

证券研究报告 / 宏观月度报告

通胀温和回升，尚无过热风险

--- 12月通胀数据点评

报告摘要：

中国 2020 年 12 月 CPI 同比上涨 0.2%，预期 0.1%，前值-0.5%。CPI 环比上涨 0.7%，前值为下降 0.6%。CPI 环比由降转涨的主要原因是食品价格的回升。由于今年极端低温天气影响我国大部分地区，鲜菜、鲜果的生产和运储成本增加，进而引起近期鲜菜、鲜果价格回升。冬季肉类消费较为旺盛，猪肉价格由降转涨，带动牛羊肉价格亦上涨。非食品价格由 11 月环比下降 0.1% 转为上涨 0.1%。随着国际油价回升的影响，汽油、柴油和液化石油气环比价格均上涨。12 月核心 CPI 同比上涨 0.4%，在连续 5 个月保持在 0.5% 的增长水平之后首次下降，涨幅较前值下降 0.1 个百分点，继续刷新 2013 年有记录以来的新低，表明居民实际需求仍较为疲软。

我们预计 1 月 CPI 同比将再度转负，这主要是春节错位效应导致的。去年春节假期在 1 月，导致基数较高，而今年春节在 2 月。但从趋势上来看，目前食品价格及大宗商品价格仍在持续修复之中，预计 2 月即为 CPI 的底部，随后将开启一轮反弹，回升至年中。

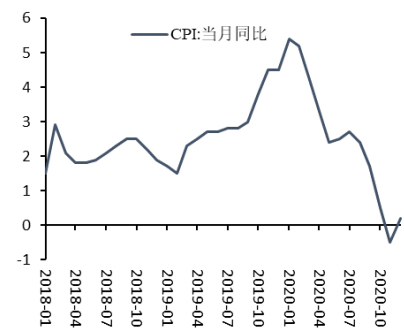
12 月 PPI 同比下降 0.4%，预期下降 0.7%，前值下降 1.5%。随着工业品价格的上涨，生产资料 PPI 快速修复，同比降幅由 1.8% 缩窄至 0.5%；生活资料则由于 CPI 的疲软而相对稳定。石油、煤炭、黑色金属、有色金属各行业 PPI 全线上涨。

我们预计 PPI 将进入持续修复通道。美国民主党横扫总统及两院，引发了对未来更大规模的财政刺激的预期，市场的通胀预期迅速抬升，促使近期大宗商品价格再度大涨。1 月以来，原油、铁矿石等原材料价格加速上涨，将推动 PPI 修复。不过目前来看不易出现经济过热、通胀过高的情形。根据我们的测算，在乐观情况下，PPI 将在 5 月基数效应下达到接近 6% 的水平，但很快将回落，难以出现持续的高通胀。

通胀温和修复，不制约货币政策。我们预计 CPI 将在 2 月触底反弹，PPI 进入持续修复通道，但二者都不会出现高通胀的情形，不会对今年的货币政策形成制约。虽然近期海外通胀预期的抬升带动美国国债收益率大幅上行，可能会给国内带来一定扰动，但我们认为美联储还需较长时间才能逐步退出宽松政策，中美利差仍然较高；同时国内经济已经经历了较快的复苏，未来步伐将放缓。中国一季度货币政策将保持平稳节奏。

风险提示：疫苗普及速度不及预期，美联储过快收紧货币政策。

相关数据



相关报告

- 《“蓝潮” 助推通胀交易》 --20210110
- 《跨年效应逐步消散，隔夜利率低位回升》 --20210110
- 《资金利率能否进一步下行?》 --20210103
- 《如果民主党拿下了参议院》 --20210103
- 《产需两端更趋平衡，部分行业已开启补库》 --20210102

证券分析师：沈新风

执业证书编号：S0550518040001
021-20361156 shenxf@nesc.cn

证券分析师：尤春野

执业证书编号：S0550520060001
021-20361033 youcy@nesc.cn

目 录

1.	主要数据	3
2.	CPI 同比环比双涨，预计 2 月触底	3
3.	PPI 降幅收窄，预计将进入持续修复通道	5
4.	通胀不制约货币政策	5

图表目录

图 1:	CPI 同比 4 个月来首次回升	3
图 2:	CPI 环比由降转涨	3
图 3:	鲜菜、猪肉及鲜果价格显著回升	4
图 4:	猪肉平均批发价大幅回升	4
图 5:	核心 CPI 继续刷新新低	4
图 6:	PPI 降幅收窄	5
图 7:	生产资料 PPI 快速修复	5
图 8:	CPI、PPI 将进入修复通道	6

1. 主要数据

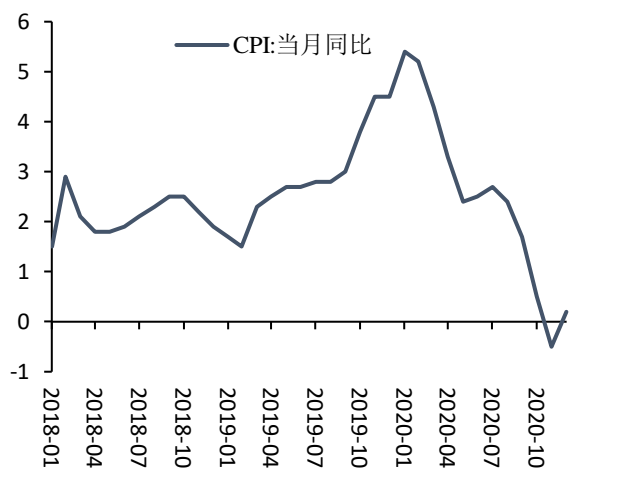
中国 12 月 CPI 同比上涨 0.2%，预期上涨 0.1%，前值下降 0.5%。

中国 12 月 PPI 同比下降 0.4%，预期下降 0.7%，前值下降 1.5%。

2. CPI 同比环比双涨，预计 2 月触底

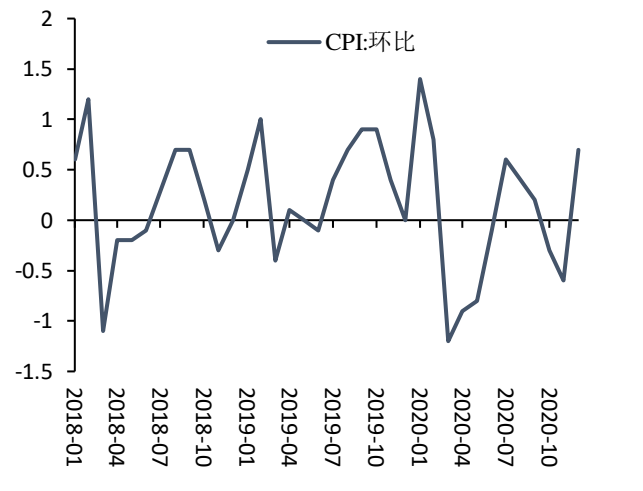
12 月 CPI 同比上涨 0.2%，预期上涨 0.1%，基本符合市场预期，涨幅连续 4 个月下降后首次迎来回升，同比由上月负值转正，由上月下降 2.0%转为上涨 1.2%。12 月 CPI 环比由降转涨，上涨 0.7%，前值为下降 0.6%。

图 1: CPI 同比 4 个月来首次回升



数据来源: 东北证券, Wind

图 2: CPI 环比由降转涨

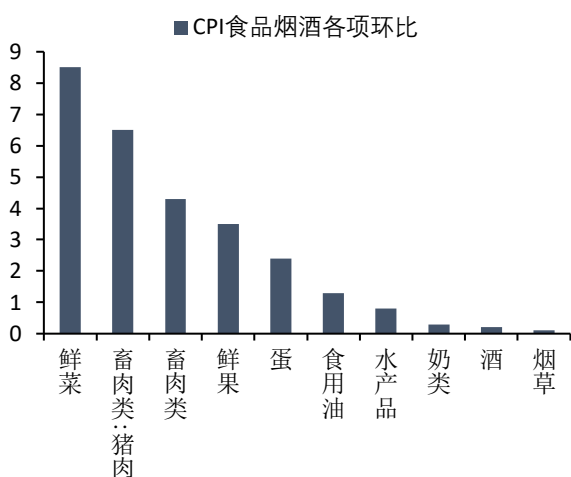


数据来源: 东北证券, Wind

CPI 环比由降转涨的主要原因是食品价格的显著回升，食品价格由 11 月环比下降 2.4%转为上涨 2.8%。由于今年极端低温天气影响我国大部分地区，鲜菜、鲜果的生产和运储成本增加，进而引起近期鲜菜、鲜果价格回升，分别上涨 8.5%和 3.5%。

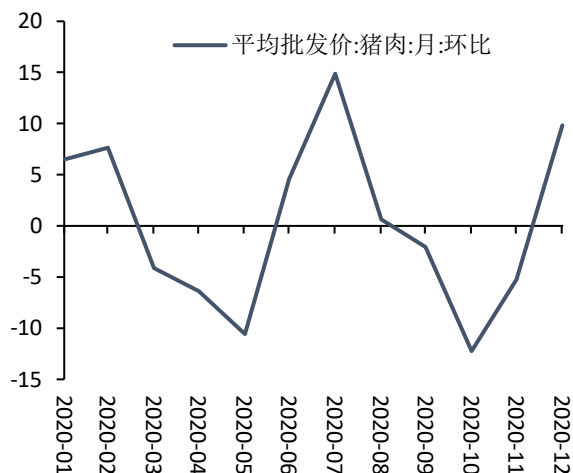
而带动食品价格回升的关键因素是猪肉价格的回升。冬季肉类消费较为旺盛，同时饲料成本有所上升，猪肉价格出现大幅度回升，由上月下降 6.5%转为上涨 6.5%。12 月猪肉平均批发价为 43.27 元/千克，较 11 月环比上涨 9.82%，猪肉价格的上涨带动牛羊肉价格亦上涨，由上月持平转为上涨 2.6%。

图 3: 鲜菜、猪肉及鲜果价格显著回升



数据来源: 东北证券, Wind

图 4: 猪肉平均批发价大幅回升

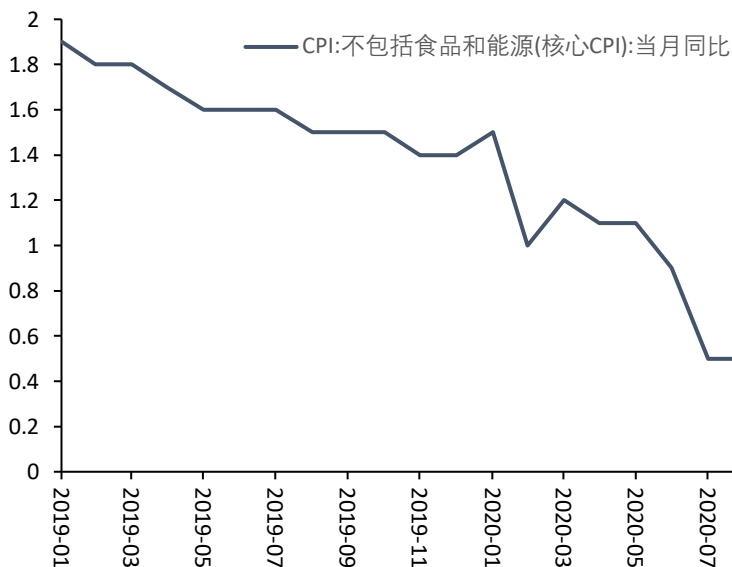


数据来源: 东北证券, Wind

非食品价格由 11 月环比下降 0.1% 转为上涨 0.1%。随着国际油价回升的影响, 汽油、柴油和液化石油气价格分别上涨 5.2%、5.8% 和 3.0%。

12 月核心 CPI 同比上涨 0.4%, 在连续 5 个月保持在 0.5% 的增长水平之后首次下降, 涨幅较前值下降 0.1 个百分点, 继续刷新 2013 年有记录以来的新低, 表明居民实际需求仍然不强。

图 5: 核心 CPI 继续刷新新低



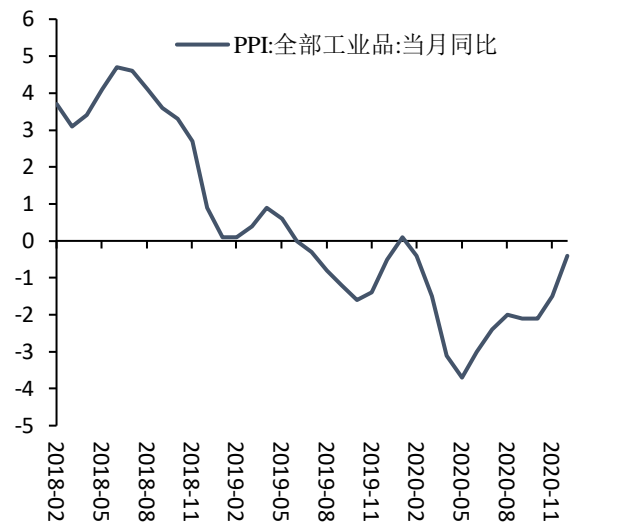
数据来源: 东北证券, Wind

我们预计 1 月 CPI 同比将再度转负, 这主要是春节错位效应导致的。去年春节假期在 1 月, 导致基数较高, 而今年春节在 2 月。春节错位将引起今年 1 月 CPI 较低。但从趋势上来看, 目前食品价格及大宗商品价格仍在持续修复之中, 预计 2 月即为 CPI 的底部, 随后将开启一轮反弹, 回升至年中。

3. PPI 降幅收窄，预计将进入持续修复通道

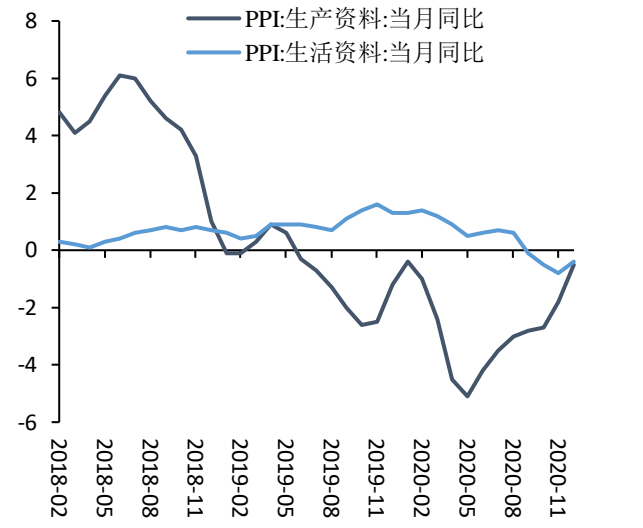
12月PPI同比下降0.4%，预期下降0.7%，前值下降1.5，降幅比上月收窄1.1个百分点。随着部分国际大宗商品价格持续上涨带动工业品价格的上涨，生产资料PPI快速修复，同比降幅由1.8%缩窄至0.5%；生活资料则由于CPI的疲软而相对稳定。石油、煤炭、黑色金属、有色金属各行业PPI全线上涨。

图 6: PPI 降幅收窄



数据来源：东北证券，Wind

图 7: 生产资料 PPI 快速修复



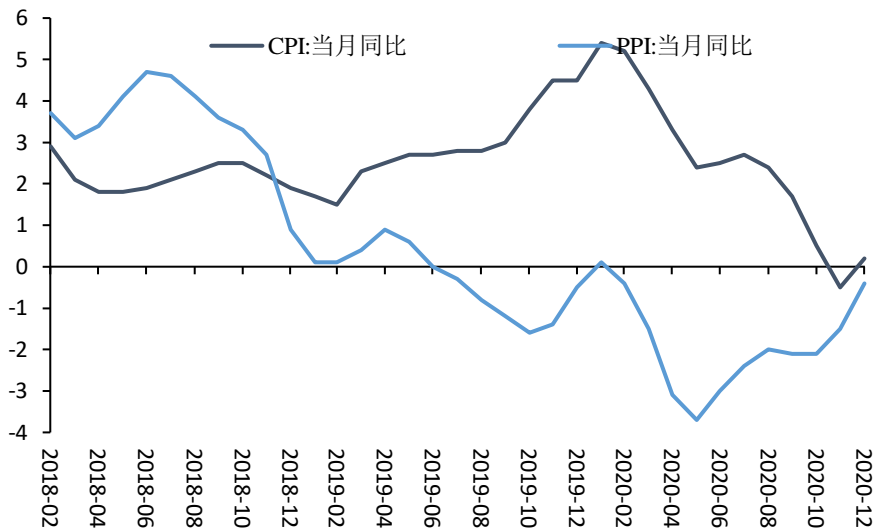
数据来源：东北证券，Wind

我们预计 PPI 将进入持续修复通道。美国民主党横扫总统及两院，引发了对未来更大规模的财政刺激的预期，市场的通胀预期迅速抬升，促使近期大宗商品价格再度大涨。1月以来，原油、铁矿石等原材料价格加速上涨，将推动 PPI 修复。不过目前来看不易出现经济过热、通胀过高的情形。根据我们的测算，在乐观情况下，PPI 将在 5 月基数效应下达到接近 6% 的水平，但很快将回落，难以出现持续的高通胀。

4. 通胀不制约货币政策

通胀温和修复，不制约货币政策。我们预计 CPI 将在 2 月触底反弹，PPI 进入持续修复通道，但二者都不会出现高通胀的情形，不会对今年的货币政策形成制约。虽然近期海外通胀预期的抬升带动美国国债收益率大幅上行，可能会给国内带来一定扰动，但我们认为美联储还需较长时间才能逐步退出宽松政策，中美利差仍然较高；同时国内经济已经经历了较快的复苏，未来步伐将放缓。中国一季度货币政策将保持平稳节奏。

图 8: CPI、PPI 将进入修复通道



数据来源: 东北证券, Wind

风险提示: 疫苗普及速度不及预期, 美联储过快收紧货币政策。

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_283

