通胀低位反弹，工业品价格加速上行

——12 月通胀数据点评

日期：2021 年 1 月 11 日

分析师：徐飞
执业证书编号：S0270520010001
电话：021-60883488
邮箱：xufei@wlzq.com.cn

研究助理：于天旭
电话：021-60883499
邮箱：yutianxu@wlzq.com.cn

- **事件：** 2020 年 12 月，CPI 同比增速 0.2%，前值-0.5%，环比增速 0.7%，较上月上涨 1.3 个百分点，1-12 月 CPI 累计同比 2.5%；PPI 同比增速-0.4%，前值-1.5%，环比增速 1.1%，较上月上涨 0.6 个百分点，1-12 月 PPI 累计同比-1.8%。

点评：

- **CPI 同环比均反弹上行，食品项受天气和成本上升影响上行。核心 CPI 小幅回落，消费品价格开始上行，服务项价格依然偏弱。**疫情依然是制约线下消费和服务的主要因素。
- **食品项价格环比大多上行，猪肉价格反弹上涨。**猪肉价格超季节性前置反弹上行，需求季节性上行的因素之外，成本端豆粕、玉米价格的上涨，进口冷链食品冻肉的减少，以及对生猪屠宰违法行为新一轮严查，都对猪肉的供应造成一定影响。蔬菜、水果价格进入季节性上行区间，受低温天气影响，运输和存储成本增加，价格明显上行。食品项价格上行趋势预期在 1 月仍将延续。
- **非食品各分项保持平稳，整体较上月略有提升。衣着、居住、生活用品、医疗保健修复增速环比依然较慢，**居住项中水电燃料环比继续上行，寒冬导致南方耗电供暖需求增加，部分地区用电高峰期供电承压。交通和通信修复最为明显，主要是燃料价格上行拉动。需求端整体依然偏弱，但稳中略升。
- **PPI 同环比数据均延续上行，原材料价格涨幅快于加工行业，企业利润修复速度预期略有放缓。**加工工业和原材料工业的差值继续缩窄，加工企业的价格修复速度明显不及原材料价格速度。PPIRM 来看，购进价格涨幅高于出厂价格。PPI 周期品价格修复趋势延续，有色景气度上行速度超过黑色，供暖需求拉升了煤炭、燃气产业的上行，原油产业链上行提速。
- **CPI 增速依然承压，PPI 上升趋势不变。**2020 年一季度猪肉价格基数较高，虽然近期猪肉价格持续上行，但同比增速依然承压，预期一季度 CPI 仍将处于低位。全球属性的有色品种价格受经济复苏叠加通胀预期影响，仍将进一步上行。当前全球宽松的货币环境，通胀也有缓步升温并在全球传导的趋势，对大宗商品价格有一点助推作用，对 PPI 的影响大于对 CPI 的影响，预期 PPI 全年将呈现先涨后跌，而 CPI 呈现前低后高的走势。
- CPI-PPI 剪刀差继续收窄， PPI 本月修复趋势延续，剪刀差收窄加速。
- **风险因素：**春节期间人口迁徙导致疫情扩散，市场流动性投放大幅增加，经济增速不及预期，地缘政治风险带动原油价格波动加剧。

万联证券

目录

事件.....3
1、食品项反弹 CPI 转正，非食品项修复依然较慢.....3
2、PPI 同比上行趋势延续.....5
3、风险提示.....8

图表目录

图表 1:CPI 同比增速继续回落(%).....3
图表 2:食品项增速大幅回落(%).....3
图表 3:核心 CPI 增速依然持平(%).....3
图表 4:食品项环比增速处于历年低点(%).....3
图表 5:猪肉价格进入回落区间(元/公斤).....4
图表 6:猪肉替代品：牛羊肉价格走势(元/公斤).....4
图表 7:蔬菜价格走势(元/公斤).....5
图表 8:水果价格走势(元/公斤).....5
图表 9:CPI 细分项同比走势(%).....5
图表 10:CPI 细分项同比走势(%).....5
图表 11:PPI 当月同比增速走势(%).....6
图表 12:加工工业-原材料工业价格走势(%).....6
图表 13:PPI 价格高波动分项走势(%).....7
图表 14:剪刀差继续收窄（%）.....7
图表 15:工业生产者价格主要数据.....8

万联证券

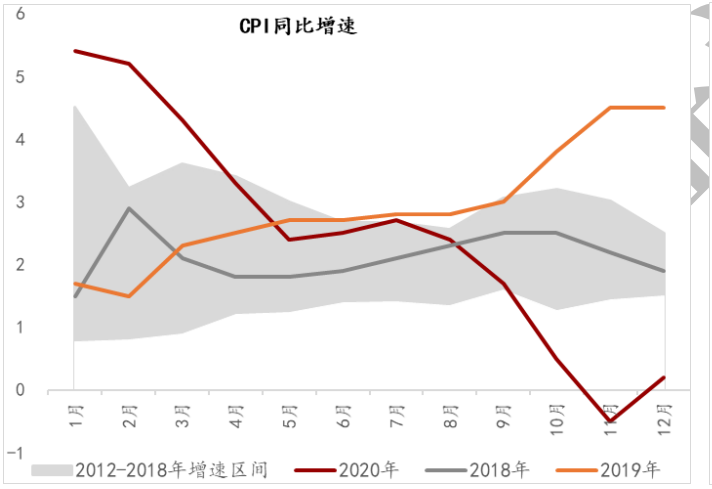
事件

2020年12月，CPI同比增速0.2%，前值-0.5%，环比增速0.7%，较上月上涨1.3个百分点，1-12月CPI累计同比2.5%；PPI同比增速-0.4%，前值-1.5%，环比增速1.1%，较上月上涨0.6个百分点，1-12月PPI累计同比-1.8%。

1、食品项反弹CPI转正，非食品项修复依然较慢

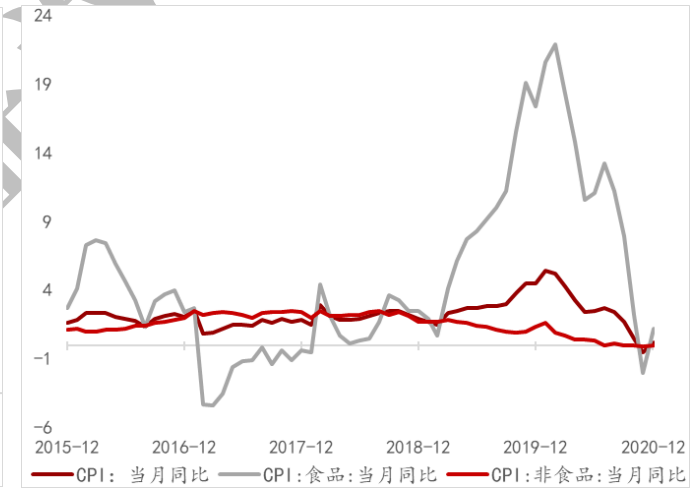
CPI同环比均反弹上行，食品项受天气和成本上升影响上行。12月CPI同比增速由-0.5%反弹至0.2%，依然处于近几年低位，环比增速由上月降-0.6%反弹为涨0.7%。CPI食品项同比增速由上月的-2%反弹至1.2%，影响CPI上涨约0.62个百分点；非食品项同比由-0.1%小幅上行至0%，环比由上月的-0.1%上行至0.1%，依然相对偏弱。

图表1： CPI 同比增速继续回落(%)



资料来源：Wind，万联证券研究所

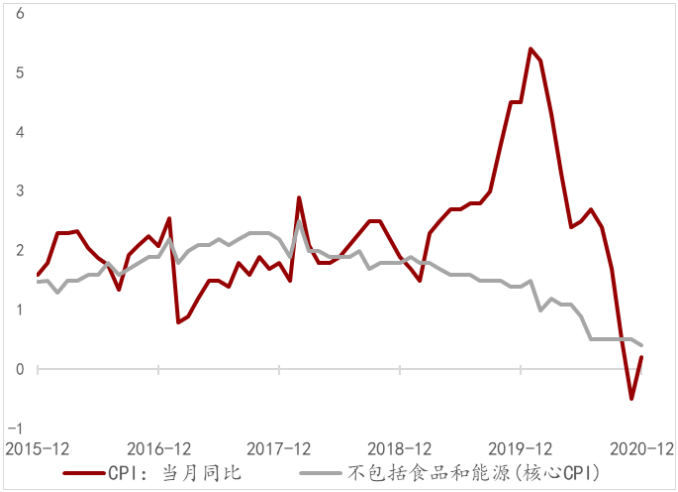
图表2： 食品项增速大幅回落(%)



资料来源：Wind，万联证券研究所

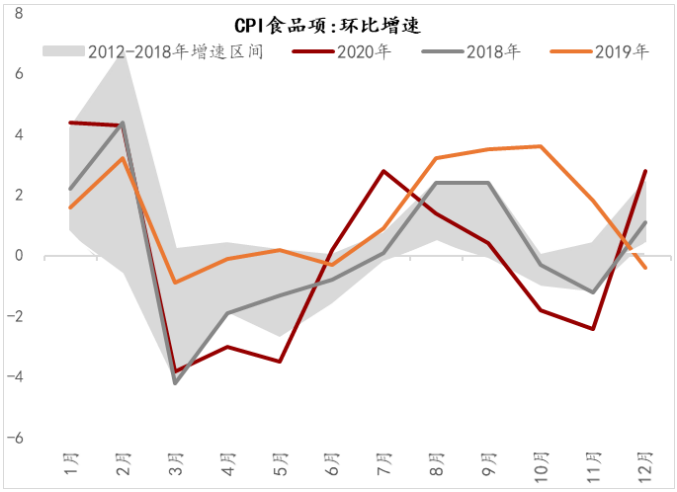
核心CPI小幅回落，消费品价格开始上行，服务项价格依然偏弱。剔除食品和原油项的核心CPI继续回落，需求端依然较弱。疫情依然是制约线下消费和服务的主要因素。核心CPI同比增速小幅回落-0.1个百分点至0.4%，环比持平。CPI服务项同比连续3个月持平于0.3%，环比持平；消费品同比则上行1.1个百分点至0.2%，环比上行1.2%，环比增速较上月上行2个百分点。

图表3： 核心 CPI 增速依然持平(%)



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表4： 食品项环比增速处于历年低点(%)

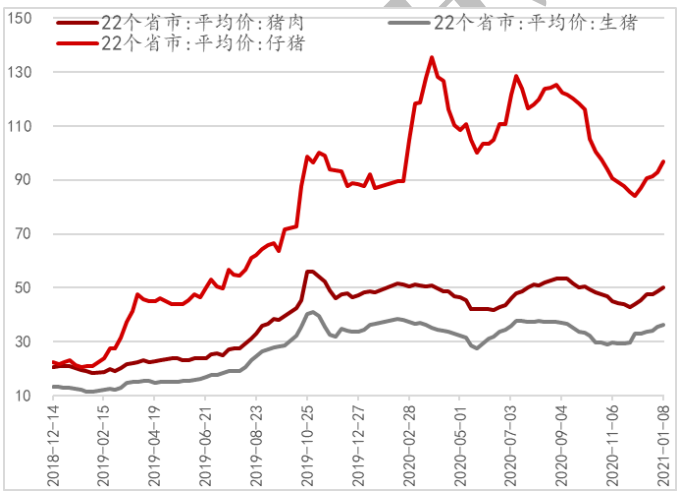


资料来源：Wind，万联证券研究所

食品项价格环比大多上行，猪肉价格反弹上涨，水果蔬菜价格仍支撑CPI上涨。食品项细分来看，猪肉价格超季节性前置反弹上行，从需求端来看，随着春节和元旦的到来，猪肉消费季节性增加；但供给端来看，进口的冷链食品冻肉进口减少，生猪存栏回补仍需一定时间，农业部对农村生猪屠宰违法行为进行了新一轮严查，2021年1月生猪期货的上市也加剧了猪肉价格的短期波动。并且豆粕、玉米等饲料成本持续上行，高基数效应较上月略有回落，猪肉同比反弹上行。而猪肉的替代品牛羊肉的同比增速也反弹上行。预期1-2月猪肉价格由于过年备货需求将进一步上行，但去年同期涨幅继续上行，猪肉价格同比增速受到一定抑制。蔬菜水果价格进入季节性上行区间，受拉尼娜寒冬效应影响，鲜菜、鲜果的运输和存储成本增加，价格明显上行，1月价格将继续上行，但2020年1月蔬菜价格处于相对高位，蔬菜同比增速对CPI拉动有限。

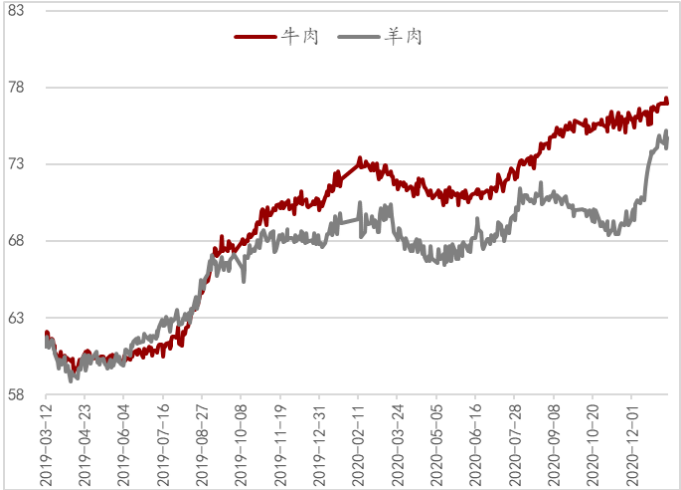
从CPI具体分项来看，12月，猪肉价格同比反弹上涨11.2个百分点至-1.3%，影响CPI下行约-0.06个百分点，环比增速由上月的-6.5%明显上行至6.5%；猪肉的替代品牛羊肉同比增速分别由上月的4.2%、2.2%上行至4.6%、4.6%，蛋类同比增速上行6.3个百分点至-10.8%，环比上行2.4%。鲜菜价格同比继续回落-2.1个百分点至6.5%，下降速度有所放缓，环比上行8.5%；鲜果价格同比继续上行2.9个百分点至6.5%，上行幅度有所放缓，环比上行3.5%。粮食、食用油、水产品、烟草、酒类同比增速分别由11月的1.4%、3.1%、1%、0.7%、1.4%变动为1.4%、4.3%、1.7%、0.8%、1.5%。

图表5： 猪肉价格进入回落区间(元/公斤)



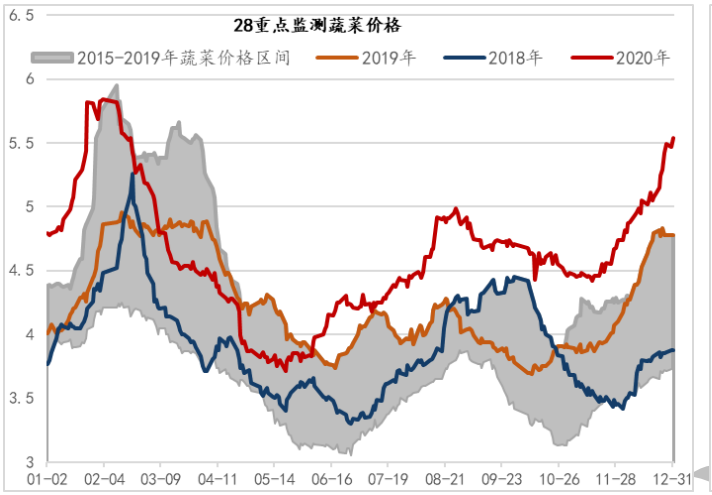
资料来源：Wind，万联证券研究所

图表6： 猪肉替代品：牛羊肉价格走势(元/公斤)



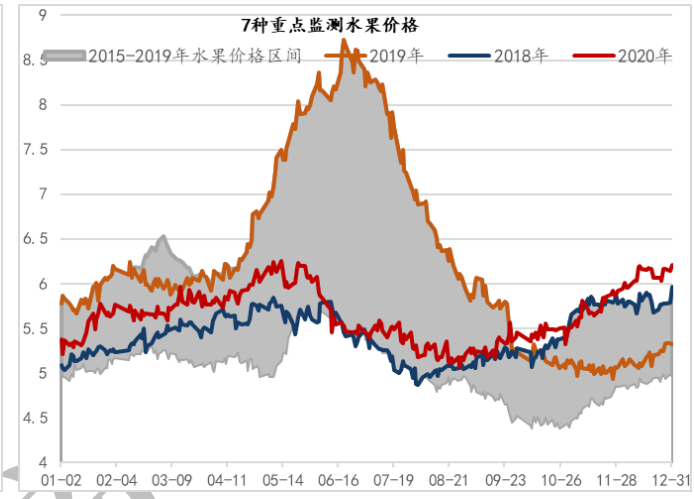
资料来源：Wind，万联证券研究所

图表7： 蔬菜价格走势(元/公斤)



资料来源：Wind，万联证券研究所

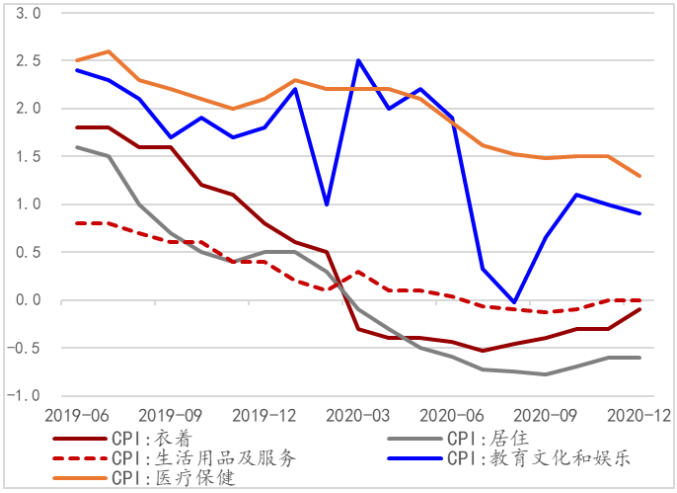
图表8： 水果价格走势(元/公斤)



资料来源：Wind，万联证券研究所

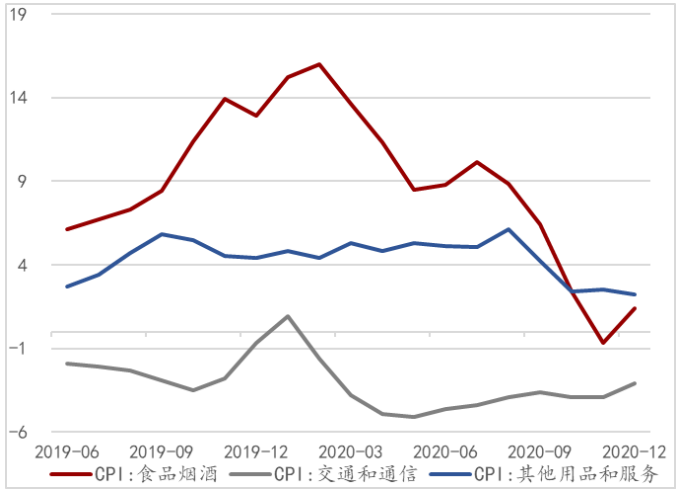
非食品各分项保持平稳，整体较上月略有提升，衣着、居住、生活用品、医疗保健修复增速环比依然较慢，交通和通信修复最为明显，需求端整体依然偏弱，但稳中略升。从CPI非食品分项来看，教育文化和娱乐同比增速小幅下行0.1个pct至0.9%，教育服务与上月持平，而旅游业增速有所回落，受疫情影响出行需求依然受到一定限制。衣着、居住、医疗保健等必须消费基本低位小幅震荡；居住项中水电燃料环比继续上行，寒冬导致南方耗电供暖需求增加，部分地区用电高峰期供电承压。11月交通、通信工具同比下行幅度由-3.9%缩窄至-3.1%，环比转正为0.9%。受国际原油价格波动影响，汽油、柴油和液化石油气价格均同比上行。非食品项环比来看整体小幅上涨0.1个百分点，需求端依然偏弱，但稳中略升。

图表9： CPI 细分项同比走势(%)



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表10：CPI 细分项同比走势(%)



资料来源：Wind，万联证券研究所

2、PPI同比上行趋势延续

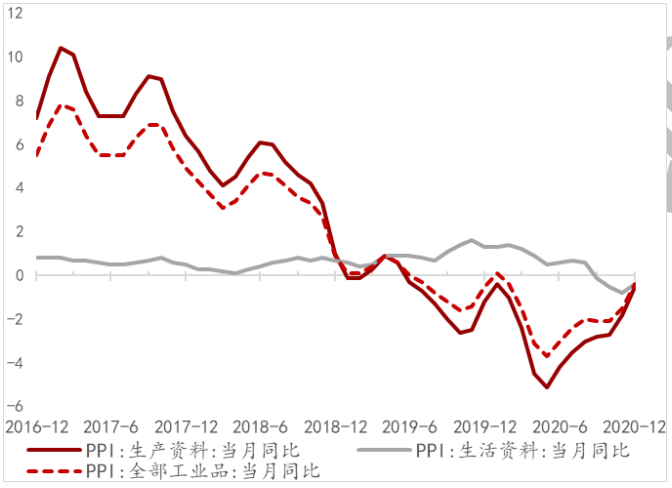
PPI同、环比数据均延续上行，原材料价格涨幅快于加工行业，企业利润修复速度预期略有放缓。PPI生活资料同比上行，主要是食品类的上涨的拉动。生产资料同比明显上行，原材料工业增速进一步加快上行，采掘工业也持续上行，加工工业上行速度

相对最慢。加工工业和原材料工业的差值继续缩窄，加工企业的价格修复速度明显不及原材料价格速度，工业企业利润预期仍将继续修复，但修复速度略有放缓。

从PPIRM来看，工业生产者购进价格上行1.6百分点至0%，购进价格涨幅高于出厂价格。PPIRM分项中，黑色、有色、建筑、纺织原料类购进价格同环比仍在逐步修复，纺织、建材、汽车等行业需求仍在继续上行。

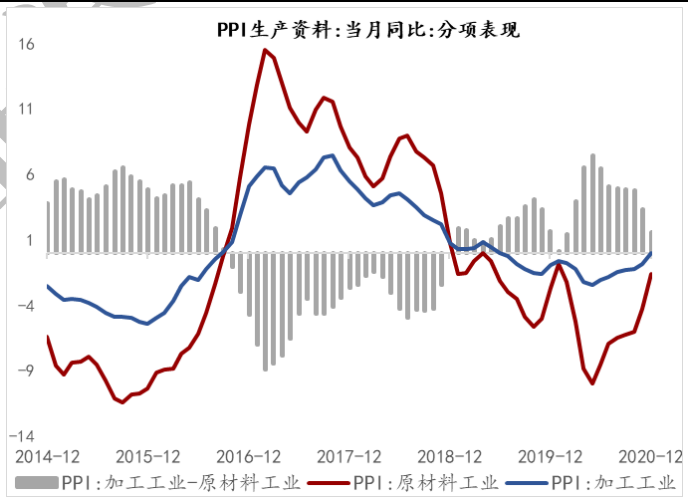
具体数据来看，PPI同比上涨1.1个百分点至-0.4%，环比上行1.1%。生产资料同比上行1.3个百分点至-0.5%，环比上行1.4%，其中，采掘工业、原材料工业和加工工业同比分别由11月的-3.6%、-4.2%、-0.8%上行至-0.4%、-1.6%和0%，各项同环比均在继续上行。PPI生活资料反弹上行0.4个百分点至-0.4%，环比上行0.1%；其中，食品类同比由0.1%上行至0.9%。

图表11：PPI 当月同比增速走势(%)



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表12：加工工业-原材料工业价格走势(%)

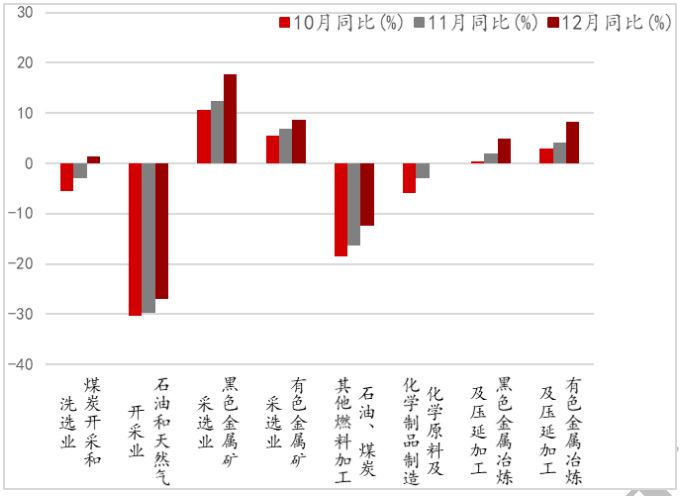


资料来源：Wind，万联证券研究所

PPI周期品价格修复趋势延续，有色景气度上行速度超过黑色，供暖需求拉升了煤炭、燃气产业的上行，原油产业链上行提速。黑色、有色金属矿采选和冶炼及压延工业延续上行，黑色金属矿采选已经处于相对高位；我国的房地产、基建、汽车对黑色需求仍强，黑色产业链景气度有望在一季度维持；随海外市场逐步复苏，有色相关的国际商品仍将继续上行。煤炭开采业环比继续上行，主要受环保采暖上游限产、澳煤炭进口暂停和北方供暖需求拉动，燃气的生产和供应业环比继续上行，南方受寒冬影响，燃气供暖需求上升。化学原料及制品业也延续修复的趋势。化纤、纺织业有所好转，但服装业增速与上月环比持平。原油价格12月有所上行，石油开采、石油加工产业链整体大幅回升。

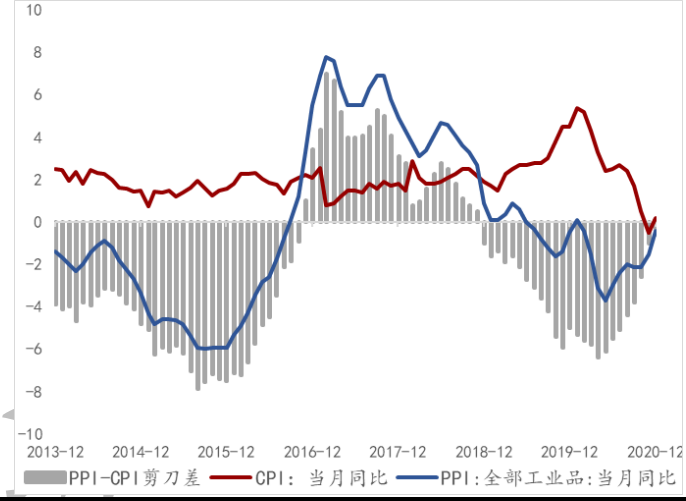
CPI-PPI剪刀差继续收窄，CPI本月小幅反弹上行，PPI本月修复趋势得以延续，剪刀差收窄加速。整体来看，CPI依然低位承压，PPI上行的趋势没有逆转，预期CPI-PPI剪刀差仍将继续收窄。

图表13：PPI 价格高波动分项走势(%)



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表14：剪刀差继续收窄（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

CPI增速依然承压，PPI上升趋势不变。考虑到2020年一季度猪肉价格基数较高，虽然近期猪肉价格持续上行，但同比增速依然承压，预期未来4-5个月，CPI都将维持在低位区间，随2021年2月猪肉价格达到高点，CPI同比仍面临转负压力，而下半年CPI预期将逐步上行。从中长期来看，猪肉价格仍将进入下行通道。随着规模化养殖进程加速，散户逐渐被淘汰，规模养殖场也将不断扩大产能，猪肉的供给将更加宏观可控，而猪周期也将放缓延长。核心CPI增速预期将缓步上行，随居民收入的逐步修复，海外经济逐步复苏，将一定程度释放国内的供需关系。

全球属性的有色品种价格受经济复苏叠加通胀预期影响，仍将进一步上行。随疫苗阶段性研发取得阶段性进展，海外市场生产、消费的预期将进一步改善，有色等国际金属品种需求仍将上行。市场对未来原油需求预期将有所改善，但地缘政治风险又带来了较大的不确定性。房地产、建材施工上半年预期延续旺盛，下半年上行压力增加，增速或维稳，房地产下游的家电需求也逐步好转，黑色、有色等周期品价格仍将继续上行。预计未来PPI一二季度走升趋势不变，随宏观政策回归常态，下半年或震荡走弱。

当前全球宽松的货币环境，通胀也有缓步升温并在全球传导的趋势。全球流动性的宽松导致国际大宗商品价格上升，我国作为大宗商品的进口依赖国，也一定成程度上推升了我国的通胀水平，其对PPI的影响大于对CPI的影响。

图表15：工业生产者价格主要数据

2020年12月工业生产者价格主要数据						
指标名称	当月环比(%)	11月环比(%)	当月同比(%)	11月同比(%)	10月同比(%)	累计同比(%)
主要行业出厂价格						
煤炭开采和洗选业	3.5	2.20	1.3	-2.90	-5.50	-5.40
石油和天然气开采业	7.9	0.90	-27	-29.80	-30.40	-27.40
黑色金属矿采选业	3.3	0.00	17.8	12.50	10.70	7.00
有色金属矿采选业	0.7	-0.40	8.6	6.90	5.60	4.80
非金属矿采选业	0.3	0.30	1.9	1.60	1.00	1.50
农副食品加工业	1	0.80	2.4	0.80	1.90	4.80
食品制造业	0	0.40	0.5	0.60	0.20	0.60
酒、饮料和精制茶制造业	0.2	0.30	0.8	0.70	0.30	0.70
烟草制品业	0	0.00	0.8	0.80	0.80	1.40
纺织业	0.2	0.50	-3.8	-4.70	-5.40	-4.70
纺织服装、服饰业	0	0.00	-1.5	-1.60	-1.60	-1.20
木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	0.2	0.00	-0.8	-1.10	-1.10	-0.70
造纸及纸制品业	0.2	0.50	-1.5	-1.30	-1.70	-2.80
印刷业和记录媒介的复制	0	-0.30	-2.1	-2.10	-1.80	-1.30
石油、煤炭及其他燃料加工业	5.3	1.70	-12.5	-16.30	-18.50	-14.30
化学原料及化学制品制造业	2.3	2.20	0	-3.00	-6.00	-5.90
医药制造业	0.1	0.10	0.5	0.50	0.50	0.60
化学纤维制造业	1.5	1.90	-8.2	-10.40	-13.80	-13.50
橡胶和塑料制品业	0.8	0.30	-1	-1.90	-2.50	-1.90
非金属矿物制品业	0.4	0.70	-2.7	-2.50	-2.40	-1.60
黑色金属冶炼及压延加工业	3.3	1.50	5	2.00	0.30	-2.10
有色金属冶炼及压延加工业	3.9	1.10	8.3	4.10	2.90	0.80
金属制品业	0.6	0.10	0.5	-0.10	-0.20	-0.10
通用设备制造业	0	0.00	-0.7	-0.70	-0.70	-0.30
汽车制造业	-0.2	-0.10	-0.4	-0.40	-0.30	-0.40
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	0	0.20	-0.1	-0.10	0.00	0.40
计算机、通信和其他电子设备制造业	-0.1	-0.40	-2	-1.90	-1.70	-1.50
电力、热力的生产和供应业	0.7	0.30	-1.4	-1.80	-1.90	-1.90
燃气生产和供应业	4.1	2.80	-2.1	-3.90	-5.40	-4.30
水的生产和供应业	0	0.00	-0.1	-0.20	-0.10	0.10

资料来源：Wind，万联证券研究所

3、风险提示

春节期间人口迁徙导致疫情扩散，市场流动性投放大幅增加，经济增速不及预期，地缘政治风险带动原油价格波动加剧。

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅—5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。
基准指数 ：沪深300指数

风险提示

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。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责条款

本报告仅供万联证券股份有限公司（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。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告的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翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦
北京 西城区平安里西大街 28 号中海国际中心
深圳 福田区深南大道 2007 号金地中心
广州 天河区珠江东路 11 号高德置地广场