

国开证券
CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

温和再通胀 关注结构变化

— 2021 年通胀形势展望

分析师:

杜征征

执业证书编号: S1380511090001

联系电话: 010-88300843

邮箱: duzhengzheng@gkzq.com.cn

2020 年 12 月 30 日

内容提要:

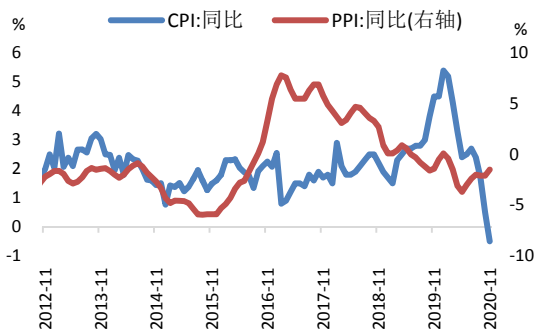
2020 年疫情对通胀的冲击较大,无论是 CPI 还是 PPI 均弱于 2019 年底市场机构的预期。虽然国内疫情控制较好有利于经济迅速触底反弹,但疫情对国内居民收入进一步对需求的冲击难以完全抵消,叠加猪肉供给增长较快导致猪肉对 CPI 的贡献趋弱甚至形成拖累, CPI 加速下行。同时,海外疫情对需求端的冲击较大,大宗商品价格下探后回升但幅度总体有限,由此 PPI 反弹动能在年内大部分时间里较弱。

2021 年是温和再通胀,出现高通胀的概率较小,同时要关注结构上的一些变化。第一,目前需求超预期加速启动甚至过热的迹象不明显。第二,本轮国内宏观政策宽松有节制,未来回归常态化,对通胀的拉升作用相对有限。第三,2021 年国内面临一定的输入性通胀压力但总体有限,国内外通胀预期相对稳定。第四,2021 年 CPI 下行风险高于上行风险,但核心 CPI、非食品 CPI 的上升值得关注。第五,前期宽松环境下的资金流向何处、是否会引起结构性价格上涨值得持续关注。第六,未来关注广义通胀及房价指标优化计入 CPI 的可能性。

未来,随着国内经济的进一步走高以及疫苗加速问世对全球经济的提振, PPI 有望走出长达近 20 个月的通缩,但肉价或持续下行拖累 CPI,后者中枢较 2020 年下降 1.5 个百分点至 1.0% 左右。从平减指数的角度来看,通胀难以大幅高企,货币政策虽然会回归常态但短期难以大幅收紧,中期仍要视国内外经济形势与通胀变化而定。

风险提示: 央行超预期调控,食品价格超预期,贸易摩擦升温,金融市场波动加大,经济下行压力增大,国内外疫情超预期变化风险,中美关系全面恶化风险,国际经济形势急剧恶化,海外黑天鹅事件等。

CPI&PPI



资料来源: Wind, 国开证券研究部

南华工业品指数



资料来源: Wind, 国开证券研究部

相关报告

1. 《经济修复上行 政策满而不溢—2020 年中期国内宏观经济展望》
2. 《年内通胀下行 再通胀效应或有限》
3. 《政策回归常态 创新行稳致远—2021 年国内宏观经济展望》
4. 《CPI 超预期下行 PPI 修复再启动—11 月物价数据点评》

目录

一、2020 年通胀整体下行	3
1、疫情冲击叠加肉类价格回落推动 CPI 持续下行	3
2、全球需求下降导致 PPI 仍滞留在通缩区间	6
二、2021 年是温和再通胀而非高通胀之年	10
1、短期 CPI 进入通缩区间但中期仍温和回升	10
2、关注 PPI 转正后上行幅度及持续时间	21
3、输入性通胀压力有限	26
4、国内政策回归常态有利于通胀的稳定	27
5、国内通胀预期稳定	28
6、结论	29

图表目录

图 1: CPI 冲高回落	4
图 2: 核心 CPI 低位徘徊	4
图 3: 今年食品价格表现总体较弱	4
图 4: 今年食品项下涨幅主要由肉类拉动	4
图 5: 今年非食品价格表现较弱	5
图 6: 今年非食品项下多数表现弱于前两年	5
图 7: 今年猪肉价格同比见顶大幅回落对 CPI 影响较大	5
图 8: 今年下半年 CPI 走弱不完全是受猪肉价格拖累	5
图 9: 今年前 11 个月餐饮业收入仅有 1 个月同比正增长	5
图 10: 消费持续好转但 RPI 掉头向下	5
图 11: 全年 PPI 走势较弱	6
图 12: 生活资料价格表现好于生产资料	6
图 13: 今年以来全球三大矿山产销均弱	7
图 14: 今年前 10 个月全球粗钢产量累计下滑 2%	7
图 15: 年末铁矿石价格逼近近 9 年峰值	8
图 16: 国内螺纹钢价格尚未触及 2017 年高点	8
图 17: 4 月至今铜价大幅上涨 74%	8
图 18: 今年铜矿产能利用率较前几年偏低	8
图 19: 今年全球精铜供需缺口有所扩大	9
图 20: 2019 年以来美洲铜矿产量持续低位	9
图 21: 近期油价反弹至 50 美元/桶左右	9
图 22: 美元走弱助推大宗商品价格修复	9
图 23: PPIRM 触底反弹	10
图 24: 下半年中上游表现好于上游	10
图 25: 中长期中国城镇居民消费支出中食品占比趋于下降而居住比重趋于上升	11
图 26: 近年来国内人均医疗与居住支出占比上升	13

图 27: 未来医疗类与居住类占 CPI 权重有望继续提高	13
图 28: 生猪存栏数明显改善	14
图 29: 猪肉产量同比增速持续反弹	14
图 30: 前 10 个月猪肉进口同比增长 1.3 倍	14
图 31: 前三季度猪肉进口占国内产量比重高达 11%	14
图 32: 本轮猪肉价格峰值远超历史水平	15
图 33: 猪肉占 CPI 权重大幅上升	15
图 34: 2004 年以来国内粮食实现十七连丰	16
图 35: 国内三大主粮产量稳中有升	16
图 36: 近几年大豆进口占粮食总进口比例在 73% 左右	17
图 37: 预计 2020 年除大豆外的粮食进口低于 2015 年	17
图 38: 近年来国内小麦库存充足	17
图 39: 近几年稻谷库存有所下降但总体仍较为充足	17
图 40: 2016 年后国内粮食价格低位波动	18
图 41: 国际粮价涨至近 6 年新高	18
图 42: 今年 4 月后玉米价格上涨近 30%	19
图 43: 2016 年后国内玉米库存快速回落	19
图 44: 下半年非制造业 PMI 加速	20
图 45: CPI 服务类价格触底反弹	20
图 46: 今年居民实际消费支出增速滞后于收入	20
图 47: 居民工资性收入复苏相对较慢	20
图 48: 今年原油价格大幅波动	24
图 49: 2021 年原油需求温和增长	24
图 50: 12 月 EIA 对 21 年原油供需缺口的预估较 7 月谨慎	24
图 51: 美国原油库存仍在高位	24
图 52: 美国钻机数量低位增长	24
图 53: 美国新钻油低位回升	24
图 54: 库存周期与 PPI 走势大致吻合	26
图 55: ZEW 通胀指数预示欧元区通胀将触底回升	26
图 54: ZEW 美国通胀指数尚未恢复至正常时期	27
图 55: ZEW 通胀指数预示欧元区通胀将触底回升	27
图 58: 国内货币超发与 CPI 的关联关系并不稳定	28
图 59: 2017-2019 年社融增速高出 M2 约 3 个百分点	28
图 60: 居民对未来物价上涨的预期季节性温和上升	29
图 61: 预计物价上涨的居民比例为近年来相对低位	29
表 1: 今年大宗商品价格均值变化 (单位: %)	7
表 2: 2011 年以来人均消费支出细项占比情况 (单位: %)	11
表 3: 近年来 CPI 基期轮换调整情况	12
表 4: IMF 与世界银行对 2020-2021 年全球经济展望 (单位: %)	21
表 5: 世界银行: 2017-2022 年国际大宗商品价格情况(2010=100)	22
表 6: 世界银行: 2017-2022 年有色金属价格情况(单位: 美元/吨, 现价)	22

一、2020 年通胀整体下行

2020 年疫情对通胀的冲击较大，无论是 CPI 还是 PPI 均弱于 2019 年底市场机构的预期。虽然国内疫情控制较好有利于经济迅速触底反弹，但疫情对国内居民收入进一步对需求的冲击难以完全抵消，叠加猪肉供给增长较快导致猪肉对 CPI 的贡献趋弱甚至形成拖累，CPI 加速下行。同时，海外疫情对需求端的冲击较大，大宗商品价格下探后回升但幅度总体有限，由此 PPI 反弹动能在年内大部分时间里较弱。

1、疫情冲击叠加肉类价格回落推动 CPI 持续下行

和历史上大多时期一致，今年全年 CPI 走势主要受食品价格影响且波动明显加大，一方面季节性因素继续发挥影响，另一方面突发的疫情放大了上述波动性。1 月（5.4%）为全年高点，2-6 月因为疫情冲击与 2019 年同期高基数效应叠加趋于下行，7-8 月因为猪肉价格反弹止跌回升，9 月起猪肉价格同比加速回落甚至在 10-11 月步入负值区间从而拖累 CPI。

第一，食品与非食品价格环比表现均弱于季节性特征。今年前 11 个月，食品项只有 4 个月（1、2、6、7 月）强于季节性，且 1-11 月月均弱于季节性 0.45 个百分点；非食品项除 1 月（高出季节性 0.3 个百分点）、8 月（持平季节性）外均弱于季节性，且 1-11 月月均低于 0.14 个百分点。

第二，肉类价格同比涨幅大幅回落、终端需求温和复苏叠加 2019 年 9 月后基数上升导致 CPI 在今年下半年加速回落。从今年前 11 个月累计同比增速看，食品烟酒价格同比上涨 9.0%（上半年为 12.2%，下同），其他用品和服务上涨 4.5%（5.0%），医疗保健上涨 1.9%（2.1%），教育文化和娱乐上涨 1.3%（2.0%），生活用品及服务同比持平（0.1%），居住回落 0.4%（-0.1%），衣着回落 0.2%（-0.1%），交通和通信回落 3.5%（-3.2%）。上述大类均较上半年呈现不同程度的回落，印证当前终端需求仍是温和复苏而非强力反弹。

第三，从食品项同比涨幅看，今年肉类尤其是猪肉价格波动较大，对 CPI 的影响较大。其中，1-9 月猪肉价格同比涨幅前高后低，在 25.5%至 135.2%波动；10 月同比转负至-2.8%，11 月进一步下滑至-12.5%（2018 年 7 月以来最低）。由此，猪肉价格对 CPI 的贡献从峰值（2 月，拉动 CPI 3.19 个百分点，贡献率为 61.3%）跌至低点（11 月，拖累 CPI 0.6 个百分点，而当月 CPI 为-0.5%）。

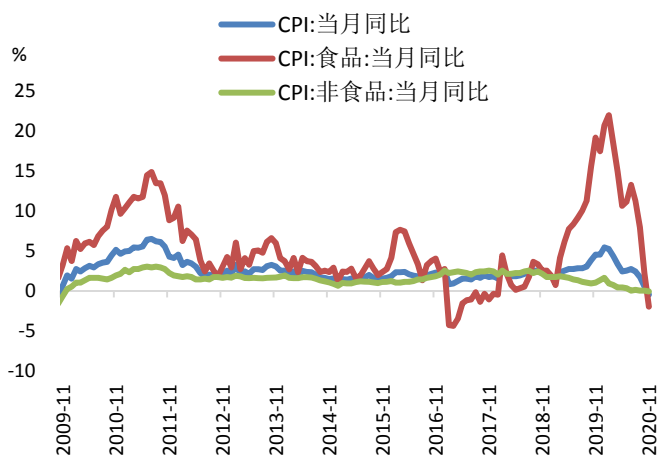
第四，疫情对今年餐饮业冲击较大，后者对食品类需求有所放缓，从而也导致了 CPI 的羸弱。今年前 11 个月有 10 个月餐饮业收入同比增速为

负，仅有10月短暂转正，3月则一度同比下降46.8%。

第五，核心CPI回落并低位徘徊，显示终端需求温和复苏。今年1月核心CPI同比增速冲高至1.5%，3月后一路回落，7-11月连续5个月稳定在0.5%，全年均值或在0.8%左右，而2013年以来历年均值在1.5-2.2%间波动。同时，社会消费品零售总额增速已从2月的同比下滑20.5%恢复到11月的同比增长5%，但核心CPI并未启动且CPI与RPI掉头向下。相比之下疫情对需求冲击较大，但恢复期需求仍然是温和复苏。

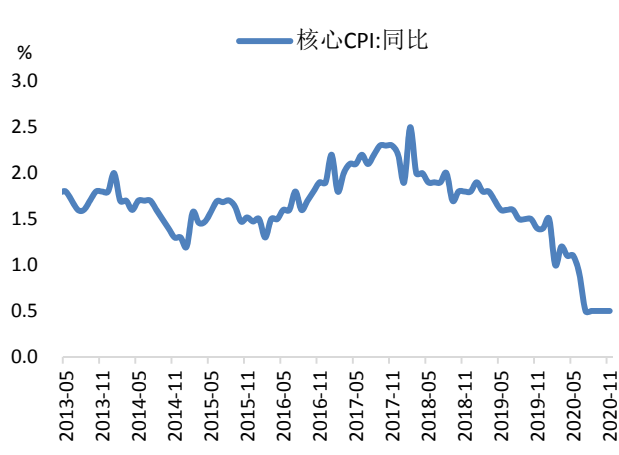
综合来看，今年CPI大起大落，一方面是肉类（尤其是猪肉）价格大幅波动所致，另一方面剔除肉类后的CPI以及核心CPI仍然在低位徘徊，并没有跟随消费复苏上行，表明需求是温和复苏而非强力反弹。

图 1: CPI 冲高回落



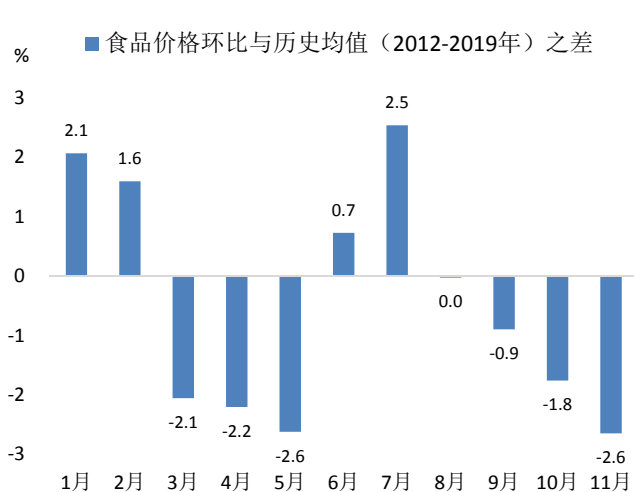
资料来源: Wind, 国开证券研究部

图 2: 核心 CPI 低位徘徊



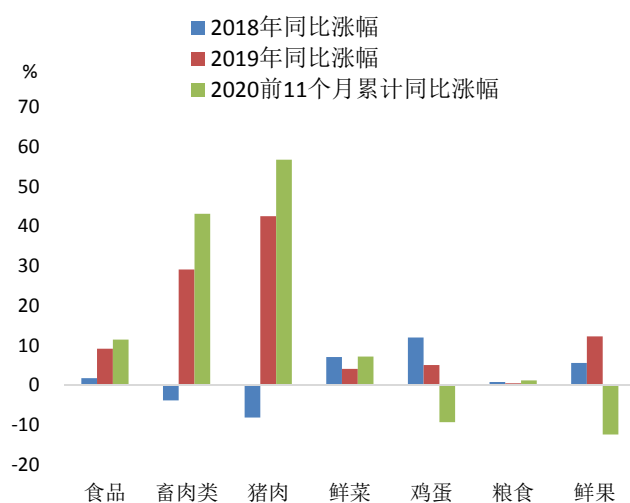
资料来源: Wind, 国开证券研究部

图 3: 今年食品价格表现总体较弱



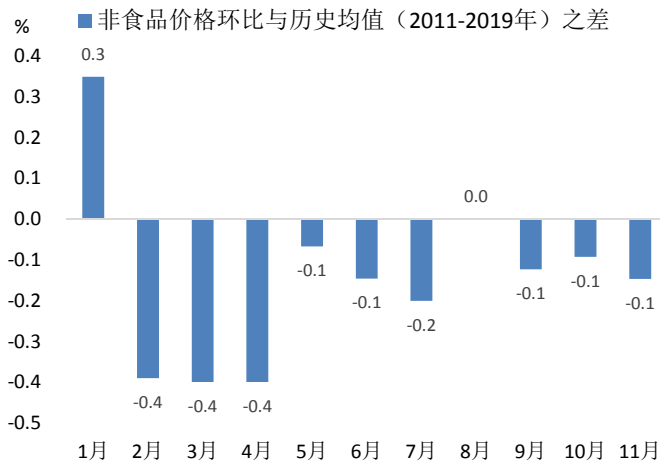
资料来源: Wind, 国开证券研究部

图 4: 今年食品项下涨幅主要由肉类拉动



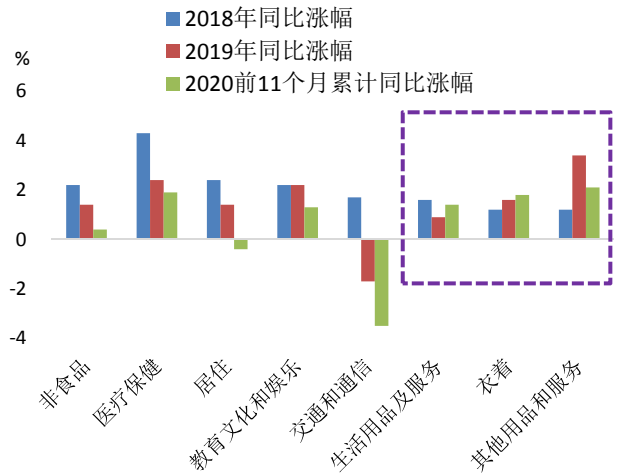
资料来源: Wind, 国开证券研究部

图 5: 今年非食品价格表现较弱



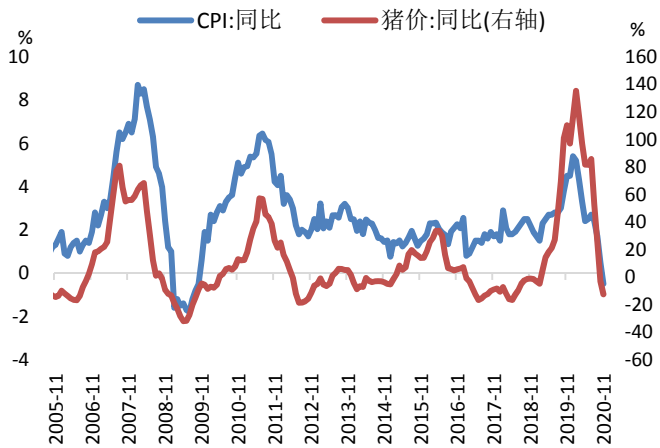
资料来源: Wind, 国开证券研究部

图 6: 今年非食品项下多数表现弱于前两年



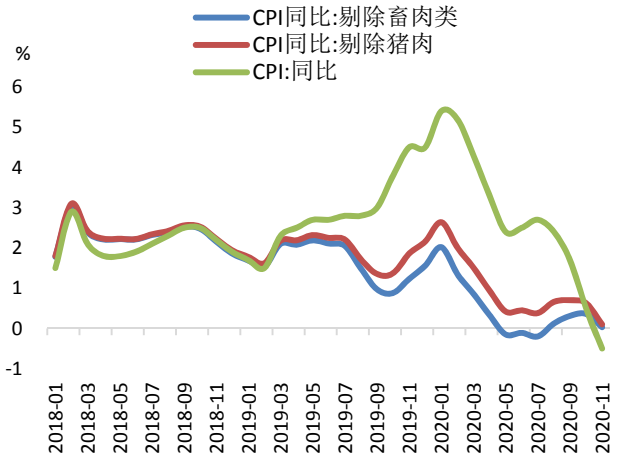
资料来源: Wind, 国开证券研究部

图 7: 今年猪肉价格同比见顶大幅回落对 CPI 影响较大



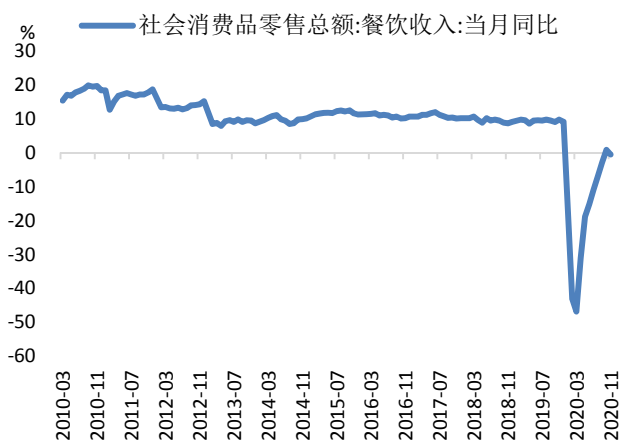
资料来源: Wind, 国开证券研究部

图 8: 今年下半年 CPI 走弱不完全是受猪肉价格拖累



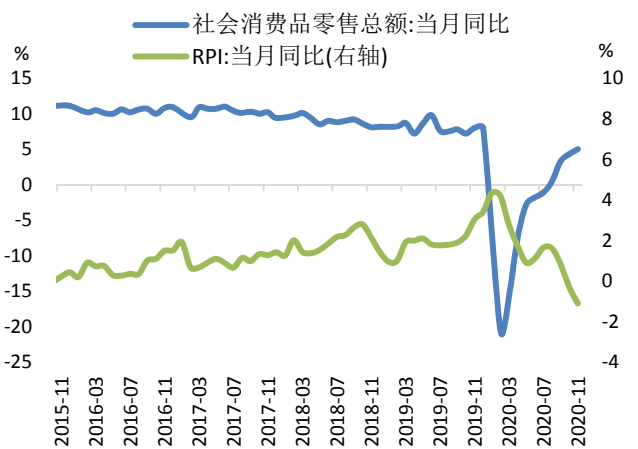
资料来源: Wind, 国开证券研究部

图 9: 今年前 11 个月餐饮业收入仅有 1 个月同比正增长



资料来源: Wind, 国开证券研究部

图 10: 消费持续好转但 RPI 掉头向下



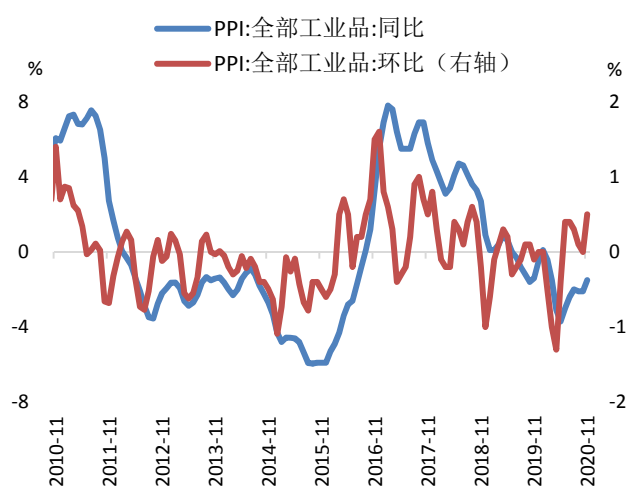
资料来源: Wind, 国开证券研究部

2、全球需求下降导致 PPI 仍滞留在通缩区间

受疫情影响，PPI 进入通缩区间。全年只有 1 月短暂在零之上，其他均在通缩区间，最低的 5 月曾下探至-3.7%，6-11 月震荡上行至-1.5%，但总体涨幅低于市场预期。前 11 个月 PPI 累计同比下降 2.0%，PIRM 同比下降 2.5%，分别较 2019 年同期回落 1.7、1.8 个百分点。其中，生产资料累计同比下降 2.9%，生活资料累计同比上涨 0.5%；燃料动力类（尤其是原油价格大跌）、化工原料类分别同比下跌 8.6%、7.7%，严重拖累整体水平。

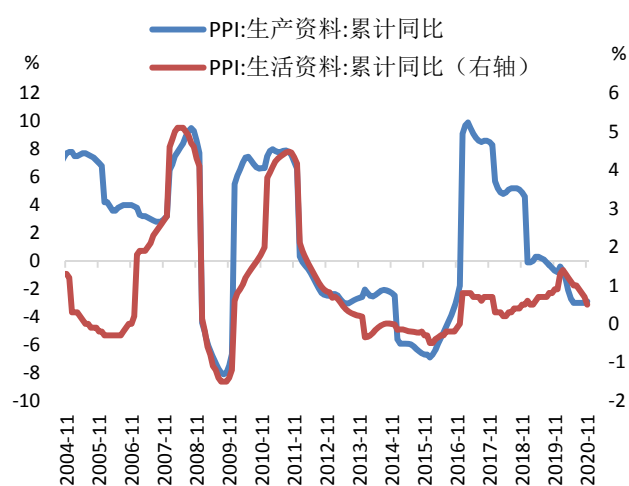
年初以来，工业品与原材料价格走势大体上分为几个阶段：第一阶段是 1-4 月，工业品与原材料价格环比回落缘于疫情抑制需求以及美元指数上涨，叠加 2019 年同期基数持续走高，同比跌幅逐步加大，尤其是原油价格最大跌幅超过 60%，从而拖累 PPI；第二阶段是 5-8 月，海外重启复工、中国经济步入反弹、全球巨量刺激政策以及原油供给端收缩等因素提振商品市场，表现为大宗商品价格环比转正、同比跌幅收窄，推动 PPI 环比转正、同比触底反弹；第三阶段是 9-10 月，海外疫情第二波加速扩散，部分国家收紧防控政策，市场担忧需求复苏，大宗商品价格环比走弱，同比跌幅有所扩大。11 月至今在疫苗加速消息的刺激下，价格再度反弹，同比跌幅收窄。在此期间，美元走弱为大宗商品价格反弹提供了计量条件，12 月 19 日美元指数（89.8）较 2019 年末回落 6.9%，为 2018 年 4 月 20 日以来首次跌破 90。

图 11：全年 PPI 走势较弱



资料来源：Wind，国开证券研究部

图 12：生活资料价格表现好于生产资料



资料来源：Wind，国开证券研究部

表 1: 今年大宗商品价格均值变化 (单位: %)

时间	同比变化		环比变化	
	CRB 指数	Brent 原油	CRB 指数	Brent 原油
1 月	1.5	5.7	-1.5	-2.3
2 月	-6.0	-13.9	-5.9	-12.9
3 月	-24.3	-49.7	-18.5	-39.2
4 月	-35.9	-62.8	-13.5	-21.0
5 月	-30.2	-53.9	4.9	21.7
6 月	-22.7	-35.3	8.5	25.8
7 月	-21.2	-32.7	3.9	6.0
8 月	-12.1	-24.4	5.8	4.1
9 月	-15.4	-32.8	-0.9	-7.0
10 月	-14.8	-30.4	0.5	-0.8
11 月	-14.4	-29.9	3.1	5.9

资料来源: Wind, 国开证券研究部

在 2020 年大部分时间里, 主要大宗商品跌多涨少且波动性加大, 年末在美元贬值、全球经济复苏预期等因素影响下涨幅有所扩大。供给对部分商品价格走势的影响较前几年放大。

比如铁矿石, 其一季度供给在澳洲飓风、巴西暴雨、Vale 复产不及预期等因素影响下, 整体发货量偏低, 虽然二季度发货环比有所回升, 但受疫情及需求等因素影响, 同比增长仍然受限。今年前三季度全球三大矿山铁矿石产量同比增长 1.3%, 2019 年全年同比大幅回落 10.1%, 均低于 2017 年 (同比增长 2.7%, 下同) 与 2018 年 (4.1%)。今年前三季度三大矿山的销量同比减少 0.3%, 2019 年全年同比大幅回落 5.5%, 均低于 2017 年 (0.8%) 与 2018 年 (3.1%)。2019 年全球铁矿石产销均弱的情况在 2020 年得到一定改善但与正常时期相比仍有差距, 叠加全球大规模刺激政策实施, 铁矿石价格大幅上行, 临近年末表现得尤为明显。

图 13: 今年以来全球三大矿山产销均弱

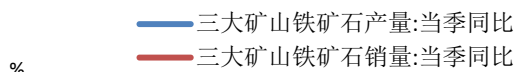
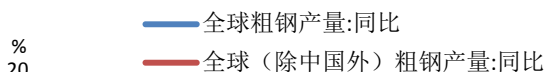


图 14: 今年前 10 个月全球粗钢产量累计下滑 2%



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_368

