

结构性刺激背景下，价格变化“冰火两重天”

——2020 年 12 月价格数据点评

要点

事件：

2021 年 1 月 11 日，国家统计局公布 12 月价格数据，12 月 CPI 同比 0.2%，前值-0.5%，高于市场预期的 0.1%；12 月 PPI 同比-0.4%，前值-1.5%，高于市场预期的-0.7%。核心 CPI 同比 0.4%，是连续五个月维持同比 0.5%后的首次下行。

点评：

核心观点：2020 年经济受到疫情冲击，逆周期对冲政策发力，率先启动了地产和基建两大引擎，使得经济结构性复苏，投资强，生产资料供小于求；消费弱，生活资料供大于求，价格变化“冰火两重天”。短期来看，虽然地产基建持续支撑工业品价格，但由于疫情多点散发不断压制居民消费，PPI 与核心 CPI 的背离预计仍将持续，在终端需求疲弱的大背景下，货币政策易松难紧。

菜价和猪价带动食品 CPI 超季节性上行。环比来看，食品 CPI 由 2020 年 11 月的-2.4%转正为 2.8%，大超历史同期均值，带动 CPI 上涨 0.62 个百分点。其中，主导因素是鲜菜和猪肉，分别带动 CPI 上涨 0.22 及 0.28 个百分点。鲜果、蛋类、水产品也受到冷冬和猪价上行带动。

油价带动非食品 CPI 回升，但其余项表现乏力，核心 CPI 同比连续 5 个月持平后下行。非食品 CPI 环比由-0.1%转正至 0.1%，七大类产品三涨两平两降，仅交通类 CPI 环比大涨（+0.9%），对应 10 月底以来国际油价上行，其余项目表现乏力。核心 CPI 同比在连续 5 个月持平之后下跌，自 11 月回落 0.1 个百分点至 0.4%。

PPI 快速回升，环比增速达到近 4 年以来最高值，但上下游分化加大。环比来看，PPI 上涨 1.1%，涨幅扩大 0.6 个百分点。其中，生产资料价格上涨 1.4%，涨幅扩大 0.7 个百分点；生活资料价格上涨 0.1%，涨幅与上月相同，上下游分化加大。生产资料主要受油价和大宗品上涨影响，石油产业链和金属相关行业各自为 PPI 环比贡献了 0.37 个百分点。整体而言，PPI 延续了前期国内生产复苏推升的工业品涨价态势，而油价上涨则加速了这一过程。

展望后续，猪肉价格短期仍可能维持高位，经济动能切换推动 PPI 继续温和回升。造成猪肉消费出现供需缺口的多个原因在 2021 年一季度仍然成立，猪价短期预计维持高位，而菜价也会持续受低温推升。但由于 2020 年一季度食品 CPI 基数较高，所以食品通胀并不会快速回升。PPI 方面，预计 2021 年上半年海内外需求强复苏，固定资产投资维持较高增速，这将对工业品价格带来较强支撑，受其影响，PPI 有望在 2021 年二季度达到年内高点，企业盈利也将随之改善。

作者

分析师：高瑞东

执业证书编号：S0930520120002

010-5845 2003

gaoruidong@ebscn.com

相关研报

“不急转弯”推动 2021 中国经济“圆弧顶”——2020 年 12 月 18 日中央经济工作会议解读（2020-12-20）

后疫情时代的全球经济与中美形势——2021 年宏观年度策略报告（2020-12-12）

目录

1、通胀预期向上，但无需担忧	4
2、菜价、猪价、油价带动 CPI 超季节性上行.....	4
3、PPI 环比达 4 年来最高，上下游分化加大	6
4、展望：PPI 与核心 CPI 背离预计仍将持续，货币政策易松难紧	7

图目录

图 1：2020 年 12 月，鲜菜和猪肉超季节性上涨	5
图 2：鲜菜和猪肉贡献了食品 CPI 上行的重要力量	5
图 3：非食品 CPI 的七大部门环比三涨两平两降，除燃料项目外其余项目回升乏力	5
图 4：生产资料各项环比相对上月涨幅扩大	6
图 5：上游强势、下游偏弱，涨价格局分化加大	6
图 6：九大工业品的购入价格（PPIRM）显示，上游工业品价格持续上涨	7
图 7：2020 年 12 月以来，猪肉价格持续回升	8
图 8：2020 年三季度开始猪肉进口量持续下滑	8
图 9：前几次猪周期的下行周期中，均出现过向上或者进入平台期，维持时间约为一个季度（下图数据为 22 个省市的生猪价格）	8

表目录

表 1：2020 年 12 月价格数据全面上行，超出市场预期	4
--------------------------------------	---

1、通胀预期向上，但无需担忧

事件：2021年1月11日，国家统计局公布12月价格数据，12月CPI同比0.2%，前值-0.5%，高于市场预期的0.1%；12月PPI同比-0.4%，前值-1.5%，高于市场预期的-0.7%。核心CPI同比0.4%，是连续五个月维持同比0.5%后的首次下行。

核心观点：价格数据整体加速上行，但主要受到国内冷冬、疫情多点散发和油价的扰动，终端需求依然乏力。CPI由降转升，略超市场预期，非食品和食品CPI由降转升，其中猪价、鲜菜和油价为主要拉动力量。但是，核心CPI同比走平五个月之后转头向下，国内疫情多点散发对需求影响逐渐显现。PPI强势回升，环比增速达到2016年底以来的最高值，主要由上游石油产业链和金属产品带动，下游生活资料回升力度偏弱。

展望后续，猪肉价格短期仍可能维持高位，菜价也会持续受低温推升，但由于2020年一季度食品CPI基数较高，所以食品通胀并不会快速回升。2021年上半年海内外需求强复苏，将持续推升工业品价格，受其影响，PPI有望在二季度达到年内高点，企业盈利也将随之改善。货币政策预计继续相机抉择，通胀并不会成为货币政策的制约。

表1：2020年12月价格数据全面上行，超出市场预期

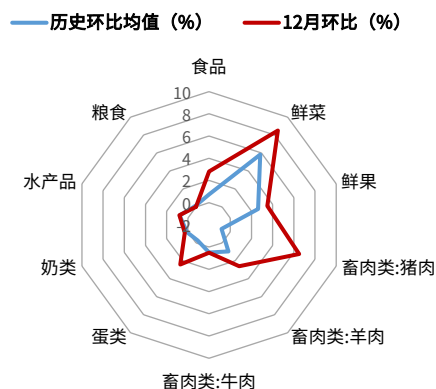
月份	CPI 同比	CPI 环比	核心 CPI 同比	PPI 同比	PPI 环比
10月 实际值	0.5%	-0.3%	0.5%	-2.1%	0.0%
11月 实际值	-0.5%	-0.6%	0.5%	-1.5%	0.5%
12月 实际值	0.2%	0.7%	0.4%	-0.4%	1.1%
12月 市场预期	0.1%			-0.7%	

资料来源：Wind，光大证券研究所（备注：市场预期为Wind一致预期）

2、菜价、猪价、油价带动CPI超季节性上行

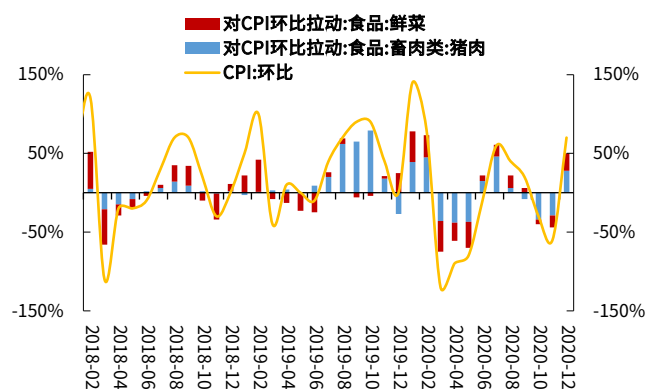
鲜菜和猪肉拉动，食品CPI超季节性快速回升。环比来看，食品CPI由2020年11月的-2.4%转正为2.8%，大超历史同期均值（2015-2019年12月环比均值0.75%，下文中提及历史均值均为过去5年，为2015年至2019年），带动CPI上涨0.62个百分点。其中，主导因素是鲜菜（环比+8.5%，下同）和猪肉（+6.5%），上涨力度均远超历史均值，分别带动CPI上涨0.22及0.28个百分点。其他产品中，鲜果（+3.5%）、蛋类（+2.4%）、水产品（+0.8%）受到冷冬和猪价上行带动，环比也出现了超季节性上涨。

图 1：2020 年 12 月，鲜菜和猪肉超季节性上涨



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 2：鲜菜和猪肉贡献了食品 CPI 上行的重要力量

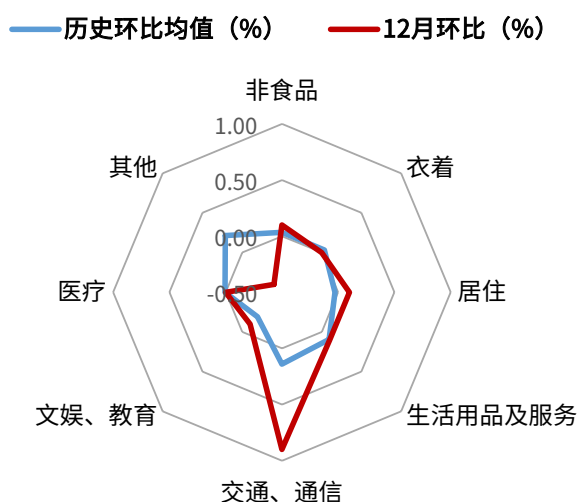


资料来源：Wind，光大证券研究所

油价带动非食品 CPI 回升，但其余各项表现乏力，核心 CPI 同比增速放缓。环比来看，七大类产品三涨两平两降，交通（+0.9%）、居住（+0.1%）、生活用品服务（+0.1%）涨幅靠前，衣着、医疗持平，其他用品和服务（-0.4%）、文娱（-0.1%）出现下降，整体与历史表现持平。2020 年 10 月末国际油价开始上涨，但其向国内传导有一定滞后性，交通类 CPI 11 月加速下跌（环比-0.3%）、12 月才止跌回升。其中，交通工具用燃料环比大涨 5.1%，相对 11 月环比增速上行 5.4 个百分点。

整体来看，除了能源相关品类，受疫情影响，多数项目回升乏力，使得核心 CPI 本月同比涨幅比 11 月回落 0.1 个百分点，是连续 5 个月持平之后的首次下跌。

图 3：非食品 CPI 的七大部门环比三涨两平两降，除燃料项目外其余项目回升乏力



资料来源：Wind，光大证券研究所

3、PPI 环比达 4 年来最高，上下游分化加大

PPI 快速回升，环比增速达到近 4 年以来最高值，但上下游分化加大。环比来看，PPI 上涨 1.1%，涨幅比上月扩大 0.6 个百分点。其中，生产资料价格上涨 1.4%，涨幅扩大 0.7 个百分点；生活资料价格上涨 0.1%，涨幅与上月相同，上下游分化加大。整体而言，PPI 延续了前期国内生产复苏推升的工业品涨价态势，而油价上涨则加速了这一过程。

生产资料反映了油价和大宗品共振上涨的影响，推动 PPI 环比大增。石油产业链方面，受国际原油价格上涨等因素影响，环比来看，本月能源开采（+7.9%）、燃料加工（+5.3%）、化工（+2.3%）涨幅均有所扩大，合计影响 PPI 上涨约 0.37 个百分点。金属行业方面，随国内市场需求持续回暖，加之铁矿石和有色金属等国际大宗商品价格上涨较多，12 月有色系和黑色系金属加工价格分别环比上涨 3.9% 和 3.3%，合计影响 PPI 上涨约 0.37 个百分点。九大工业品的购入价格来看，有色、黑色、燃料、化工等环比涨幅依然在扩大。

生活资料中仅食品类上涨，耐用消费品环比继续下滑。生活资料价格环比上涨 0.1%，涨幅与上月相同，影响工业生产者出厂价格总水平上涨约 0.04 个百分点。其中，仅食品类环比上涨（+0.5%），一般日用品价格持平，衣着价格（环比-0.2%）和耐用消费品（环比-0.3%）价格下降。

图 4：生产资料各项环比相对上月涨幅扩大

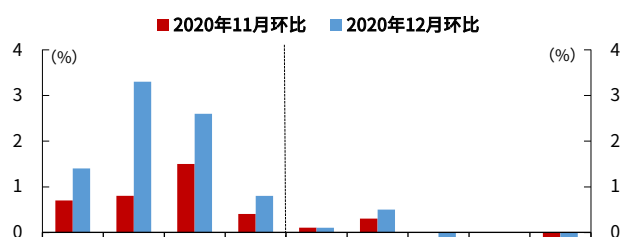
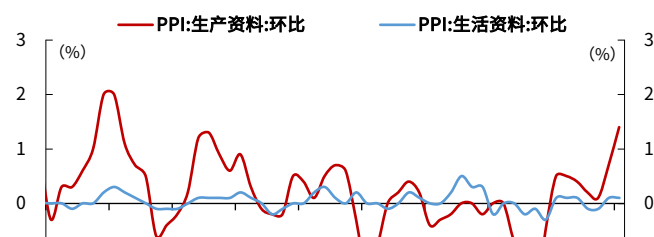


图 5：上游强势、下游偏弱，涨价格局分化加大



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_284

