近 4 年最高；同比回落 0.4%，好于市场预期（-0.7%）；PPIRM 环比上涨 1.5%，亦为近 4 年最高，同比则从 11 月的-1.6%上行至 0。

同比方面，12 月生产资料价格下降 0.5%，降幅收窄 1.3 个百分点；生活资料价格下降 0.4%，降幅收窄 0.4 个百分点。主要行业中，价格涨幅扩大的有有色金属冶炼和压延加工业，上涨 8.3%，扩大 4.2 个百分点；黑色金属冶炼和压延加工业，上涨 5.0%，扩大 3.0 个百分点。价格降幅收窄的有石油和天然气开采业，下降 27.0%，收窄 2.8 个百分点；石油、煤炭及其他燃料加工业，下降 12.5%，收窄 3.8 个百分点。

环比方面，12 月国内需求稳定恢复，加之部分国际大宗商品价格持续攀升，带动工业品价格继续上行。其中，生产资料价格上涨 1.4%，涨幅扩大 0.7 个百分点；生活资料价格上涨 0.1%，涨幅与上月相同。主要行业中，受国际原油价格上涨等因素影响，石油和天然气开采业价格上涨 7.9%，石油、煤炭及其他燃料加工业价格上涨 5.3%，化学原料和化学制品制造业价格上涨 2.3%，涨幅均有所扩大，合计影响 PPI 上涨约 0.37 个百分点。随着国内市场需求持续回暖，加之铁矿石和有色金属等国际大宗商品价格上涨较多，金属相关行业价格继续上涨，其中有色金属冶炼和压延加工业价格上涨 3.9%，黑色金属冶炼和压延加工业价格上涨 3.3%，涨幅分别扩大 2.8 和 1.8 个百分点，合计影响 PPI 上涨约 0.37 个百分点。由于年底气温较常年同期偏低，供暖需求快速增加，带动燃气生产和供应业价格上涨 4.1%，煤炭开采和洗选业价格上涨 3.5%，涨幅均扩大 1.3 个百分点。农副食品加工业价格上涨 1.0%，涨幅扩大 0.2 个百分点。

大宗商品价格持续反弹，其中 12 月 CRB 指数、LME 基本金属指数、南华工业品指数、布伦特原油价格环比分别上涨 5.5、7.6、10.4、14.2 个百分点，均较 2020 年 11 月前出现明显改善。不同的是，LME 基本金属指数同比自 2020 年 7 月起已经转正，但 CRB 指数与原油价格在当年 2-11 月均为同比负增长。一方面，全球经济复苏预期叠加政策宽松（引致美元贬值）推动大宗商品价格上涨；另一方面，部分品种（铜、铁矿石、原油等）供给放缓为其上涨提供动力。不过，近期海外疫情再度扩散，多个国家疫苗注射情况低于预期，未来全球经济复苏难以一帆风顺，相比 2009 年大刺激对全球经济的明显拉动作用，不可过分高估本轮资金外溢效应。

从国内中观高频数据看，生产指标仍在高位，需求温和复苏，有利于大宗商品价格修复。但有几个方面的问题需要关注：其一，国内工业品价格修复程度好于全球大宗商品，近期中上游品种好于中下游，逻辑在于中国出口、房地产等链条稳定增长，未来有向均值回归的可能。其二，未来中国房地产投资高位回落，基建投资与出口回归常态，同时国家统

计局调查显示价格持续上涨对国内中下游企业（尤其是中小企业）的压力已经显现，大宗商品价格难以持续高涨。其三，大宗商品部分品种上涨是受到供给收缩的影响，待疫情影响缓解后，这部分产能/供给在短期内是可以恢复的，比如原油，供需缺口会逐步弥合。综合来看，短期大宗商品价格在多重因素的推动下仍有上涨空间，但中期而言供需缺口收缩的可能性较大，具体到 PPI 上，预计 2021 年 1 月转正，二季度上行至 3-3.5%后趋于回落。

风险提示：央行超预期调控，食品价格超预期，贸易摩擦升温，金融市场波动加大，经济下行压力增大，国内外疫情超预期变化风险，中美关系全面恶化风险，国际经济形势急剧恶化，海外黑天鹅事件等。

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_18468