

核心 CPI 回升，对通胀的影响？

事件：

1月12日，统计局公布12月物价数据：CPI同比上涨1.8%，预期涨1.9%，前值涨1.6%；PPI同比下降0.7%，预期降0.3%，前值降1.3%。

■ CPI低预期又增新变量、猪价拖累凸显，核心CPI受服务涨价支持回升

CPI通胀低预期，除油价拖累，猪价逆势回落拖累加大。12月，CPI同比涨幅扩大0.2个百分点至1.8%、低于预期的1.9%，环比由负转平。年中以来，CPI同比延续低预期、与原油价格下行拖累非食品项持续低预期等有关；12月又增新变量，食品项中，猪价持续下行，带动CPI猪肉环比降幅扩大8个百分点至-8.7%。

核心CPI涨价趋势有所抬头，与线下活动恢复、服务业涨价等有关。12月，核心CPI同比结束近3个月持平0.6%的状态，涨幅较上月扩大0.1个百分点至0.7%；环比0.1%、往年同期均值为0%。核心CPI上涨与基数关系不大，更多是服务价格上涨拉动导致，例如，CPI服务价格环比超季节回升至0.1%，与线下消费相关的其他用品和服务、环比走平，近4年同期均值为-0.15%。

往后来看，年初CPI或相对温和，关注核心CPI涨价节奏。养殖场二次育肥出栏和年末集中出栏带来猪肉供给增加压力、在节前出尽概率较低，也可能会压制节后猪价的反弹空间。高频数据显示，1月上旬，22省市生猪均价延续回落，由年底的18.4元/千克下探至15.6元/千克，带动猪粮比价于进入过度下跌预警区间。同时，原油价格仍然低迷，或使得年初CPI通胀压力相对可控。伴随疫情防控的逐步放开，线下活动已明显修复，或带动核心CPI延续上涨。

■ 常规跟踪：CPI低预期，PPI超预期回落、受生产生活资料双双拖累

猪油共振回落拖累CPI再度低预期。12月，CPI同比涨幅扩大0.2个百分点至1.8%；核心CPI同比涨幅扩大0.1个百分点至0.7%。分项中，食品环比由负转正至0.5%、低于往年同期均值的1%，主因猪价回落拖累；非食品环比转负至-0.2%，国际油价下行延续拖累、交通工具用燃料环比超季节性回落至-6%。

PPI超预期回落，生产、生活资料均有拖累。12月，PPI同比降幅收窄0.6个百分点至-0.7%、低于预期的-0.3%，环比由正转负至-0.5%、上月为0.1%。大类环比中，生产资料由平转负至-0.6%，采掘、原材料、加工均有拖累，环比分别为-1.4%、-0.8%和-0.3%；生活资料环比转负至-0.2%、上月0.1%，食品、衣着拖累尤其明显，环比为-0.6%和-0.2%，一般日用品和消费耐用品环比延续上涨。

PPI分行业，原油链价格延续回落、黑色链价格上涨，或印证内外需分化。行业环比中，石油开采、石油加工分别为-8.3%和-3.5%，较上月回落10.5和3.7个百分点，相关产业链的化学制造、化学原料和橡胶塑料延续回落，分别为-1.7%、-1.2%和-0.3%。与稳增长相关行业价格延续上涨，如，上游煤炭开采延续上涨，环比0.8%，黑色矿采、黑色冶炼环比涨幅分别扩大3.7和2.3个百分点。

重申观点：开年通胀环境或相对温和，对货币掣肘或相对较弱。全年CPI或呈“V”型走势、核心驱动或来自于服务业“补偿式”涨价。中性情景下，CPI年初高点或在2.5%左右、而后逐步回落，下半年抬升相对温和；悲观情景下，如果消费修复超预期，或带动核心CPI加快回升，导致CPI通胀风险加大。

风险提示：生猪供给加速出清，原材料供给不及预期。

赵伟 分析师 SAC 执业编号：S1130521120002
zhaow@gjzq.com.cn

杨飞 分析师 SAC 执业编号：S1130521120001
yang_fei@gjzq.com.cn

马洁莹 分析师 SAC 执业编号：S1130522080007
majieying@gjzq.com.cn

内容目录

1、核心 CPI 回升，对通胀的影响？	3
2、常规跟踪：CPI 低预期，PPI 超预期回落、受生产生活资料双双拖累	4

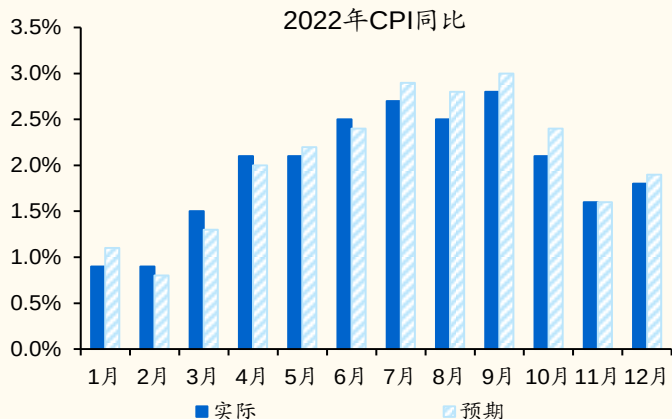
图表目录

图表 1：12 月，CPI 同比 1.8%、低于预期的 1.9%	3
图表 2：猪价环比超季节性回落	3
图表 3：12 月，核心 CPI 上涨至 0.7%	3
图表 4：国际、国内执行航班量回升	3
图表 5：1 月上旬，猪价延续下行	4
图表 6：年初，全国迁徙规模指数延续回升	4
图表 7：食品项中，猪价拖累明显	4
图表 8：非食品中，交通通信拖累明显	4
图表 9：12，PPI 同比涨幅收窄至 -0.7%	5
图表 10：PPI 回落，生产、生活资料均有拖累	5
图表 11：分行业来看，原油链价格延续回落、黑色链价格上涨	5

1、核心CPI回升，对通胀的影响？

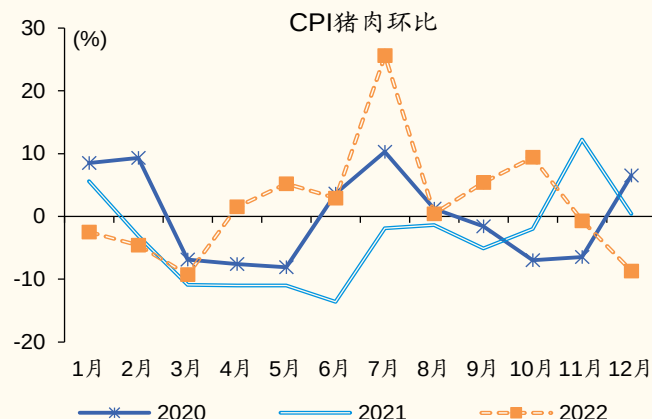
CPI 通胀低预期，除油价拖累，猪价逆势回落拖累加大。12月，CPI 同比涨幅扩大0.2个百分点至1.8%、低于预期的1.9%，环比由负转平。年中以来，CPI 同比延续低预期、与原油价格下行拖累非食品项持续低预期等有关；12月又增新变量，食品项中，养殖场二次育肥出栏和年末集中出栏带来猪肉供给增加，使得猪价持续下行，带动CPI猪肉环比降幅较上月扩大8个百分点至-8.7%。

图表 1：12 月，CPI 同比 1.8%、低于预期的 1.9%



来源：Wind、国金证券研究所

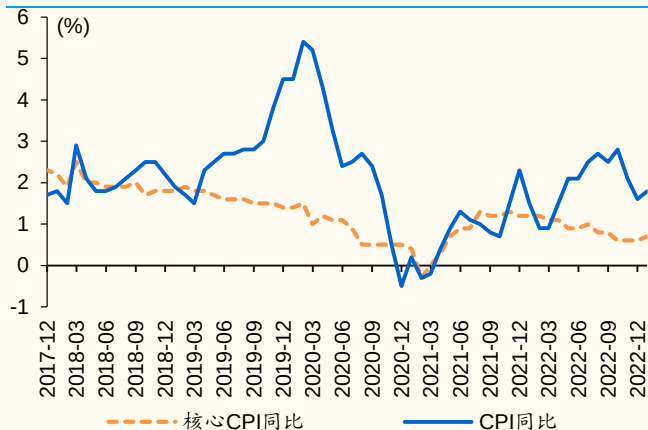
图表 2：猪价环比超季节性回落



来源：Wind、国金证券研究所

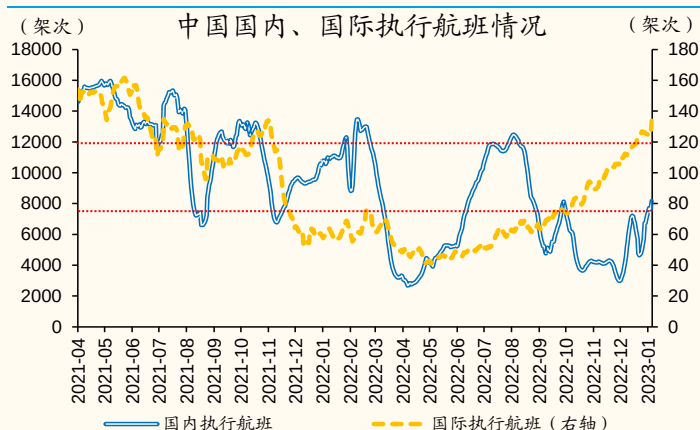
核心CPI 涨价趋势有所抬头，与线下活动恢复、服务业涨价等有关。12月，核心CPI 同比结束近3个月持平0.6%的状态，涨幅较上月扩大0.1个百分点至0.7%。核心CPI 上涨与基数关系不大，更多是服务价格上涨拉动导致，例如，CPI 服务价格环比超季节回升至0.1%，与线下消费相关的其他用品和服务、环比走平，近4年同期均值为-0.15%。

图表 3：12 月，核心CPI 上涨至 0.7%



来源：Wind、国金证券研究所

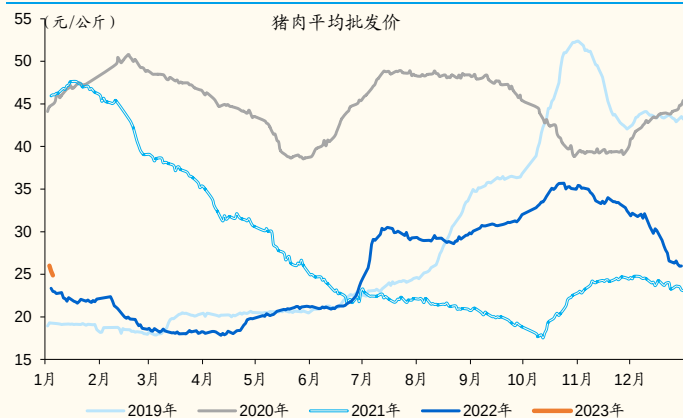
图表 4：国际、国内执行航班量回升



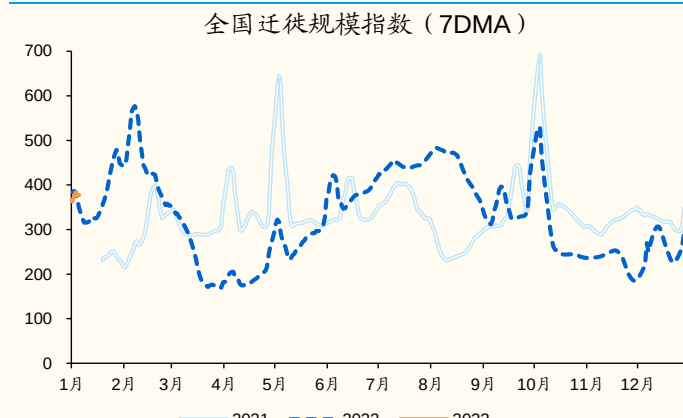
来源：Wind、国金证券研究所

往后来看，年初CPI 或相对温和，关注核心CPI 涨价节奏。养殖场二次育肥出栏和年末集中出栏带来猪肉供给增加压力，在节前出尽概率较低，也可能压制节后猪价的反弹空间。高频数据显示，1月上旬，22省市生猪均价延续回落，由年底的18.4元/千克下探至15.6元/千克，带动猪粮比价于进入过度下跌预警区间。同时，原油价格仍然低迷，或使得年初CPI 通胀压力相对可控。伴随疫情防控的逐步放开，线下活动已明显修复，或带动核心CPI 延续上涨。

图表 5: 1月上旬, 猪价延续下行



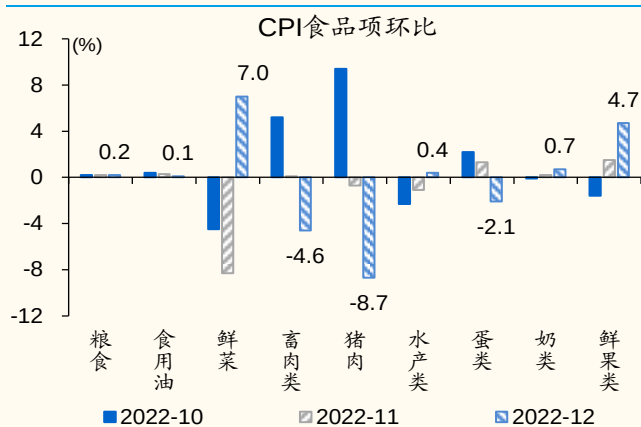
图表 6: 年初, 全国迁徙规模指数延续回升



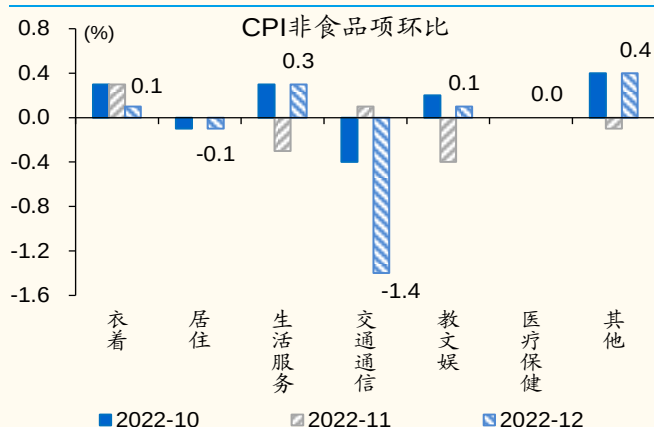
2、常规跟踪: CPI 低预期, PPI 超预期回落、受生产生活资料双双拖累

猪油共振回落拖累 CPI 低预期。12月, CPI 同比涨幅扩大 0.2 个百分点至 1.8%; 核心 CPI 同比涨幅扩大 0.1 个百分点至 0.7%。分项中, 食品环比由负转正至 0.5%、低于往年同期均值的 1%, 主因猪价回落拖累; 非食品环比转负至 -0.2%, 国际油价下行延续拖累、交通工具用燃料环比超季节性回落至 -6%。

图表 7: 食品项中, 猪价拖累明显



图表 8: 非食品中, 交通通信拖累明显



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_51183

