

宏观点评报告

2021 年 1 月 11 日

1 季度 CPI 仍然负增长

2020 年 12 月通胀点评

核心内容：

分析师

- **1 季度 CPI 负增长** 12 月 CPI 同比 0.2%，略高于市场预期。核心 CPI 下行，通胀处于低位。1 季度翘尾水平为负，而物价环比涨幅不超预期，预计 1 季度 CPI 负增长。
- **12 月食品价格带动 CPI 上行** 12 月 CPI 环比上行，食品价格季节性走高：（1）蔬菜价格上行 8.5%，水果价格上行 3.5%，12 月份天气寒冷，影响了蔬菜的生长和运输，蔬菜价格季节性走高；（2）猪肉价格上行 6.5%，年末进入消费高峰期，猪肉价格回弹。
- **原油价格走高对 CPI 暂时影响有限** 受到原油价格上行的影响，交通燃料上行了 5.1%，水电燃料上行 0.5%，但非食品价格只上行 0.1%。
- **猪肉价格已在高位 蔬菜价格超过往年** 12 月份是年前需求的高点，南方制作腊肉增加了需求量。猪肉价格在 12 月上行，2021 年 1 月份可能处于高位震荡，2 月份春节走高。2021 年春节过后，猪肉价格出现回落，随着生猪供给的逐步增加，猪肉价格未来仍然以降为主。本年度冬天较为寒冷，蔬菜价格超过过去 5 年平均水平，如果天气没有好转，那么蔬菜价格可能在春节时段超过 2016 年。
- **CPI 低位运行** 疫情后我国消费增速回升速度低于预期，而消费增速的缓慢使得物价上升较为困难。未来尽管经济在回升过程中，但物价翘尾水平会持续下行，2021 年 1 季度是低点。2021 年 1 份翘尾影响-1.2%，预计新涨价因素在 0.7%左右，CPI 同比增速约在-0.6%左右。我们预计 2021 年 CPI 预计在 1.2%左右。

现阶段我们主要面临主要问题是有效需求不足，这不仅是新冠疫情带来的，也是我国近年来面临的主要问题。虽然有效需求可以用政府投资来弥补，但政府面临债务杠杆的约束。在我国有效需求未恢复之前，CPI 全面上行概率很小，预计在未来 2-3 年左右 CPI 可能低位运行。

- **PPI 随能源价格上行** PPI 环比上行 1.1%，同比-0.4%。12 月份原油价格继续走高，ICE 布伦特原油上行 8.8%，WTI 原油价格上行 7.0%，带动 12 月份石油天然气开采业环比上行 7.9%。12 月份煤炭行业受到进口限制、山西再清查和内蒙环保回头看的影响价格上行，焦炭和动力煤价格分别上行 20.8%和 23.5%。铁矿石价格上行了 15.4%，黑色金属和有色金属价格同时上行。
- **上游价格已在高位区域运行，进一步上涨需强需求刺激。原油价格受到国际形势和限产的影响有望继续上行** 2020 年 4 季度生产处于高位，受到需求叠加的影响，能源类大宗商品价格走高，带动上游产品出厂价格上行。2020 年 PPI 为-1.8%，2021 年经济对新冠疫情敏感性下降，那么 2021 年原油价格预计会回到 60 美元/桶之上，PPI 在 2021 年上行，全年预计在 2.2%左右。

许冬石

☎: (8610) 8357 4134

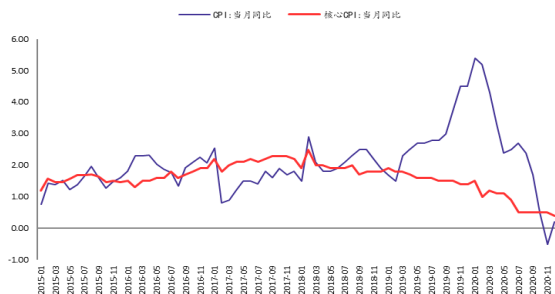
✉: xudongshi@chinastock.com

分析师登记编号: S0130515030003

一、1 季度 CPI 仍然负增长

CPI 环比上行,核心 CPI 小幅回落,1 季度 CPI 仍然负增长。12 月份全国居民消费价格同比上行 0.2%,环比上行 0.7%; 其中食品价格环比上行 2.8%, 非食品价格上行 0.1%。核心 CPI 同比增速 0.4%, 环比下行 0.1%, 核心 CPI 同比低位运行。

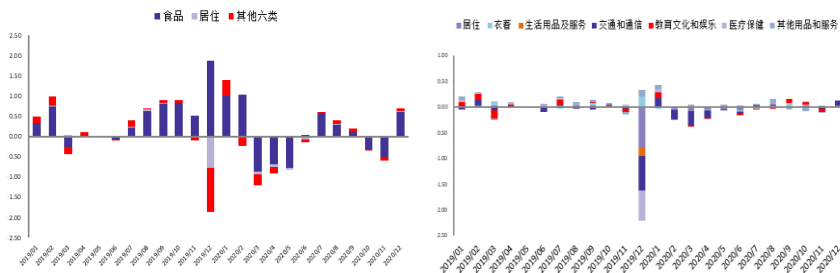
图 1: CPI 同比下行 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

本月 CPI 翘尾水平为负, 基数效应较为明显。通胀环比上行, 严寒天气带动了食品价格上行。12 月 CPI 环比上行, 主要是食品价格上行带来的: (1) 蔬菜价格上行 8.5%, 水果价格上行 3.5%, 12 月份天气寒冷, 影响了蔬菜的生长和运输, 蔬菜价格季节性走高; (2) 猪肉价格上行 6.5%, 综合畜肉类价格上行 4.3%; 猪肉出栏量下行, 同时年末进入消费高峰期, 猪肉价格回弹; (3) 非食品价格小幅上行, 受到原油价格上行的影响, 交通燃料上行了 5.1%, 水电燃料上行 0.5%。

图 2: 食品和非食品价格对 CPI 的拉动 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

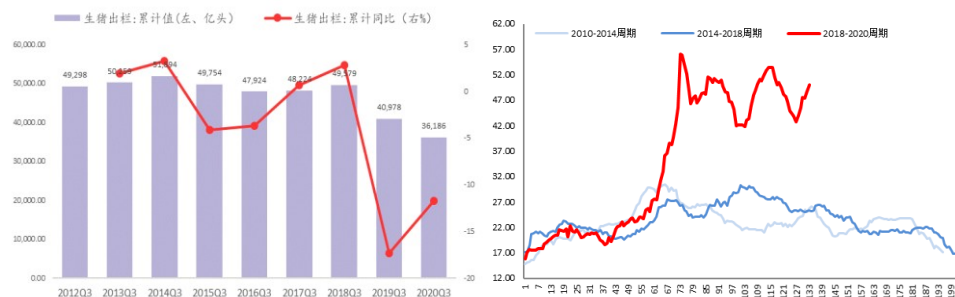
二、猪肉价格高位徘徊 蔬菜价格高过往年

猪肉出栏量增速出现拐点, 生猪出栏量总体来说仍然较低, 当需求稍有上行时, 猪肉价格就会出现波动。从供给上来看, 2020 年前 3 季度生猪出栏 3.61 亿头, 我们预计与消费均衡数量上仍然有 9000 万头左右的缺口, 而以猪周期 4 年的时间来计算, 未来两年猪肉都是补库存增产能阶段, 预计到 2022 年生猪产能才会有所恢复。新冠疫情复发, 国外进口猪肉频繁被检出新冠肺炎阳性, 给出口带来影响。需求方面, 12 月份是年前需求的高点, 南方制作腊肉增加了需求量。猪肉价格在 12 月上行, 2021 年 1 月份

可能处于高位震荡，2 月份春节走高。2021 年春节过后，猪肉价格出现回落，随着生猪供给的逐步增加，猪肉价格未来仍然以降为主。

图 3：生猪出栏量（亿头）

图 4：三轮猪周期价格对比（%）

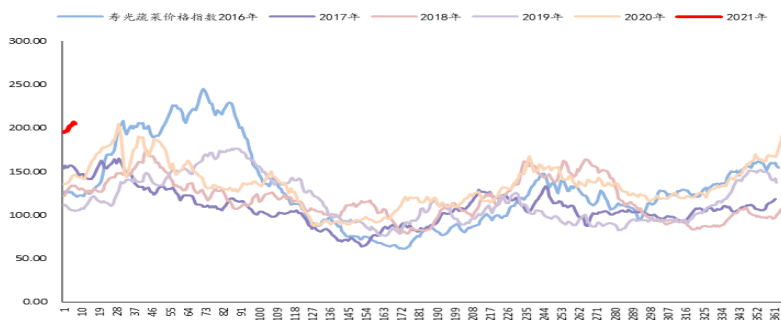


资料来源：统计局，中国银河证券研究院整理

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

12 月份天气转冷，不利于蔬菜生长、运输，蔬菜价格季节性上行。本年度冬天较为寒冷，蔬菜价格超过过去 5 年平均水平，如果天气没有好转，那么蔬菜价格可能在春节时段超过 2016 年。

图 5：蔬菜价格指数季节性上行



资料来源：寿光蔬菜网，中国银河证券研究院整理

三、未来 CPI 低位运行

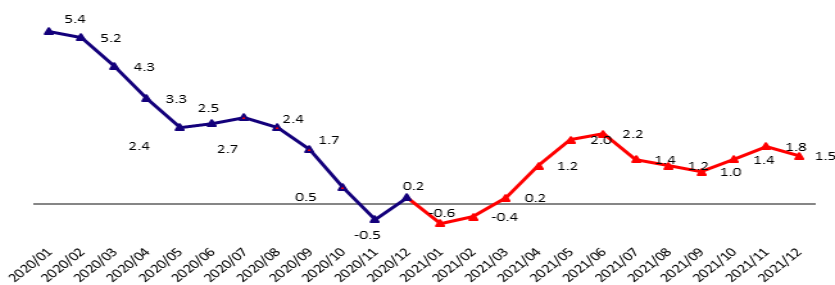
12 月份 CPI 环比上行，猪肉、蔬菜价格上行，原油价格走高。消费品和服务类价格均出现上行，但除去能源和食品价格，核心 CPI 回落，录得 0.4%，我国没有通胀忧虑。可以看到，疫情后我国消费增速回升速度低于预期，而消费增速的缓慢使得物价上升较为困难。未来尽管经济在回升过程中，但物价翘尾水平会持续下行，2021 年 1 季度是低点。2021 年 2 季度 CPI 重新走高，之后逐步回落。服务类价格上行较为困难，其他食品价格平稳，未来 CPI 以降为主。

我国货币发行保持平稳，信贷增速进入平稳阶段，疫情期间货币的短暂走高并未带动居民收入增加，房地产价格基本平稳，资本市场带来的财富效应暂时未体现在消费上。通胀走高需要信用大幅放松，现阶段来看通胀仍然不具备走高条件，核心 CPI 本月仍然是 0.5% 的水平。

2021 年 1 份翘尾影响-1.2%，预计新涨价因素在 0.7% 左右，CPI 同比增速约在-0.6% 左右。我们预计 2021 年 CPI 预计在 1.2% 左右。

现阶段我们主要面临主要问题是有效需求不足，这不仅是新冠疫情带来的，也是我国近年来面临的主要问题。虽然有效需求可以用政府投资来弥补，但政府面临债务杠杆的约束。在我国有效需求未恢复之前，CPI 全面上行概率很小，预计在未来 2-3 年左右 CPI 可能低位运行。

图 6：2020-2021 年 CPI 预测 (%)



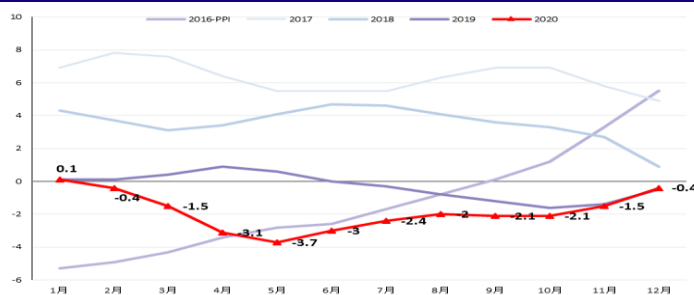
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

四、PPI 随能源价格上行

工业生产者价格(PPI)仍然负增长,生产资料价格继续上行。12 月份全国工业生产者出厂价格(PPI)同比-0.4%，环比上行 1.1%。2020 年翘尾水平趋近于 0，PPI 变动主要受供需变化影响。

原油平均价格 12 月份小幅上行，煤炭、铁矿石价格大幅走高，热卷价格上行，原材料类产品出厂价格本月快速走高。未来国内生产持续上行推升 PPI 持续回升，回升速度随着商品上行速度变化。12 月份原油价格继续走高，ICE 布伦特原油上行 8.8%，WTI 原油价格上行 7.0%，带动 12 月份石油天然气开采业环比上行 7.9%，石油、煤炭及其他燃料加工业上行 5.3%。12 月份煤炭行业受到进口限制、山西再清查和内蒙环保回头看的影响价格上行，焦炭和动力煤价格分别上行 20.8%和 23.5%，煤炭开采和洗选业价格上行 3.5%。铁矿石价格上行了 15.4%，黑色金属和有色金属价格同时上行。原材料大宗商品走强，供给受到限制，同时需求上行，短期内供给改善并不明显，如果需求继续走高价格可能继续上行。

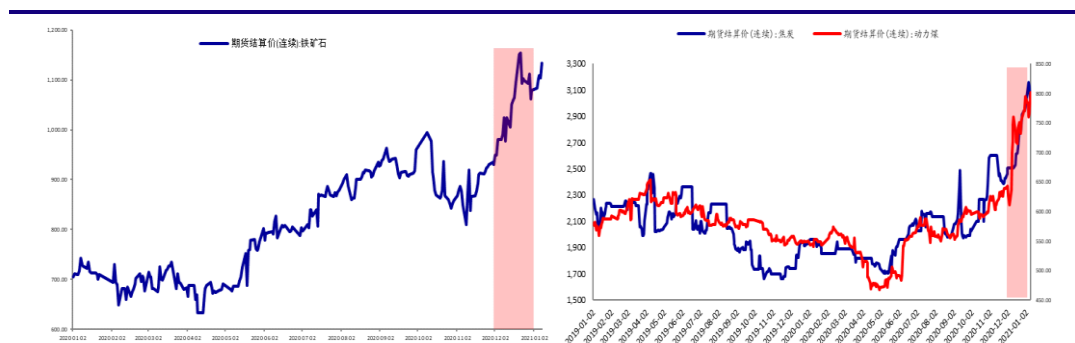
图 7：12 月份 PPI 同比上行 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 8：铁矿石价格上行 (元/吨)

图 9：焦煤和动力煤价格 (元/吨)

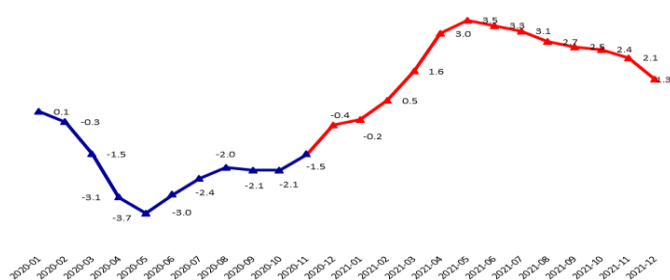


资料来源：搜猪网，中国银河证券研究院整理

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

2020 年 4 季度生产处于高位，受到需求叠加的影响，能源类大宗商品价格走高，带动上游产品出厂价格上行。全球经济前景重新向上，预计明年原油价格继续上行。2020 年 PPI 为-1.8%，2021 年经济对新冠疫情敏感性下降，那么 2021 年原油价格预计会回到 60 美元/桶之上，PPI 在 2021 年上行，全年预计在 2.2%左右。

图 10: PPI 预期 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

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_326

