

固定收益研究/动态点评

2021年01月11日

张继强 SAC No. S0570518110002
研究员 SFC No. AMB145
zhangjiqiang@htsc.com

芦哲 SAC No. S0570518120004
研究员 luzhe@htsc.com

张大为 SAC No. S0570119080165
联系人 zhangdawei@htsc.com

相关研究

- 1《固定收益研究：信用债周度跟踪》2021.01
- 2《固定收益研究：“蓝潮”下市场中期预期的变化》2021.01
- 3《固定收益研究：信用债周度跟踪》2021.01

CPI 与核心 CPI 分化

2020 年 12 月通胀数据点评

核心观点

12 月 CPI 同比 0.2%，较 11 月回升 0.7 个百分点，PPI 同比-0.4%，回升 1.1 个百分点。猪油共振拉升 CPI，而核心通胀反而走弱，说明中低收入群体消费修复进度比预期缓慢，也或奠定温和再通胀格局。PPI 生产资料价格继续较快上扬，而下游生活资料表现仍乏力，价格分化值得关注，成本上涨对下游盈利与生产的负面影响待观察。再通胀趋势有利于股市业绩驱动、债市或存在情绪扰动，而货币政策稳字当头、不缺不溢=债市区间震荡。

CPI 同比回正，猪油向上共振是主因

12 月 CPI 同比 0.2%，回升 0.7 个百分点，环比 0.7%。核心 CPI 同比 0.4%，回落 0.1 个百分点。食品端，猪价涨幅较高，鲜菜鲜果系季节性涨价。非食品端，交通通信环比涨幅较大，医疗保健、其他用品与服务弱于季节性。12 月 CPI 回升主要受猪价与油价向上共振拉动，核心通胀反而小幅回落，说明中低收入群体消费修复进度比预期缓慢，也或奠定温和再通胀格局。

PPI 大幅回升，上下游物价继续分化

12 月 PPI 同比-0.4%，回升 1.1 个百分点，环比 1.1%。上游生产资料价格继续较快上扬，其中有色涨价系全球工业复苏加速，尤其是新能源相关产业快速发展；黑色系涨价或存在国内基建提速支撑；能源化工涨价主要系国际油价回暖，同时国内冬季气温低于常年导致取暖及发电需求骤增。下游生活资料，剔除食品的表现依然乏力，说明下游企业仍有主动去库存诉求。价格分化值得关注，成本上涨对下游盈利与生产的负面影响待观察。

CPI：迎接温和再通胀

去年底上游原材料积累了较大涨幅，随着居民消费意愿好转，企业成本转嫁或趋于通畅，同时劳动力市场由松趋紧，核心 CPI 在未来半年有望进入回暖期。不过，外围产能修复将缓解国内产能压力，内部稳杠杆意味着内需难以膨胀过热，而全球贫富分化加大约束狭义通胀。食品端，猪周期下行压制 CPI 涨幅。预计今年 CPI 温和再通胀，全年中枢或控制在 2% 左右。

PPI：阶段性陡峭上行

今年上半年，疫苗铺开有望继续提振外需，海外库存周期起步与制造业产能回补将为复苏增添动力，油价因交运复苏与产能瓶颈而存在回补空间，叠加基数因素，PPI 预计较快回升并在 5 月达到年内高点。下半年资源国矿产供给有望修复，原油产能亦有弹性，而国内信用扩张放缓将弱化经济内生动能，地产投资下行压力可能兑现，PPI 或转为震荡走弱。

启示：核心通胀乏力印证政策不急转弯的必要性

第一，CPI 回升受猪价油价扰动大，而核心 CPI 小幅回落，说明总需求还没有恢复到理想状态；第二，核心 CPI 乏力印证政策不急转弯的必要性，目前经济只是大病初愈、结构分化明显，中低收入群体消费依然不足。不过通胀并非短期货币政策敏感变量，宏观杠杆率、信用风险、汇率、房价等更值得关注。今年上半年通胀走势受基数干扰大，货币政策预计不会有敏感响应；第三，预计 PPI 上半年较快走高，伴随上游企业盈利持续改善，但上下游物价分化的影响值得关注；第四，再通胀趋势有利于股市业绩驱动、债市或存在情绪扰动，而货币政策稳字当头、不缺不溢=债市区间震荡。

风险提示：油价反弹幅度较大、冷冬导致食品涨价幅度较大。

12 月通胀概览

12 月 CPI 同比 0.2%，市场预期 0.1%，前值-0.5%；环比 0.7%。

12 月 PPI 同比-0.4%，市场预期-0.7%，前值-1.5%；环比 1.1%。

（本文市场预期均指 wind 一致预期）

CPI 同比回正，猪油向上共振是主因

12 月 CPI 同比 0.2%，回升 0.7 个百分点，其中翘尾因素为 0；CPI 环比 0.7%，环比回升且强于季节性（过去 5 年同期均值为 0.2%）。核心 CPI 同比 0.4%，走低 0.1 个百分点。CPI 回升主要受猪价与油价向上共振拉动，核心通胀反而小幅回落，说明中低收入群体消费修复进度比预期缓慢，也或奠定温和再通胀格局。

分项来看：

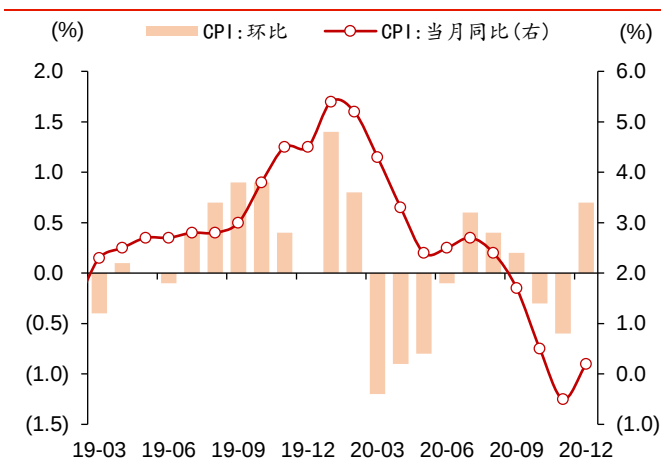
12 月 CPI 食品同比 1.2%，回升 3.2 个百分点，环比 2.8%（过去 5 年同期均值 0.7%）。环比角度，猪肉（6.5%）涨幅较高，鲜菜（8.5%）与鲜果（3.5%）系季节性涨价；同比角度，猪肉回升 11.2 个百分点，鲜果回升 2.9 个百分点、鲜菜回落 2.1 个百分点。

我们认为近期猪价反弹有如下原因，需求方面，一是岁末年初是猪肉季节性需求旺季，与 19 年底相比，猪价已高位徘徊 1 年左右，民众接受度提高；二是在外餐饮正快速恢复；三是近期进口冻肉包装频繁检出新冠病毒，鲜肉依赖度提升。供给方面，一是去年四季度中原与北方部分地区猪瘟有扩散，对产能造成负面影响，尤其是农户散养受影响较大，但未完全纳入存栏统计范畴；二是海外疫情加重，国内猪肉进口下滑，去年 11 月进口量较 7 月高点下降约 23%；三是饲料价格（玉米/大豆）快速上涨对猪价起到预期支撑。

向前看，猪价反弹仅是短期现象。农业部在去年 11 月预计今年二季度全国生猪存栏基本恢复到正常年份水平，我们预计迈过春节的猪肉消费旺季之后，猪价下行方向更加明确。1 月 8 日生猪期货的上市首日，今年 9 月到期合约跌逾 10%、11 月到期合约跌停，均反映猪价下跌预期。然而今年冷冬蔬果价格存在涨幅较大扰动通胀的风险。

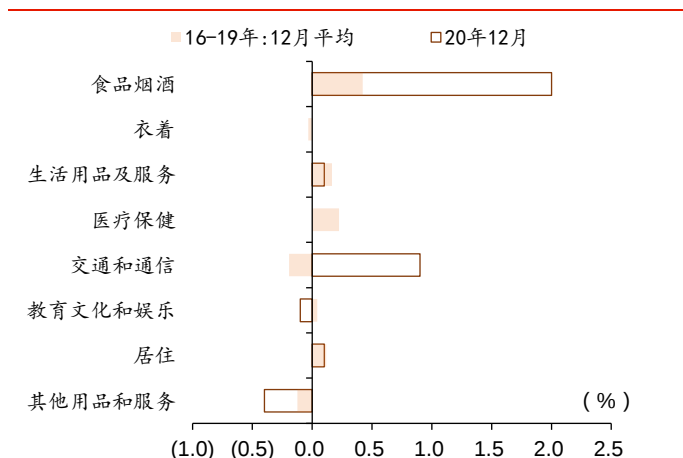
12 月 CPI 非食品同比持平，回升 0.1 个百分点，环比 0.1%（过去 5 年同期均值为 0）。其中，交通通信环比涨幅较大，衣着与居住分项环比基本符合季节性，医疗保健、其他用品与服务弱于季节性。总体上，国际油价上涨是拉动 12 月非食品 CPI 回升的主因，系成本扰动，多数商品服务的涨价动力仍不强，说明终端消费需求尚未恢复至理想状态。

图表1：CPI 同比回升



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表2：CPI 环比分项



资料来源：Wind，华泰证券研究所

PPI 大幅回升，上下游物价继续分化

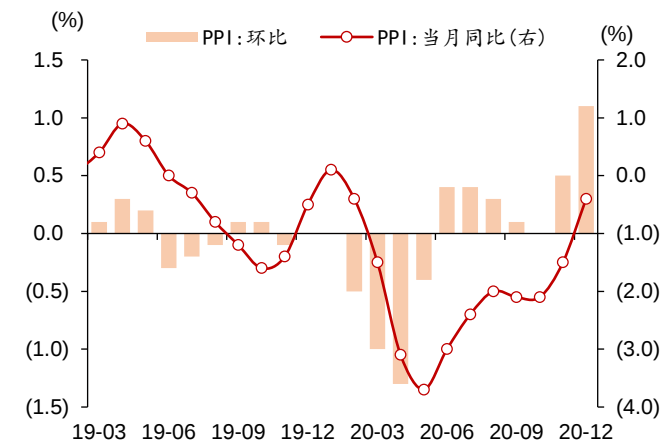
12 月 PPI 同比-0.4%，回升 1.1 个百分点，其中翘尾因素约为 0；PPI 环比 1.1%。12 月上游生产资料价格继续较快上扬，而下游生活资料表现仍乏力，价格分化值得关注，成本上涨对下游盈利与生产的负面影响待观察。

分项来看：

12 月 PPI 生产资料环比 1.4%，同比-0.5%。上游产品环比齐涨，有色（3.3%）、黑色金属（2.6%）、能源（2.2%）、化工（2.1%）涨幅较大，建材（0.8%）、纺织（0.4%）相对落后。有色涨价系全球工业复苏加速，尤其是新能源相关产业快速发展带动有色需求；黑色系涨价或存在国内基建提速支撑，12 月土木建筑业 PMI 环比升幅较大，另外国际铁矿石价格较快上涨带来成本扰动；能源化工涨价主要系国际油价回暖，同时国内冬季气温低于常年导致取暖及发电需求骤增。

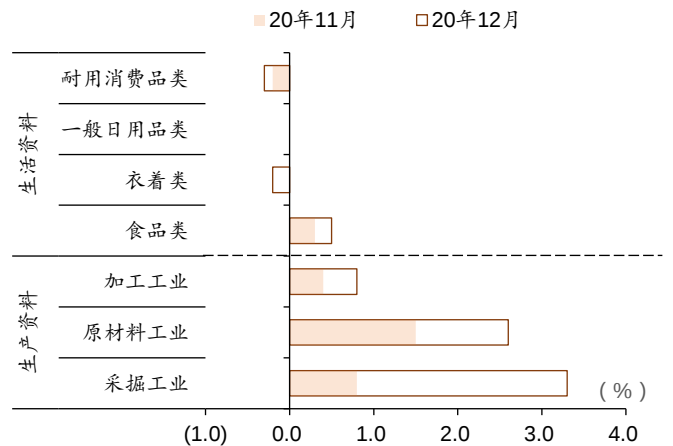
12 月 PPI 生活资料环比 0.1%，同比-0.4%。其中，食品价格环比涨 0.5%，日用品环比持平，衣着与耐用品环比分别降 0.2%、0.3%。剔除食品的生活资料价格表现乏力，显示下游企业仍有主动去库存诉求。

图表3：PPI 同比回升



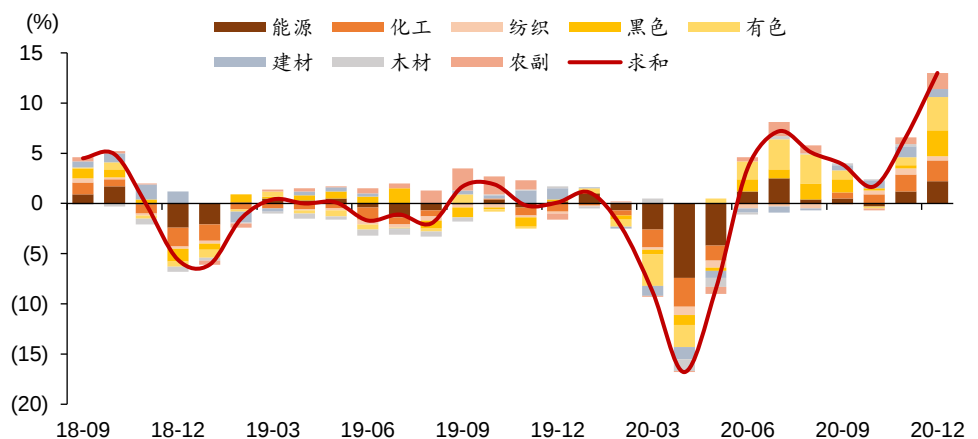
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表4：PPI 分项环比



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表5：上游产品价格，有色黑色能源化工环比领涨（PIRM 环比）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

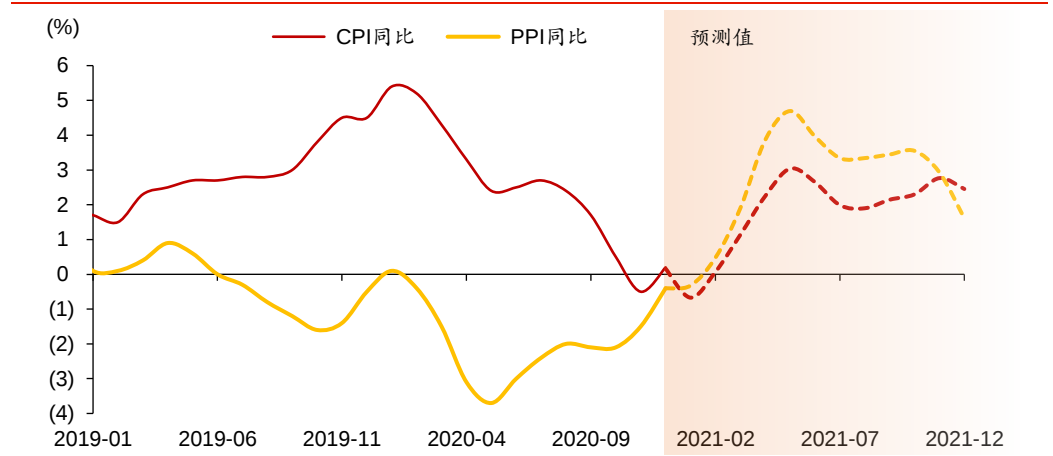
CPI：迎接温和再通胀

去年底以来上游原材料积累了较大涨幅，企业成本压力骤增，随着居民消费意愿逐步好转，成本转嫁或趋于通畅，同时劳动力市场也在由松趋紧，预计核心 CPI 在未来半年进入回暖期。不过，今年外围产能加快修复将缓解国内产能压力，内部政策关注稳杠杆意味着内需难以膨胀过热，而全球贫富分化加大（劳动报酬增长缓慢）也会约束狭义通胀。食品端，今年生猪产能可能走向过剩，猪周期下行压制 CPI 涨幅。我们预计今年国内 CPI 温和再通胀，上半年逐步走高，年中高点或 3% 左右，全年中枢或控制在 2% 左右。

PPI：阶段性陡峭上行

去年底全球复苏加速、美元走弱、疫苗面世、拜登胜选、以及国内冬季限产和取暖需求等因素交织下，大宗商品走势较强，除能源化工产业链外，多类价格已超过疫情前水平。今年上半年，疫苗铺开有望继续提振外需，海外库存周期起步与制造业产能回补将为复苏增添动力，大宗商品短期仍是顺风环境，油价因交运复苏与产能瓶颈而存在回补空间，叠加基数因素，PPI 预计较快回升并在 5 月达到年内高点。下半年资源国矿产供给有望随疫情缓解而追赶修复，原油产能亦有弹性，而国内信用扩张放缓将弱化经济内生动能，尤其地产投资下行压力可能兑现，PPI 或转为震荡走弱。

图表6：通胀预测



资料来源：Wind，华泰证券研究所

启示：核心通胀乏力印证政策不急转弯的必要性

第一，CPI 回升受猪价油价扰动大，而核心 CPI 反而小幅回落，说明总需求还没有恢复到理想状态；

第二，核心 CPI 乏力印证政策不急转弯的必要性，目前经济只是大病初愈、结构分化明显，中低收入群体消费依然不足。不过通胀并非短期货币政策敏感变量，宏观杠杆率、信用风险、汇率、房价等更值得关注。今年上半年通胀走势受基数干扰大，货币政策预计不会有敏感响应；

第三，预计 PPI 上半年较快走高，伴随上游企业盈利持续改善，但上下游物价分化的影响值得关注；

第四，再通胀趋势有利于股市业绩驱动、债市或存在情绪扰动，而货币政策稳字当头、不缺不溢=债市区间震荡。

风险提示

- 1、**油价反弹幅度较大。**目前油价偏低、产能收缩，若全球工业与交通业过快修复，油价可能有较大弹性，导致通胀上行幅度较大。
- 2、**冷冬导致食品涨价幅度较大。**今年冬季气温低于常年同期，影响鲜菜鲜果供给，食品涨价的幅度与持续性可能较常年偏强。

免责声明

分析师声明

本人，张继强、芦哲，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

本公司的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等

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_298

