

2021 年 02 月 21 日

通胀会上升到哪？

——基于驱动因素的分析预测

投资要点：

► **CPI 走势预测：3 月后逐步回升，全年中枢 1.3%**

基期轮换、权重调整，食品项影响有所减弱。

CPI 食品烟酒分项主要由猪肉和鲜菜价格驱动；CPI 非食品烟酒分项主要由油价和服务业价格驱动。

猪肉：在供给端的大幅增长和需求端的下降的影响下，预期猪肉价格将于 3-4 月有明显回落，并于 5-6 月有小幅反弹趋势，2021 年下半年猪价将维持平稳，全年猪价中枢将低于去年水平。

鲜菜：随着疫情消退，疫情对蔬菜运输的阻碍作用减弱，春节后蔬菜需求下降，而 3-7 月为蔬菜供应旺季，预期蔬菜价格将逐步下行，2021 年下半年随着国庆需求增加，蔬菜价格将有所回升。

油价：预计 2021 年上半年油价仍将持续小幅上涨，下半年可能受 OPEC 增产与美页岩油恢复影响，总体维持高位震荡局面。全年美油价格在 50-70 美元区间。

服务业价格：短期，因基期因素，非食品价格的下降对于 CPI 的拖累加重；2021 年下半年，若疫情消散，服务类消费显著恢复，如餐饮、旅游等，预计非食品价格将对 CPI 形成较为显著拉动。

预测 CPI：2021 年一季度处于低位，二季度逐步回升，下半年基本平稳，全年同比中枢 1.3%。

► **PPI 走势预测：上半年显著回升，下半年相对平稳，全年中枢 2.8%**

PPI 主要驱动因素是石油、煤炭、钢铁、有色开采及加工以及化学原料制造相关产品价格的波动。

煤炭、钢铁：2021 年财政会迈向“整固”，基建投资维持平稳，但房地产投资受政策影响，将于二季度之后逐步下行，煤矿的需求预期趋于减弱，预期 2021 年将维持高位震荡局面。

有色金属：在宽裕流动性和全球经济恢复下，消费电子、工业设备需求增长，带动对有色金属的需求，预计 2021 年将维持持续上涨局面。

化学原料制造品：该类商品的价格受原油影响较大，2021 年伴随全球经济复苏，原油价格回升，该类商品价格有望在 2021 年上半年保持上涨态势，下半年在相对高位保持稳定。

宏观逻辑：2021 年上半年全球经济有望同步复苏，同时海外货币政策会延续宽松状态，资源和能源类商品价格总体延续相对强势格局。当然，受流动性和预期影响，价格上行会适当领先，2020 年已出现相当涨幅，2021 年整体应该是：上半年继续显著上涨；下半年绝对价格维持高位，涨幅趋于减弱。

预测 PPI：2021 年上半年持续回升至高点，达到 4.4%；下半年逐步平稳，全年同比中枢 2.8%。

风险提示

宏观经济、产业政策出现超预期变化。

评级及分析师信息

宏观首席分析师：孙付

邮箱：sunfu@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520050004

联系电话：021-50380388

正文目录

1. CPI 走势预测：3 月后逐步回升，全年中枢 1.3%	3
2. PPI 走势预测：上半年显著回升，下半年相对平稳，全年中枢 2.8%	6
3. 风险提示	8

图表目录

图 1 食品烟酒分项对 CPI 同比的贡献率 (%)	3
图 2 非食品烟酒分项对 CPI 同比的贡献率 (%)	3
图 3 CPI 非食品同比与服务业、油价同比 (%)	3
图 4 2021 年 CPI 同比走势 (%)	5
图 5 2021 年 PPI 同比走势 (%)	8
表 1 CPI 食品分项同比预测	5
表 2 CPI 非食品分项同比预测	5
表 3 五大行业占 PPI 权重及对 PPI 贡献	6
表 4 PPI 环比预测	8

1. CPI 走势预测：3 月后逐步回升，全年中枢 1.3%

基期轮换、调整权重，食品项影响有所减弱。2021 年起，国家统计局将编制和发布以 2020 年为基期的 CPI、PPI，同时调整了分项权重。

基期轮换对数据的影响主要体现在两个方面：

一是 **CPI 分项权重发生改变**。食品烟酒、衣着、教育文化娱乐、其他用品及服务权重约比上轮分别下降了 1.2、1.7、0.5 和 0.4 个百分点，居住、交通通信、医疗保健权重约比上轮分别上升了 2.1、0.9 和 0.9 个百分点。从权重调整情况来看，食品项对 CPI 的影响将有所减弱，或导致 CPI 波动更加平缓。

二是 **2021 年的翘尾因素较此前测算发生改变**。根据此前数据的测算，2021 年 1 月份 CPI、PPI 翘尾因素分别为 1.22%、-0.42%，但统计局实际披露的翘尾因素则分别为 1.3%、-0.7%，基期调整对 PPI 翘尾因素的影响较大。

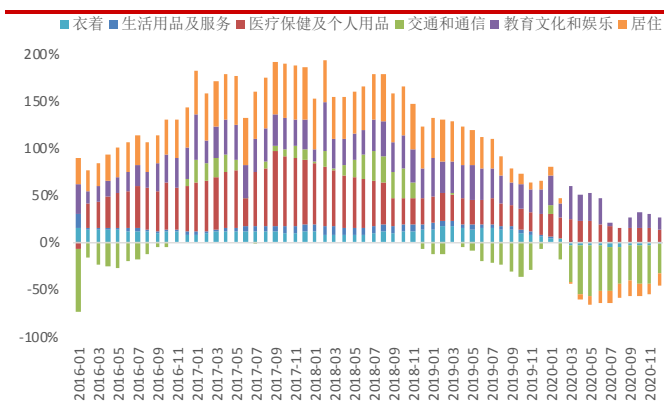
对于 CPI 未来走势的判断，核心是对其主要驱动因素价格走势进行判断。**CPI 食品烟酒分项**主要由猪肉和鲜菜价格驱动，2019 年 3 月-2021 年 1 月，猪肉和鲜菜合计对 CPI 同比的贡献率月度均值可达 151.52%。**CPI 非食品烟酒分项**主要由油价和服务业价格驱动。

图 1 食品烟酒分项对 CPI 同比的贡献率(%)



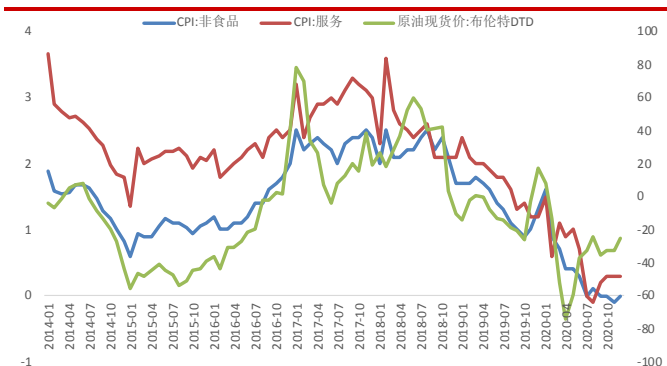
资料来源：WIND，华西证券研究所

图 2 非食品烟酒分项对 CPI 同比的贡献率(%)



资料来源：WIND，华西证券研究所

图 3 CPI 非食品同比与服务业、油价同比(%)



资料来源：WIND，华西证券研究所

猪肉：生猪供给逐步恢复，猪价将迎来下行周期。供给端，生猪产能持续恢复向好。截至 2020 年 12 月，全国能繁母猪存栏连续 15 个月环比增长，生猪存栏连续

11 个月环比增长。2020 年 12 月末生猪存栏达到 4.07 亿头，能繁母猪存栏达到 4161 万头，分别恢复到 2017 年年末的 92.1%和 93.1%。需求端，随着疫情缓解，复产复工稳步进行，预计 2021 年生猪消费需求将恢复至疫情前的正常水平。

从本轮能繁母猪和生猪存栏回升的时间节奏看，猪肉供给量将稳步、持续增加，呈现逐步放量态势。但是，饲料成本有所上升、猪瘟疫情有所反复，以及新冠疫情下进口冷冻肉减少将共同导致供应不足。春节期间为猪肉需求旺季，居民消耗量以及餐饮业全面复苏，将带来需求全面上升，猪肉价格仍将显现缓慢上升态势；春节后将进入需求淡季，而新增的存栏量将会带来出栏量的全面增加，预期猪肉价格将于 3-4 月有明显回落，并于 5-6 月有小幅反弹趋势，2021 年下半年猪价将维持平稳。

在供给端的大幅增长和需求端相对平稳下，我们预期 2021 年猪肉价格中枢较 2020 年将较为明显下移。

鲜菜：随着疫情消退，疫情对蔬菜运输的阻碍作用减弱，春节后蔬菜需求下降，而 3-7 月为蔬菜供应旺季，预期蔬菜价格将逐步下行，2021 年下半年随着国庆需求增加，蔬菜价格将有所回升。

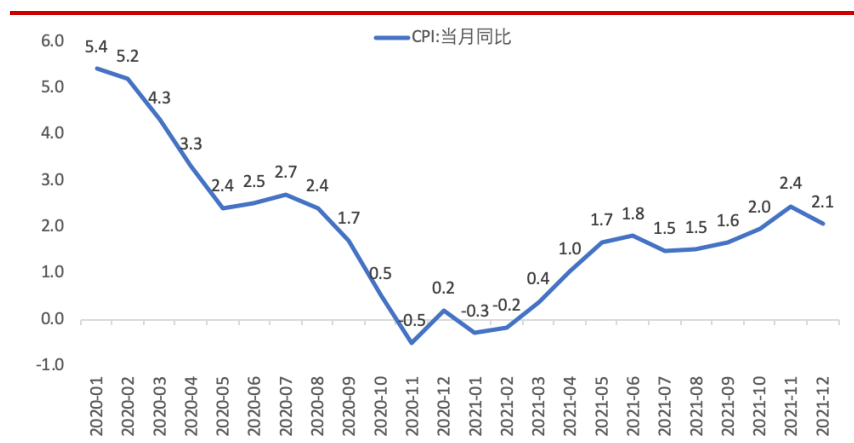
油价：油价低点已经在 2020 年第二季度出现，之后震荡上行。春节期间，国际原油价格继续上涨 4%，目前美油已超 60 美元/桶，布油超 64 美元/桶，从 11 月开始计算涨幅已超 60%。

主要原因为全球疫情好转带动经济复苏，供需均持续向好。需求端，去年四季度开始经济复苏带动原油需求增加，相关研究显示，2021 年全球石油需求将增长 540 万桶/日，达 9640 万桶/日。供给端，OPEC 减产延续，1 月 OPEC+国家减产执行率为 103%，预计 2021 年下半年石油库存将迅速减少；美国页岩油生产恢复缓慢，2021 年 2 月 12 日钻机数量 397 座，虽然在增长，但比正常期的 1000 多座还有很大的距离；近期极寒天气也导致俄罗斯、美国等原油生产受影响，俄罗斯 2 月增产原油的预期因极寒天气而未能兑现。

预计 2021 年上半年油价仍将持续小幅上涨，下半年可能受 OPEC 增产与美页岩油恢复影响，总体维持高位震荡局面。全年美油价格在 50-70 美元区间。

服务业价格：去年 1 月疫情尚未对旅游等行业产生冲击，因此相关服务价格基数价高。而今年局部疫情导致接触式服务消费减少，就地过年引发出行类需求骤减。同时，基期轮换引起 CPI 中食品权重下降，非食品权重提高，短期，非食品价格的下降对于 CPI 的拖累加重；下半年，如果疫情消散，服务类消费显著恢复，如餐饮、旅游等，预计非食品价格将对 CPI 形成较为显著拉动。

图 4 2021 年 CPI 同比走势(%)



资料来源: WIND, 华西证券研究所

表 1 CPI 食品分项同比预测

	猪肉	鲜菜	其它	食品烟酒
权重(%)	2.31	2.20	24.78	29.29
预测依据	基于供需格局, 对未来价格走势进行判断		过去五年历史均值	
2021-01	-3.9	10.9	-0.81	-0.17
2021-02	-9.14	13.93	-0.87	-0.41
2021-03	-7.83	19.16	-0.41	0.48
2021-04	-4.34	20.23	0.21	1.36
2021-05	6.69	25.74	0.68	3.03
2021-06	5.54	20.51	0.72	2.58
2021-07	-6.13	12.67	0.46	0.85
2021-08	-8.33	12.96	0.52	0.75
2021-09	-7.25	12.61	0.92	1.15
2021-10	0.03	16.39	1.44	2.46
2021-11	7.75	26.03	1.93	4.20
2021-12	1.27	27.09	1.53	3.43
2021 年全年中枢	-2.14	18.19	0.53	1.64

资料来源: 国家统计局、华西证券研究所

表 2 CPI 非食品分项同比预测

	交通和通信		居住		生活用品及服务	衣着	教育文化和娱乐	医疗保健
细项	交通工具用燃料	其它	水电燃料	其它	-	-	-	-
权重(%)	1.90	9.35	8.99	13.13	4.74	6.81	13.65	11.24
预测依据	对未来原油价格走势判断	过去五年历史均值	对未来原油价格走势判断	过去五年历史均值	对未来服务业价格走势判断	过去五年历史均值	对未来服务业价格走势判断	
2021-01	-13.40	-0.44	-0.20	-0.70	0.00	-0.20	0.00	0.40
2021-02	-5.80	0.23	-0.57	-0.48	0.11	-0.12	0.34	0.89

2021-03	6.89	-0.14	0.36	0.12	0.06	0.42	-0.40	0.94
2021-04	18.41	-0.21	1.21	0.24	0.26	0.60	-0.05	1.05
2021-05	21.60	-0.16	1.75	0.38	0.32	0.56	-0.17	1.23
2021-06	22.57	-0.07	2.11	0.66	0.73	0.57	0.50	1.78
2021-07	19.70	-0.09	2.21	0.96	0.78	0.63	1.67	2.11
2021-08	17.56	-0.17	2.16	1.22	0.83	0.65	1.91	2.38
2021-09	16.25	-0.19	2.06	1.43	0.90	0.62	1.79	2.83
2021-10	16.49	-0.13	1.65	1.45	0.91	0.75	1.19	2.98
2021-11	14.51	-0.28	1.24	1.57	0.93	0.89	1.40	3.17
2021-12	6.77	-0.38	0.64	1.63	0.98	0.86	1.52	3.35
2021 年全年中枢	11.80	-0.17	1.22	0.71	0.57	0.52	0.81	1.93

资料来源：国家统计局、华西证券研究所

2. PPI 走势预测：上半年显著回升，下半年相对平稳，全年中枢 2.8%

PPI 主要驱动因素是石油、煤炭、钢铁、有色开采及加工以及化学原料制造相关产品价格的波动。一方面，上述 5 个工业大类价格波动较为剧烈，直接主导 PPI 走势；另一方面，这 5 个工业大类均为工业上游部门，通过影响工业产品下游价格间接对 PPI 产生影响。

表 3 五大行业占 PPI 权重及对 PPI 贡献

工业大类	工业子行业	PPI 权重	对 PPI 同比贡献 (2008.1-2017.2 均值)	对 PPI 环比贡献 (2008.1-2017.2 均值)
石油开采及加工	石油和天然气开采业	0.73%	5.17%	1.57%
	石油加工、炼焦和核燃料加工业	3.11%	13.81%	12.62%
	合计	3.84%	18.97%	14.19%
煤炭开采及加工	煤炭开采和洗选业	1.88%	9.20%	10.77%
钢铁开采及加工	黑色金属矿采选业	0.65%	1.09%	4.53%
	黑色金属冶炼和压延加工业	5.55%	8.62%	27.25%
	合计	6.20%	9.71%	31.78%
有色开采及加工	有色金属矿采选业	0.57%	2.08%	0.08%
	有色金属冶炼和压延加工业	4.21%	5.31%	-0.77%
	合计	4.78%	7.39%	-0.69%
化学原料制造	化学原料和化学制品制造业	7.54%	8.75%	6.54%
合计		24.24%	54.02%	62.59%

资料来源：国家统计局、华西证券研究所

煤炭、钢铁：2020 年 5 月以来，煤炭和钢铁价格已出现较明显涨幅；2021 年财政会迈向“整固”，基建投资预期维持平稳，但房地产投资受政策影响，预期将于二季度之后逐步下行，导致煤钢的需求预期趋于减弱，预期 2021 年将维持高位震荡局面。

有色金属：在宽裕流动性和全球经济恢复下，消费电子、工业设备需求增长，带动对有色金属的需求。2020 年 7 月初，铜价、铝价已回升至年初水平，铅和锌的价格也较明显恢复。2020 年 11 月底，铜、铝、锌价格已创新高，预计 2021 年将维持持续上涨局面。

化学原料制造品：该类商品的价格受原油影响较大，2021 年伴随全球经济复苏，原油价格回升，该类商品价格有望在 2021 年上半年保持上涨态势，下半年在相对高位保持稳定。

宏观逻辑：2021 年上半年全球经济有望同步复苏，同时海外货币政策会延续宽松状态，资源和能源类商品价格总体延续相对强势格局。当然，受流动性和预期影响，价格上行会适当领先，2020 年已出现相当涨幅，2021 年整体应该是：上半年继续显著上涨；下半年绝对价格维持高位，涨幅趋于减弱。

综上对 PPI 核心驱动因素的分析判断，对 PPI 同比走势预测如下：

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_17980

