CPI 由降转涨，短期下行趋势仍难逆转

投资咨询业务资格：
证监许可【2011】1289 号
研究院 FICC 组
侯峻
从业资格号：F3024428
投资咨询号：Z0013950

研究员
蔡劭立
☎ 0755-82537411
✉ caishaoli@htfc.com
从业资格号：F3063489
投资咨询号：Z0014617

联系人
彭鑫
☎ 010-64405663
✉ pengxin@htfc.com
从业资格号：F3066607

高聪
☎ 021-60828524
✉ gaocong@htfc.com
从业资格号：F3063338

事件：

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 年全年，全国居民消费价格比上年上涨 2.5%。

点评：

食品烟酒对 12 月 CPI 同比上涨贡献较大

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。

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%。

猪价下行是长期趋势，未来仍会拖累 CPI

国内生猪期货 2021 年 1 月 8 日正式上市，其中生猪 2109 合约表现较弱，上市两个交易日由开盘的 30680 元/吨最低跌至 1 月 11 日的 26030 元/吨，跌幅超过 15%，期货市场的表现也在一定程度显示市场对于未来的猪价持悲观态度。

据农业农村部监测数据显示，2020 年 8 月份至 11 月份，全国生猪出栏环比、同比均有所增长。截至 2020 年 11 月末，全国生猪存栏和能繁母猪存栏均已恢复到常年水平的 90%以上，已有 23 个省份提前完成产能恢复任务目标，全国生猪存栏最迟至 2021 年上半年将恢复到常年水平。生猪产能稳步恢复，2021 年猪肉价格下行的大趋势目前仍未改变。

猪肉对于 CPI 的影响权重较大，猪肉的权重占 CPI 的 2.4%左右。2020 年猪价基数较高叠加产能恢复，未来月份猪价将拖累 CPI，仍会对 CPI 同比形成负拉动。

跨年资金面宽松支撑近期债市，但上半年来看国内债市仍面临上行压力

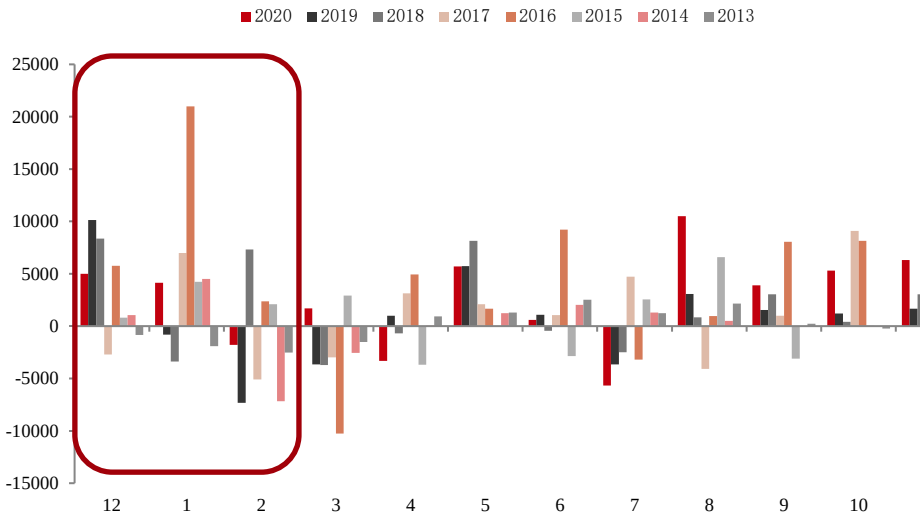
岁末年初，国内往往会面临较大的资金压力。第一是企业税收的影响，一月份是一年之中的缴税大月，过去几年一月份上缴税收最少在 15000 亿左右，最多在 21500 亿左右，缴税导致的基础货币回笼，施压流动性；第二是金融机构缴准，银行出于早投放早收益的考虑，

存在年初集中放贷的现象，而贷款派生存款的增加也会导致 1 月法定存款准备金上缴明显增加；三是季末 MPA 考核，银行对非银机构融出资金受到制约，跨季资金紧张。春节期间也会面临流动性紧张的情况，春节期间由于居民和企业都有较大的现金走款需求，对银行体系带来基础货币流出压力。 与此同时，1 月 4 日中国人民银行、银保监会、财政部、 发改委、工信部 5 部门发布《关于继续实施普惠小微企业贷款延期还本付息政策和普惠小微企业信用贷款支持政策有关事宜的通知》，《通知》提出，普惠小微企业贷款延期还本付息政策延期至 2021 年 3 月 31 日。政策到期带来坏账风险上升，必然会导致银行提前增加风险拨备金和坏账处置，政府有投放资金的诉求平抑风险。

鉴于以上情况，央行会在一季度保持流动性的宽松，对国债有所支撑。近期市场流动性较为宽松，DR007 年初至今下行接近 50BP，DR001 年初至今下行约 20BP，已经连续 5 个交易日位于 1%以下。

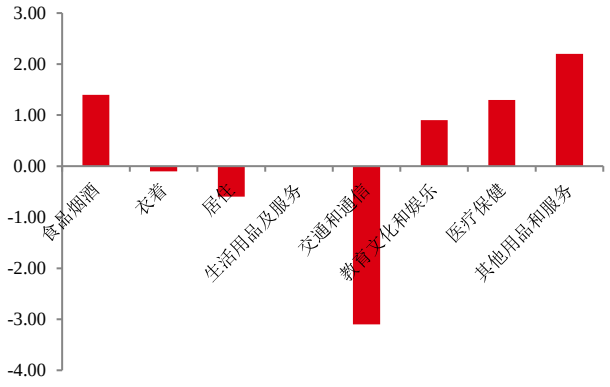
但中长期来看，通过观察债务周期，国内的债务周期大概 3-4 年左右，疫情导致本轮国内宏观杠杆率大幅攀升，目前无论是居民部门、政府部门还是非金融企业，杠杆率对应的同比增幅均处于近几轮债务周期高点，在三季度的货币政策执行报告中，强调“跨周期调节”、“把好货币供应总闸门”的情况下，未来 M2 增速将确定性下行，2021 年一季度开始紧信用概率较大。未来杠杆率的同比增幅将转而向下，实体部门杠杆率领先 PPI 大约半年左右,同时考虑到实体部门杠杆率的可能变动情况，明年 PPI 大概率先上行后下行。利率的中枢与通胀中枢走势较为一致，考虑到 PPI 2021 年的可能走势，2021 年国债收益率上半年仍面临上行压力。

图 1：一季度央行公开市场操作往往大幅释放流动性　　单位：亿元



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 2：CPI 月度同比情况　　单位：%



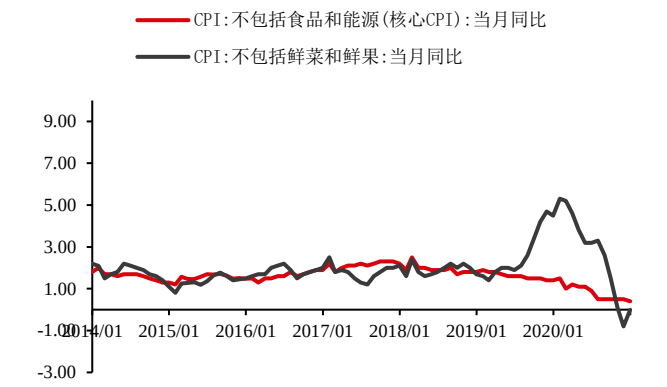
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 3：CPI 当月同比　　单位:%



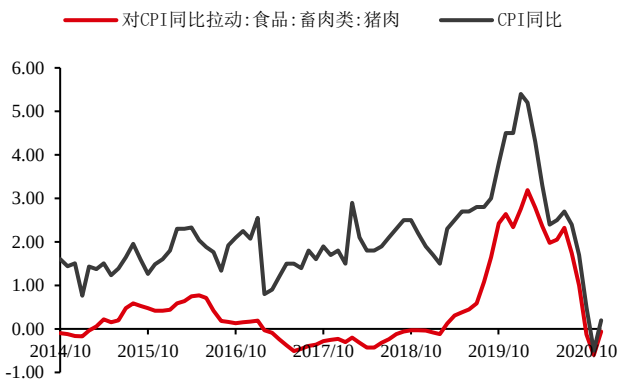
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 4: 两种 CPI 单位：%



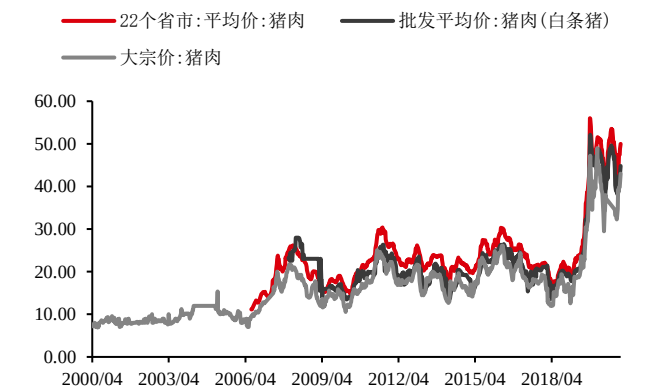
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 5: 猪肉对 CPI 同比拉动 单位：%



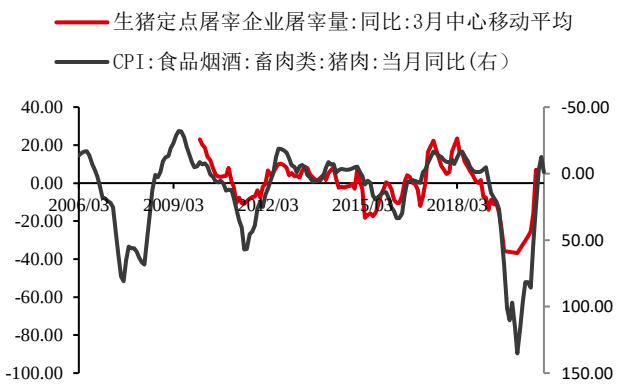
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 6: 猪肉价格-周度 单位：元/kg



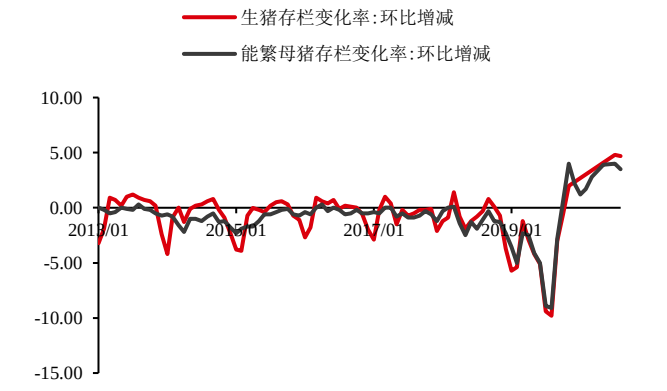
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 7: 生猪屠宰量与 CPI 猪肉项 单位：%



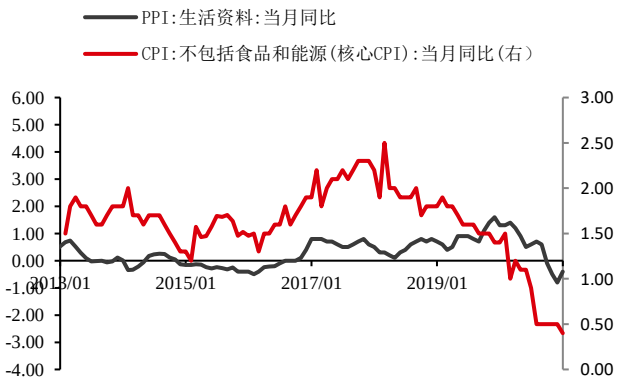
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 8: 生猪存栏环比 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 9: 核心 CPI 与 PPI 生活资料 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院“，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

公司总部

地址：广东省广州市越秀区东风东路761号丽丰大厦20层

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com