日期：2021 年 01 月 13 日

短时回升或再落负值

——2020 年 12 月物价数据点评

分析师： 陈彦利
Tel： 021-53686170
E-mail： chenyanli@shzq.com
SAC 证书编号： S0870517070002

报告编号：

相关报告：

■ 主要观点：

价格双双回升

CPI 由负转正。从环比看，CPI 由上月下降 0.6%转为上涨 0.7%。食品中，猪肉价格再度反弹，一方面由于元旦春节的到来，猪肉的季节性消费需求上升，同时饲料成本也有所上升，猪肉价格由上月下降 6.5%转为上涨 6.5%；而 12 月以来持续的低温天气导致鲜菜、鲜果的生产和储运成本增加，价格分别上涨 8.5%和 3.5%；非食品方面，受国际原油价格上涨影响，汽油、柴油和液化石油气价格分别上涨 5.2%、5.8%和 3.0%，合计影响 CPI 上涨约 0.10 个百分点。从同比看，CPI 由上月下降 0.5%转为上涨 0.2%。其中，食品价格由上月下降 2.0%转为上涨 1.2%，影响 CPI 上涨约 0.26 个百分点。非食品价格由上月下降 0.1%转为持平。工业品价格继续回升，PPI 跌幅大幅收窄。从环比看，PPI 上涨 1.1%，涨幅比上月扩大 0.6 个百分点。需求持续恢复带动大宗商品持续回升，工业品通缩大幅修复。从同比看，PPI 下降 0.4%，降幅比上月收窄 1.1 个百分点。主要行业中，价格涨幅扩大的有有色金属冶炼、黑色金属冶炼；价格降幅收窄的有石油和天然气开采业，石油、煤炭及其他燃料加工业。

资本市场逐步回暖

海内外疫情不同的防控态势，改变了中国经济运行的格局：外需持续强劲为中国经济增添了新动力。“直达实体”的货币政策使得稳健货币政策基调下，金融领域的“宽信用”仍有望得到发展，货币边际收紧和宽信用发展将同步呈现。海外疫情第二波对资本市场的影响趋于弱化，美国大选尘埃落定；中国经济回暖延续和政策平稳的预期下，前期资本市场运行表现平稳中偏软的态势将改变，逐渐回暖将成趋势。资本市场短期受货币政策变化带来的心理冲击，有所波动，尤其是债券市场受到影响较为明显，而信用风险暴露导致债市调整较多，但随着事件平息，市场情绪的修复，流动性预期改善，债市走稳回升。

短时回升或再落负值

11月CPI超预期下降，不过是同比值上的伪通缩，是对去年过高基数的修正，实际上体现为环比的当前物价运行平稳。而本月由于受到猪肉价格的反弹，CPI转正，但仍较低迷。我们认为猪肉的短时反弹并不会成为趋势，并且受去年高基数影响，未来1-2Q的CPI同比值或再度回落至负值区间。PPI则已走稳回升，随着大宗商品价格企稳，预计2021年1Q能转正。整体看，更能体现物价真正运行态势的核心CPI稳定甚至趋降，物价走势平稳。当前物价态势，有利于未来货币政策的结构化调整，使得货币当局降成本、下压利率曲线高度的空间增大，也使得货币政策没有转向收紧的基础。货币政策正常化不可避免，但流动性整体宽松格局不变。政策将更加注重灵活适度，强调政策的精准导向以及直达性，维持正常的货币政策空间。

事件：12 月 CPI、PPI 数据公布

国家统计局数据显示，2020 年 12 月份，全国居民消费价格同比上涨 0.2%。其中，城市上涨 0.2%，农村上涨 0.2%；食品价格上涨 1.2%，非食品价格持平；消费品价格上涨 0.2%，服务价格上涨 0.3%。12 月份，全国居民消费价格环比上涨 0.7%。其中，城市上涨 0.7%，农村上涨 0.9%；食品价格上涨 2.8%，非食品价格上涨 0.1%；消费品价格上涨 1.2%，服务价格持平。2020 年 12 月份，全国工业生产者出厂价格同比下降 0.4%，环比上涨 1.1%；工业生产者购进价格同比持平，环比上涨 1.5%。2020 年全年，工业生产者出厂价格比上年下降 1.8%，工业生产者购进价格下降 2.3%。

表 1：12 月 CPI、PPI 数据（%）

	实际值	上月值	去年同期
CPI 同比	0.2	-0.5	4.5
PPI 同比	-0.4	-1.5	-0.5

数据分析：数据特征和变动原因

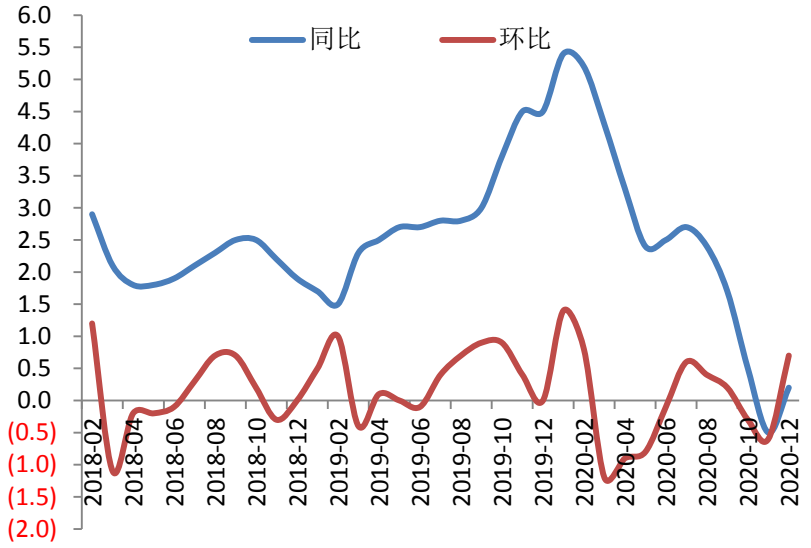
1. 猪肉再度上涨带动 CPI 回正

从环比看，CPI 由上月下降 0.6%转为上涨 0.7%。其中，食品价格由上月下降 2.4%转为上涨 2.8%，影响 CPI 上涨约 0.62 个百分点，是 CPI 上涨的主因。食品中，猪肉价格再度反弹，一方面由于元旦春节的到来，猪肉的季节性消费需求上升，同时饲料成本也有所上升，猪肉价格由上月下降 6.5%转为上涨 6.5%；而 12 月以来持续的低温天气导致鲜菜、鲜果的生产和储运成本增加，价格分别上涨 8.5%和 3.5%；羊肉价格由上月持平转为上涨 2.6%，鸡蛋价格由上月下降 1.6%转为上涨 2.9%。非食品方面，受国际原油价格上涨影响，汽油、柴油和液化石油气价格分别上涨 5.2%、5.8%和 3.0%，合计影响 CPI 上涨约 0.10 个百分点。

从同比看，CPI 由上月下降 0.5%转为上涨 0.2%。其中，食品价格由上月下降 2.0%转为上涨 1.2%，影响 CPI 上涨约 0.26 个百分点。食品中，鲜菜价格上涨 6.5%，涨幅比上月回落 2.1 个百分点；鲜果价格上涨 6.5%，涨幅扩大 2.9 个百分点；牛肉和羊肉价格均上涨 4.6%，涨幅均有扩大；猪肉价格下降 1.3%，降幅收窄 11.2 个百分点；鸡蛋、鸡肉和鸭肉价格分别下降 11.9%、13.5%和 9.2%，降幅均有收窄。非食品价格由上月下降 0.1%转为持平。非食品中，交通和通信价格下降 3.1%，其中汽油和柴油价格分别下降 14.8%和 16.2%；医疗保健价格上涨 1.3%；教育文化和娱乐价格上涨 0.9%。扣除食品

和能源价格的核心 CPI 同比上涨 0.4%，涨幅比上月回落 0.1 个百分点。

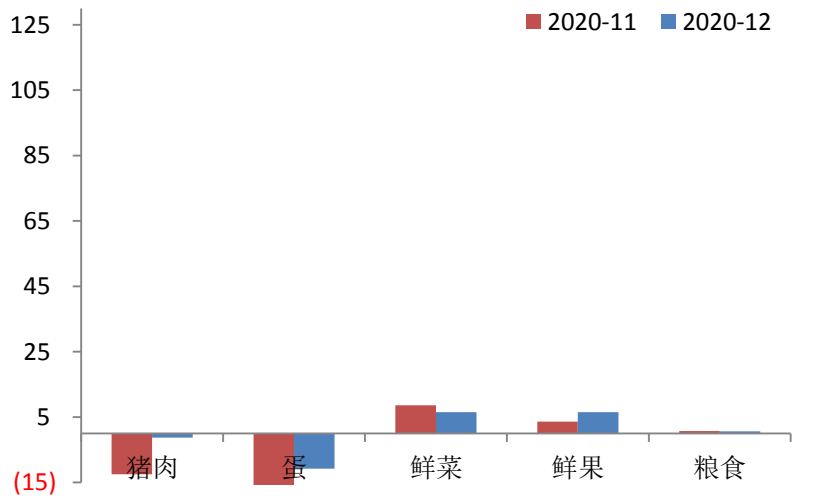
图 1：CPI 同比、环比(%)



数据来源： wind，上海证券研究所

12 月份，食品烟酒类价格同比上涨 1.4%，影响 CPI（居民消费价格指数）上涨约 0.44 个百分点。食品中，鲜菜价格上涨 6.5%，影响 CPI 上涨约 0.17 个百分点；鲜果价格上涨 6.5%，影响 CPI 上涨约 0.11 个百分点；水产品价格上涨 1.7%，影响 CPI 上涨约 0.03 个百分点；畜肉类价格上涨 0.6%，影响 CPI 上涨约 0.04 个百分点，其中猪肉价格下降 1.3%，影响 CPI 下降约 0.06 个百分点；蛋类价格下降 10.8%，影响 CPI 下降约 0.07 个百分点。

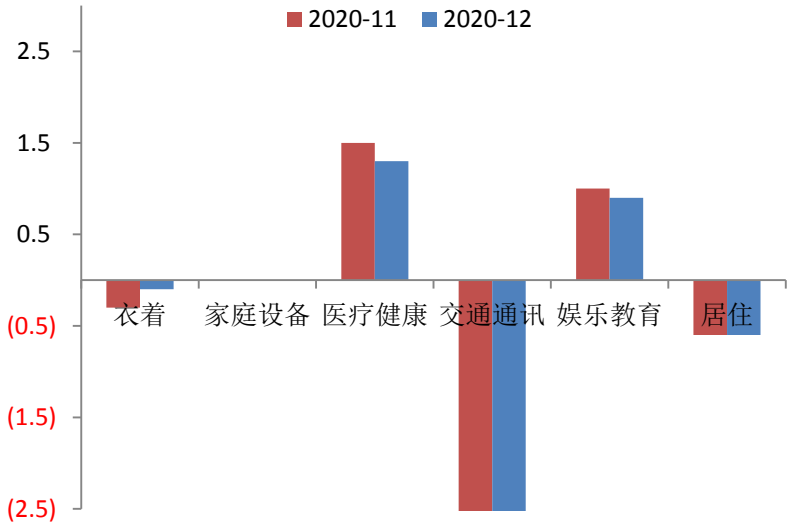
图 2：食物价格分项同比（%）



数据来源： wind，上海证券研究所

12 月，其他七大类价格三涨一平三降。其中，其他用品和服务、医疗保健、教育文化和娱乐价格分别上涨 2.2%、1.3%和 0.9%；生活用品及服务价格持平；交通和通信、居住、衣着价格分别下降 3.1%、0.6%和 0.1%。

图 3：非食物分项同比（%）



数据来源：wind，上海证券研究所

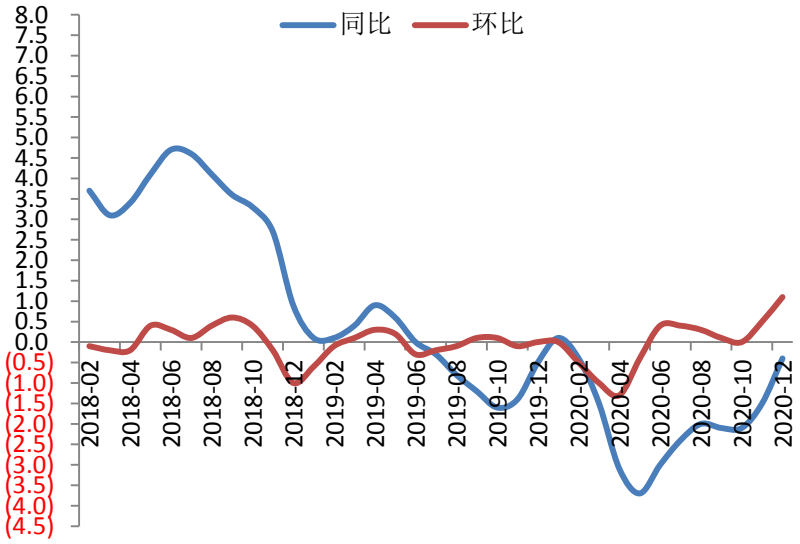
2. PPI 跌幅大幅收窄

从环比看，PPI 上涨 1.1%，涨幅比上月扩大 0.6 个百分点。需求持续恢复带动大宗商品持续回升，工业品通缩大幅修复。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。主要行业中，受国际原油价格上涨等因素影响，石油和天然气开采业价格上涨 7.9%，石油、煤炭及其他燃料加工业价格上涨 5.3%，化学原料和化学制品制造业价格上涨 2.3%，涨幅均有所扩大，合计影响 PPI 上涨约 0.37 个百分点。铁矿石和有色金属等国际大宗商品价格上涨较多，金属相关行业价格继续上涨，其中有色金属冶炼和压延加工业价格上涨 3.9%，黑色金属冶炼和压延加工业价格上涨 3.3%，涨幅分别扩大 2.8 和 1.8 个百分点，合计影响 PPI 上涨约 0.37 个百分点。由于年底气温较常年同期偏低，供暖需求快速增加，带动燃气生产和供应业价格上涨 4.1%，煤炭开采和洗选业价格上涨 3.5%，涨幅均扩大 1.3 个百分点。农副食品加工业价格上涨 1.0%，涨幅扩大 0.2 个百分点。

从同比看，PPI 下降 0.4%，降幅比上月收窄 1.1 个百分点。其中，生产资料价格下降 0.5%，降幅收窄 1.3 个百分点；生活资料价格下降 0.4%，降幅收窄 0.4 个百分点。主要行业中，价格涨幅扩大的有有色金属冶炼和压延加工业，上涨 8.3%，扩大 4.2 个百分点；黑色

金属冶炼和压延加工业，上涨 5.0%，扩大 3.0 个百分点。价格降幅收窄的有石油和天然气开采业，下降 27.0%，收窄 2.8 个百分点；石油、煤炭及其他燃料加工业，下降 12.5%，收窄 3.8 个百分点。此外，化学原料和化学制品制造业价格由下降 3.0%转为持平，煤炭开采和洗选业价格由下降 2.9%转为上涨 1.3%。

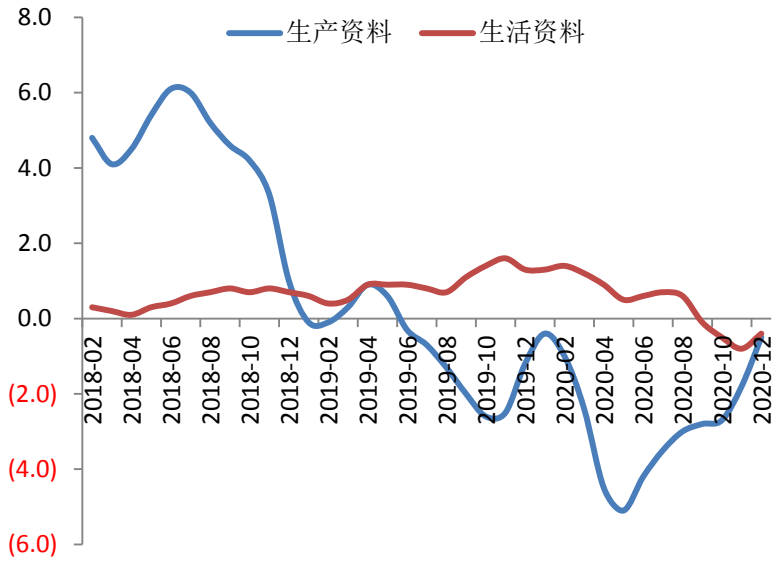
图 4：PPI 同比、环比（%）



数据来源：wind，上海证券研究所

工业生产者出厂价格中，生产资料价格上涨 1.4%，涨幅比上月扩大 0.7 个百分点，影响工业生产者出厂价格总水平上涨约 1.05 个百分点。其中，采掘工业价格上涨 3.3%，原材料工业价格上涨 2.6%，加工工业价格上涨 0.8%。生活资料价格上涨 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，食品价格上涨 0.5%，衣着价格下降 0.2%，一般日用品价格持平，耐用消费品价格下降 0.3%。

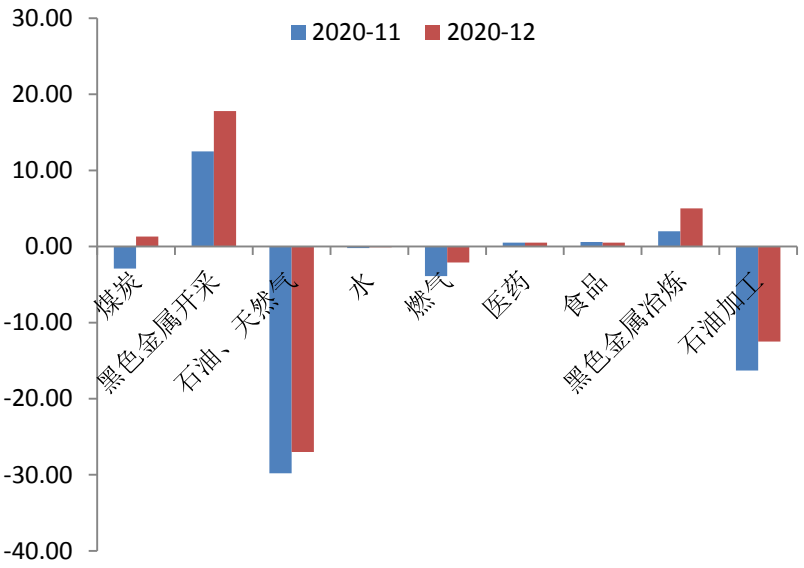
图 1：生产资料和生活资料价格指数（%）



数据来源：wind，上海证券研究所

工业生产者主要行业出厂价格中，煤炭开采和洗选业价格同比上涨 1.3%，由降转涨；黑色金属矿采选业上涨 17.8%，涨幅扩大 5.3 个百分点；石油和天然气开采业下降 27%，降幅收窄 2.8 个百分点；石油、煤炭及其他燃料加工业下降 12.5%，降幅收窄 3.8 个百分点；黑色金属冶炼和压延加工业上涨 5%，涨幅扩大 3 个百分点。

图 6：PPI 细项（%）



数据来源：wind，上海证券研究所

事件影响：对经济和市场

价格双双回升

CPI 由负转正。从环比看，CPI 由上月下降 0.6%转为上涨 0.7%。其中，食品价格由上月下降 2.4%转为上涨 2.8%，影响 CPI 上涨约 0.62 个百分点，是 CPI 上涨的主因。食品中，猪肉价格再度反弹，一方面由于元旦春节的到来，猪肉的季节性消费需求上升，同时饲料成本也有所上升，猪肉价格由上月下降 6.5%转为上涨 6.5%；而 12 月以来持续的低温天气导致鲜菜、鲜果的生产和储运成本增加，价格分别上涨 8.5%和 3.5%；非食品方面，受国际原油价格上涨影响，汽油、柴油和液化石油气价格分别上涨 5.2%、5.8%和 3.0%，合计影响 CPI 上涨约 0.10 个百分点。从同比看，CPI 由上月下降 0.5%转为上涨 0.2%。其中，食品价格由上月下降 2.0%转为上涨 1.2%，影响 CPI 上涨约 0.26 个百分点。食品中，鲜菜价格上涨 6.5%，涨幅比上月回落 2.1 个百分点；鲜果价格上涨 6.5%，涨幅扩大 2.9 个百分点；牛肉和羊肉价格均上涨 4.6%，涨幅均有扩大；猪肉价格下降 1.3%，降幅收窄 11.2 个百分点；鸡蛋、鸡肉和鸭肉价格分别下降 11.9%、13.5%和 9.2%，降幅均有收窄。非食品价格由上月下降 0.1%转为持平。非食品中，交通和通信价格下降 3.1%，其中汽油和柴油价格分别下降 14.8%和 16.2%；医疗保健价格上涨 1.3%；教育文化和娱乐价格上涨 0.9%。扣除食品和能源价格的核心 CPI 同比上涨 0.4%，涨幅比上月回落 0.1 个百分点。

工业品价格继续回升，PPI 跌幅大幅收窄。从环比看，PPI 上涨 1.1%，涨幅比上月扩大 0.6 个百分点。需求持续恢复带动大宗商品持续回升，工业品通缩大幅修复。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。主要行业中，受国际原油价格上涨等因素影响，石油和天然气开采业价格上涨 7.9%，石油、煤炭及其他燃料加工业价格上涨 5.3%，化学原料和化学制品制造业价格上涨 2.3%，涨幅均有所扩大，合计影响 PPI 上涨约 0.37 个百分点。铁矿石和有色金属等国际大宗商品价格上涨较多，金属相关行业价格继续上涨，其中有色金属冶炼和压延加工业价格上涨 3.9%，黑色金属冶炼和压延加工业价格上涨 3.3%，涨幅分别扩大 2.8 和 1.8 个百分点，合计影响 PPI 上涨约 0.37 个百分点。由于年底气温较常年同期偏低，供暖需求快速增加，带动燃气生产和供应业价格上涨 4.1%，煤炭开采和洗选业价格上涨 3.5%，涨幅均扩大 1.3 个百分点。农副食品加工业价格上涨 1.0%，涨幅扩大 0.2 个百分点。从同比看，PPI 下降 0.4%，降幅比上月收窄 1.1 个百分点。其中，生产资料价格下降 0.5%，降幅收窄 1.3 个百分点；生活资料价格下降 0.4%，降幅收窄 0.4 个百分点。主要行业中，价格涨幅扩大的有有色金属冶炼和压延加工业，上涨 8.3%，扩大 4.2

个百分点；黑色金属冶炼和压延加工业，上涨 5.0%，扩大 3.0 个百分点。价格降幅收窄的有石油和天然气开采业，下降 27.0%，收窄 2.8 个百分点；石油、煤炭及其他燃料加工业，下降 12.5%，收窄 3.8 个百分点。此外，化学原料和化学制品制造业价格由下降 3.0%转为持平，煤炭开采和洗选业价格由下降 2.9%转为上涨 1.3%。

资本市场逐步回暖

海内外疫情不同的防控态势，改变了中国经济运行的格局：外需持续强劲为中国经济增添了新动力。“直达实体”的货币政策使得稳健货币政策基调下，金融领域的“宽信用”仍有望得到发展，货币边际收紧和宽信用发展将同步呈现。海外疫情第二波对资本市场的影响趋于弱化，美国大选尘埃落定；中国经济回暖延续和政策平稳的预期下，前期资本市场运行表现平稳中偏软的态势将改变，逐渐回暖将成趋势。资本市场短期受货币政策变化带来的心理冲击，有所波动，尤其是债券市场受到影响较为明显，而信用风险暴露导致债市调整较多，但随着事件平息，市场情绪的修复，流动性预期改善，债市走稳回升。

趋势预测分析：

短时回升或再落负值

11 月 CPI 超预期下降，不过是同比值上的伪通缩，是对去年过高基数的修正，实际上体现为环比的当前物价运行平稳。而本月由于受到猪肉价格的反弹，CPI 转正，但仍较低迷。我们认为猪肉的短时反弹并不会成为趋势，并且受去年高基数影响，未来 1-2Q 的 CPI 同比值或再度回落至负值区间。PPI 则已走稳回升，随着大宗商品价格企稳，预计 2021 年 1Q 能转正。整体看，更能体现物价真正运行态势的核心 CPI 稳定甚至趋降，物价走势平稳。当前物价态势，有利于未来货币政策的结构化调整，使得货币当局降成本、下压利率曲线高度的空间增大，也使得货币政策没有转向收紧的基础。货币政策正常化不可避免，但流动性整体宽松格局不变。政策将更加注重灵活适度，强调政策的精准导向以及直达性，维持正常的货币政策空间。

分析师声明

陈彦利

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

债券投资评级：

从安全性、收益性、流动性的三个角度，我们对债券投资价值的分类评级如下：

附表：上海证券债券投资价值评级分类

类型 内容	两全级	配置级	投资级	回避级
安全性	高	高	全分布	低
收益性	高	高	高	低
流动性	高	低	高	全分布

资料来源：上海证券研究所整理

按照我们的投资评级定义，由于机构投资特性的差异，不同债券的投资评级是适应不同机构需求的，对应关系有：

两全级--全序列机构：银行、保险、基金、券商、专业投资者；

配置级--配置主需求型机构：银行、保险；

投资级--收益主需求型机构：基金、券商、专业投资者。

投资评级基准：

安全性判断--主体评级+债项评级，经营、财务前景前瞻

收益性判断--市价与中债估值差距、STW。

流动性判断--融资适当性、交易规模（市场深度和广度）。投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。