

2021年1月12日

【华西固收研究】CPI、PPI 双双回落，通胀压力边际走弱

——12月通胀数据点评 20220112

事件概述：

1月12日统计局公布2021年12月通胀数据，CPI同比上涨1.5%，前值上涨2.3%；PPI同比上涨10.3%，前值上涨12.9%。

分析与判断：

► 食品项 CPI 大幅回落，核心 CPI 仍维持上期水平。

本月CPI的8个一级子项目中，六项同比增速提升，两项回落。

其中，食品烟酒类价格同比增速录得-0.1%，前值为1.7%；环比回落-0.3%。南方蔬菜供应增加、蔬菜价格高位回落是食品烟酒类价格出现回落的主要原因，12月鲜菜价格同比增速录得10.6%，下行20.0pct。根据农业部数据显示，11月14日当周菜篮子产品平均批发价格200指数升至阶段高点，录得134.26，随后开始持续下降，此前由于供给短缺引发的蔬菜价格上涨行情已出现拐点。截止至12月最后一周，菜篮子产品平均批发价格200指数降至127.69。另一方面，猪肉价格也出现小幅回落。根据我们此前的分析，由于当前能繁母猪存栏绝对量仍处于高位，12月生猪出栏量小幅走高，供给量增加是12月猪肉价格出现再次回落的主要原因。根据统计数据显示，12月25日当周22省市猪肉平均价格为23.77元，自12月初开始已连续三周出现小幅回落。12月CPI猪肉价格同比增速录得-36.7%，降幅较前月扩大4.0pct。我们认为长期猪肉价格仍将呈现出稳步回升的态势，但由于供给端产能仍处在高位，出栏量的边际变化将对猪肉价格形成短期扰动，预计猪价短期内大幅反弹的可能性较小，今年将呈现温和回升态势。

交通通信类同比增速录得5.0%，与11月相比下行2.6pct，同比增速在连续三个月上行后首次出现回落。国际原油价格下跌带动国内油价回落是交通通信类同比增速出现下行的主要原因，12月WTI与布伦特期货平均结算价环比分别录得-4.57%、-3.27%，国内汽油和柴油价格则分别下降5.4%和5.8%。原油供给方面，1月4日OPEC+会议决定2月增产40万桶/日，虽然OPEC+成员国同意继续增产，但近期疫情的不确定性增加了成员国对于需求的担忧，成员国在会议中表示如有必要可能暂停增产甚至改为减产。原油需求方面：英国卫生安全局(UKHSA)与剑桥大学研究显示Omicron确诊群体住院风险较低，新型病毒对于生产活动的影响不及Delta，使市场下调了对于原油供给过剩的预期。我们认为应关注全球新一轮疫情走势对于原油需求的影响，然而OPEC+政策的灵活性使国际原油价格仍难以出现大幅回落，短期国际原油价格将保持震荡态势。

蔬菜、原油价格的同时回落是12月CPI同比增速出现大幅下行的主要原因，而剔除掉食品和能源后的核心CPI同比仍维持1.2%，与上期持平。结合核心CPI环比增速录得0.0%来看，终端价格未出现大幅下跌，整体表现较为平稳。

► 上游生产资料大幅下行，下游生活资料价格平稳

12月PPI同比上涨10.3%，较前月小幅回落2.6pct。生产资料价格同比上涨13.4%，前值为17%，下行3.6pct；生活资料价格同比上涨1.0%，与前期持平。国内煤炭、原油等燃料价格持续回落，叠加冬季开工数量减少对于钢铁、水泥、木材等大宗商品需求减弱，使上中下游生产资料价格均出现回落。上游采掘工业、中游原材料工业与下游加工工业同比增速分别录得44.2%、19.2%、8.2%，较前期回落16.3、5.3、1.9pct，下游剪刀差延

续收窄态势。2021年基数效应决定了PPI已经进入趋势回落阶段，PPI不再构成对通胀以及政策的约束，但需关注海外经济恢复、国内基建发力对PPI可能产生的阶段性扰动。

从细分行业来看，“保供稳价”的持续落地使煤炭价格出现进一步下行，国内疫情以及季节性因素使原油、钢铁、水泥等大宗商品需求疲软，致使煤炭、黑色、石油等相关行业价格同比增速出现明显回落。其中上游煤炭开采与洗选业、石油和天然气开采业、黑色金属矿采选业同比增速较前月分别下行22.0、22.9、12.1pct；中游石油煤炭及其它燃料加工业、黑色金属冶炼和压延加工业、有色金属冶炼和压延加工业同比增速较前月分别下行16.7、9.6、6.5pct。而由于临近腊月各地供暖需求有所增加，下游燃气生产和供应业与电力热力生产和供应业出现小幅上涨，同比增速分别上涨12.5%、4.8%，较前月上行1.6、2.4pct。

整体而言，12月CPI的大幅下行主要是由于蔬菜供给增加、价格高位回落导致，然而随着春节临近叠加猪价已出现下行拐点，叠加2021年1季度CPI同比增速基数较低，或将驱动CPI再次进入上行阶段，但由于居民消费需求恢复不会一蹴而就，预计上行压力较为可控。另一方面，由于12月翘尾因素归零以及原材料需求疲软，PPI同比增速也出现大幅回落，上下游剪刀差的持续收窄预示着PPI已经进入回落周期，叠加2021年高基数效应得影响，预计2022年PPI将呈现出较为明显的回落态势。

投资策略：警惕降息预期落空，关注春节前资金面扰动

12月CPI的大幅回落低于此前市场对于通胀温和上行的预期判断，在数据公布后债市出现小幅上涨，然而国债期货价格在短暂拉升后再次转跌，表明现阶段通胀不再成为影响债市走势的核心因素。结合此前通胀数据发布后债市表现，我们认为通胀已较难对利率形成实质性利空影响。

短期来看，当前通胀数据的边际走弱仅为扰动因素增加出现的短期现象，后续市场对于宽信用以及降息降准的预期判断将成为影响利率走势的关键因素。我们认为当前市场可能过度透支降息预期，并且虽然短期内资金面表现较为平稳，但临近春节对于资金面的扰动有所提升，一季度利率的波动性或将有所增加，需要警惕降息预期落空以及资金价格变动带来的利率上行风险。因为，我们认为当前利率水平配置性价比不高，建议关注后续调整带来的配置机会。

风险提示

信用风险与疫情发展存在不确定性。

【华西固收研究】2021年12月通胀数据一览

图1: CPI同比上涨1.5%, PPI同比上涨10.3%

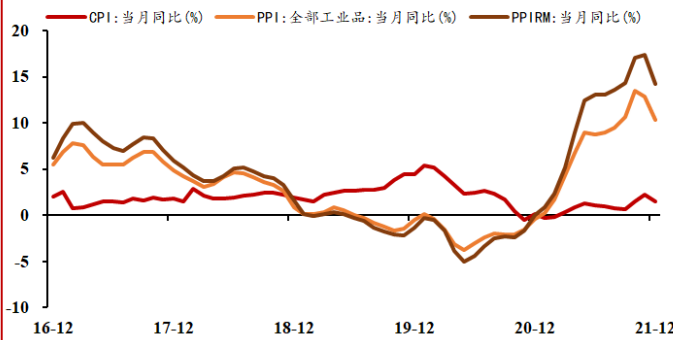


图2: CPI与PPI环比增速分别回落至0.3%、1.2%

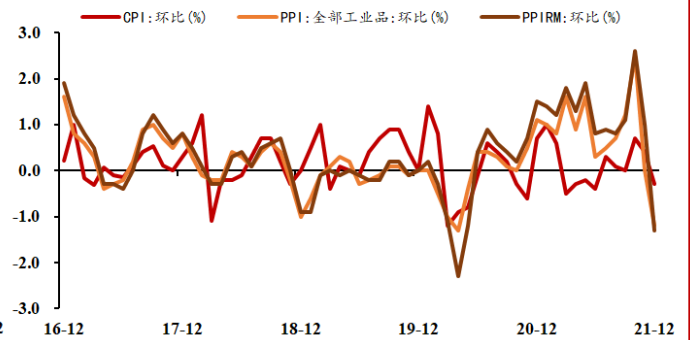


图3: CPI食品项同比增速大幅回落, 下行2.8pct

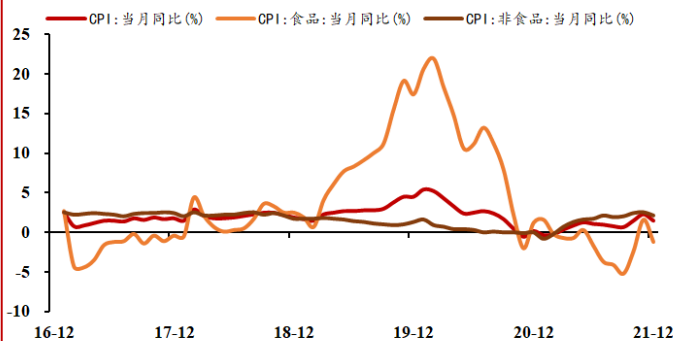


图4: 交通工具用燃料同比增速大幅下行13.2pct

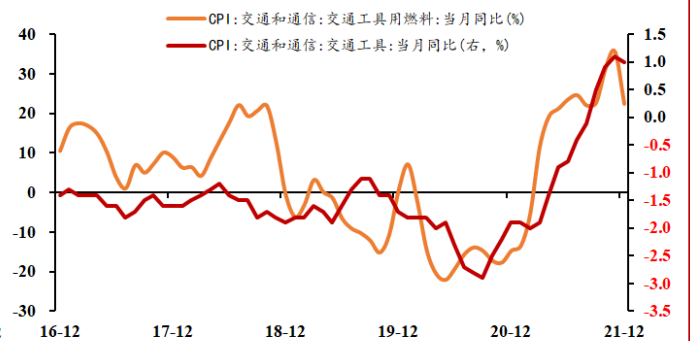


图5: 核心CPI同比增速录得1.2%, 上月持平

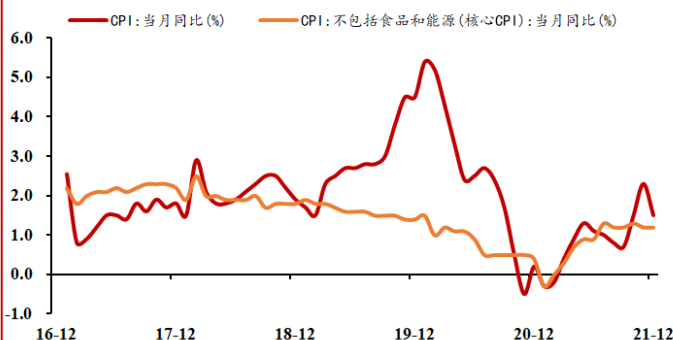


图6: 猪肉项同比增速录得-36.7%, 降幅较上月扩大4.0pct

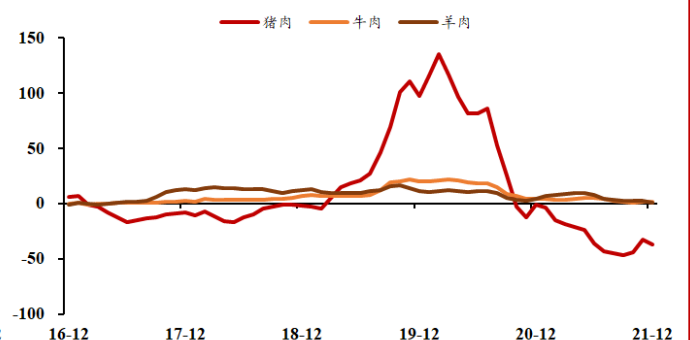


图7: 生产资料同比增速大幅下行3.6pct

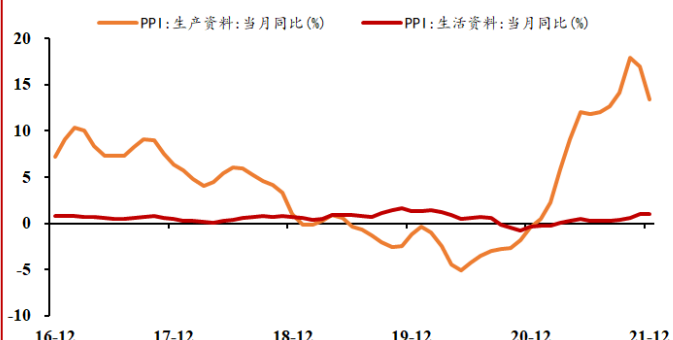
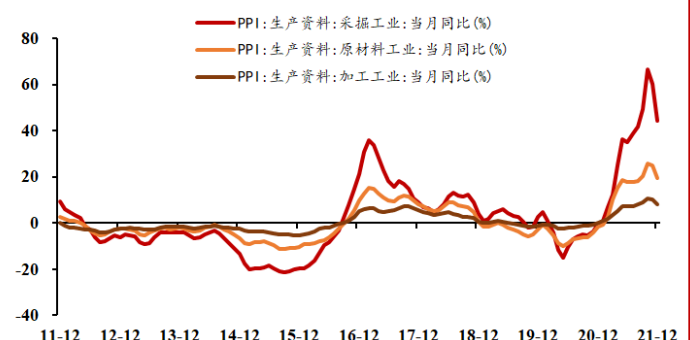


图8: 采掘、原材料、加工工业同比增速均出现回落



资料来源: 国家统计局, 华西证券研究所

免责声明: 本信息仅面向华西证券的专业投资机构客户, 仅供在新媒体背景下研究观点的及时交流。在任何情况下, 本信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。华西证券及华西证券研究所也不对任何人因为使用本信息所引致的任何损失负任何责任。本信息内容的版权归华西证券所有, 华西证券对本信息保留一切法律权利。未经华西证券事先书面许可, 任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用, 否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。

分析师: 颜子琦
邮箱: yanzq@hx168.com.cn
SAC NO: S1120520010001
联系电话: 021-20227900

分析师: 孙嘉伦
邮箱: sunjl@hx168.com.cn
SAC NO: S1120520120001
联系电话: 010-59775371

分析师: 张伟
邮箱: zhangwei1@hx168.com.cn
SAC NO: S1120521080001
联系电话: 010-59775334

分析师与研究助理简介

颜子琦，新加坡南洋理工大学金融工程硕士，四年卖方固收研究经验，曾供职于民生证券研究院，2019年加入华西证券研究所，主要从事城投债、地方债务、债券交易、非标资产研究。

孙嘉伦：约翰霍普金斯大学金融硕士，三年卖方固收研究经验，主要参与产业债、信用策略研究，重点跟踪地产、金融、煤炭、建筑等行业及永续债、二级资本债、美元债等债券品种研究。

张伟，对外经济贸易大学金融学硕士，两年卖方固收研究经验，主要参与利率债研究，重点覆盖宏观经济、宏观政策、流动性、地方债等领域。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

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_35989



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>