

2021 年 01 月 12 日

输入型通胀风险，不足为虑

宏观研究团队

——宏观经济点评

赵伟（分析师）

zhaoweil@kysec.cn

证书编号：S0790520060002

杨飞（分析师）

yangfei1@kysec.cn

证书编号：S0790520070004

马洁莹（联系人）

majieying@kysec.cn

证书编号：S0790120080081

● **油价等推动 PPI 加速上行，但上游涨价向中下游传导不畅、核心 CPI 创新低**
PPI 加速上行、生产资料环比涨幅扩大，其中上游石油开采、黑色采矿等涨幅居前。12 月，PPI 同比下降 0.4%、降幅大幅收窄 1.1 个百分点，环比上涨 1.1%、涨幅扩大 0.6 个百分点。分大类来看，生产资料环比涨幅扩大 0.7 个百分点，生活资料环比与上月持平。行业环比中，石油开采、黑色矿采等上游涨幅扩大；环比涨幅回落多集中在下游行业，食品制造、纺织等涨幅回落均超过 0.3 个百分点。

供需“错位”下，上游涨价向中下游传导不畅，核心 CPI 创有数据以来新低。上游价格上涨，与原油等大宗商品供给、海外需求修复有关，而疫情错位下，国内经济修复最快的阶段已过，中下游需求偏弱、部分甚至出现放缓迹象，使得国际大宗商品涨价影响主要集中在上游，而上游价格向中下游传导不畅。体现在价格层面，PPI 生活资料持续通缩，核心 CPI 连续走弱、12 月创历史新低的 0.3%。

● **内外需“错位”背景下，国内或出现温和通胀，输入型通胀的影响非常有限**
伴随海外需求修复，国际大宗商品涨价，或带来一定输入型通胀压力；但内需偏弱，决定了国内通胀压力可控。疫苗接种加快推进下，全球经济火车头美国经济加快修复、库存周期已然启动，或继续拉动国际大宗商品价格；但 PPI 主要由国内需求决定，“稳增长”相关支持减弱、中下游需求修复偏慢，使得国际大宗商品价格上涨对国内影响有限。中性情景下，PPI 或在年中前后见顶、下半年加速回落。

重申观点：通胀预期的抬头，或阶段性引起宏观调控的关注；但政策“退潮”、信用收缩背景下，货币环境不具备收紧的基础。原油等大宗商品涨价，推动国内通胀预期逐步升温，或阶段性引发宏观调控政策的关注，但政策重心已转向调结构、防风险。政策“退潮”下，国内信用“收缩”影响正逐步显现，仍需要货币政策适时适度对冲。2021 年，信用“收缩”之年，经济结构分化可能会非常明显。

● **常规跟踪：CPI 同比回正、核心 CPI 创有数据以来新低，PPI 同比降幅收窄**
CPI 同比回正、核心 CPI 创新低。12 月，CPI 同比回正至 0.2%、高于市场预期；核心 CPI 同比 0.4%，创有数据以来新低。CPI 环比 0.7%、上月为-0.6%。其中，食品环比转正至 2.8%；非食品环比由下降 0.1%转正至 0.1%。分项环比中，猪肉、鲜菜、鲜果涨幅较大，与猪肉短期供需错配、低温下鲜菜、鲜果运输成本上升等有关；CPI 非食品环比由将转涨，交通通信项拉动明显，或与油价上涨有关。

PPI 同比降幅收窄、环比涨幅扩大，金属链、石油链多数上涨。12 月，PPI 同比-0.4%、降幅收窄 1.1 个百分点，环比 1.1%、涨幅扩大 0.6 个百分点。大类环比来看，生产资料涨幅扩大 0.7 个百分点至 1.4%，生活资料环比变化相对较小。分行业环比中，石油开采、石油加工分别环比涨幅分别扩大 7 和 3.6 个百分点至 7.9% 和 5.3%；黑色矿采环比 3.3%，涨幅分别扩大 3.3 百分点；有色冶炼涨幅扩大。

● **风险提示：**生猪供给不及预期、海外疫情超预期反弹。

相关研究报告

《宏观经济专题-2021 年，主要部委的工作主线》-2021.1.11

《宏观经济专题-疫苗接种“竞赛”，一场与病毒的赛跑》-2021.1.8

《宏观经济专题-2020 年财政结余，对信用环境的影响》-2021.1.4

目 录

1、 输入型通胀风险，不足为虑	3
2、 12 月物价数据常规跟踪	5
3、 风险提示	8

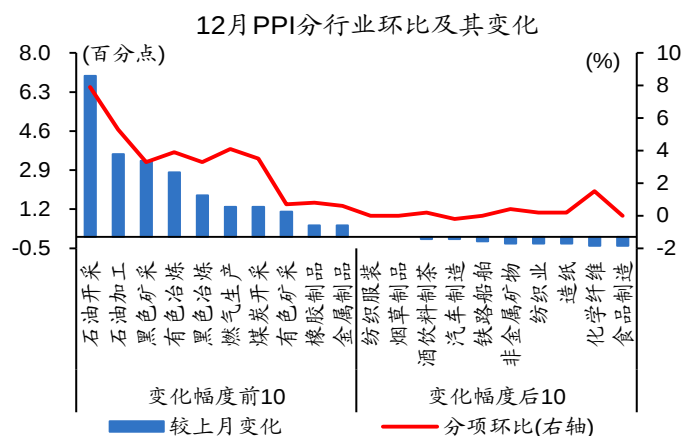
图表目录

图 1: 12 月, PPI 上游涨价明显、下游相对平缓	3
图 2: PPI 与 CRB 走势相对一致	3
图 3: PPI 生产资料向生活资料传导并不通畅	3
图 4: 12 月, PPI 生活资料持续低迷, 核心 CPI 创新低	3
图 5: 截至 1 月 6 日, 美国每日疫苗接种量领跑全球	4
图 6: 中期内, 油价与美国私人消费同比走势基本一致	4
图 7: 疫情对国内外经济影响明显“错位”	4
图 8: 中性情景下, PPI 或在年中前后见顶回落	4
图 9: 传统周期下, CPI 上行过快时, 政策往往收紧	5
图 10: 中性情境下, CPI 或相对温和	5
图 11: 2020 年 11 月, 社融增速见顶回落	5
图 12: 12 月, CPI 同比 0.2%, 核心 CPI 创新低	6
图 13: 12 月, CPI 食品环比 2.8%, 非食品环比 0.1%	6
图 14: 12 月, CPI 食品环比 2.8%, 大幅高于历史均值	6
图 15: 12 月, CPI 非食品环比由负转正至 0.1%	6
图 16: CPI 食品分项中, 鲜菜和猪肉环比涨幅较大	7
图 17: CPI 非食品中, 交通通信环比涨幅较大	7
图 18: 12 月, PPI 同比-0.4%、环比 1.1%	7
图 19: 12 月, 采掘、原材料、加工工业等环比明显上涨	7
图 20: 金属链、石油链环比多数上涨	8
表 1: 近期货币政策表态, 强调“稳字当头”	5

1、输入型通胀风险，不足为虑

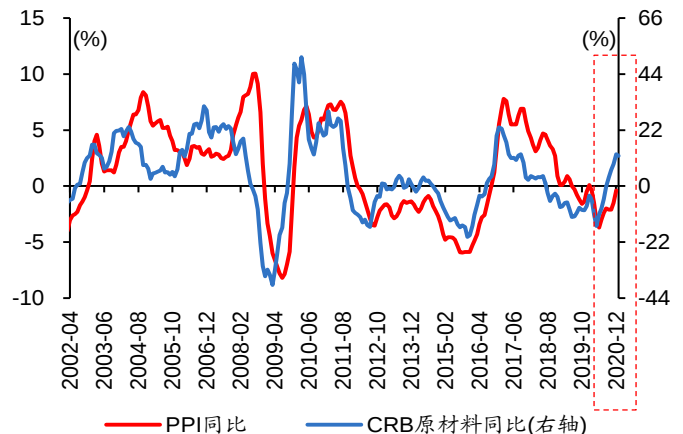
PPI 加速上行、生产资料环比涨幅扩大，其中上游石油开采、黑色采矿等涨幅居前。12 月，PPI 同比下降 0.4%、降幅较上月大幅收窄 1.1 个百分点，环比上涨 1.1%，涨幅扩大 0.6 个百分点。分大类来看，生产资料环比涨幅扩大 0.7 个百分点，生活资料环比与上月持平。PPI 行业环比中，石油开采、石油加工、黑色采矿等上游行业涨幅扩大；而环比涨幅回落多集中在下游行业，食品制造、纺织、造纸等环比涨幅回落均超过 0.3 个百分点。

图1：12 月，PPI 上游涨价明显、下游相对平缓



数据来源：Wind、开源证券研究所

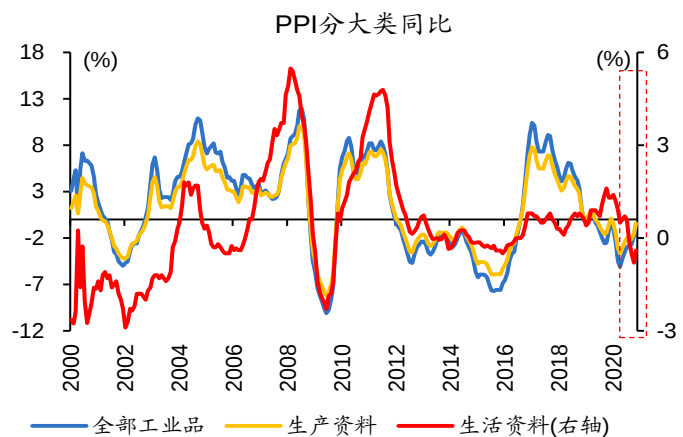
图2：PPI 与 CRB 走势相对一致



数据来源：Wind、开源证券研究所

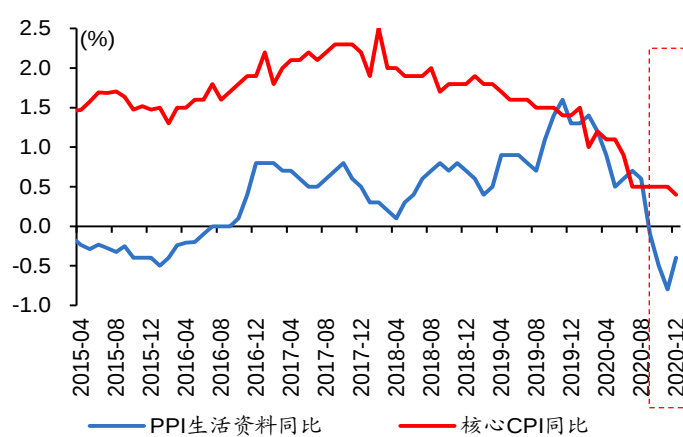
供需“错位”下，上游商品价格向下游传导偏弱，核心 CPI 创有数据以来新低。上游价格上涨，与原油等大宗商品供给、海外需求修复有关，而疫情错位下，国内经济修复最快的阶段已过，中下游需求偏弱、部分甚至出现放缓迹象，使得国际大宗商品涨价影响主要集中在上游，而上游价格向中下游传导不畅。体现在价格层面，PPI 生活资料持续通缩，核心 CPI 连续走弱、12 月创历史新低的 0.3%。

图3：PPI 生产资料向生活资料传导并不通畅



数据来源：Wind、开源证券研究所

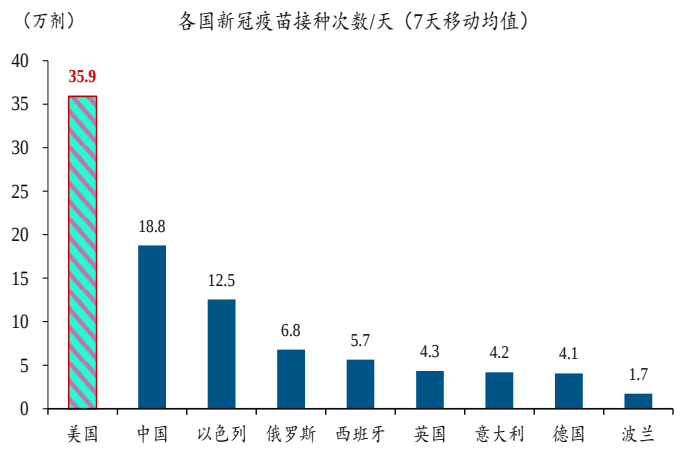
图4：12 月，PPI 生活资料持续低迷，核心 CPI 创新低



数据来源：Wind、开源证券研究所

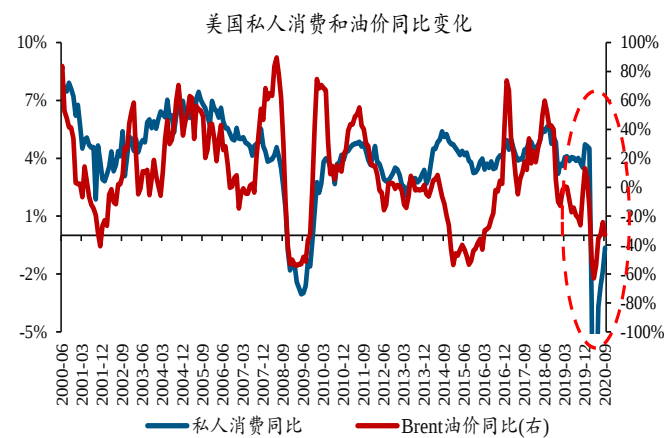
随着全球经济火车头美国经济加快修复、库存周期重启等，国际大宗商品仍具备上涨动能。作为全球最大的消费国，美国经济景气变化，基本主导了油价的中期走势。疫苗接种加快推进下，美国经济加快修复、库存周期已然启动，而新兴经济体原材料供给仍受疫情等因素干扰，或继续推升国际大宗商品价格。

图5：截至1月6日，美国每日疫苗接种量领跑全球



数据来源：Wind、开源证券研究所

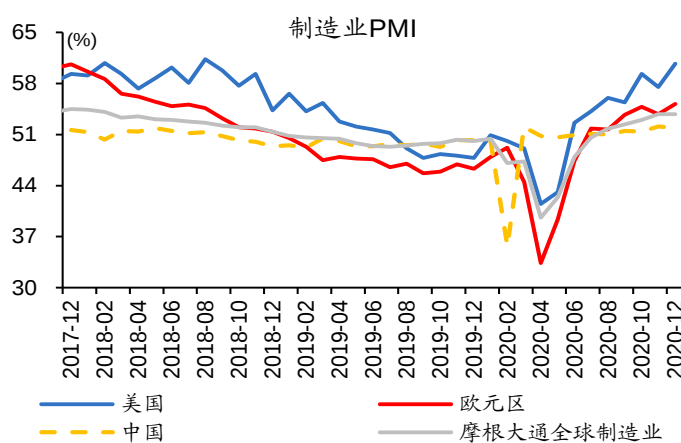
图6：中期内，油价与美国私人消费同比走势基本一致



数据来源：Wind、开源证券研究所

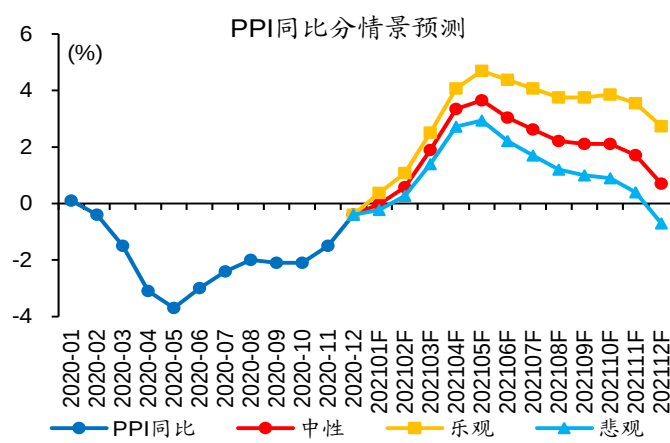
伴随海外需求修复，国际大宗商品涨价，或带来一定输入型通胀压力；但内需偏弱，决定了国内通胀压力可控。疫情“错位”影响下，国内外需求修复节奏不一。海外需求加速修复下，国内需求修复相对偏慢，疫情对线下消费等领域形成持续压制。而 PPI 主要由国内需求决定，“稳增长”相关支持减弱、中下游需求修复偏慢，使得海外因素驱动的价格上涨向国内传导影响整体相对可控。中性情景下，PPI 高点或在年中前后出现、可能在 3.5% 左右，需求走弱下，PPI 或在下半年加速回落。

图7：疫情对国内外经济影响明显“错位”



数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：中性情景下，PPI 或在年中前后见顶回落

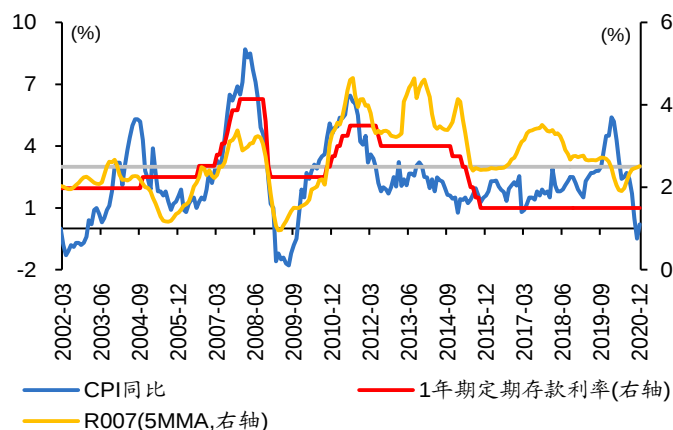


数据来源：Wind、开源证券研究所

通胀预期的抬头，或阶段性引起宏观调控的关注。伴随原油等大宗商品涨价，及国内线下消费活动逐步恢复等，PPI 和 CPI 或在二季度同步上行，进而推动国内通胀预期升温，可能阶段性引发宏观调控政策关注。但终端消费需求修复缓慢，使得 PPI 向 CPI 传导偏弱，叠加猪价对 CPI 拖累的加速显现，CPI 上行幅度可控，中性情

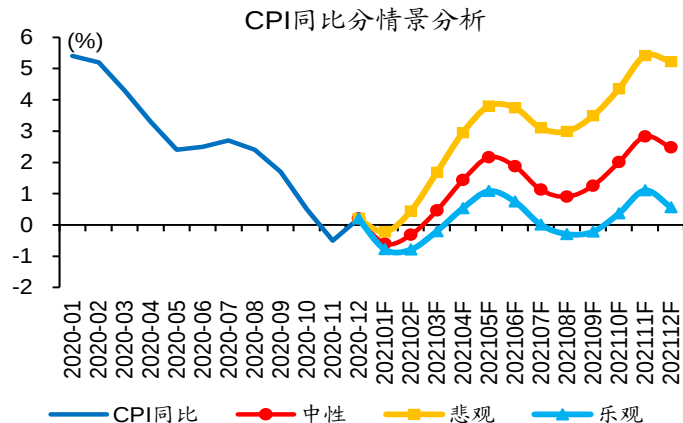
景下，CPI 全年中枢或在 1.3% 左右、高点或在 2.5% 左右。

图9：传统周期下，CPI 上行过快时，政策往往收紧



数据来源：Wind、开源证券研究所

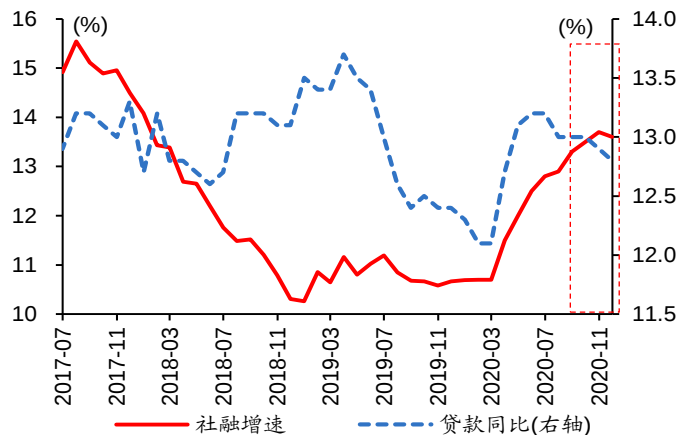
图10：中性情境下，CPI 或相对温和



数据来源：Wind、开源证券研究所

重申观点：政策“退潮”、信用收缩背景下，货币环境不具备收紧的基础。从加杠杆到稳杠杆，政策重心已转向调结构、防风险，低效加杠杆行为逐步退出，信用“收缩”已然开始。随着信用“收缩”影响逐步显现，地方债务风险、企业再融资压力等显性化，或意味着货币流动性环境较难转向收紧，仍需要货币适时适度对冲。

图11：2020 年 11 月，社融增速见顶回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

表1：近期货币政策表态，强调“稳字当头”

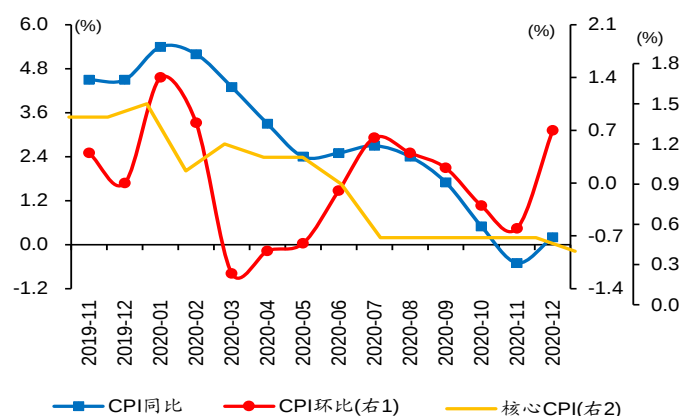
时间	事件	主要内容
2020/12/11	央行副行长刘国强《创新直达实体经济货币政策工具》	搞好货币政策跨周期设计...保持广义货币供应量和社会融资规模增速同反映潜在产出的名义国内生产总值增速基本匹配。对疫情防控特殊时期出台的货币政策要适时适度调整，做好政策衔接。
2020/12/18	中央经济工作会议	明年宏观政策要保持连续性、稳定性、可持续性。要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，保持对经济恢复的必要支持力度，政策操作上要更加精准有效，不急转弯，把握好政策时度效。
2020/12/21	国常会	明年一季度要继续落实好原有的普惠小微企业贷款延期还本付息政策，在此基础上适当延长政策期限，做到按市场化原则延期还本付息，由银行和企业自主协商确定。对办理贷款延期还本付息且期限不少于6个月的地方法人银行，继续按贷款本金1%给予激励；将普惠小微企业信用贷款支持计划实施期限由今年底适当延长。对符合条件的地方法人银行发放普惠小微企业信用贷款，继续按贷款本金40%给予优惠资金支持。
2020/12/29	货币政策委员会例会	坚持稳中求进工作总基调，稳字当头，不急转弯...稳健的货币政策要灵活精准、合理适度，保持货币政策的连续性、稳定性、可持续性，把握好政策时度效，保持对经济恢复的必要支持力度。综合运用并创新多种货币政策工具，保持流动性合理充裕。
2021/1/6	中国人民银行工作会议	稳健的货币政策要灵活精准、合理适度...继续发挥好结构性货币政策工具和信贷政策精准滴灌作用，构建金融有效支持小微企业等实体经济的体制机制。
2021/1/8	央行行长谈2021年金融热点问题	2021年货币政策要“稳”字当头，保持好正常货币政策空间的可持续性。发挥好货币政策工具精准滴灌作用。

资料来源：中国人民银行、政府网站、开源证券研究所

2、12 月物价数据常规跟踪

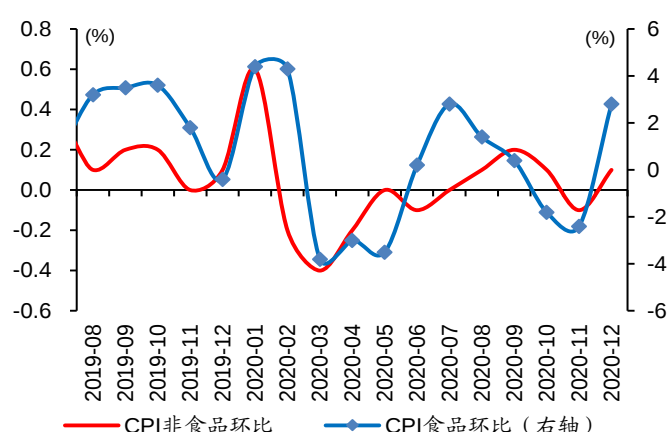
CPI 同比回正，核心 CPI 创历史新低。12 月，CPI 同比回正至 0.2%、市场预期为 0.1%；核心 CPI 同比 0.4%、较上月回落 0.1 个百分点，创有数据以来新低。CPI 环比 0.7%、上月为-0.6%，其中，食品环比转正至 2.8%、大幅高于历史均值；非食品环比也由上月下降 0.1%转正至 0.1%，高于历史均值。

图12: 12月, CPI同比0.2%, 核心CPI创新低



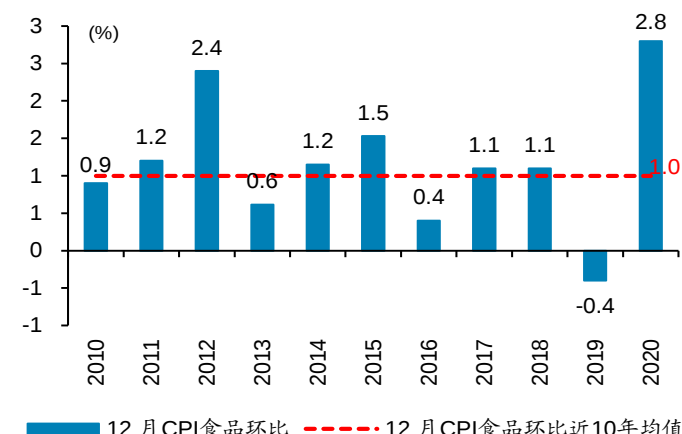
数据来源: Wind、开源证券研究所

图13: 12月, CPI食品环比2.8%, 非食品环比0.1%



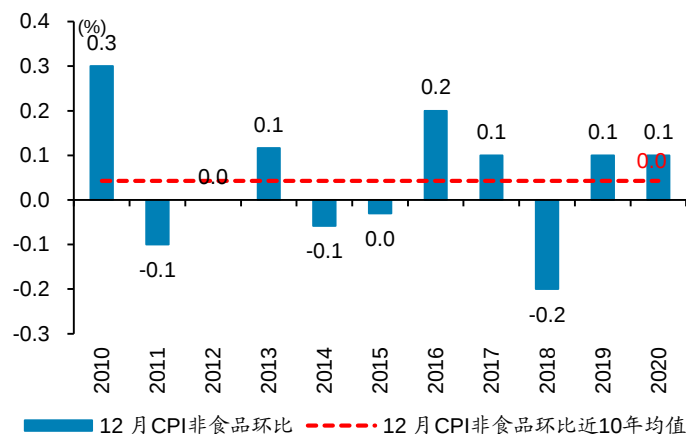
数据来源: Wind、开源证券研究所

图14: 12月, CPI食品环比2.8%, 大幅高于历史均值



数据来源: Wind、开源证券研究所

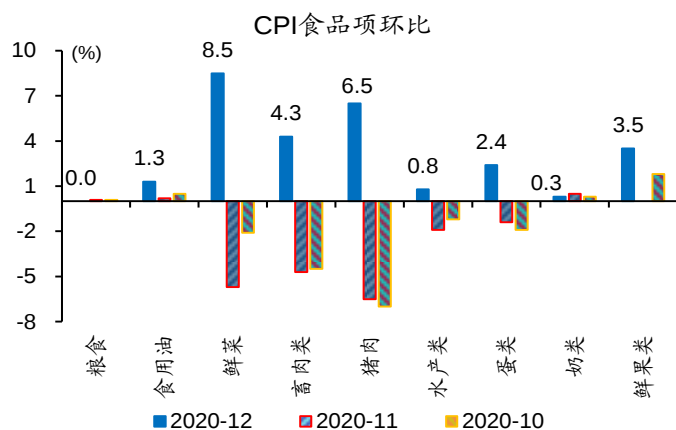
图15: 12月, CPI非食品环比由负转正至0.1%



数据来源: Wind、开源证券研究所

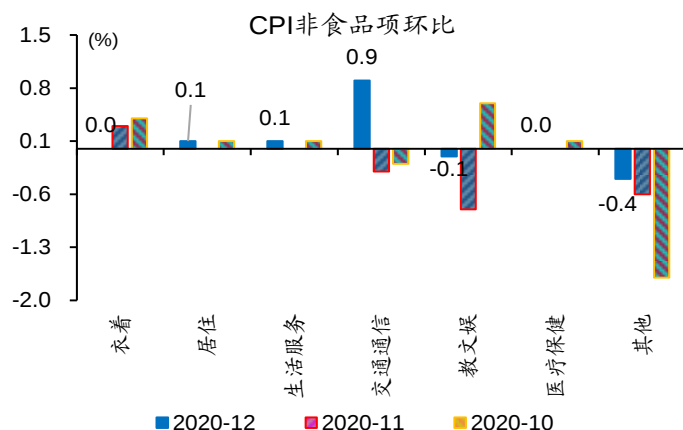
分项环比来看, 食品项环比回正与猪肉、鲜菜等涨价有关; 非食品项受交通通信拉动明显。CPI食品环比由负转正至2.8%、上月为-2.4%, 其中, 猪肉、鲜菜、鲜果涨幅较大, 与猪肉短期供需错配、低温下蔬菜运输成本上升等有关; CPI非食品环比由上月下降0.1%转为上涨0.1%, 交通项拉动明显, 或缘于油价上涨。

图16: CPI 食品分项中, 鲜菜和猪肉环比涨幅较大



数据来源: Wind、开源证券研究所

图17: CPI 非食品中, 交通通信环比涨幅较大



数据来源: Wind、开源证券研究所

PPI 同比降幅收窄、环比涨幅扩大, 采掘、原材料等生产资料环比涨幅明显扩大。12月, PPI 同比-0.4%, 降幅收窄 1.1 个百分点, 环比 1.1%、涨幅扩大 0.6 个百分点。其中, 生产资料环比涨幅扩大 0.7 个百分点至 1.4%, 采掘、原材料及加工工业环比涨幅分别扩大 2.5、1.1 和 0.4 个百分点至 3.3%、2.6%和 0.8%; 生活资料环比 0.1%、与上月持平, 其中, 食品类涨幅扩大 0.2 个百分点, 衣着和耐用消费品涨幅回落, 一般日用品与上月持平。

图18: 12月, PPI 同比-0.4%、环比 1.1%

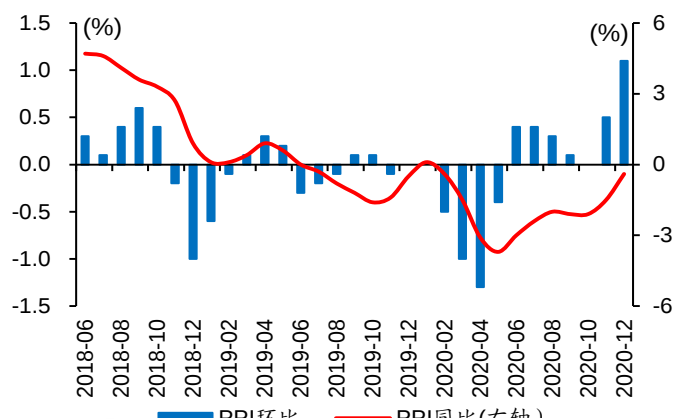
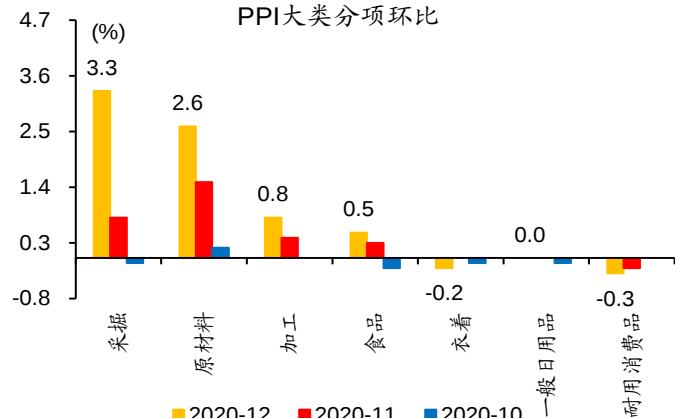


图19: 12月, 采掘、原材料、加工工业等环比明显上涨



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_276

