



宏观研究

【粤开宏观】2021 警惕通胀而非通缩——对当前通胀形势的看法

2020 年 12 月 22 日

投资要点

分析师：罗志恒

执业编号：S0300520110001

电话：010-66235713

邮箱：luozhiheng@y kzq.com

近期报告

《【粤开宏观】经济继续向好 or 强弩之末？警惕明年初的数据幻觉》2020-11-17

《【粤开宏观】该考虑“高收入陷阱”了》2020-11-23

《【粤开宏观】需求和预期强劲，开启补库存——11 月 PMI 数据点评》2020-11-30

《【粤开宏观】大变局与再平衡：“十四五”的世界与中国经济》2020-12-09

《【粤开宏观】1211 政治局会议释放的六大信号》2020-12-11

近期关于通胀和通缩问题讨论十分热烈，一方面全球货币大宽松，大宗商品价格上涨，铁矿石、焦煤价格屡创历史新高，市场担心明年有很大的通胀风险；另一方面，CPI PPI 双双落入负区间实属罕见，疫情冲击之下收入下滑需求不振，又有分析认为经济会通缩。我们认为应该从认知上予以厘清。

当前关于物价形势是通缩还是通胀分歧较大，分歧的原因在于选取的指标差异、分析的时间长短差异，本质上是对经济形势和通胀理念认知的分歧。

当前的通胀度量指标不够全面，甚至会部分失真。根据“五年一大调”的制度惯例，国家统计局将在明年对 CPI 构成分类及相应权重进行调整。有学者认为，对投资、资产的价格度量覆盖比较少是当前通胀度量的一个突出瑕疵，而较少包含资产价格会带来通胀失真。资产价格已经到了必须纳入通胀考虑的时候。

风险提示：经济增长不及预期



目 录

一、如何看待当前及 2021 是通缩还是通胀？	3
二、如何看待通胀指标并未涵盖资产价格	4

图表目录

图表 1： CPI 和 PPI 剪刀差持续收窄	4
-------------------------------	---



一、如何看待当前及 2021 是通缩还是通胀？

近期关于通胀和通缩问题讨论十分热烈，一方面全球货币大宽松，大宗商品价格上涨，铁矿石、焦煤价格屡创历史新高，市场担心明年有很大的通胀风险；另一方面，CPI PPI 双双落入负区间实属罕见，疫情冲击之下收入下滑需求不振，又有分析认为经济会通缩。我们认为应该从认知上予以厘清。

1、当前关于物价形势是通缩还是通胀分歧较大，分歧的原因在于选取的指标差异、分析的时间长短差异，本质上是对经济形势和通胀理念认知的分歧。

第一，近年来 CPI 和 PPI 背离，选取不同的指标得出不同的结论，背离的原因在于猪周期扰动。因生猪供给不足，去年猪价高企带动 CPI 上升；但总需求不足导致 PPI 为负。很明显，猪价问题在供给不足，不是需求旺盛带动，CPI 的非食品分项与 PPI 走势一致，均下行，即反映经济压力较大，此时更应该强调 PPI 而非 CPI 做决策。

第二，分析的时间长短不同，也会导致不同的结论。比如当前 PPI 为负、CPI 处于十一年的转负阶段，确实是通缩，但不能简单化，因为 PPI 的降幅在持续收窄，说明需求较强。如果拉长周期，比如到 2021 年，在内外需恢复的带动下，PPI 将会转正，且因低基数明年上半年 PPI 相对较高；但是到 2022 年，疫情对经济的扰动逐步消退，经济重回正常轨道，经济再度进入下行通道，PPI 将又下行。

第三，本质是对经济形势和通胀理念的认知。如果认为通胀是货币现象，那当前货币供应增速超过实际 GDP 增速较多，则出现通胀；如果认为通胀更多反映实体经济，当前经济形势持续好转，在房地产投资和出口超预期的带动下经济在四季度将达到 7% 以上，当前数据意义上的通缩并不足以反映全貌，更要看到 PPI 降幅收窄的趋势，而不是静止地看数据。

2、2021 年可能通胀压力大于通缩，因为 2021 年经济形势将延续当前的恢复态势，实际 GDP 增速将达到 9%，主要是消费和出口带动。

第一，当前居民就业和收入同比数据确实较去年偏低，不仅收入本身下降，而且消费率下降，导致居民消费未能恢复到正常水平。但是，就业形势在边际好转，11 月城镇调查失业率下降到 5.2%，略高于去年同期 0.1 个百分点；每周工作时间上升到 46.9 小时，高于去年 0.2 个百分点，这些都意味着就业在边际好转，将带动收入和消费边际好转。

第二，出口明年将从当前的防疫物资出口切换到全球经济恢复的逻辑，很可能仍要超预期。

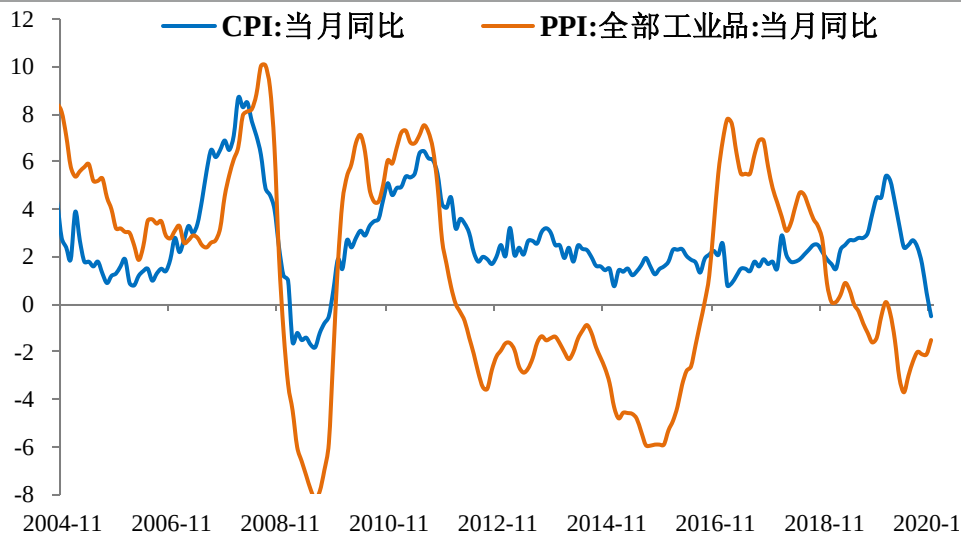
第三，产能周期和库存周期目前已经启动。

3、货币政策在当前形势下应该逐步回归正常化。

经济恢复的态势的持续向好，且这背后有较强的微观基础，即企业和居民的预期在改善，企业利润和居民收入在边际改善。因此，这种经济形势下，2020 年超常规的财政和货币刺激政策理应退出，只是退出节奏要落实中央经济工作会议的提法“不急转弯”。



图表1：CPI 和 PPI 剪刀差持续收窄



资料来源：wind，粤开证券研究院

二、如何看待通胀指标并未涵盖资产价格

当前的通胀度量指标不够全面，甚至会部分失真。根据“五年一大调”的制度惯例，国家统计局将在明年对 CPI 构成分类及相应权重进行调整。有学者认为，对投资、资产的价格度量覆盖比较少是当前通胀度量的一个突出瑕疵，而较少包含资产价格会带来通胀失真。资产价格已经到了必须纳入通胀考虑的时候。

通胀指标的缺陷将影响判断甚至误导经济决策，无论是居民部门还是企业部门，都应该同等受到重视，而不应该只根据 PPI 或者 CPI 去决策，要从全局考虑，无论是居民生活消费品、工业出厂价格指数以及资产价格都要考虑进去。**不仅要总体考虑物价，而且还要分类解决。**比如 2019 年猪价上升带动 CPI 上升，同时总需求不足导致 PPI 为负，此时要分析到背后的原因是猪肉供给不足和总需求不足，于是对应的解决办法是：一是从供给端增加生猪产能、避免环保过度扩大化，二是增加社会政策保障中低收入人群生活不受影响，三是政策温和刺激，扩张总需求，而不是根据 CPI 上升简单地认为应当紧缩政策。比如当前，虽然 PPI 和 CPI 同时为负，但经济形势在持续好转，此时刺激政策要逐步退出，而非因为两者数据为负，则采取继续刺激。同时要看到房地产和股票价格上涨，主要应该通过增加房地产和土地供应，落实租购并举解决房地产问题，通过制度建设去解决金融与实体脱节的问题，通过收入分配等政策去解决金融资产价格上升导致的贫富分化问题。



分析师简介

罗志恒，2020 年 11 月加入粤开证券，现任研究院副院长、首席宏观分析师，证书编号：S0300520110001。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。

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_661

