

## 2020 年 12 月物价数据点评

### 12 月 CPI 同比转正、PPI 降幅收窄，物价温和上行趋势基本确立

作者：研究发展部 王青 冯琳

据国家统计局数据，2020 年 12 月 CPI 同比 0.2%，前值-0.5%，上年同期 4.5%；12 月 PPI 同比-0.4%，前值-1.5%，上年同期-0.5%。

#### 基本观点：

12 月猪肉价格季节性上行，同比降幅明显收窄，是当月 CPI 同比转正的主要原因。12 月去除食品和能源这两项波动较大的商品类别后，更能反映消费市场稳定物价水平的核心 CPI 同比为 0.4%，再创 2013 年有历史记录以来的新低。这显示，尽管近期社会消费品零售总额及服务消费数据有明显改善，但疫情冲击背景下，消费市场整体供需平衡状况尚未发生明显变化，消费需求相对不足现象依然比较突出。

主要受国际油价回升、国内工业原材料价格普涨拉动，12 月 PPI 环比加速上涨，创下 2017 年以来最高环比涨幅；同时，受边际涨价动能增强带动，叠加翘尾因素持平，当月 PPI 同比跌幅较上月大幅改善 1.1 个百分点至-0.4%，收窄幅度超出市场预期。

展望未来，受春节错期影响，2021 年 1 月 CPI 可能再度出现小幅同比负增长，但其后将进入一个稳定的温和上行过程；全年物价走势有望“前低后高”，CPI 涨幅中枢将控制在 2.0%左右，预计通胀不会成为 2021 年宏观经济的焦点问题，也不会对未来货币政策形成明显掣肘。综合考虑近期国际大宗商品以及国内钢铁、煤炭等工业品价格走势，2021 年 1 月 PPI 同比有望转正，全年将呈现“先升后稳”态势，出现大幅上涨的可能性较小。

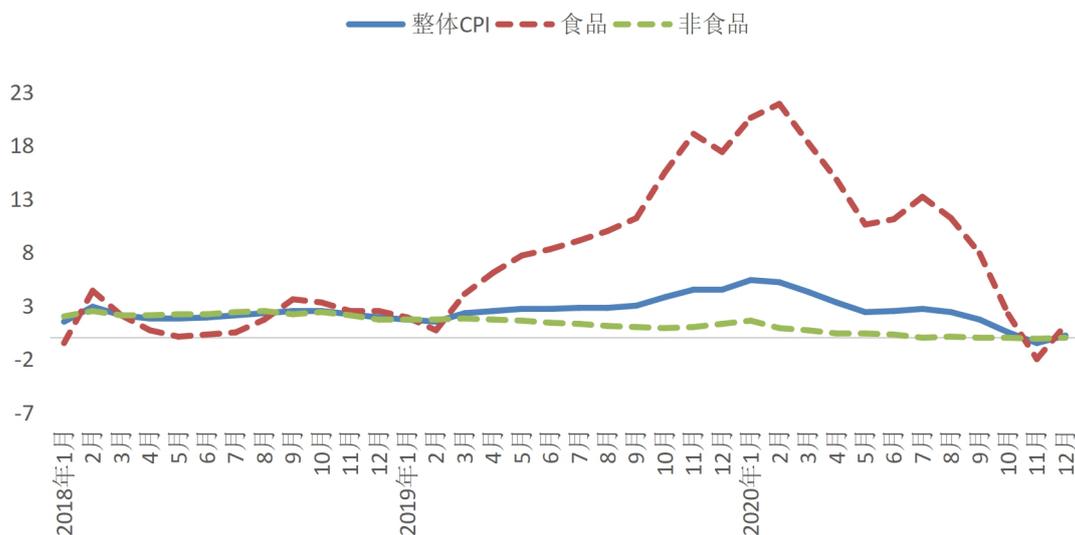
#### 具体分析如下：

一、12 月猪肉价格季节性上行，同比降幅明显收窄，是当月食品 CPI 和整体 CPI 同比转正的主要原因。12 月非食品价格环比、同比也结束负增长，涨幅分别为 0.1%和同比持平。另外，12 月去除食品和能源这两项波动较大的商品类别后，更能反映消费市场稳定物价水平的核心 CPI 同比为 0.4%，再创 2013 年有历史记录以来的新低。这显示，尽管近期社会消费品零售总额及服务消费数据有明显改善，但疫情冲击背景下，消费市场整体供需平衡状况尚未发生明显变化，消费需求相对不足现象依然比较突出。

12 月 CPI 同比上涨 0.2%，涨幅较上月大幅回升 0.7 个百分点，主要原因有两个：一是

受季节性因素影响，当月猪肉价格走高，带动食品价格同比涨幅由降转升，影响CPI同比上升0.26个百分点；二是国际原油价格走高后，12月国内成品油价格两次调高，带动交通和通信价格同比降幅收窄；其他商品价格走势变化不大。

图1 CPI增速：当月同比 %

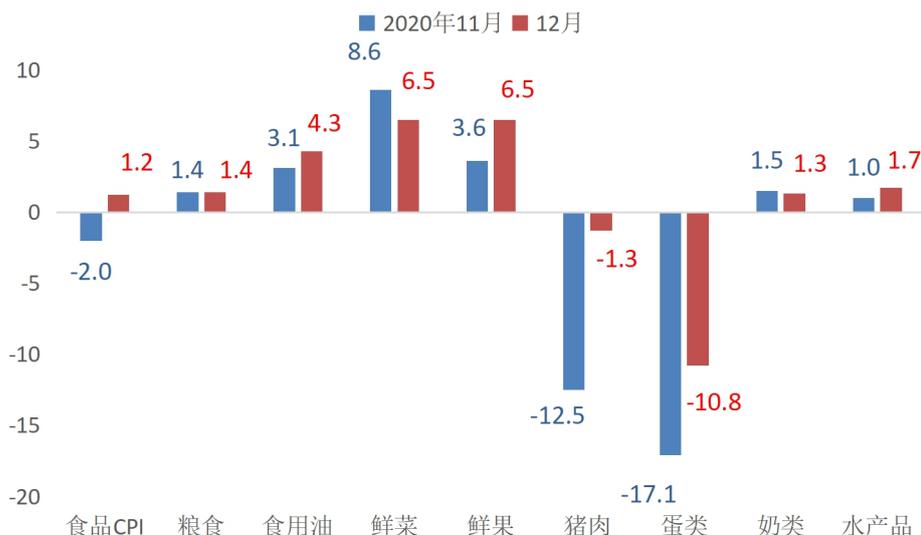


数据来源：WIND

食品价格方面，12月进入猪肉消费旺季，当月猪肉平均价格走高，同比降幅明显收窄，是12月食品价格环比和同比均由负转正的主要原因。此外，受罕见低温影响，12月鲜果价格涨幅明显上涨，加之供求关系变化带动下，鸡蛋价格同比降幅收窄，也是12月食品价格走强的重要原因。

随着元旦春节到来，猪肉消费需求季节性增加；另外，近期进口冷链成为疫情防控的主要关注点，猪肉进口量呈下行之势。在这些因素影响下，12月猪肉价格由上月下降6.5%转为上涨6.5%，同比降幅则大幅收窄11.2个百分点，是影响本月食品价格走势变化的主要原因。另外，在供求关系变化带动下，12月羊肉、鸡蛋价格都出现一定上涨；而受罕见低温天气影响，12月鲜果鲜菜价格大幅上行，其中前者同比涨幅扩大，后者受上年基数抬高影响，同比涨幅缩小。总体上看，12月食品价格由上月下降2.4%转为上涨2.8%，同比涨幅由降转升，影响CPI上涨约0.26个百分点，是本月CPI同比转正的主要拉动因素。

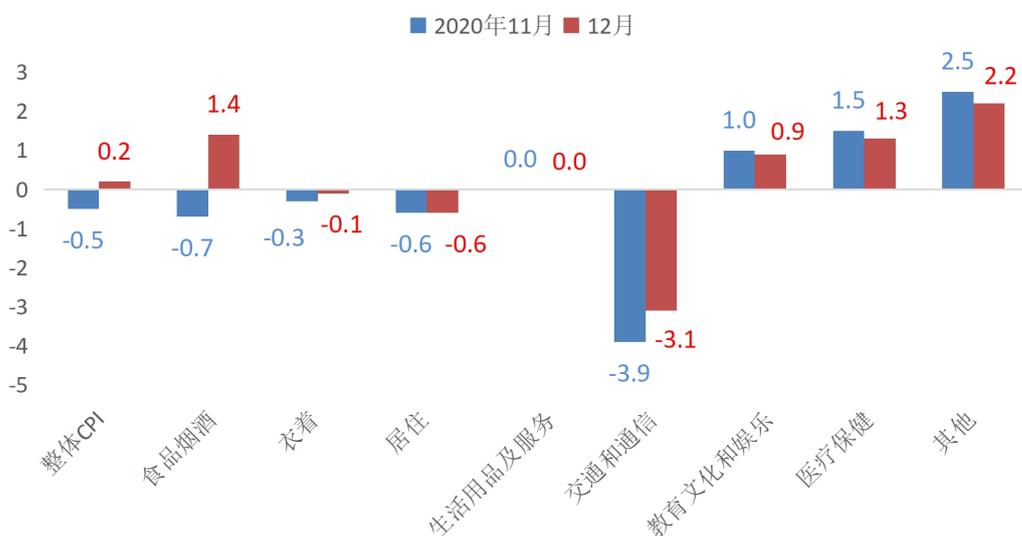
图2 食品类各分项CPI同比增速 %



数据来源：WIND

非食品价格方面，消费需求不足现象依然明显，12月非食品价格环比上涨0.1%，同比持平。受前期国际原油价格上行影响，12月国内燃油价格经历两次较大幅度上调，加之前期新机大规模上市，通信工具价格走高，带动当月交通和通信价格同比降幅收窄，是12月非食品价格同比由上月的负值转为持平的主要原因。12月为旅游淡季，当月旅游价格回落，同比也出现小幅负增长。最后，伴随疫情影响周期拉长，居民消费心理仍然谨慎，衣着、居住等诸多消费需求不足问题较为突出，价格持续处于同比下滑状态。整体上看，12月非食品价格环比上涨0.1%，同比持平，表明尽管近期社会消费品零售总额及服务消费数据明显改善，但消费市场供需平衡状况尚未发生明显变化，消费需求不足现象还将持续一段时间。

图3 八类商品与服务CPI同比增速 %



数据来源：WIND

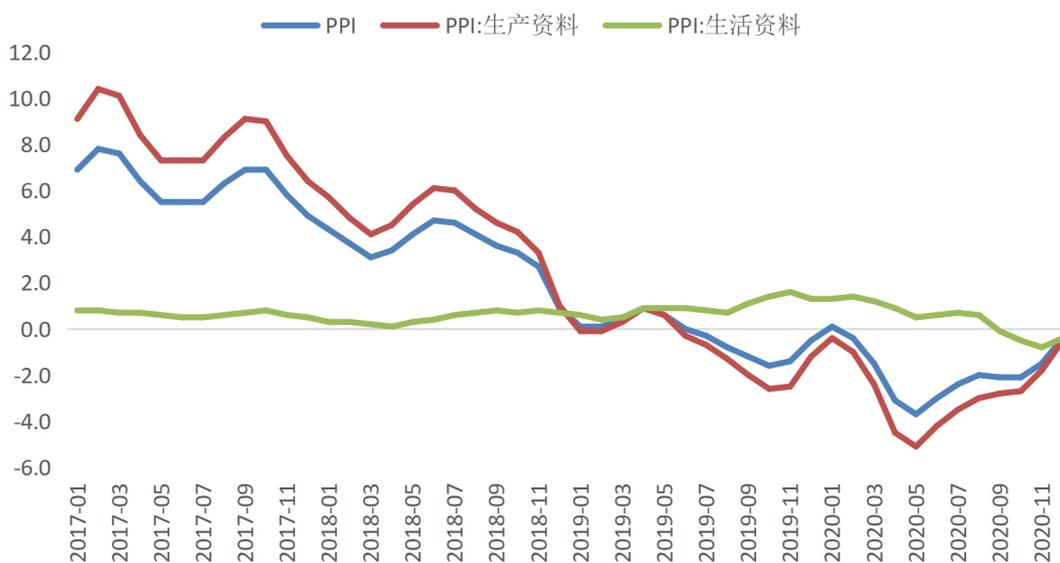
值得注意的是，12月扣除食品和能源价格的核心CPI同比上涨0.4%，再创2013年有历史记录以来的最低水平。这意味着尽管近几个月受猪肉价格波动影响，CPI涨幅变化较大，但稳定的物价水平实际上持续处于低迷状态。

2020年全年CPI累计上涨2.5%，较2019年降低0.4个百分点，落在3.5%的控制目标之内，且全年物价呈现明显的“前高后低、快速下冲”走势。这一方面显示本轮“猪周期”进入下半场后，猪肉价格下行趋势对CPI涨幅的下拉作用较快显现；另一方面也表明，疫情冲击下居民消费需求不振，而国内产能修复较快，供给端保障力度较强；另外，本轮逆周期政策调节力度较为温和，货币扩张规模有限，没有对物价产生明显的推升作用。

## 二、主要受国际油价回升、国内工业原材料价格普涨拉动，12月PPI环比加速上涨、同比跌幅明显收敛，表现再超市场预期。

12月PPI环比加速上涨、同比跌幅收敛，延续上月以来的上行趋势。12月PPI环比上涨1.1%（前值0.5%），创下2017年以来最高环比涨幅；受边际涨价动能增强带动，叠加翘尾因素持平，当月PPI同比跌幅较上月大幅改善1.1个百分点至-0.4%，收窄幅度超出市场预期。

图4 PPI增速：当月同比 %

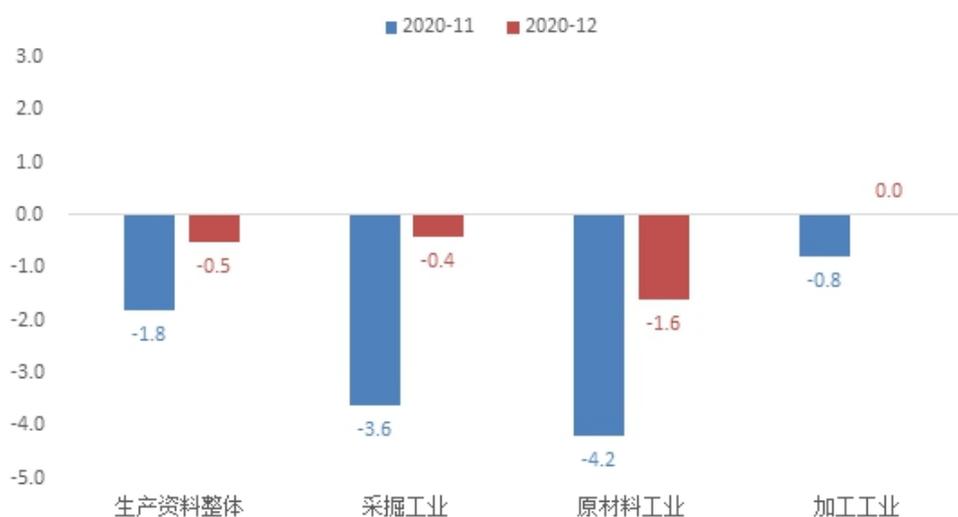


数据来源：WIND

分大类看，12月生产资料PPI环比上涨1.4%，快于前值0.7%；同比下跌0.5%，跌幅较上月收窄1.3个百分点。其中，各分项PPI环比涨势均有所加快、同比跌幅均现不同程度收敛。主要原因有二：其一，主要受益于疫苗推出及逐步接种带来的利好情绪，12月国际油

价大涨，当月布伦特原油现货价突破 50 美元/桶，同比跌幅亦大幅压缩，能源价格对国内 PPI 的拖累明显减弱。其二，12 月国内工业生产势头旺盛，年底前基建和房地产项目建设赶工支撑投资韧性，加之“冷冬”推动供暖需求增加，国内原材料和工业品需求强劲；同时考虑到上游涨价压力向中下游传导——如供需不平衡拉动铁矿石价格高位上扬，对国内钢价也起到推升作用，12 月国内工业原材料价格普涨。当月南华工业品指数月均值环比上涨 10.4%，同比涨幅加快至 9.1%，制造业 PMI 出厂价格指数和商务部生产资料价格指数等前瞻性指标也都指向 12 月 PPI 环比走高、同比延续改善。

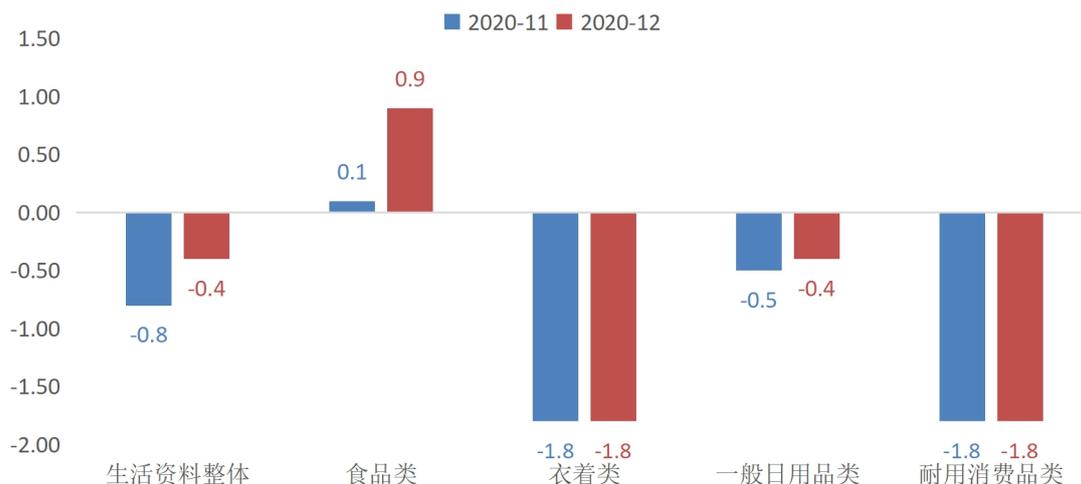
图 5 生产资料各项 PPI 同比增速 %



数据来源：WIND

生活资料方面，12 月生活资料 PPI 环比上涨 0.1%，涨幅与上月持平；同比下跌 0.4%，跌幅较上月收窄 0.4 个百分点。主要原因是当月食品类 PPI 环比涨幅加快至 0.5%（前值 0.3%），同比涨幅反弹至 0.9%（前值 0.1%）。这一方面因生产资料价格走高通过成本压力推升食品出厂价格，另一方面也与猪肉等农产品价格上涨有关。此外，12 月一般日用品 PPI 环比与上月持平，同比跌幅微幅收敛；衣着类和耐用品类 PPI 环比跌幅则有所扩大，同比跌幅与上月持平。整体上看，12 月非食品价格走势总体依然低迷，折射出当前终端消费仍然偏弱。同时，在中上游价格普涨的情况下，下游价格跟涨乏力，难以将涨价压力向终端消费转移，提示关注对下游行业利润的挤压。

图 6 生活资料各项 PPI 同比增速 %



数据来源：WIND

全年来看，2020年PPI累计同比下跌1.8%，跌幅较上年扩大1.5个百分点，年内走势则呈现“V字”形态。其中，1-5月疫情对全球经济造成剧烈冲击，市场悲观情绪发酵，以原油为代表的国际大宗商品价格暴跌，同时，国内生产受限、内需下滑也对工业原材料需求产生显著影响，内外部因素共同导致国内工业品通缩不断加深。6月以来，在国际油价波动回升引领全球大宗商品价格“深坑爬坡”，以及国内工业生产恢复、基建和地产等相关建筑链条景气度较高支撑工业品价格回暖背景下，生产资料PPI环比回暖、同比跌幅波动收窄，并带动整体PPI通缩改善。不过，在供给基本恢复而终端需求偏弱的情况下，下半年生活资料PPI上涨动力依然不足。

三、受春节错期影响，2021年1月CPI可能再度出现小幅同比负增长，但2月之后物价将进入一个温和上涨过程，全年CPI物价走势有望“前低后高”，CPI涨幅中枢将控制在2.0%左右。综合考虑近期国际大宗商品以及国内钢铁、煤炭等工业品价格走势，2021年1月PPI同比有望转正，全年将呈现“先升后稳”态势，出现大幅上涨的可能性较小。

2021年春节落在2月份，而上年春节为1月25日。这意味着上年1月物价基数偏高会对今年1月CPI同比带来一定下拉作用。其中，1月以来猪肉价格延续小幅上涨走势，但上年同期猪肉价格基数明显抬高，我们预计1月猪肉价格同比降幅有可能再度扩大；加之当前居民消费低迷状况可能还要持续一段时间，1月非食品价格将继续停留在通缩边缘。综合以上，不排除1月CPI同比再现小幅负增长的可能。

后期，伴随经济修复动能显著加强，特别是未来消费需求释放潜力较大，2月之后CPI同比有望转入一个温和上涨过程，全年物价涨幅有望“前低后高”，CPI涨幅中枢将控制在

2.0%左右，通胀不会成为2021年宏观经济的焦点问题，也不会对未来货币政策形成明显掣肘。

PPI方面，尽管冬季疫情加重、各国重启封锁等利空因素对全球经济修复进程造成阻碍，但疫苗进展、美国“蓝营横扫”对通胀预期产生提振，情绪带动下，国际大宗商品价格短期内仍有升势；同时，国内生产旺盛、基建和房地产韧性仍强、制造业投资延续修复，加之上游涨价向下传导，预示国内工业品价格仍有上行空间。叠加上年同期基数走低，预计2021年1月PPI同比有望实现小幅转正。

从全年来看，预计2021年PPI同比将呈现“先升后稳”趋势。上半年伴随疫苗逐步推开，全球经济增长动能渐强，加之基数走低，PPI同比将持续上扬，5月左右达到年内顶部，预计高点在3.5%-4.0%左右，不排除上破4.0%的可能；随后，伴随基数回升，PPI同比涨幅将有所回落，但下半年全球经济有望加速修复，需求集中释放将对国际大宗商品价格形成有力支撑，预计PPI下行势头将比较平缓，仍可维持2.5%左右的同比涨幅。

需要说明的是，2021年PPI上行幅度将取决于全球经济回升力度，这又与疫苗推进情况和全球疫情进展息息相关，仍然存在较大不确定性。目前来看，我们认为2021年全球经济将呈现疫后“低位反弹”特征，因而对大宗商品价格和国内PPI的推升作用有限。但如果出现疫苗推广进度和效果超出预期，拜登政府顺利推出更大规模的经济刺激计划等情况，引发国内外需求共振，以及全球通胀压力升温并传导至国内，这可能会导致PPI的超预期上行。