

## 通胀回归还有半年左右的时间窗口

2020年12月通胀数据点评

## ● 核心结论

12月CPI由降转升，同比增长0.2%，小幅高于市场预期，主要原因是12月猪价超预期反弹，以及低温天气影响蔬菜水果成本增加共同带动了食品价格同比回升。核心CPI同比增长0.4%，连续五个月增长0.5%之后首次下降，为2013年发布数据以来的最低值，显示居民实际需求仍然疲弱，但也意味着疫情得到控制之后有上行的通胀压力。

12月食品价格同比增长1.2%，环比增长2.8%，均由上月的下降转为增长。正如我们上个月判断的，猪肉价格出现反弹。12月猪肉价格环比增长6.5%，同比降幅收窄11.2%至-1.3%。供给方面，能繁母猪恢复较快，但由于三元能繁效率低导致商品猪供应恢复较慢，同时海外疫情再次爆发，进口冻肉供给减少。因此冬季节假日需求旺季到来时，猪价出现超预期反弹。短期来看，本轮猪价反弹有望持续到春节之前，但中长期来看，供给恢复下猪价仍处于下行周期，生猪期货远期合约价格目前仍处于贴水状态，我们判断猪价在春节后仍会对食品价格产生下行压力。

12月非食品价格同比持平，环比增长0.1%，尽管较11月小幅修复，但总体看仍然较弱。值得注意的是交通和通信环比增长0.9%，为9月以来首次上升，主要是受到国际原油价格反弹影响，国内油气价格上涨超3%，影响CPI整体上涨约0.1%。

工业生产升温，PPI超预期回暖。12月PPI环比增长1.1%，录得2017年1月以来的最快增速；同比下降0.4%，降幅较上月收窄1.1%。其中生产资料价格环比增长1.4%，是PPI超预期回升的主要动力，主要体现在三方面：1) 油价上涨带动石油产业链价格大涨，影响PPI上涨0.4%；2) 寒冬影响下供暖需求增加，燃气生产供应环比涨幅扩大至4.1%；3) 生产需求持续回暖，铁矿石等国际大宗商品价格大涨，导致黑色系和有色系加工价格上涨，影响PPI上涨0.4%。

短期来看，春节临近，消费需求有望回升。中长期看，工业生产需求旺盛，国内外大宗商品价格快速上涨，全球通胀预期升温。海外方面，美国通胀保护债券TIPS隐含市场对未来1年的通胀率已经上升至2%以上，美债收益率已上行突破1.1%。美国已经开始定价通胀的回归。国内方面，CPI短期受到猪肉价格扰动，但非食品价格预计有回升的动力。PPI已经明确见底开始上行，预计在2021年1月就有望同比回正，开启上行周期。我们判断全球经济的内生需求上行时间会在疫苗大规模生效之后的2021年三季末初，距离目前还有半年左右的时间窗口。

风险提示：疫情超预期蔓延；经济复苏不及预期；政策风险。

## 证券研究报告

2021年01月11日

## 分析师



雒雅梅 S0800518080002



luoyamei@research.xbmail.com.cn

## 联系人



张育浩



18548912118



zhangyuhao@research.xbmail.com.cn



陶冷



15000831636



taoling@research.xbmail.com.cn

## 相关研究

2020年11月通胀数据点评：11月消费需求偏弱，工业生产加速改善 2020年12月9日  
2020年10月通胀数据点评：猪价通缩带动10月CPI走弱 2020年11月11日

2020年9月通胀数据点评：食品价格回落带动CPI下行，四季度预计将会延续 2020年10月15日

通胀专题系列研究二：展望将于2021年到来的通胀周期 2020年9月29日

2020年8月通胀数据点评：食品价格涨幅回落，非食品和工业品价格继续改善 2020年9月9日

2020年7月通胀数据点评：通胀继续升温，下半年仍有空间 2020年8月10日

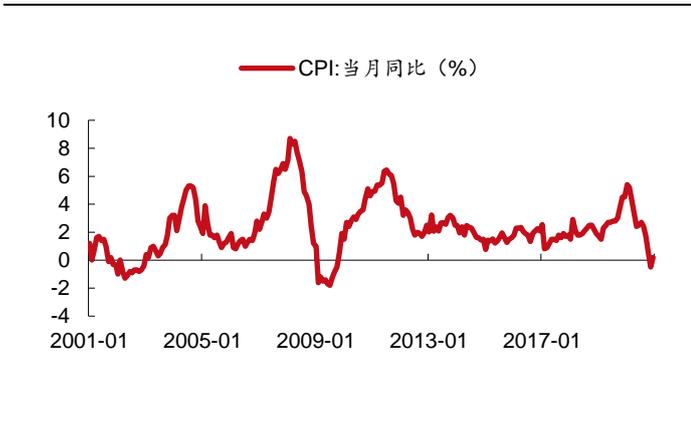
2020年6月通胀数据点评：通胀企稳回升，下半年继续复苏方向不变 2020年7月9日  
2020年5月通胀数据点评：通胀短期压力仍在，需求已逐渐改善 2020年6月10日

2020年4月通胀数据点评：通胀压力继续回落 2020年5月12日

通胀专题系列研究一：2020年猪价对通胀的影响展望 2020年3月13日

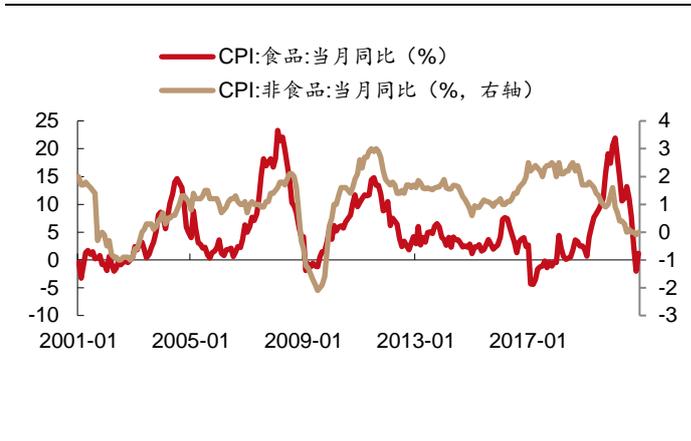
12月CPI由降转升，同比增长0.2%，小幅高于市场预期，主要原因是12月猪价超预期反弹，以及低温天气影响蔬菜水果成本增加共同带动了食品价格同比回升。核心CPI同比增长0.4%，连续五个月增长0.5%之后首次下降，显示居民实际需求仍然疲弱，但也意味着疫情得到控制之后有上行的通胀压力。

图 1: CPI 当月同比



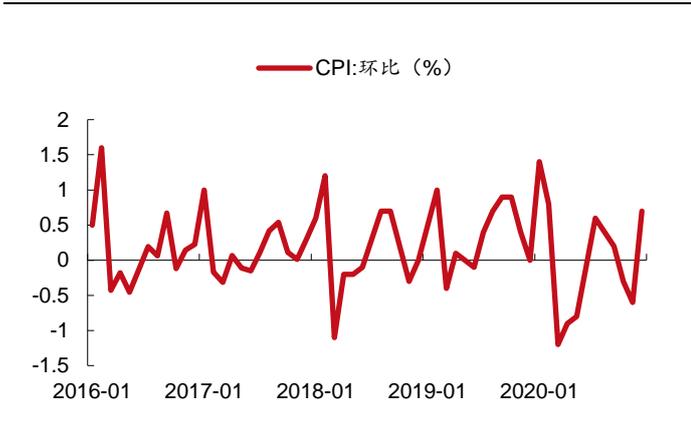
资料来源: WIND, 西部证券研发中心

图 2: 食品项与非食品项 CPI 当月同比



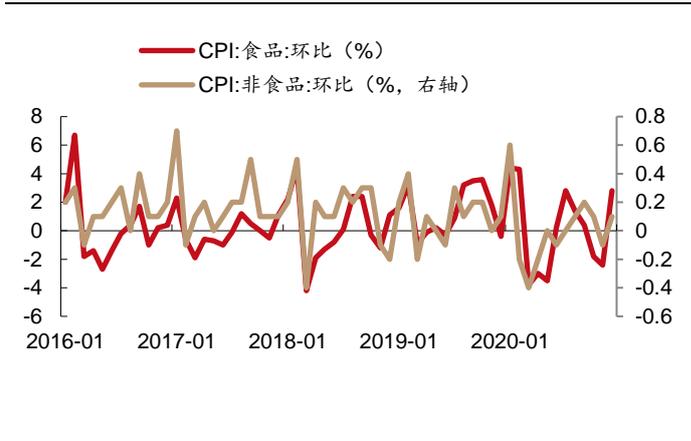
资料来源: WIND, 西部证券研发中心

图 3: CPI 当月环比



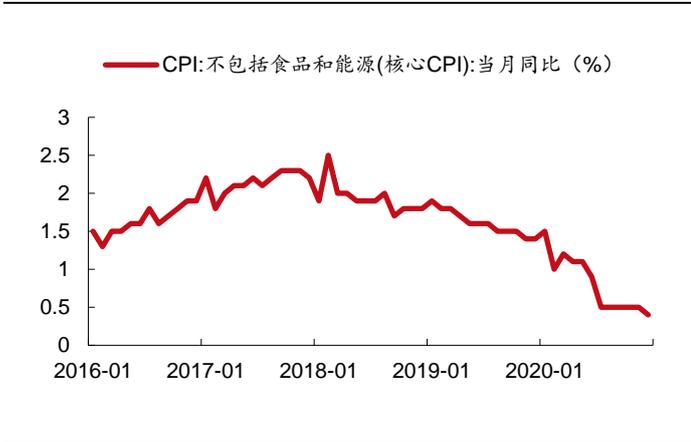
资料来源: WIND, 西部证券研发中心

图 4: 食品项与非食品项 CPI 当月环比



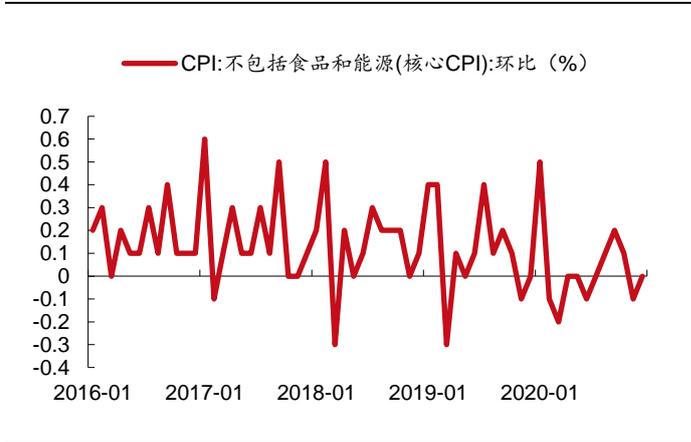
资料来源: WIND, 西部证券研发中心

图 5: 核心 CPI 当月同比



资料来源: WIND, 西部证券研发中心

图 6: 核心 CPI 当月环比



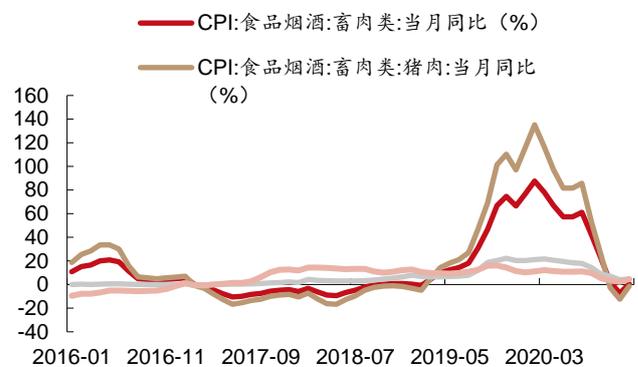
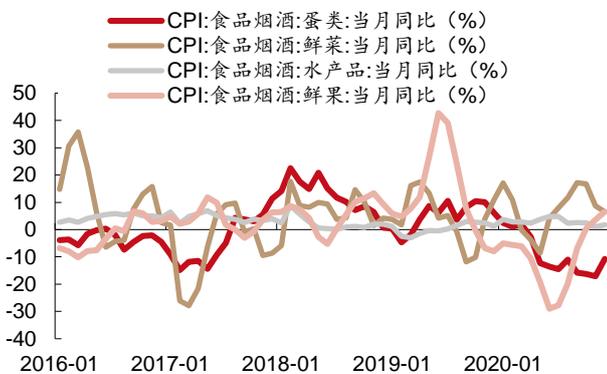
资料来源: WIND, 西部证券研发中心

**12月食品价格同比和环比均由降转升。食品项CPI同比由上月的下降2.0%转为上涨1.2%，影响CPI上涨约0.26个百分点。食品项CPI环比由上月的下降2.4%转为增长2.8%，影响CPI上涨约0.62个百分点。食品中，鲜菜和鲜果价格均同比上涨6.5%，分别影响CPI上涨0.17、0.11个百分点。畜肉类和水产品价格分别同比上涨0.6%、1.7%，影响CPI上涨0.04、0.03个百分点。**

**12月猪肉价格同比下降1.3%，降幅收窄了11.2%；环比增长6.5%。**供给方面，能繁母猪恢复较快，但由于三元能繁效率低导致商品猪供应恢复较慢，同时海外疫情再次爆发，进口冻肉供给减少。因此冬季节假日需求旺季到来时，猪价出现超预期反弹。短期来看，本轮猪价反弹有望持续到春节之前，但中长期来看，供给恢复下猪价仍处于下行周期，生猪期货价格目前仍处于贴水状态，我们判断猪价在春节后仍会对食品价格产生下行压力。

图7：鲜菜、水产品、鲜果价格同比上涨，蛋类价格同比降幅收窄

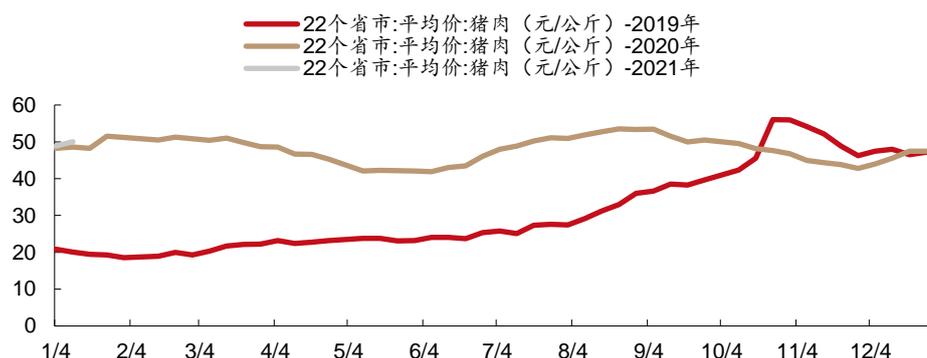
图8：猪肉价格反弹，同比降幅明显收窄



资料来源：WIND，西部证券研发中心

资料来源：WIND，西部证券研发中心

图9：猪肉价格短期有反弹压力，但中期看已经进入下行周期



资料来源：WIND，西部证券研发中心

**12月非食品价格同比持平，环比增长0.1%，尽管较11月小幅修复，但总体看仍然较弱。**

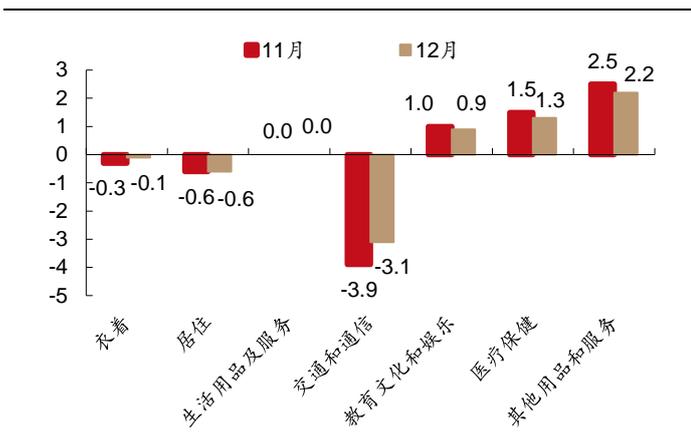
从环比价格来看，居住、生活用品及服务均环比增长0.1%，都比上月回暖0.1个百分点。衣着和医疗保健环比持平，其他用品和服务(-0.4%)、教育文化和娱乐(-0.1%)延续下

降趋势，但降幅收窄。

值得注意的是交通和通信环比增长 0.9%，为 2020 年 9 月以来首次上升，主要是受到国际原油价格反弹影响，汽油、柴油和液化石油气价格分别上涨 5.2%、5.8%和 3.0%，影响 CPI 上涨 0.1 个百分点。

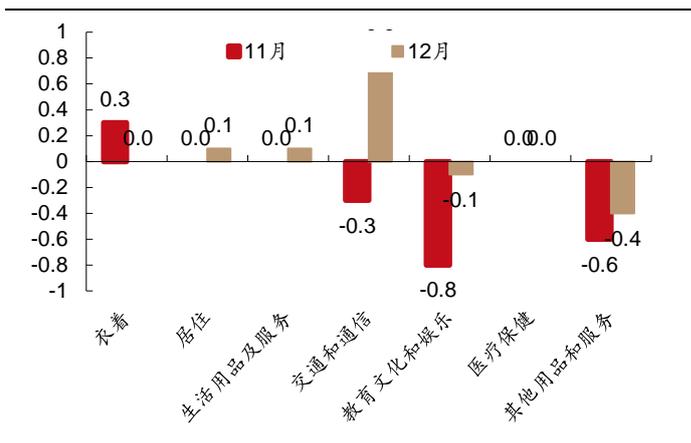
总的来看，非食品需求在 12 月偏弱，同时生产扩张快于需求回暖，对非食品价格形成下行压力。

图 10：非食品项 11-12 月当月同比 (%)



资料来源：WIND，西部证券研发中心

图 11：非食品项 11-12 月当月环比 (%)



资料来源：WIND，西部证券研发中心

**工业生产升温，PPI 超预期回暖。12 月 PPI 环比增长 1.1%，录得 2017 年 1 月以来的最快增速。**12 月 PPI 同比下降 0.4%，降幅较上月收窄 1.1%。其中，生产资料价格同比下降 0.5%，降幅收窄 1.3 个百分点；生活资料价格同比下降 0.4%，降幅扩大 0.4 个百分点。

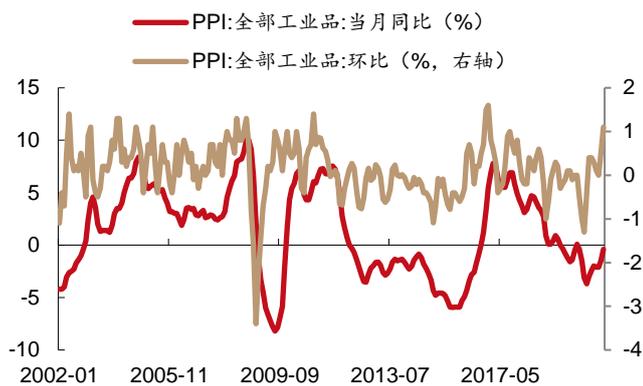
**12 月生产资料价格环比增长 1.4%，增幅较上月扩大 0.7%，是 PPI 超预期回升的主要动力，主要体现在三方面。**

**首先，国际原油价格反弹带动石油产业链价格大涨，影响 PPI 上涨 0.37 个百分点。**全球开始进行疫苗接种行动，经济复苏的预期下，美国 WTI 原油现货价格从 11 月末的 45 美元左右上涨到 12 月末的 48.5 美元，从而带动了石油和天然气开采业，石油、煤炭及其他燃料加工业分别环比上涨 7.9%和 5.3%，涨幅扩大了 7 个和 3.6 个百分点，并且是所有行业中环比涨幅最大的两项。需要注意的是，1 月上旬油价在沙特主动减产的刺激下继续走强，录得 2020 年海外疫情暴发以来的最高值。油价预计对 PPI 还会形成上行的助力。

**其次，今年寒冬气温较低，导致我国供暖需求旺盛。**燃气生产和供应业，以及煤炭开采和洗选业的价格分别环比上涨 4.1%和 3.5%，涨幅均较上月扩大了 1.3 个百分点。

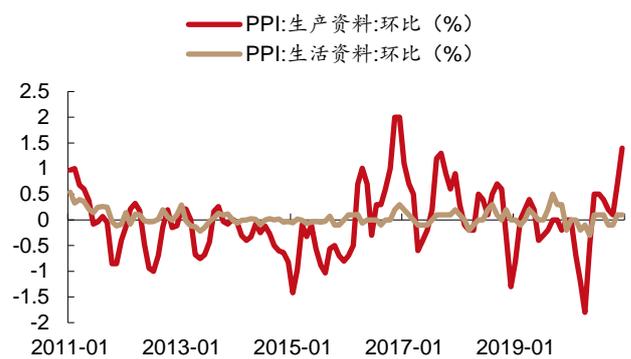
**第三，生产需求持续回暖，12 月铁矿石等国际大宗商品价格大涨，导致黑色系和有色系加工价格上涨，影响 PPI 上涨 0.37 个百分点。**具体来看，有色金属冶炼及压延加工环比上涨最多，达到 3.9%，其次是黑色金属矿采选和冶炼及压延加工业均环比增长 3.3%，涨幅较上月扩大了约 3 个百分点左右。

图 12: PPI 当月同比与环比



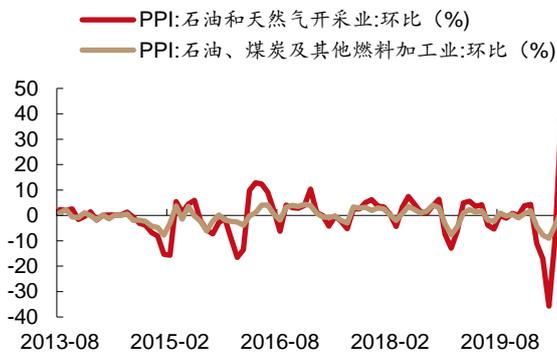
资料来源: WIND, 西部证券研发中心

图 13: 生产资料与生活资料 PPI 当月环比



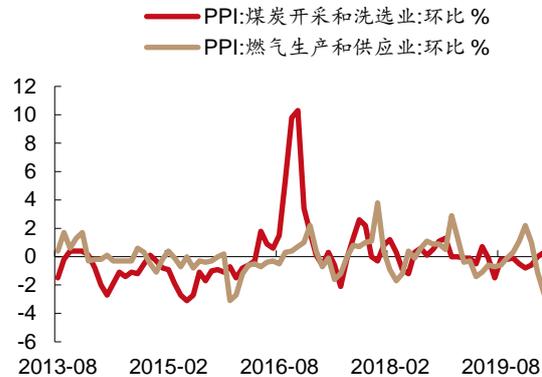
资料来源: WIND, 西部证券研发中心

图 14: 国际油价上涨, 带动石油相关行业价格环比回升



资料来源: WIND, 西部证券研发中心

图 15: 供暖需求增加导致煤炭和燃气相关行业价格走高



资料来源: WIND, 西部证券研发中心

短期来看, 春节临近, 消费需求有望回升。中长期看, 工业生产需求旺盛, 国内外大宗商品价格快速上涨, 全球通胀预期升温。海外方面, 美国通胀保护债券 TIPS 隐含市场对未来 1 年的通胀率已经上升至 2% 以上, 美债收益率已上行突破 1.1%。美国已经开始定价通胀的回归。国内方面, CPI 短期受到猪肉价格扰动, 但非食品价格预计有回升的动力。PPI 已经明确见底开始上行。预计在 2021 年 1 月就有望同比回正。开启上行周期。我们判断

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\\_319](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_319)

