

宏观点评报告

2020 年 11 月 10 日

基数作用下 CPI 进入低位区间，高增长低通胀延续至 1 季度**10 月通胀点评****核心内容：****分析师****● 基数作用下 CPI 进入低位区间**

本月 CPI 翘尾水平大幅下滑，仅有 0.8%，比上月下滑 0.7 个百分点。同时通胀环比下行，主要是食品下滑带来的。10 月 CPI 环比走低，食品价格明显下降：（1）蔬菜价格下行，金秋十月温度较为适宜，秋菜增量上市，十一对蔬菜价格推动有限；（2）猪肉价格下滑是本月 CPI 环比下行的主要原因，猪肉供给稍显充足，猪肉出栏量增多带动了猪肉价格的走低；（3）旅游价格上行 2.8%，旅游价格的上行并不剧烈，同时其他服务价格下行 1.7%，十一的节日效应影响低于往年，仍然受到新冠疫情的影响。10 月份交通燃料价格下行 2.2%，原油期货价格再次下滑压低了燃料价格。

● 猪肉进入周期下降通道

猪肉供给持续性改善，猪肉价格进入持续下滑通道，即使双节也未能挽救猪肉价格。统计局数据显示 9 月份生猪存栏同比增长 20.7%，出栏量有所增加，搜猪网数据也显示 9 月份能繁母猪存栏出现拐点，预计 2021 年下半年生猪生产可以恢复正常。现阶段生猪供给逐步改善，加之进口量大增，同时需求端上升速度并不快，猪肉价格在盘整一段时间后仍然以跌为主。

● 未来 CPI 以降为主

10 月份 CPI 环比下行，猪肉、蔬菜价格下跌，同时原油价格也小幅回落，虽然有节日效应存在，但新冠疫情影响仍在存在，节日效应有所消减。消费品价格明显下行，服务类价格小幅上升，核心 CPI 连续 4 个月保持平稳，我国没有通胀忧虑。可以看到，疫情后我国消费增速回升速度低于预期，而消费增速的缓慢使得物价上升较为困难。未来尽管经济在回升过程中，但物价翘尾水平会持续下行，尤其是 2019 年下半年猪肉价格快速上行，而 2020 年 4 季度猪肉价格可能进入周期下行，压低了整个 CPI 的涨幅。服务类价格上行较为困难，其他食品价格平稳，未来 CPI 以降为主。

我国货币发行继续缓慢上行，信贷走高使得信用货币也有所上升，但货币的短暂走高并未带动居民收入增加，房地产价格基本平稳，资本市场带来的财富效应暂时未体现在消费上。通胀走高需要信用大幅放松，现阶段来看通胀仍然不具备走高条件，核心 CPI 本月仍然是 0.5% 的水平。

11 月份翘尾影响 0.1%，预计新涨价因素在 0.1% 左右，CPI 同比涨幅约在 0.2% 左右。我们预计 2020 年 CPI 在 2.6% 左右，2021 年 CPI 在 1.9% 左右运行。

现阶段我们主要面临主要问题是有效需求不足，这不仅是新冠疫情带来的，也是我国近年来面临的主要问题。虽然有效需求可以用政府投资来弥补，但政府面临债务杠杆的约束。在我国有效需求未恢复之前，CPI 全面上行概率很小，预计在未来 2-3 年左右 CPI 可能低位运行。

● PPI 上行放缓

工业生产者价格（PPI）仍然负增长，生产资料价格小幅上行 2020 年翘尾水平趋近于 0，PPI 变动主要受供需变化影响。原油价格 10 月份小幅下滑，煤炭价格上行，铁矿石价格走低，出厂价格本月小幅波动。未来国内经济持续回暖会推升 PPI 持续回升，但回升速度可能稍显缓慢。10 月份煤炭行业受到进口限制的影响价格上行，焦煤价格上行，煤炭开采和洗选业价格上行 2.1%。原油价格小幅波动，短期 PPI 走势仍然主要受到原油价格波动影响。房地产仍然受到调控的影响，基建的加码已经不可期待，大宗商品全面走强仍要等待。

2020 年 4 季度需求保持平稳，新冠疫情影响了短期需求，基建投资加码可能性较小，加上货币政策转回中性，未来 PPI 回升速度放缓。全球经济恢复速度仍然稍显缓慢，上行的速度减弱，预计 2020 年 PPI 为 -2.0%。2021 年新冠疫苗可能全面普及，经济彻底摆脱新冠疫情的影响，那么 2021 年原油价格预计会回到 50 美元/桶之上，PPI 在 2021 年前低后高，全年预计在 0.3% 左右。

许冬石

☎：(8610) 8357 4134

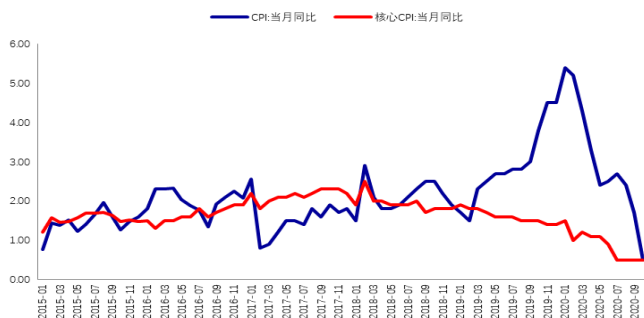
✉：xudongshi@chinastock.com

分析师登记编号：S0130515030003

一、基数作用下 CPI 进入低位区间

CPI 环比下行，核心 CPI 平稳，未来 CPI 暂时进入低位区间，食品价格大幅下降。10 月份全国居民消费价格同比上行 0.5%，环比下行 0.3 个百分点；其中食品价格环比下行 1.8%，非食品价格上行 0.1%。核心 CPI 同比增速 0.5%，环比上行 0.1%，核心 CPI 同比保持平稳。

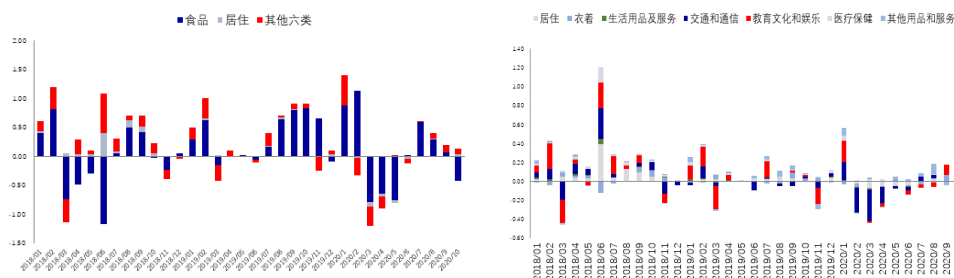
图 1：CPI 同比下行（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

本月 CPI 翘尾水平大幅下滑，仅有 0.8%，比上月下滑 0.7 个百分点。同时通胀环比下行，主要是食品下滑带来的。10 月 CPI 环比走低，食品价格明显下降：（1）蔬菜价格下行 2.1%，水产品价格下行 1.9%，金秋十月温度较为适宜，秋菜增量上市，十一对蔬菜价格推动有限；（2）猪肉价格下行 7.0%，综合畜肉类价格下行 4.5%；猪肉价格下滑是本月 CPI 环比下行的主要原因，猪肉供给稍显充足，猪肉出栏量增多带动了猪肉价格的走低；（3）非食品价格小幅上行，服装类价格上行 0.5%，这是季节性特征。旅游价格上行 2.8%，旅游价格的上行并不剧烈，同时其他服务价格下行 1.7%，十一的节日效应影响低于往年，仍然受到新冠疫情的影响。10 月份交通燃料下行了 2.2%，原油期货价格再次下滑压低了燃料价格。

图 2：食品和非食品价格对 CPI 的拉动（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

二、猪肉进入周期下降通道

猪肉供给持续性改善，猪肉价格进入持续下滑通道，即使双节也未能挽救猪肉价格。统计局数据显示9月份生猪存栏同比增长20.7%，出栏量有所增加，搜猪网数据也显示9月份能繁母猪存栏出现拐点，预计2021年下半年生猪生产可以恢复正常。现阶段生猪供给逐步改善，加之进口量大增，同时需求端上升速度并不快，猪肉价格在盘整一段时间后仍然以跌为主。

4季度进入猪肉消费的旺季，尤其是2021年1季度春节的带动会增加肉类消费。产能在逐步释放过程中，需求缓慢回暖，11月份我们预计猪肉价格进入震荡阶段，但春节后会再次回落。

图3：猪肉价格回落（元/公斤）



资料来源：搜猪网，中国银河证券研究院整理

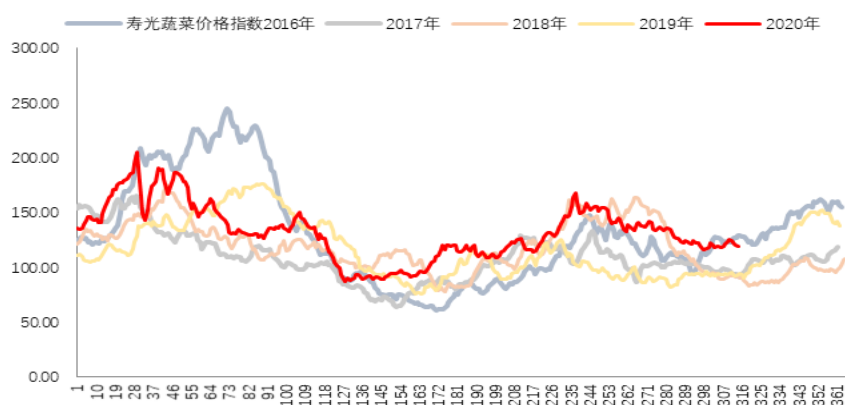
图4：三轮猪周期价格对比（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

10月份蔬菜价格小幅下行，天气晴好下秋菜在10月份提前上市，蔬菜价格小幅回落。由于10月份秋菜已经拉低蔬菜价格，11月份开始南菜北调进行，预计蔬菜价格会缓慢抬升。尤其要注意本年冬天天气情况，如果寒冷程度超预期，蔬菜价格预计也会超预期。

图5：蔬菜价格指数下行



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

三、未来 CPI 以降为主

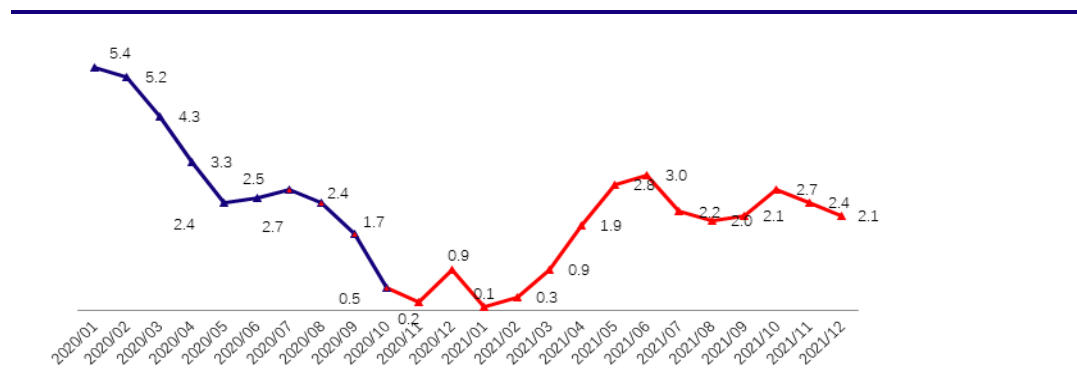
10 月份 CPI 环比下行，猪肉、蔬菜价格下跌，同时原油价格也小幅回落，虽然有节日效应存在，但新冠疫情影响仍在存在，节日效应有所消减。消费品价格明显下行，服务类价格小幅上升，核心 CPI 连续 4 个月保持平稳，我国没有通胀忧虑。可以看到，疫情后我国消费增速回升速度低于预期，而消费增速的缓慢使得物价上升较为困难。未来尽管经济在回升过程中，但物价翘尾水平会持续下行，尤其是 2019 年下半年猪肉价格快速上行，而 2020 年 4 季度猪肉价格可能进入周期下行，压低了整个 CPI 的涨幅。服务类价格上行较为困难，其他食品价格平稳，未来 CPI 以降为主。

我国货币发行继续缓慢上行，信贷走高使得信用货币也有所上升，但货币的短暂走高并未带动居民收入增加，房地产价格基本平稳，资本市场带来的财富效应暂时未体现在消费上。通胀走高需要信用大幅放松，现阶段来看通胀仍然不具备走高条件，核心 CPI 本月仍然是 0.5% 的水平。

11 月份翘尾影响 0.1%，预计新涨价因素在 0.1% 左右，CPI 同比涨幅约在 0.2% 左右。我们预计 2020 年 CPI 在 2.6% 左右，2021 年 CPI 预计在 1.9% 左右。

现阶段我们主要面临主要问题是有效需求不足，这不仅是新冠疫情带来的，也是我国近年来面临的主要问题。虽然有效需求可以用政府投资来弥补，但政府面临债务杠杆的约束。在我国有效需求未恢复之前，CPI 全面上行概率很小，预计在未来 2-3 年左右 CPI 可能低位运行。

图 6：2020-2021 年 CPI 预测 (%)



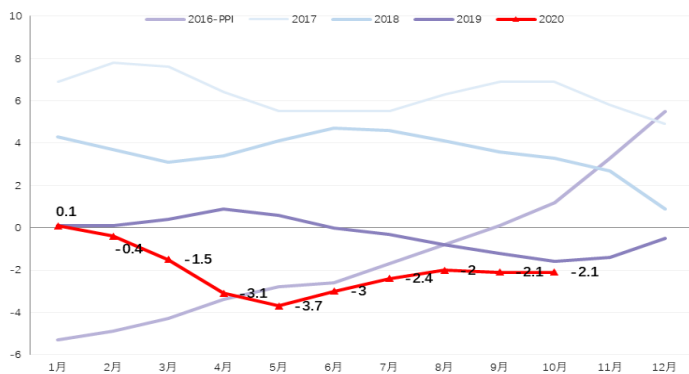
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

四、PPI 上行放缓

工业生产者价格（PPI）仍然负增长，生产资料价格小幅上行。10 月份全国工业生产者出厂价格（PPI）同比-2.1%，环比保持平稳。2020 年翘尾水平趋近于 0，PPI 变动主要受供需变化影响。

原油价格 10 月份小幅下滑，煤炭价格上行，铁矿石价格走低，出厂价格本月小幅波动。未来国内经济持续回暖会推升 PPI 持续回升，但回升速度可能稍显缓慢。石油天然气开采业环比下行 4.9%，石油、煤炭及其他燃料加工业下行 1.6%。10 月份煤炭行业受到进口限制的影响价格上行，焦煤价格上行，煤炭开采和洗选业价格上行 2.1%。原油价格小幅波动，短期 PPI 走势仍然主要受到原油价格波动影响。房地产仍然受到调控的影响，基建的加码已经不可期待，大宗商品全面走强仍要等待。

图 7：10 月份 PPI 同比保持平稳（%）

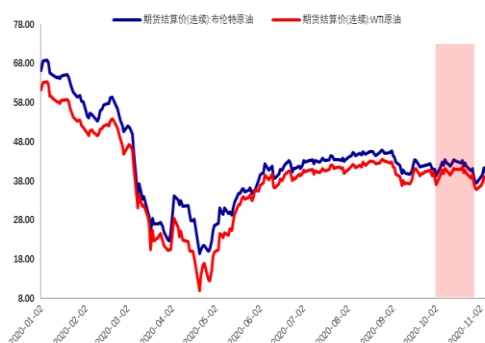


资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

原油价格 10 月小幅回落，全球经济复苏仍然面临困难，原油供给较为充足，价格上行仍要等待。焦煤和动力煤 10 月份价格继续上升，主要受到进口限制的影响，铁矿石价格高位有所回落，未来基建和房地产平稳预期下铁矿石已经处于高位。

图 8：原油价格小幅下行（美元/桶）

图 9：焦煤和动力煤价格（元）

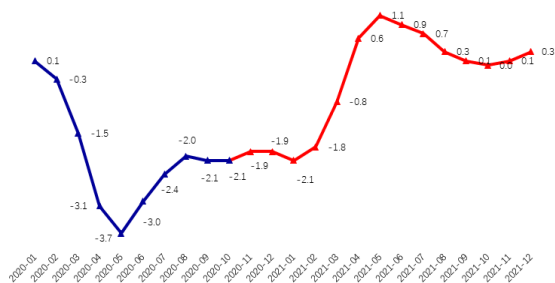


资料来源：搜猪网，中国银河证券研究院整理

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

2020 年 4 季度需求保持平稳，新冠疫情影响了短期需求，基建投资加码可能性较小，加上货币政策转回中性，未来 PPI 回升速度放缓。全球经济恢复速度仍然稍显缓慢，上行的速度减弱，预计 2020 年 PPI 为 -2.0%。2021 年新冠疫苗可能全面普及，经济彻底摆脱新冠疫情的影响，那么 2021 年原油价格预计会回到 50 美元/桶之上，PPI 在 2021 年前低后高，全年预计在 0.3% 左右。

图 10：PPI 预期 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_1534

