财信国际经济研究院
CHASING INTERNATIONAL ECONOMIC INSTITUTE

预计 1 月 CPI 为负，PPI 将迎来正增长

——2020 年 12 月 CPI 和 PPI 数据点评

宏观点评

投资要点：

- **食品是 CPI 同比由负转正主因。**12 月 CPI 同比增长 0.2%，重回正增长区间。食品价格同比由下降 2.0%转为上涨 1.2%，对 CPI 的拉动作用较上月提高 0.7 个百分点，与本月 CPI 增幅相当。其中猪肉、鲜菜、鲜果价格出现普涨，主要受冬季需求增加、短期供给扰动以及养殖运输成本上升等因素共同影响。
- **油价拖累作用减弱，非食品价格持平于去年。**12 月非食品价格同比增长 0.0%，较上月提高 0.1 个百分点。从分项看，交通和通信项同比降幅收窄是非食品价格边际回升主因，主要原因在于国际油价的持续上涨；但旅游、其他用品及服务价格同比有所回落，主要是受局部疫情拖累影响。
- **预计 1 月 CPI 同比下降 0.4%左右，全年约增长 1.5%。一是**预计 1 月食品价格环比将继续上涨；**二是** 2020 年一季度猪肉平均批发价高达 48 元/公斤，高基数效应下猪肉价格短暂回升对 CPI 的拉动作用不强；**三是**油价拖累作用将继续减弱，但局部疫情下国内服务业重启放缓，短期非食品上涨幅度不宜高估；**四是** 1 月份 CPI 翘尾因素为-1.2%左右。综上，预计翘尾因素拖累下 1 月 CPI 同比下降 0.4%左右，2021 年全年约增长 1.5%。
- **全球需求恢复预期增强，加之国内经济稳健复苏，PPI 回暖速度加快。**12 月 PPI 同比下降 0.4%，降幅较上月收窄 1.1 个百分点。其中，生产资料和生活资料价格同比降幅分别收窄 1.3 和 0.4 个百分点，生产资料价格上涨是 PPI 回暖主因。

  从行业看，上游行业价格上涨幅度高于中下游行业。疫苗投放下海外需求修复预期增强，叠加国内工业需求继续释放，国内上游行业出厂价格提高较多，如黑色金属矿采选业、有色金属冶炼及压延加工业等“三黑一色”行业价格上涨幅度靠前；但受国内需求恢复偏慢影响，中下游工业企业出厂价格上涨幅度均不及上游行业。
- **预计 1 月 PPI 约增长 0.8%，全年约增长 2.0%。一是** 2021 年 PPI 翘尾因素将较 2020 年提高 1.6 个百分点；**二是**疫苗投入使用叠加前期政策效果显现，全球大宗商品价格短期上行压力较大，但全球经济负产出缺口仍在，大宗商品持续上行动力不足，国内输入型通胀压力可控；**三是** 2020 年使用偏慢的财政资金短期将支撑基建投资维持高增长，但在隐性债务风险增加和房主不炒定位下，2021 年国内基建和房地产投资需求都将边际回落，未来 PPI 大幅上涨支撑并不强。
- **PPI 和 CPI 剪刀差收窄，反映经济增长动能继续恢复。**历史数据表明，PPI 和 CPI 剪刀差与工业企业利润和名义 GDP 增速存在显著正相关关系。12 月份剪刀差收窄 0.4 个百分点至-0.6%，连续 8 个月收窄但持续为负，预示着我国工业企业利润将边际修复。展望未来，随着国内经济向潜在增速回归，PPI 和 CPI 剪刀差将继续收窄，但短期内难以恢复至疫情前水平。

财信研究院
宏观团队

李沫
宏观经济研究中心 高级研究员
电话：18811575811
邮箱：limo.ye@163.com

财信宏观经济研究中心微信号

目 录

一、食品是 CPI 同比由负转正主因 3
（一）季节性和短期因素叠加，食品价格出现普涨 3
（二）油价拖累作用减弱，非食品价格持平于去年 4
二、预计 1 月 CPI 同比下降 0.4%左右，全年约增长 1.5% 4
三、预计 1 月 PPI 增长 0.8%左右，全年约增长 2.0% 5
（一）全球需求恢复预期增强，加之国内经济稳健复苏，PPI 回暖速度加快 5
（二）预计 1 月 PPI 增长 0.8%左右 ，全年约增长 2.0% 6
四、PPI 和 CPI 剪刀差收窄，预示经济增长动能继续恢复 6

正文：

事件：2020 年 12 月份全国居民消费价格指数（CPI）环比上涨 0.7%，同比上涨 0.2%，较上月提高 0.7 个百分点；工业生产者出厂价格指数（PPI）环比上涨 1.1%，同比下降 0.4%，降幅较上月收窄 1.1 个百分点。

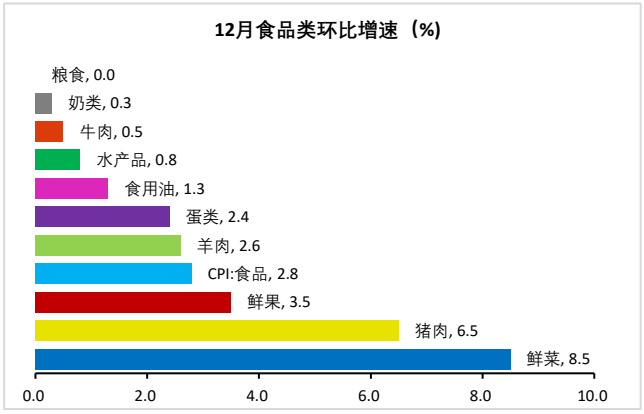
一、食品是 CPI 同比由负转正主因

（一）季节性和短期因素叠加，食品价格出现普涨

从环比看，食品价格上涨 2.8%，较上月提高 5.2 个百分点。从主要食品分项看，受寒潮天气和季节性因素影响，多数食品价格环比均出现上涨，其中猪肉和鲜菜环比大幅上涨是食品价格由跌转涨主因。受猪肉进口冻肉受限、季节性需求增加以及饲料成本上涨等因素叠加影响，猪肉价格环比上涨 6.5%，较上月提高 13 个百分点，结束了连续三个月的环比下跌；受寒潮天气下储运成本增加影响，鲜菜、鲜果价格分别环比上涨 8.5%和 3.5%，分别较上月提高 14.2 和 3.5 个百分点（见图 1）。

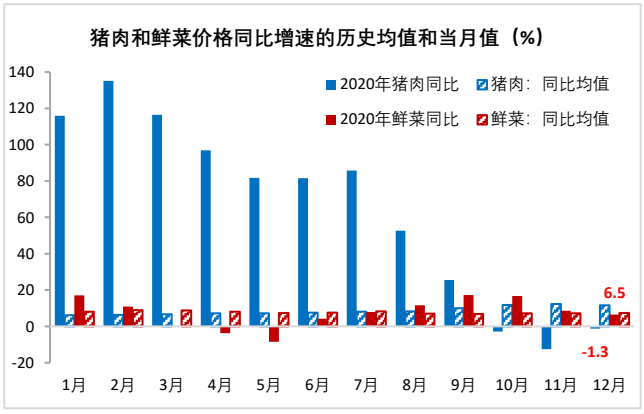
从同比看，12 月食品价格上涨 1.2%，较上月提高 3.2 个百分点，影响 CPI 上涨约 0.26 个百分点，是 CPI 同比上涨的主要原因。受猪肉价格环比上涨影响，猪肉价格同比降幅较上月收窄 11.2 个百分点至-1.3%，但高基数效应下同比依然为负，影响 CPI 回落 0.06 个百分点；鲜菜同比增长 6.5%，较上月回落 2.1 个百分点，影响 CPI 上涨约 0.17 个百分点（见图 2）。

图 1：12 月食品类价格环比增速



资料来源：WIND，财信研究院

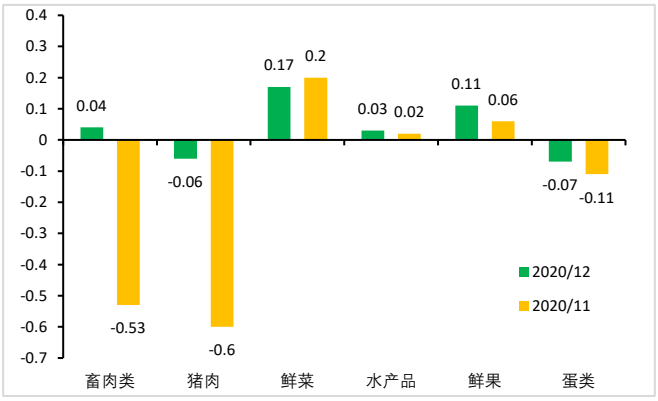
图 2：12 月鲜菜和猪肉价格同比增速



资料来源：WIND，财信研究院

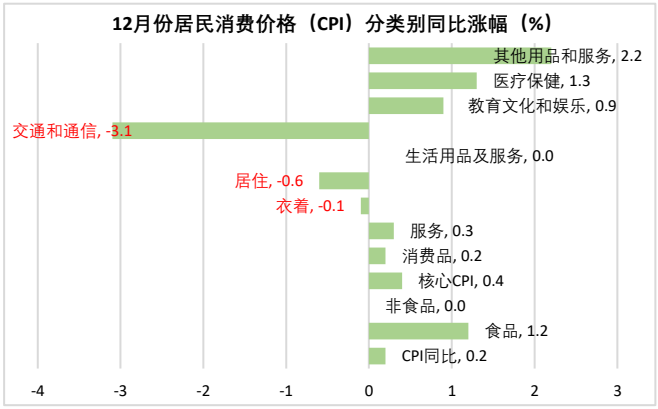
从食品各成分对 CPI 同比的贡献度看，12 月份猪肉对 CPI 的拖累作用有所减弱，蔬菜贡献度相对平稳，鲜果贡献度有所回升（见图 3）。其中猪肉拉动 CPI 回落 0.06 个百分点，较上月增加 0.54 个百分点，贡献了 CPI 同比增幅的 77%左右。总体看，受寒潮、疫情等扰动因素影响食品供给端有所收缩，但元旦春节等传统节日影响下食品需求较为旺盛，猪肉、蔬菜、水果等食品价格普涨共同推动 CPI 同比由跌转涨，但高基数效应不容忽视，不利于一季度 CPI 的提高，预计大概率处于 1%以下水平。

图 3：食品各成分对 CPI 同比的贡献度（%）



资料来源：WIND，财信研究院

图 4：12 月份居民消费价格（CPI）分类别同比涨幅（%）



资料来源：WIND，财信研究院

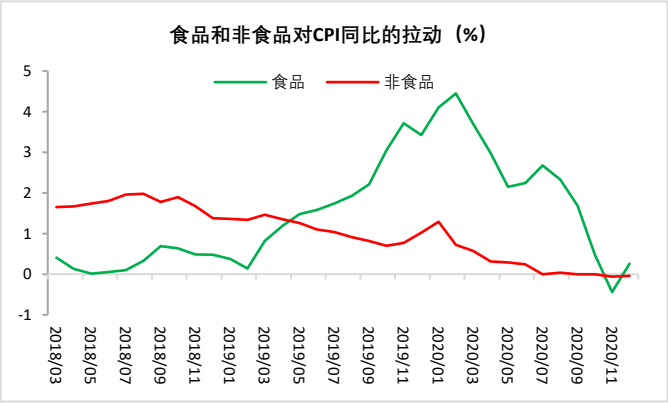
（二）油价拖累作用减弱，非食品价格持平于去年

12 月非食品价格同比增长 0%，较上月提高 0.1 个百分点（见图 4）。其中，受国际油价持续回升影响，交通和通信项同比降幅收窄 0.8 个百分点，对 CPI 的拖累作用有所减弱；但受国内局部地区出现散点疫情影响，旅游、其他用品及服务价格均有所回落。

此外，受国内消费需求恢复偏慢影响，12 月剔除食品和原油的核心 CPI 同比增长 0.4%，较上月回落 0.1 个百分点。一是与最近疫情多点散发有一定关系，导致接触型服务业增速较慢，如交通类增速持续为负，教育文化和娱乐类低增长；二是与疫情冲击下居民收入增速放缓有关，如居住类和衣着类价格增速持续为负；三是与 2019 年服务类项目增速较高也有一定关系，在技术上不利于 2020 年同比增速的提高。

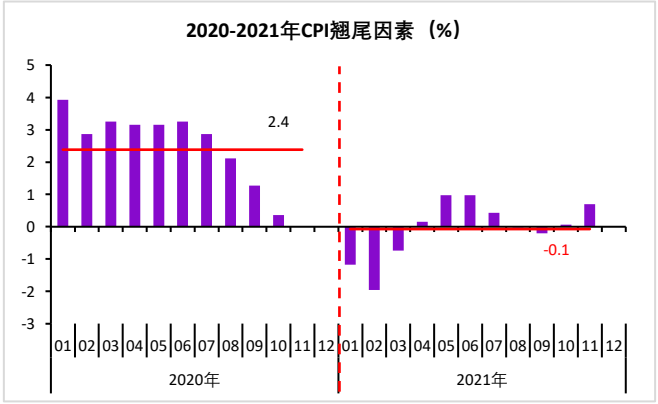
疫情冲击下，受居民收入下降和疫后居民消费需求恢复偏慢影响，非食品对 CPI 的拉动作用逐渐由 1 月份的 1.29%降至 12 月的-0.04%，非食品对 CPI 的贡献度持续下降（见图 5），预计随着居民消费需求尤其是服务需求的恢复，未来非食品价格对 CPI 的拉动作用将有所回升。

图 5：疫情冲击下非食品对 CPI 拉动作用趋弱



资料来源：WIND，财信研究院

图 6：2021 年全年翘尾因素回落



资料来源：WIND，财信研究院

二、预计 1 月 CPI 同比下降 0.4%左右，全年约增长 1.5%

预计 1 月消费者物价指数（CPI）同比下跌 0.4%左右，较去年 12 月回落 0.6 个百分点。理由如下：

一是预计 1 月食品价格环比将继续上涨。历史经验表明，1 月份食品环比涨幅将季节性提高，如 1 月食品环比历史均值为 2.5%，较 12 月提高 1.3 个百分点。根据农业部高频数据，截止到 1 月 8 日，28 种重点监测蔬菜、7 种重点监测水果、猪肉价格分别环比上涨 11.7%、2.2%、6.7%，预示着 1 月食品环比将继续上涨。

二是猪肉高基数下拉作用不容忽视。受冬季需求增加、短期供给扰动和养殖成本上升影响，近期猪肉价格回升较快，但 2020 年一季度猪肉平均批发格高达 48 元/公斤，处于历史绝对高位，高基数效应下，猪肉价格短期上涨对 CPI 的拉动作用不会太强。

三是油价拖累作用将继续减弱，但局部疫情下国内服务业重启放缓，非食品上涨幅度不宜高估。随着疫苗推进和前期政策效果显现，国际油价出现回升，其对非食品的拖累作用将有所减弱。但全球需求恢复对原油的支撑力度不足，叠加国内散点疫情拖慢服务业复苏进程，且居民收入偏慢下居民消费需求弱复苏，非食品价格上涨空间有限。

四是 1 月份 CPI 的翘尾因素为-1.2%左右，而 12 月份翘尾因素为 0%（见图 6）。

综上，预计翘尾因素拖累下 1 月 CPI 同比下降 0.4%左右，2021 年全年约增长 1.5%。

三、预计 1 月 PPI 增长 0.8%左右，全年约增长 2.0%

（一）全球需求恢复预期增强，加之国内经济稳健复苏，PPI 回暖速度加快

受国际大宗商品价格持续攀升影响，加之国内需求稳健复苏，12 月工业生产者出厂价格同比下降 0.4%，降幅较上月收窄 1.1 个百分点。其中，生产资料和生活资料分别同比下降 0.5%和 0.4%，分别较上月提高 1.3 和 0.4 个百分点（见图 7）。

从行业看，上游价格上涨幅度高于中下游。疫苗投放下海外需求修复预期增强，叠加国内工业需求继续释放，国内上游行业出厂价格提高较多，如黑色金属矿采选业、有色金属冶炼及压延加工业等“三黑一色”行业价格上涨幅度靠前；但受国内消费端恢复偏慢影响，中下游工业企业出厂价格上涨幅度均不及上游行业。

图 7：生产资料和生活资料价格变化（%）

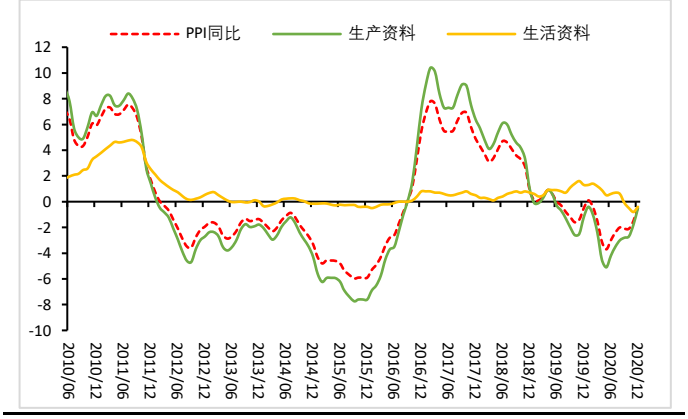
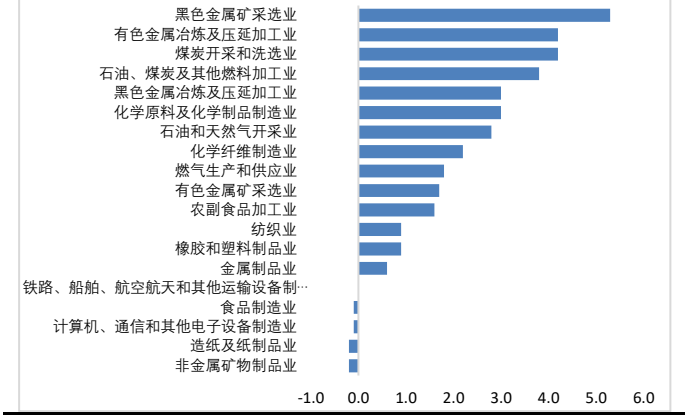


图 8：12 月主要行业工业生产者出厂价格变动（%）

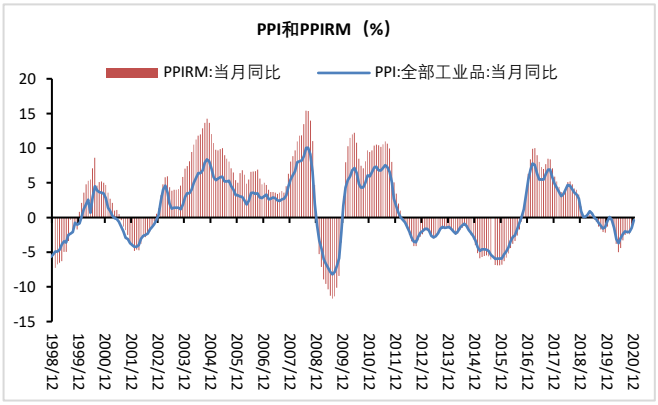


资料来源：WIND，财信研究院

资料来源：WIND，财信研究院

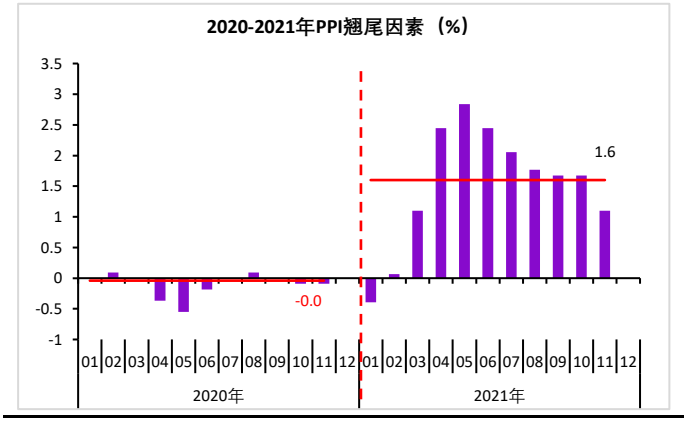
从原材料购进价格（PPIRM）对 PPI 的影响看，前者涨跌变化直接左右后者的同向变动（见图 9）。由于我国编制的 PPIRM 所调查的产品包括燃料动力、黑色金属、有色金属、化工、建材等九大类，调查涵盖 900 多个基本分类的 10000 多种工业产品价格，因此 PPIRM 既受人民币汇率和海外大宗商品价格（CRB）的影响，也受国内需求等基本面因素的约束。但由于中国是全球大宗商品的最大需求方，所以 PPIRM 最重要的决定因素还是中国需求，PPI 和 PPIRM 基本同步波动。12 月 PPIRM 同比增长 0%，较上月提高 1.6 个百分点，与 PPI 走势一致，反映出全球需求恢复预期的持续增强。

图 9：PPI 与原材料购进价格指数（PPIRM）



资料来源：WIND，财信研究院

图 10：2021 年 PPI 翘尾因素提高



资料来源：WIND，财信研究院

（二）预计 1 月 PPI 增长 0.8%左右 ，全年约增长 2.0%

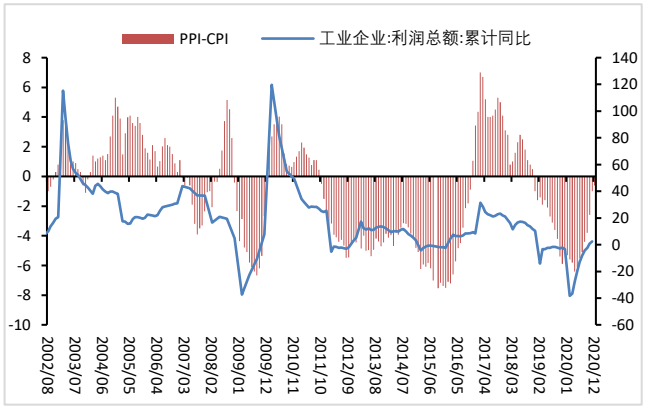
预计 1 月 PPI 同比增长 0.8%左右。**一是**从技术层面看，翘尾因素将提高 1.6 个百分点，从 2020 年的 0.0%提高至 2021 年的 1.6%（见图 10）。二是疫苗投入使用叠加前期政策效果显现，全球需求回暖预期增强，全球大宗商品价格短期上行压力较大，但全球经济负产出缺口仍在，大宗商品持续上行动力不足，全年输入型通胀压力可控。**三是** 2020 年使用偏慢的财政资金短期将支撑基建投资维持高增长，但在隐性债务风险增加和房主不炒定位下，2021 年国内基建和房地产投资需求都将边际回落，未来 PPI 大幅上涨支撑并不强。

综合来看，预计 1 月份 PPI 同比增长 0.8%左右。

四、PPI 和 CPI 剪刀差收窄，预示经济增长动能继续恢复

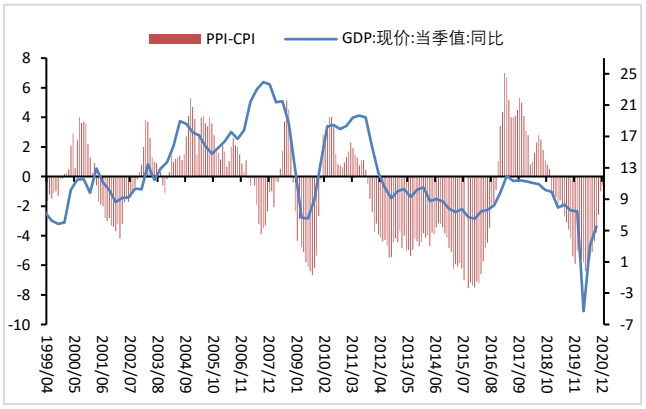
CPI 和 PPI 是我国价格指标体系的核心组成部分，其中 CPI 是居民购买生活消费品和服务的价格，而 PPI 是工业产品出厂价格指数。因此，PPI 和 CPI 剪刀差在一定程度上反映了工业企业盈利空间的变化。历史数据表明，PPI 和 CPI 剪刀差与工业企业利润和名义 GDP 增速存在显著正相关关系（见图 11-12）。12 月份 PPI 和 CPI 的剪刀差为-0.6%，较上月收窄 0.4 个百分点，连续 8 个月有所收窄，但持续为负，预示着我国工业企业利润将边际修复，但经济尚未恢复至疫情前水平。

图 11：PPI 与 CPI 差值持续收窄，企业盈利有望改善



资料来源：WIND，财信研究院

图 12：PPI 与 CPI 差值收窄，名义 GDP 增速有望回升



资料来源：WIND，财信研究院

免责声明

本报告由财信研究院提供，仅供本公司员工和客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告所提供信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。

本报告所载信息仅反映本公司初次公开发布该报告时的判断，我司保留在不发出通知的情形下，补充、更正和修订相关信息的权利，报告阅读者应当自行关注相关的更新或修改。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载内容仅供参考，不构成对任何人的投资建议。报告阅读者的一切商业决策不应将本报告作为投资决策唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断，在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的直接或间接后果承担任何责任。

本报告所有表述是基于分析师本人的知识和经验客观中立地做出，并不含有任何偏见，投资者应从严格经济学意义上理解。我司和分析师本人对任何基于偏见角度理解本报告所可能引起的后果，不承担任何责任，并保留采取行动保护自身权益的一切权利。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式复制、发表、引用或传播。如征得本公司同意进行引用、刊发，需注明出处为财信研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本公司对本免责声明条款具有修改和最终解释权。