

2021年1月11日

Experts of financial
derivatives pricing

衍生品定价专家

金信期货研究院

投资咨询业务资格

湘证监机构字[2017]1号

刘文波

·从业资格编号 F3070864

·投资咨询编号 Z0015179

全球复苏交易推升大宗商品涨价，PPI 延续上行通道

——12月通胀数据点评

内容提要

12月CPI同比0.2%，市场预期0.1%，前值-0.5%；12月PPI同比-0.4%，市场预期-0.7%，前值-1.5%。

12月CPI回升受到猪价止跌反弹和油价上涨的扰动，但核心CPI反而小幅回落反映总需求仍待恢复。未来随着终端需求和居民消费意愿的逐渐好转，上游价格逐步向下游传导，核心CPI有望迎来回暖周期，但受国内政策收敛以及居民收入增长偏弱影响，叠加猪肉价格高基数，CPI大概率进入温和再通胀。

12月PPI延续上行通道，同比降幅快速收窄，在全球经济复苏节奏加快、疫苗增强经济修复动能、以及海外库存周期启动下，大宗商品仍然向好，叠加基数效应PPI上半年或陡峭上行，并于年中达到阶段性高点。而下半年随着国内信用扩张放缓、以及海外供给逐步恢复下，经济复苏动能弱化，下半年PPI或转为震荡走弱。

- 1、猪价油价扰动下12月CPI超预期回正，猪肉需求旺季提振以及海外疫情加重下进口下滑，猪肉价格反弹拉动食品项增速回升，但12月核心通胀反而小幅回落，显示终端需求仍然偏弱。
- 2、PPI延续上行通道，降幅继续收窄，上游生产资料价格上涨较快，石油化工、有色、黑色等涨幅居前，但下游生活资料表现乏力，工业价格上涨仍处在从上至下的传递过程中，上下游价格的持续分化值得关注。
- 3、猪肉价格高基数下CPI大概率进入温和再通胀，核心CPI有望迎来回暖周期，一季度CPI先下后上，上半年逐步高，全年中枢2%左右
- 4、随着疫苗继续推广增强经济修复动能以及海外库存周期的启动，PPI上半年或陡峭上行，并伴随上游企业盈利的持续改善，PPI或于年中达到阶段性高点。

风险提示

疫情二次爆发超预期，货币政策收紧超预期

请务必仔细阅读正文之后的声明



12月CPI同比0.2%，预期0.1%，前值-0.5%；

12月PPI同比-0.4%，预期-0.7%，前值-1.5%。

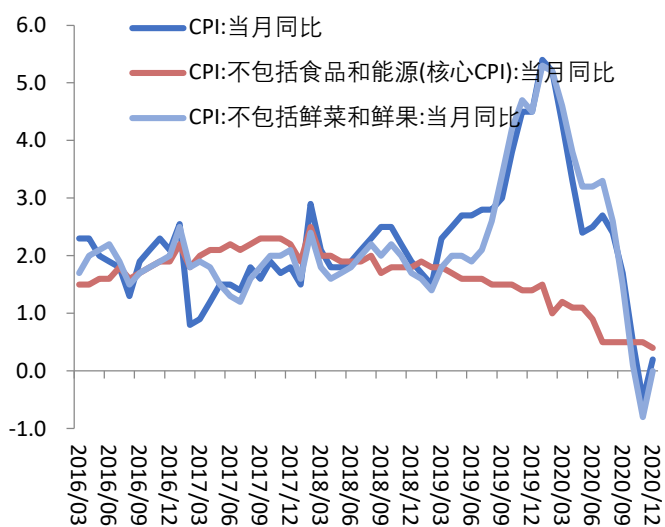
一、猪价止跌反弹，叠加油价扰动下CPI回正

猪价油价扰动下12月CPI超预期回正，核心通胀小幅回落。12月CPI同比上涨0.2%，较上月回升0.7个百分点，环比上涨0.7%，好于季节性表现，食品分项回升是拉动本月CPI好于预期的主因，原油价格上涨也对非食品项有所提振。但12月核心通胀反而小幅回落，显示终端需求仍然偏弱，CPI一季度先回落再回升的节奏下温和再通胀仍是大概率情形。

猪肉价格反弹拉动食品项增速回升。12月CPI食品同比1.2%，较上月回升3.2个百分点，食品分项回升是拉动本月CPI好于预期的主因。从分项来看，鲜菜（8.5%）和猪肉（6.5%）价格环比涨幅居前，分别拉动CPI上涨0.22个和0.28个百分点，其中鲜菜与鲜果都为季节性涨价。11月底以来猪肉价格有所止跌，12月猪肉价格有所反弹，主要受年初猪肉需求旺季提振以及海外疫情加重下进口下滑的影响。猪肉价格偏强对CPI斜率有一定影响，但去年一季度基数较高叠加生猪产能的逐渐恢复，一季度CPI仍维持先下后上的节奏。

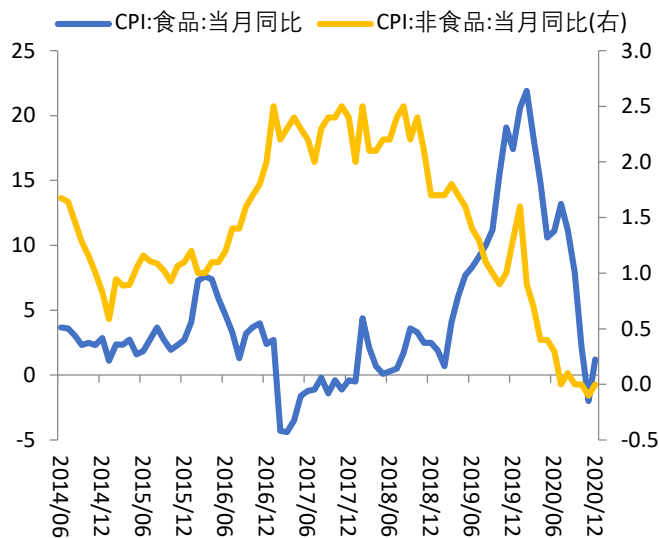
非食品项表现整体平稳，终端消费需求仍然偏弱。非食品CPI同比上涨0%，较上月回升0.1个百分点，环比上涨0.1%。从分项来看，交通和通信环比涨幅较大（0.9%），明显超出季节性表现，原油价格上涨是拉动本月非食品项上涨的主因，交通工具用燃料价格环比为5.1%。而其他非食品项方面，衣着、居住与生活用品及服务分项环比基本符合季节性，医疗保健及其他用品与服务弱于季节性，终端消费需求仍然偏弱。

图1: CPI增速 (%)



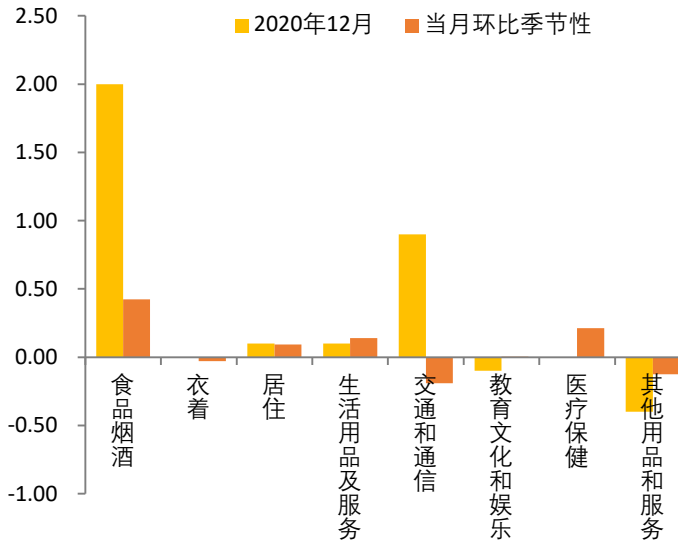
资料来源: Wind, 金信期货研究院

图2: CPI食品和非食品分项增速 (%)



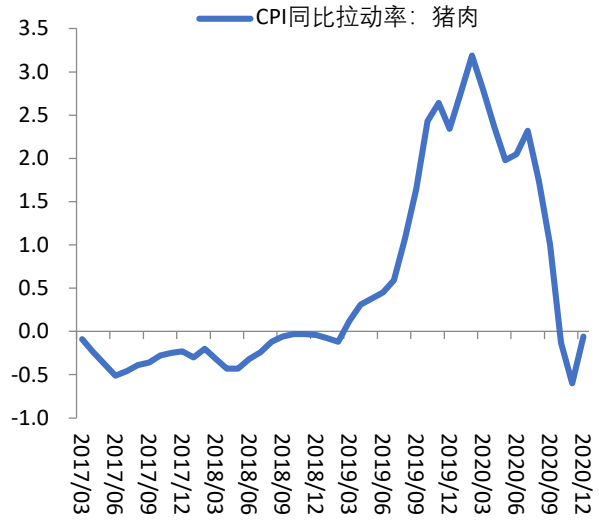
资料来源: Wind, 金信期货研究院

图 3: CPI 环比季节性 (%)



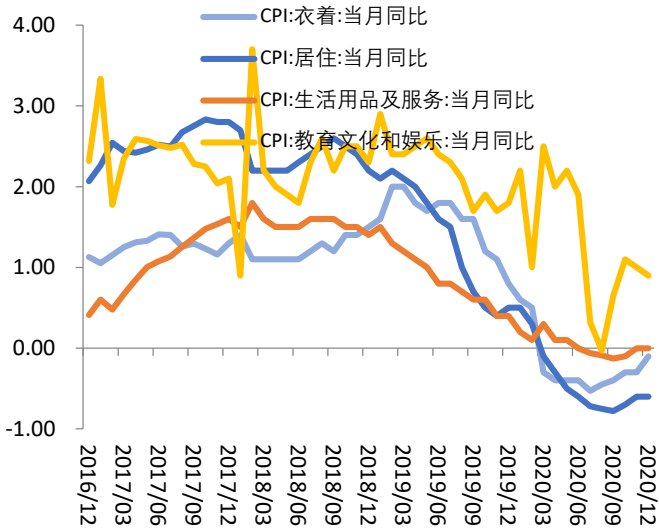
资料来源: Wind, 金信期货研究院

图 4: 猪肉价格止跌反弹, 对 CPI 拖累减弱 (%)



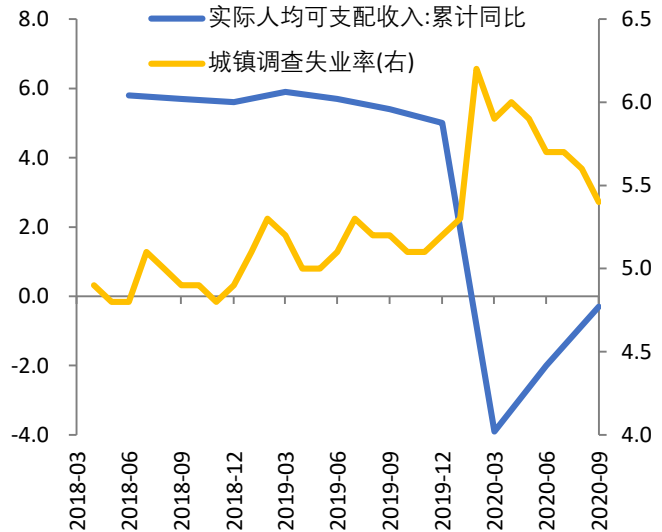
资料来源: Wind, 金信期货研究院

图 5: 房租、衣着等分项仍保持低位震荡 (%)



资料来源: Wind, 金信期货研究院

图 6: 高失业率叠加低收入增速, 终端需求较弱 (%)

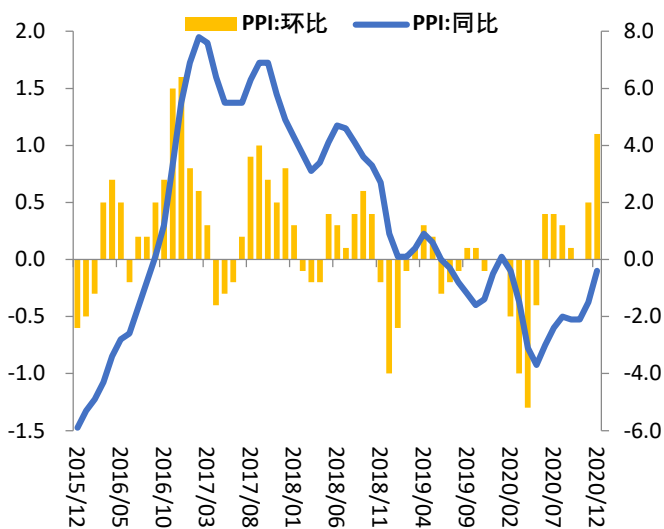


资料来源: Wind, 金信期货研究院

二、PPI 延续上行通道，上下游价格上涨继续分化

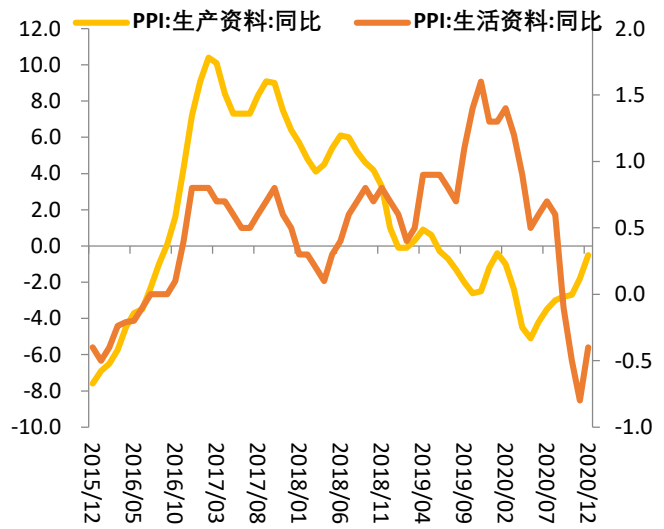
PPI 上行通道中降幅继续收窄，价格上涨继续分化。12 月 PPI 同比-0.4%，较上月回升 1.1 个百分点，继续处于 PPI 上行通道中，上游生产资料价格上涨较快，但下游生活资料表现乏力，工业价格上涨仍处在从上至下的传递过程中。上游价格齐涨，原油价格上涨是拉动本月 PPI 超预期回升的主因，石油天然气开采、石油加工及化学原料和制品行业环比涨幅居前，合计影响 PPI 环比约 0.37 个点。有色、黑色涨幅同样居前，全球工业复苏加速下有色价格加速上涨，年底基建提速叠加铁矿石价格成本扰动下，黑色系涨价同样较快。

图 7: PPI 环比涨幅加快 (%)



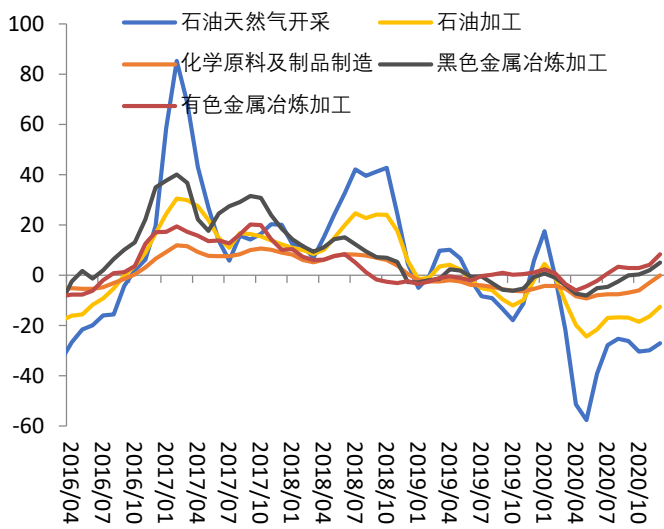
资料来源: Wind, 金信期货研究院

图 8: 生产资料回升加快 (%)



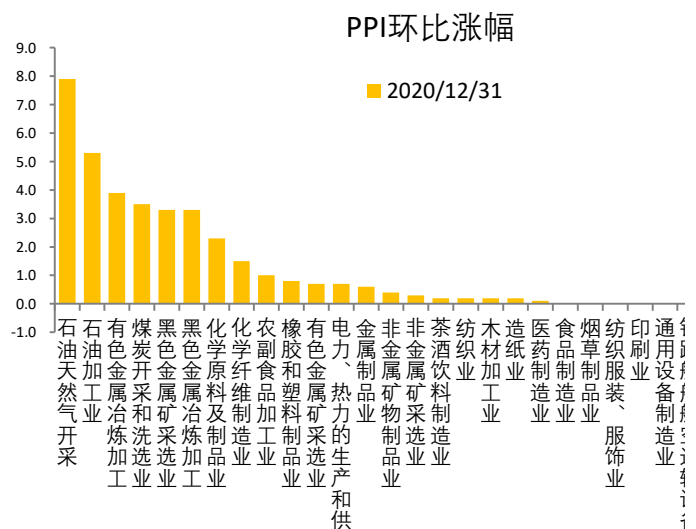
资料来源: Wind, 金信期货研究院

图 9: 化工能源降幅收窄 (%)



资料来源: Wind, 金信期货研究院

图 10: PPI 上游价格齐涨 (%)



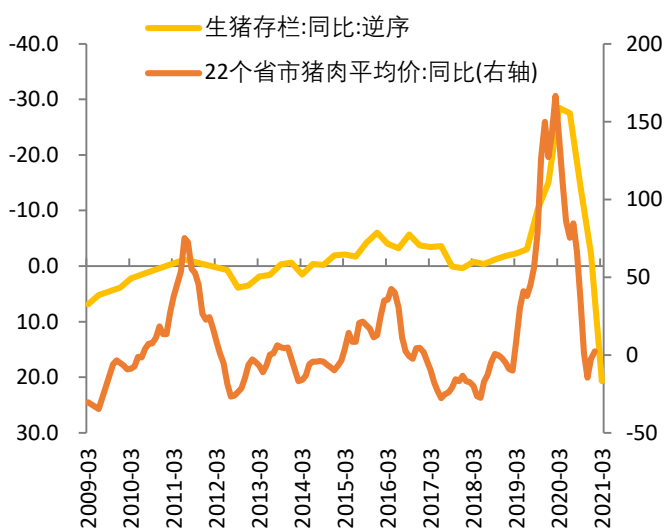
资料来源: Wind, 金信期货研究院

三、CPI 温和再通胀，PPI 上半年陡峭上行

核心 CPI 有望迎来回暖周期，猪肉价格高基数下 CPI 大概率进入温和再通胀。随着终端需求和居民消费意愿的逐渐好转，上游价格逐步向下游传导，核心 CPI 有望迎来回暖周期，但受国内政策收敛以及居民收入增长偏弱下总需求恢复偏慢的影响，叠加猪肉价格高基数制约 CPI 上行空间，2021 年 CPI 大概率进入温和再通胀时期，一季度 CPI 先下后上，上半年逐步高，全年中枢 2% 左右

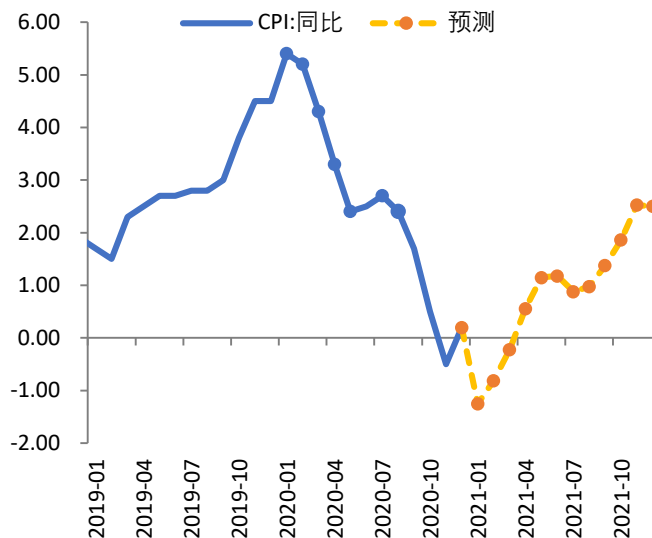
PPI 延续上行通道，上半年或陡峭上行。在全球经济复苏节奏加快、以及疫苗增强经济修复动能下，需求回升带动去年底大宗商品加速上涨，随着疫苗继续推广以及海外库存周期的启动，大宗商品仍然向好，叠加基数效应 PPI 上半年或将加速上涨，并于年中达到阶段性高点，并伴随上游企业盈利的持续改善。而下半年随着国内信用扩张放缓、以及海外供给逐步恢复下，经济复苏动能弱化，下半年 PPI 或转为震荡走弱。

图 11: 生猪存栏回升下猪周期下行 (%，左轴逆序)



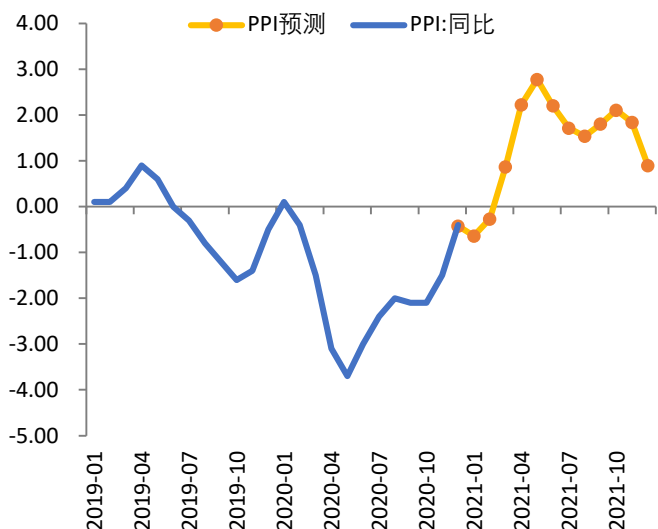
资料来源：Wind，金信期货研究院

图 12: CPI 进入温和再通胀区间 (%)



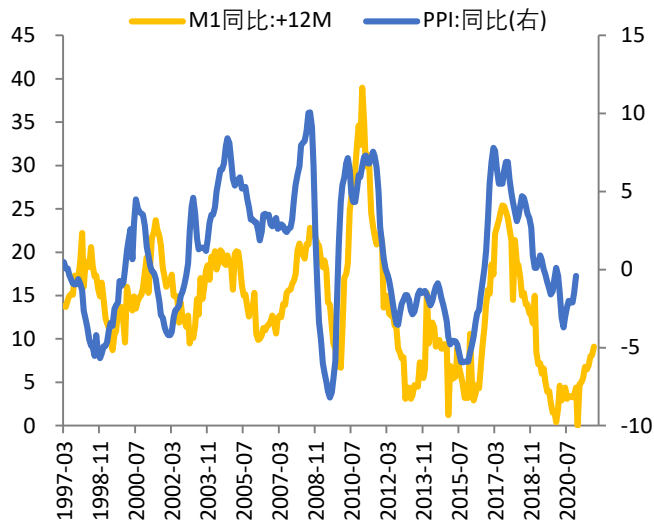
资料来源：Wind，金信期货研究院

图 13: PPI 上半年陡峭上行 (%)



资料来源: Wind, 金信期货研究院

图 14: M1 增速上行带动 PPI 回升 (%)



资料来源: Wind, 金信期货研究院

四、风险提示

疫情二次爆发超预期, 货币政策收紧超预期

重要声明

分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，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接收到任何形式的报酬。

免责声明

1.本报告发布的信息均来源于第三方信息提供商或其他已公开信息，但金信期货对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

2.本报告的观点、见解及分析方法，仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告，并不代表金信期货或其附属机构的立场。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议，投资者据此投资，风险自担，金信期货不对因使用本报告信息、建议、观点而引致的损失承担任何责任。

3.本报告旨在与金信期货特定客户及其他专业人士交流信息，分享研究成果，版权归金信期货所有，未经金信期货书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制，修改。如引用、刊发，需注明出处为“金信期货”。