2021 年 01 月 12 日

# 输入型通胀风险，不足为虑

## ——宏观经济点评

宏观研究团队

赵伟（分析师）
zhaowei1@kysec.cn
证书编号：S0790520060002

杨飞（分析师）
yangfei1@kysec.cn
证书编号：S0790520070004

马洁莹（联系人）
majieying@kysec.cn
证书编号：S0790120080081

● **油价等推动 PPI 加速上行，但上游涨价向中下游传导不畅、核心 CPI 创新低**

**PPI 加速上行、生产资料环比涨幅扩大，其中上游石油开采、黑色采矿等涨幅居前。**12 月，PPI 同比下降 0.4%、降幅大幅收窄 1.1 个百分点，环比上涨 1.1%、涨幅扩大 0.6 个百分点。分大类来看，生产资料环比涨幅扩大 0.7 个百分点，生活资料环比与上月持平。行业环比中，石油开采、黑色矿采等上游涨幅扩大；环比涨幅回落多集中在下游行业，食品制造、纺织等涨幅回落均超过 0.3 个百分点。

**供需“错位”下，上游涨价向中下游传导不畅，核心 CPI 创有数据以来新低。**上游价格上涨，与原油等大宗商品供给、海外需求修复有关，而疫情错位下，国内经济修复最快的阶段已过，中下游需求偏弱、部分甚至出现放缓迹象，使得国际大宗商品涨价影响主要集中在上游，而上游价格向中下游传导不畅。体现在价格层面，PPI 生活资料持续通缩，核心 CPI 连续走弱、12 月创历史新低的 0.3%。

● **内外需“错位”背景下，国内或出现温和通胀，输入型通胀的影响非常有限**

**伴随海外需求修复，国际大宗商品涨价，或带来一定输入型通胀压力；但内需偏弱，决定了国内通胀压力可控。**疫苗接种加快推进下，全球经济火车头美国经济加快修复、库存周期已然启动，或继续拉动国际大宗商品价格；但 PPI 主要由国内需求决定，“稳增长”相关支持减弱、中下游需求修复偏慢，使得国际大宗商品上涨对国内影响有限。中性情景下，PPI 或在年中前后见顶、下半年加速回落。

**重申观点：通胀预期的抬头，或阶段性引起宏观调控的关注；但政策“退潮”、信用收缩背景下，货币环境不具备收紧的基础。**原油等大宗商品涨价，推动国内通胀预期逐步升温，或阶段性引发宏观调控政策的关注，但政策重心已转向调结构、防风险。政策“退潮”下，国内信用“收缩”影响正逐步显现，仍需要货币政策适时适度对冲。2021 年，信用“收缩”之年，经济结构分化可能会非常明显。

● **常规跟踪：CPI 同比回正、核心 CPI 创有数据以来新低，PPI 同比降幅收窄**

**CPI 同比回正、核心 CPI 创新低。**12 月，CPI 同比回正至 0.2%、高于市场预期；核心 CPI 同比 0.4%，创有数据以来新低。CPI 环比 0.7%、上月为-0.6%。其中，食品环比转正至 2.8%；非食品环比由下降 0.1%转正至 0.1%。分项环比中，猪肉、鲜菜、鲜果涨幅较大，与猪肉短期供需错配、低温下鲜菜、鲜果运输成本上升等有关；CPI 非食品环比由将转涨，交通通信项拉动明显，或与油价上涨有关。

**PPI 同比降幅收窄、环比涨幅扩大，金属链、石油链多数上涨。**12 月，PPI 同比-0.4%、降幅收窄 1.1 个百分点，环比 1.1%、涨幅扩大 0.6 个百分点。大类环比来看，生产资料涨幅扩大 0.7 个百分点至 1.4%，生活资料环比变化相对较小。分行业环比中，石油开采、石油加工分别环比涨幅分别扩大 7 和 3.6 个百分点至 7.9%和 5.3%；黑色矿采环比 3.3%，涨幅分别扩大 3.3 百分点；有色冶炼涨幅扩大。

● **风险提示：**生猪供给不及预期、海外疫情超预期反弹。

相关研究报告

《宏观经济专题-2021 年，主要部委的工作主线》-2021.1.11

《宏观经济专题-疫苗接种“竞赛”，一场与病毒的赛跑》-2021.1.8

《宏观经济专题-2020 年财政结余，对信用环境的影响》-2021.1.4

# 目 录

1、 输入型通胀风险，不足为虑 ..... 3
2、 12 月物价数据常规跟踪 ..... 5
3、 风险提示 ..... 8

# 图表目录

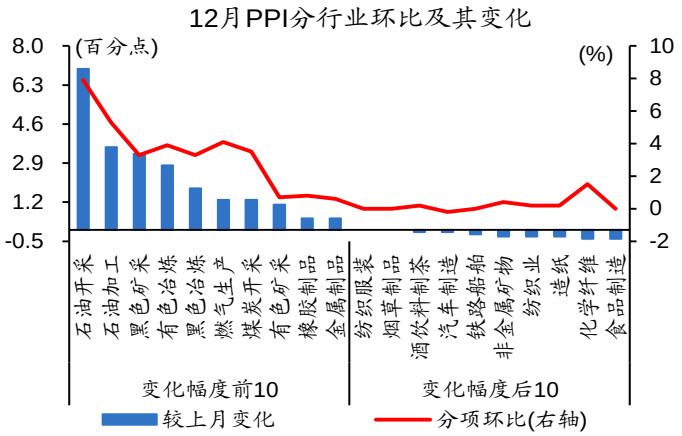
图 1: 12 月，PPI 上游涨价明显、下游相对平缓 ..... 3
图 2: PPI 与 CRB 走势相对一致 ..... 3
图 3: PPI 生产资料向生活资料传导并不通畅 ..... 3
图 4: 12 月，PPI 生活资料持续低迷，核心 CPI 创新低 ..... 3
图 5: 截至 1 月 6 日，美国每日疫苗接种量领跑全球 ..... 4
图 6: 中期内，油价与美国私人消费同比走势基本一致 ..... 4
图 7: 疫情对国内外经济影响明显“错位” ..... 4
图 8: 中性情景下，PPI 或在年中前后见顶回落 ..... 4
图 9: 传统周期下，CPI 上行过快时，政策往往收紧 ..... 5
图 10: 中性情境下，CPI 或相对温和 ..... 5
图 11: 2020 年 11 月，社融增速见顶回落 ..... 5
图 12: 12 月，CPI 同比 0.2%，核心 CPI 创新低 ..... 6
图 13: 12 月，CPI 食品环比 2.8%，非食品环比 0.1% ..... 6
图 14: 12 月，CPI 食品环比 2.8%，大幅高于历史均值 ..... 6
图 15: 12 月，CPI 非食品环比由负转正至 0.1% ..... 6
图 16: CPI 食品分项中，鲜菜和猪肉环比涨幅较大 ..... 7
图 17: CPI 非食品中，交通通信环比涨幅较大 ..... 7
图 18: 12 月，PPI 同比-0.4%、环比 1.1% ..... 7
图 19: 12 月，采掘、原材料、加工工业等环比明显上涨 ..... 7
图 20: 金属链、石油链环比多数上涨 ..... 8

表 1: 近期货币政策表态，强调“稳字当头” ..... 5

## 1、 输入型通胀风险，不足为虑

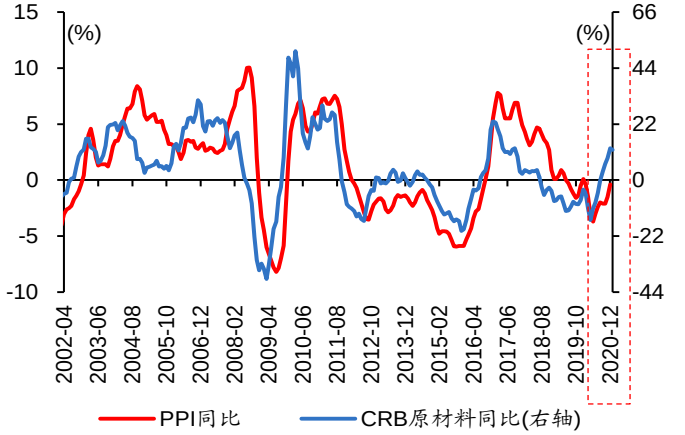
**PPI 加速上行、生产资料环比涨幅扩大，其中上游石油开采、黑色采矿等涨幅居前。**12 月，PPI 同比下降 0.4%、降幅较上月大幅收窄 1.1 个百分点，环比上涨 1.1%、涨幅扩大 0.6 个百分点。分大类来看，生产资料环比涨幅扩大 0.7 个百分点，生活资料环比与上月持平。PPI 行业环比中，石油开采、石油加工、黑色矿采等上游行业涨幅扩大；而环比涨幅回落多集中在下游行业，食品制造、纺织、造纸等环比涨幅回落均超过 0.3 个百分点。

**图1：12 月，PPI 上游涨价明显、下游相对平缓**




数据来源：Wind、开源证券研究所

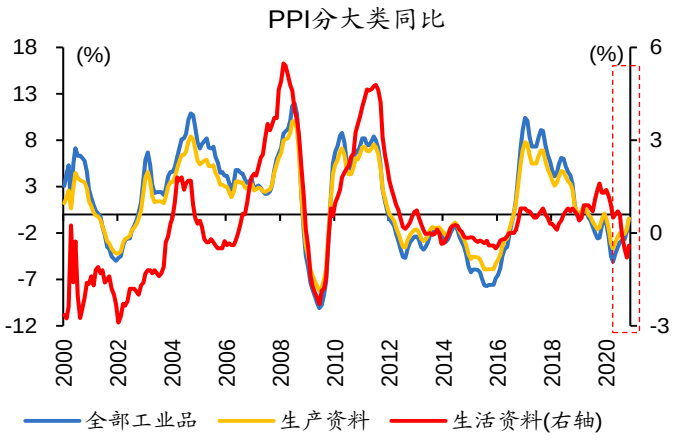
**图2：PPI 与 CRB 走势相对一致**




数据来源：Wind、开源证券研究所

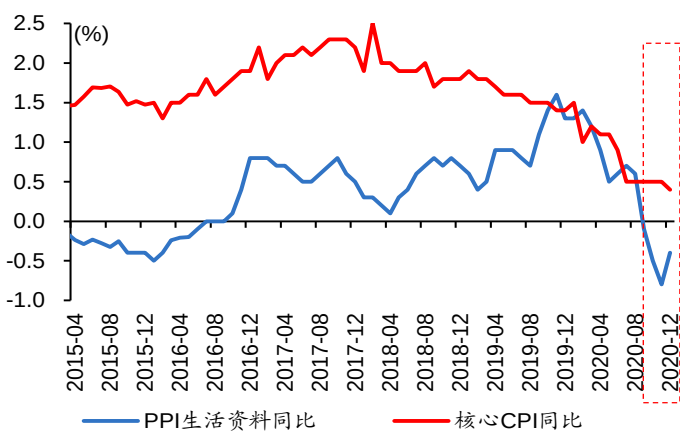
**供需“错位”下，上游商品价格向下游传导偏弱，核心 CPI 创有数据以来新低。**上游价格上涨，与原油等大宗商品供给、海外需求修复有关，而疫情错位下，国内经济修复最快的阶段已过，中下游需求偏弱、部分甚至出现放缓迹象，使得国际大宗商品涨价影响主要集中在上游，而上游价格向中下游传导不畅。体现在价格层面，PPI 生活资料持续通缩，核心 CPI 连续走弱、12 月创历史新低的 0.3%。

**图3：PPI 生产资料向生活资料传导并不通畅**




数据来源：Wind、开源证券研究所

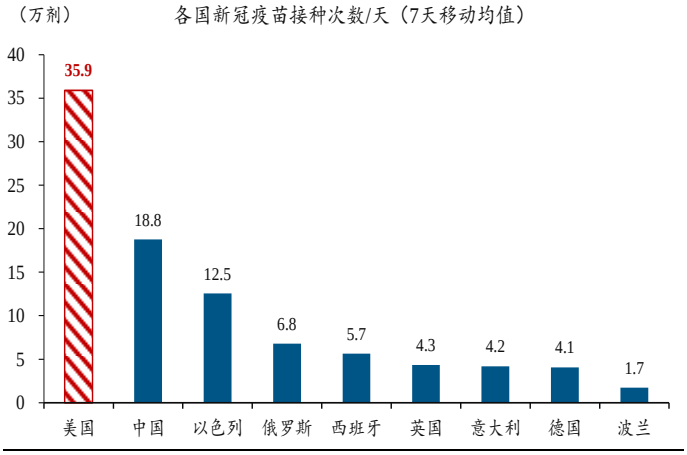
**图4：12 月，PPI 生活资料持续低迷，核心 CPI 创新低**




数据来源：Wind、开源证券研究所

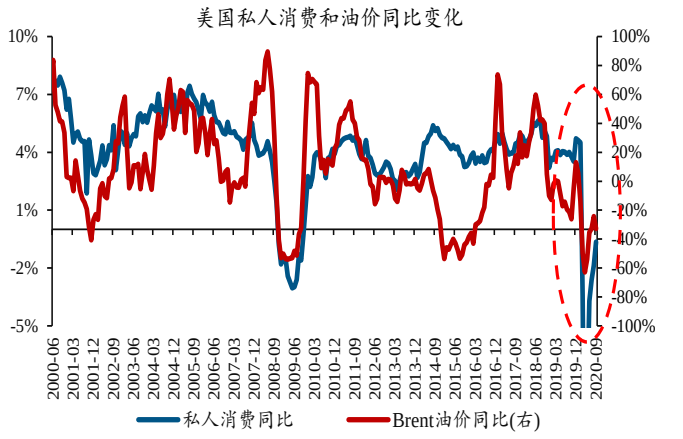
**随着全球经济火车头美国经济加快修复、库存周期重启等，国际大宗商品仍具备上涨动能。**作为全球最大的消费国，美国经济景气变化，基本主导了油价的中期走势。疫苗接种加快推进下，美国经济加快修复、库存周期已然启动，而新兴经济体原材料供给仍受疫情等因素干扰，或继续推升国际大宗商品价格。

**图5：截至 1 月 6 日，美国每日疫苗接种量领跑全球**




数据来源：Wind、开源证券研究所

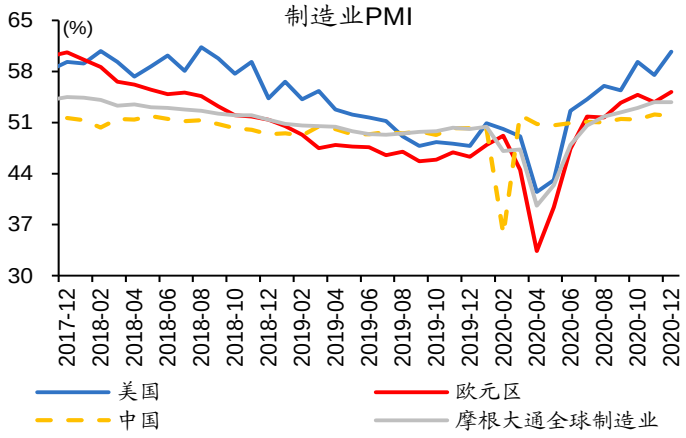
**图6：中期内，油价与美国私人消费同比走势基本一致**




数据来源：Wind、开源证券研究所

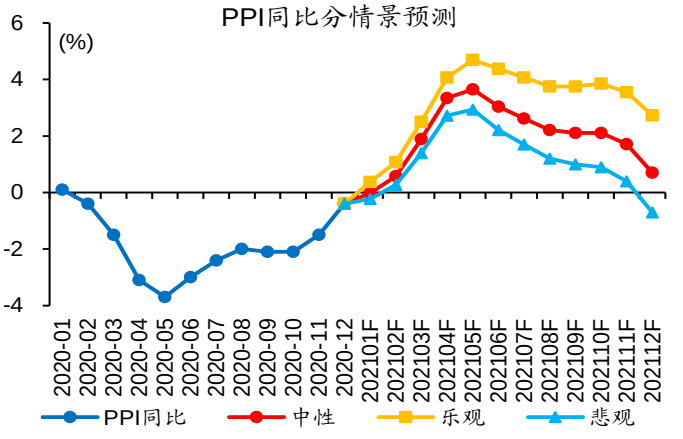
**伴随海外需求修复，国际大宗商品涨价，或带来一定输入型通胀压力；但内需偏弱，决定了国内通胀压力可控。**疫情“错位”影响下，国内外需求修复节奏不一。海外需求加速修复下，国内需求修复相对偏慢，疫情对线下消费等领域形成持续压制。而 PPI 主要由国内需求决定，“稳增长”相关支持减弱、中下游需求修复偏慢，使得海外因素驱动的价格上涨向国内传导影响整体相对可控。中性情景下，PPI 高点或在年中前后出现、可能在 3.5%左右，需求走弱下，PPI 或在下半年加速回落。

**图7：疫情对国内外经济影响明显“错位”**




数据来源：Wind、开源证券研究所

**图8：中性情景下，PPI 或在年中前后见顶回落**

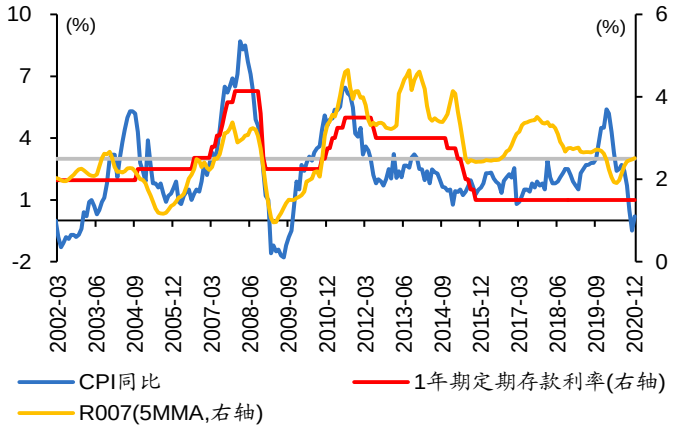



数据来源：Wind、开源证券研究所

**通胀预期的抬头，或阶段性引起宏观调控的关注。**伴随原油等大宗商品涨价，及国内线下消费活动逐步恢复等，PPI 和 CPI 或在二季度同步上行，进而推动国内通胀预期升温，可能阶段性引发宏观调控政策关注。但终端消费需求修复缓慢，使得 PPI 向 CPI 传导偏弱，叠加猪价对 CPI 拖累的加速显现，CPI 上行幅度可控，中性情

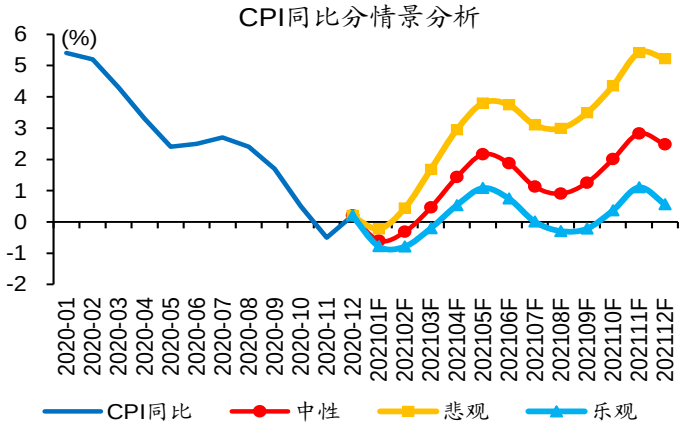
景下，CPI 全年中枢或在 1.3%左右、高点或在 2.5%左右。

**图9：传统周期下，CPI 上行过快时，政策往往收紧**




数据来源：Wind、开源证券研究所

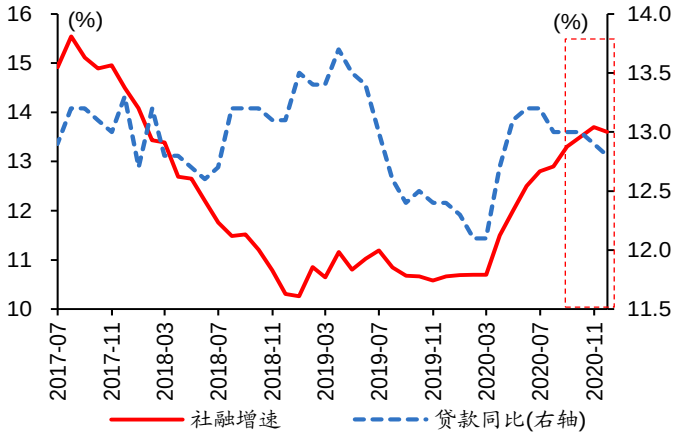
**图10：中性情境下，CPI 或相对温和**




数据来源：Wind、开源证券研究所

**重申观点：政策“退潮”、信用收缩背景下，货币环境不具备收紧的基础。**从加杠杆到稳杠杆，政策重心已转向调结构、防风险，低效加杠杆行为逐步退出，信用“收缩”已然开始。随着信用“收缩”影响逐步显现，地方债务风险、企业再融资压力等显性化，或意味着货币流动性环境较难转向收紧，仍需要货币适时适度对冲。

**图11：2020 年 11 月，社融增速见顶回落**




数据来源：Wind、开源证券研究所

**表1：近期货币政策表态，强调“稳字当头”**

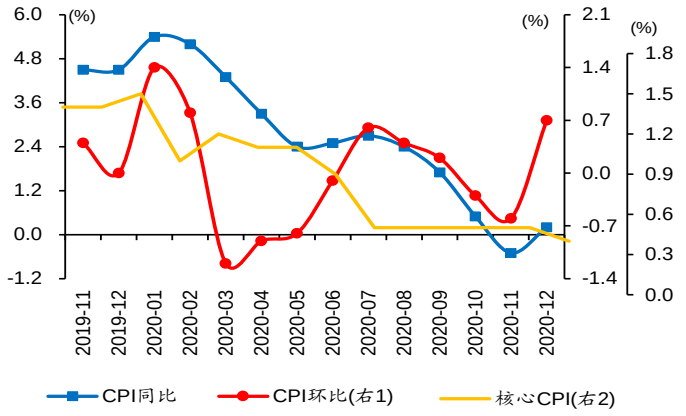
| 时间 | 事件 | 主要内容 |
|---|---|---|
| 2020/12/11 | 央行副行长刘国强《创新直达实体经济的货币政策工具》 | 搞好**货币政策跨周期设计**...保持广义货币供应量和社会融资规模增速同反映潜在产出的名义国内生产总值增速基本匹配...**对疫情防控特殊时期出台的政策要适时适度调整，做好政策接续。** |
| 2020/12/18 | 中央经济工作会议 | 明年宏观政策要保持**连续性、稳定性、可持续性**。要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，**保持对经济恢复的必要支持力度，政策操作上要更加精准有效，不急转弯，把握好政策时度效**。 |
| 2020/12/21 | 国常会 | **明年一季度要继续落实好原定的普惠小微企业贷款延期还本付息政策**，在此基础上适当延长政策期限，做到按市场化原则应延尽延，由银行和企业自主协商确定。对办理贷款延期还本付息且期限不少于6个月的地方法人银行，继续按贷款本金1%给予激励；**将普惠小微企业信用贷款支持计划实施期限由今年底适当延长**。对符合条件的地方法人银行发放普惠小微企业信用贷款，继续按贷款本金40%给予优惠资金支持。 |
| 2020/12/29 | 货币政策委员会例会 | 坚持稳中求进工作总基调，**稳字当头，不急转弯**...稳健的货币政策要灵活精准、合理适度，**保持货币政策的连续性、稳定性、可持续性**，把握好政策时度效，**保持对经济恢复的必要支持力度**。综合运用并创新多种货币政策工具，保持流动性合理充裕。 |
| 2021/1/6 | 中国人民银行工作会议 | 稳健的货币政策要**灵活精准、合理适度**...继续发挥好结构性货币政策工具和信贷政策精准滴灌作用，构建金融有效支持小微企业等实体经济的体制机制。 |
| 2021/1/8 | 央行行长谈2021年金融热点问题 | **2021年货币政策要‘稳’字当头，保持好正常货币政策空间的可持续性。**发挥好货币政策工具精准滴灌作用。 |

资料来源：中国人民银行、政府网站、开源证券研究所

## 2、 12 月物价数据常规跟踪

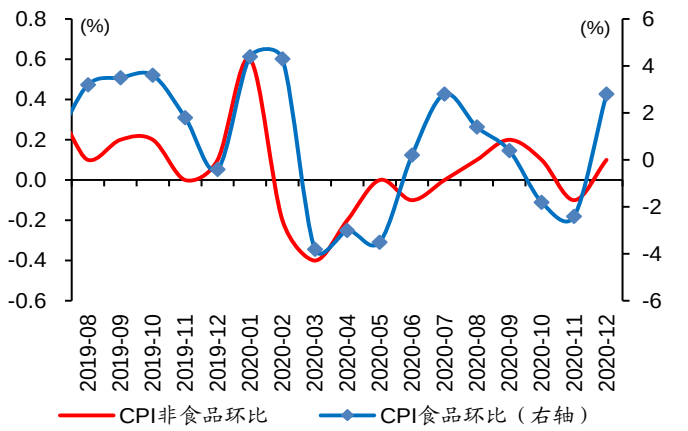
**CPI 同比回正，核心 CPI 创历史新低。**12 月，CPI 同比回正至 0.2%、市场预期为 0.1%；核心 CPI 同比 0.4%、较上月回落 0.1 个百分点，创有数据以来新低。CPI 环比 0.7%、上月为-0.6%，其中，食品环比转正至 2.8%、大幅高于历史均值；非食品环比也由上月下降 0.1%转正至 0.1%，高于历史均值。

图12：12 月，CPI 同比 0.2%，核心 CPI 创新低



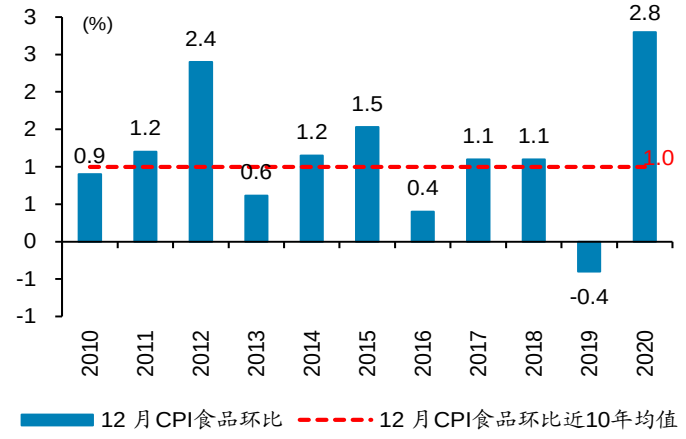

数据来源：Wind、开源证券研究所

图13：12 月，CPI 食品环比 2.8%，非食品环比 0.1%



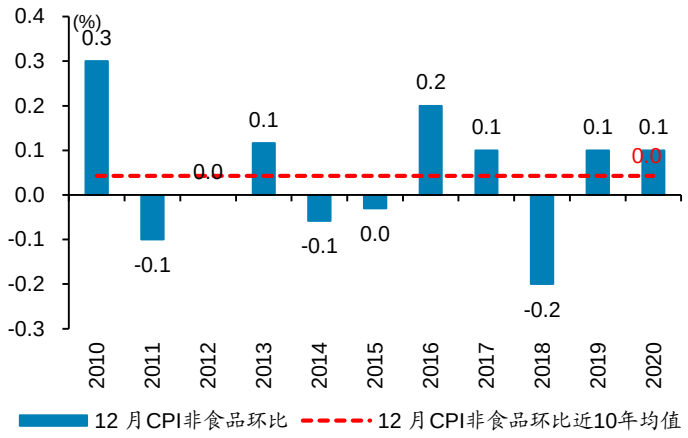

数据来源：Wind、开源证券研究所

图14：12 月，CPI 食品环比 2.8%，大幅高于历史均值




数据来源：Wind、开源证券研究所

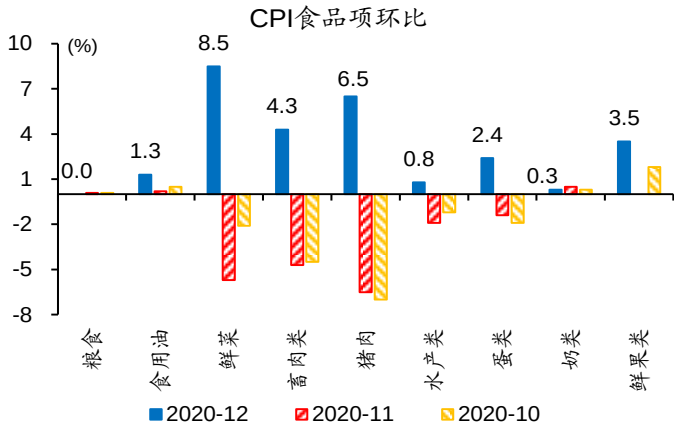
图15：12 月，CPI 非食品环比由负转正至 0.1%




数据来源：Wind、开源证券研究所

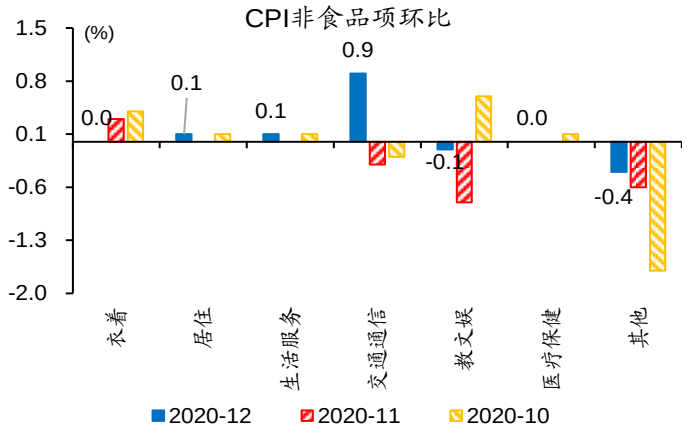
**分项环比来看，食品项环比回正与猪肉、鲜菜等涨价有关；非食品项受交通通信拉动明显。**CPI 食品环比由负转正至 2.8%、上月为-2.4%，其中，猪肉、鲜菜、鲜果涨幅较大，与猪肉短期供需错配、低温下蔬菜运输成本上升等有关；CPI 非食品环比由上月下降 0.1%转为上涨 0.1%，交通项拉动明显，或缘于油价上涨。

图16：CPI 食品分项中，鲜菜和猪肉环比涨幅较大




数据来源：Wind、开源证券研究所

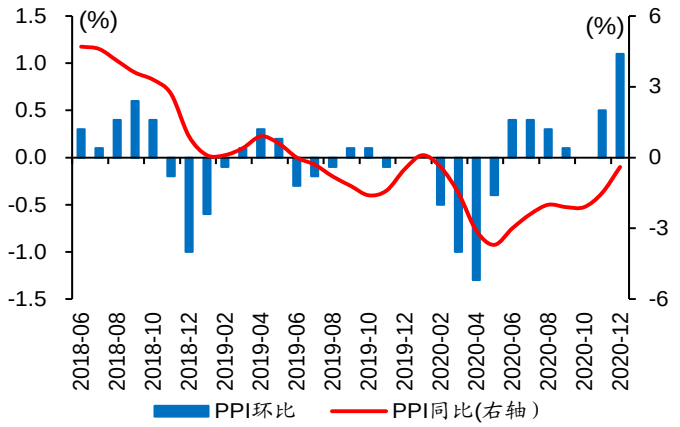
图17：CPI 非食品中，交通通信环比涨幅较大




数据来源：Wind、开源证券研究所

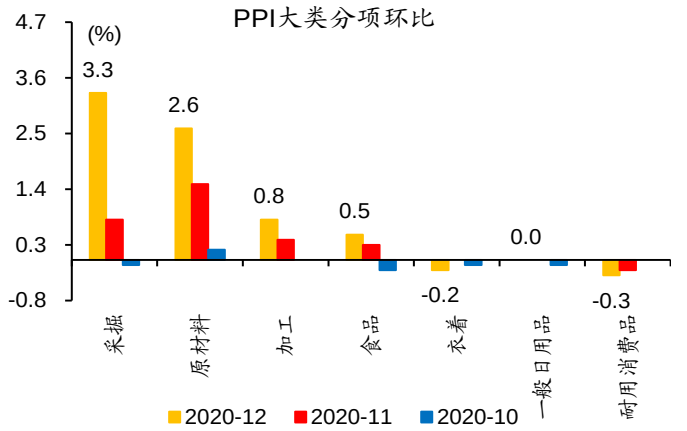
**PPI 同比降幅收窄、环比涨幅扩大，采掘、原材料等生产资料环比涨幅明显扩大。**12 月，PPI 同比-0.4%，降幅收窄 1.1 个百分点，环比 1.1%、涨幅扩大 0.6 个百分点。其中，生产资料环比涨幅扩大 0.7 个百分点至 1.4%，采掘、原材料及加工工业环比涨幅分别扩大 2.5、1.1 和 0.4 个百分点至 3.3%、2.6%和 0.8%；生活资料环比 0.1%、与上月持平，其中，食品类涨幅扩大 0.2 个百分点，衣着和耐用消费品涨幅回落，一般日用品与上月持平。

图18：12 月，PPI 同比-0.4%、环比 1.1%




数据来源：Wind、开源证券研究所

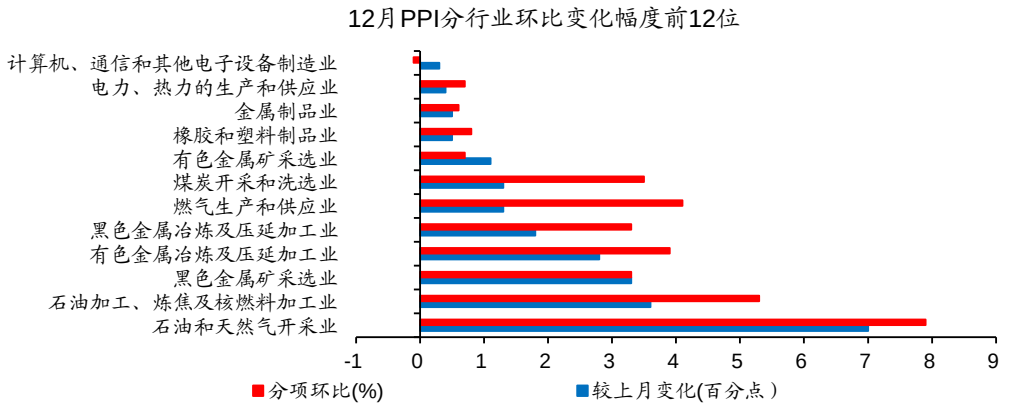
图19：12 月，采掘、原材料、加工工业等环比明显上涨




数据来源：Wind、开源证券研究所

**分行业环比来看，金属链、石油链多数上涨。**12 月，国内需求稳定恢复、加之国际大宗商品价格持续攀升，带动工业品价格继续上行。其中，石油开采、石油加工分别环比涨分别扩大 7 和 3.6 个百分点至 7.9%和 5.3%；黑色矿采、黑色冶炼环比均为 3.3%，涨幅分别扩大 3.3 和 1.8 个百分点；有色冶炼涨幅扩大 2.8 个百分点至 3.9%，有色矿采环比转正至 0.7%。

**图20：金属链、石油链环比多数上涨**




数据来源：Wind、开源证券研究所

## 3、 风险提示

生猪供给不及预期、海外疫情超预期反弹。

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R2（中低风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C2、C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C2、C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

| | | |
|---|---|---|
| 证券评级 | 买入（Buy） | 预计相对强于市场表现 20%以上； |
| | 增持（outperform） | 预计相对强于市场表现 5%～20%； |
| | 中性（Neutral） | 预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动； |
| | 减持 | 预计相对弱于市场表现 5%以下。 |
| 行业评级 | 看好（overweight） | 预计行业超越整体市场表现； |
| | 中性（Neutral） | 预计行业与整体市场表现基本持平； |
| | 看淡 | 预计行业弱于整体市场表现。 |
| 备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。 | | |

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及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、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。

## 开源证券研究所

**上海**
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

**深圳**
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

**北京**
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

**西安**
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn