

2020 年 12 月 10 日

双“通缩”的背后

宏观研究团队

——宏观经济点评

赵伟（分析师）

zhaoweil@kysec.cn

证书编号：S0790520060002

杨飞（分析师）

yangfeil@kysec.cn

证书编号：S0790520070004

马洁莹（联系人）

majieying@kysec.cn

证书编号：S0790120080081

● 猪价等拖累的 CPI 通缩无须担忧，核心 CPI 未来或将逐步回升至 1% 以上

猪价等拖累下，CPI 同比近 10 年来首次落入负值区间，而核心 CPI 连续 5 个月走平。11 月，CPI 同比由升转降至 -0.5%，环比降幅扩大 0.3 个百分点，核心 CPI 同比 0.5%、连续 5 个月走平。其中，CPI 食品环比降幅扩大 0.6 个百分点、为 CPI 主要拖累项，与猪价下跌、菜价回落等有关；CPI 非食品由上月上涨 0.1% 转为下降 0.1%，部分与国庆假期等有关，教文娱环比由上月上涨 0.6% 转为下降 0.8%。

展望 2021 年，猪价或继续拖累 CPI，但居民收入和线下消费修复，或带动核心 CPI 逐季回升。年底 CPI 或有所回升，但高基数等或拖累 1 月和 2 月 CPI。考虑到猪肉供需变化，猪价拖累或在春节后加速显现，三季度有所放缓。同时，中低收入人群收入，及线下消费修复等，或带动核心 CPI 中枢，从二季度开始逐步抬升。中性情景下，CPI 中枢或下移至 1.5% 以内，核心 CPI 或逐步回升至 1% 以上。

● 原材料涨价等推动下，PPI 同比延续上行趋势、或在 2021 年一季度前后转正

PPI 同比降幅收窄、环比涨幅扩大，中上游行业价格上涨较为明显。11 月，PPI 同比 -1.5%、降幅收窄 0.6 个百分点，环比由持平转为上涨 0.5%。其中，生产资料环比涨幅扩大、同比降幅收窄，采掘和原材料贡献较大；生活资料环比转正，但同比降幅扩大。分行业环比来看，石油开采、石油加工、有色冶炼和黑色冶炼等行业价格由降转升，燃气生产、煤炭开采，及造纸和纺织等行业价格涨幅扩大。

内外需“错位”修复下，PPI 或在 2021 年一季度前后重回正增长。基建和地产投资已过“爆发力”最强的阶段，但中短期或仍有“韧性”，对价格形成一定支持；同时，作为全球经济火车头的美国，经济逐步复苏，或拉动全球大宗商品价格。中性情景下，国内需求相对平稳，海外需求加快修复，或推动 PPI 在 2021 年一季度前后回归正增长，PPI 全年中枢或抬升至 1% 以上、高点可能在 2% 左右。

● 物价变化可能阶段性引起宏观调控关注，但政策重心已转向调结构、防风险

物价变化可能阶段性引起宏观调控关注，但并非核心矛盾。11 月 CPI 的通缩，主要受食品供给影响，并非需求恶化；然而，核心 CPI 持续走平，一定程度反映需求修复偏慢。随着供需两端逻辑的继续演化，CPI 不会持续通缩，但也较难出现明显通胀；而内外需“错位”修复下，PPI 回升幅度相对可控，推动 2021 年出现温和通胀。从通缩到通胀，通胀预期的变化，可能阶段性引起宏观调控关注。

2021 年，政策“退潮”之年，重心回归调结构、防风险。为缓解疫情对经济和金融体系的冲击，货币政策和财政政策托底加码；随着国内疫情逐渐平复，政策逐步“退潮”，重心从稳增长转向调结构、防风险。政策“退潮”下，信用“收缩”通道已然打开，带来的影响不容忽视。信用“收缩”，或将成为 2021 年主逻辑。

● 风险提示：生猪供给不及预期、海外疫情超预期反弹。

相关研究报告

《宏观经济专题-政策“退潮”的历史复盘》-2020.12.9

《宏观经济点评-出口链支撑的驱动“切换”》-2020.12.8

《宏观深度报告-2021 年中国宏观形势展望》

抱朴守真》-2020.12.2

目 录

1、 猪价等拖累 CPI 通缩，核心 CPI 持续走平	3
2、 PPI 延续上行、或在 2021 年一季度前后转正	4
3、 风险提示	5

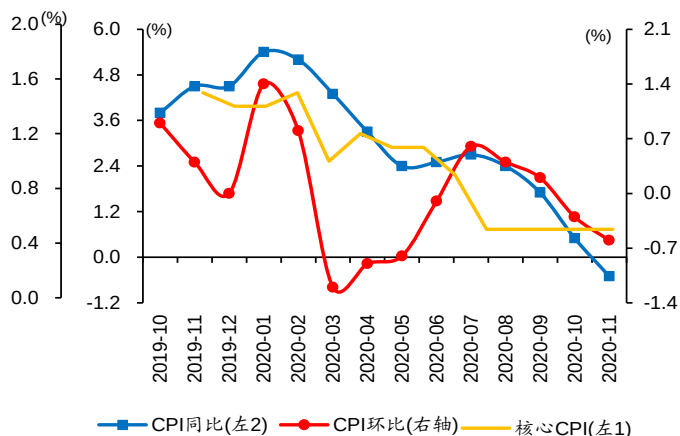
图表目录

图 1: 11 月，CPI 同比-0.5%，核心 CPI 持平于 0.5%	3
图 2: 11 月，CPI 食品环比-2.4%，非食品环比-0.1%	3
图 3: 11 月，CPI 食品环比-2.4%，大幅低于历史均值	3
图 4: 11 月，CPI 非食品环比由正转负至-0.1%	3
图 5: CPI 食品分项中，鲜菜和猪肉环比回落幅度较大	4
图 6: CPI 非食品文教娱、交通通信拖累明显	4
图 7: 11 月，PPI 同比-1.5%、环比上涨 0.5 个百分点	4
图 8: 11 月，采掘、原材料、加工工业等环比明显上涨	4
图 9: 金属链、石油链环比多数上涨	5

1、猪价等拖累 CPI 通缩，核心 CPI 持续走平

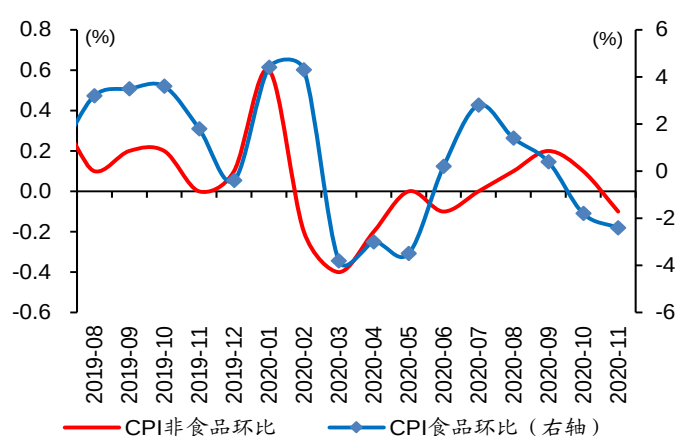
CPI 同比近 10 年来首次转负，受食品项拖累明显。11 月，CPI 同比由升转降至 -0.5%、低于市场预期的 0.1%；核心 CPI 同比 0.5%、连续 5 个月走平。CPI 环比 -0.6%、降幅扩大 0.3 个百分点，其中，食品环比 -2.4%、降幅扩大 0.6 个百分点、低于历史均值的 0.1%，为 CPI 的主要拖累项；非食品环比也由上月上涨 0.1% 转为下降 0.1%，低于历史均值的 0.1%。

图1：11 月，CPI 同比-0.5%，核心 CPI 持平于 0.5%



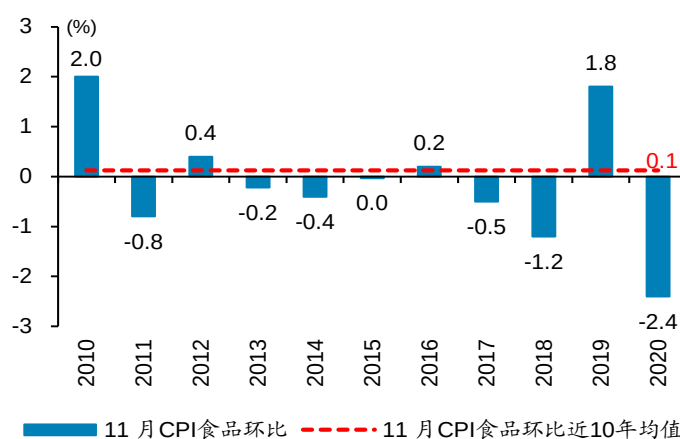
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：11 月，CPI 食品环比-2.4%，非食品环比-0.1%



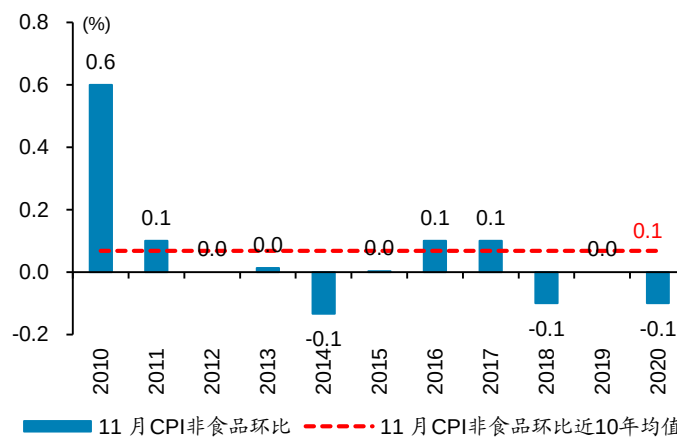
数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：11 月，CPI 食品环比-2.4%，大幅低于历史均值



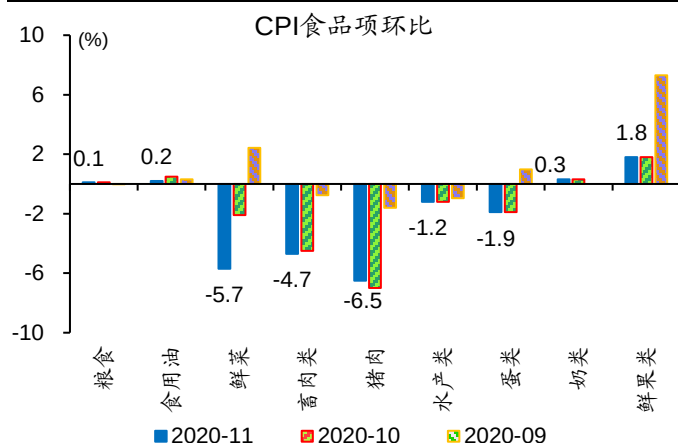
数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：11 月，CPI 非食品环比由正转负至-0.1%

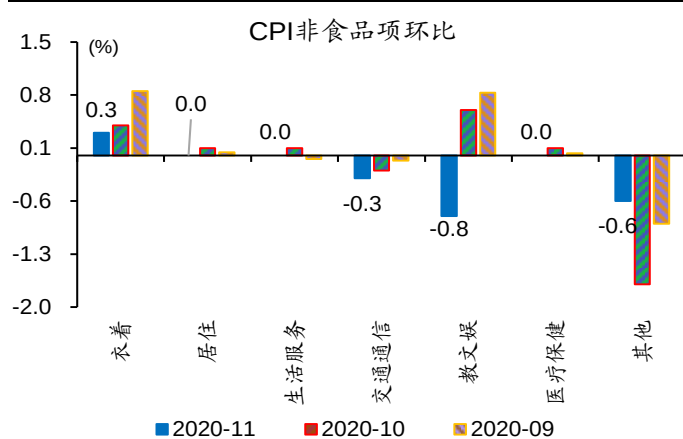


数据来源：Wind、开源证券研究所

分项环比来看，食品项环比下降与猪价下跌、菜价回落有关；非食品项受文教、交通通信拖累明显。食品项中，菜价超季节性回落，环比 -5.7%、降幅扩大 3.6 个百分点；生猪产能不断恢复，猪价环比下降 6.5%。非食品项受文教和交通通信拖累明显，其中，文教由升转降至 -0.8%，交通通信降幅扩大 0.1 个百分点至 -0.3%，或与淡季出行减少，机票、住宿价格下降等有关。

图5: CPI 食品分项中, 鲜菜和猪肉环比回落幅度较大


数据来源: Wind、开源证券研究所

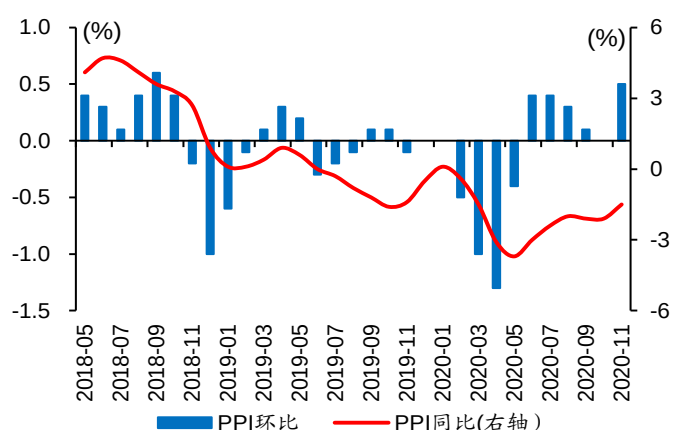
图6: CPI 非食品文教、交通通信拖累明显


数据来源: Wind、开源证券研究所

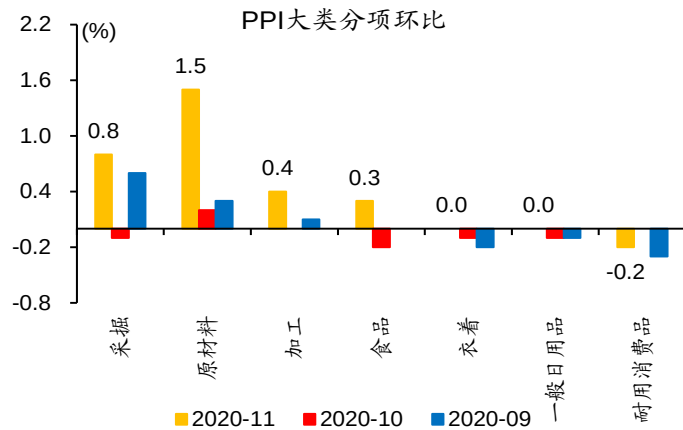
展望 2021 年, 猪价或继续拖累 CPI, 但居民收入和线下消费修复, 或带动核心 CPI 逐季回升。年底 CPI 或有所回升, 但高基数等或拖累 1 月和 2 月 CPI。考虑到猪肉供需变化, 猪价拖累或在春节后加速显现, 三季度有所放缓。同时, 中低收入人群收入, 及线下消费修复等, 或带动核心 CPI 中枢, 从二季度开始逐步抬升。中性情景下, CPI 中枢或下移至 1.5% 以内, 核心 CPI 或逐步回升至 1% 以上。

2、PPI 延续上行、或在 2021 年一季度前后转正

PPI 同比降幅收窄、环比涨幅扩大, 原材料等生产资料环比涨幅明显扩大。11 月, PPI 同比-1.5%, 降幅收窄 0.6 个百分点, 环比由持平转为上涨 0.5%。其中, 生产资料环比涨幅扩大 0.6 个百分点至 0.7%, 采掘由降转升至 0.8%, 原材料工业涨幅扩大 1.3 个百分点至 1.5%, 加工工业由平转升至 0.4%; 生活资料环比 0.1%、上月为 -0.1%, 食品贡献明显、环比由降转升至 0.3%。

图7: 11 月, PPI 同比-1.5%、环比上涨 0.5 个百分点


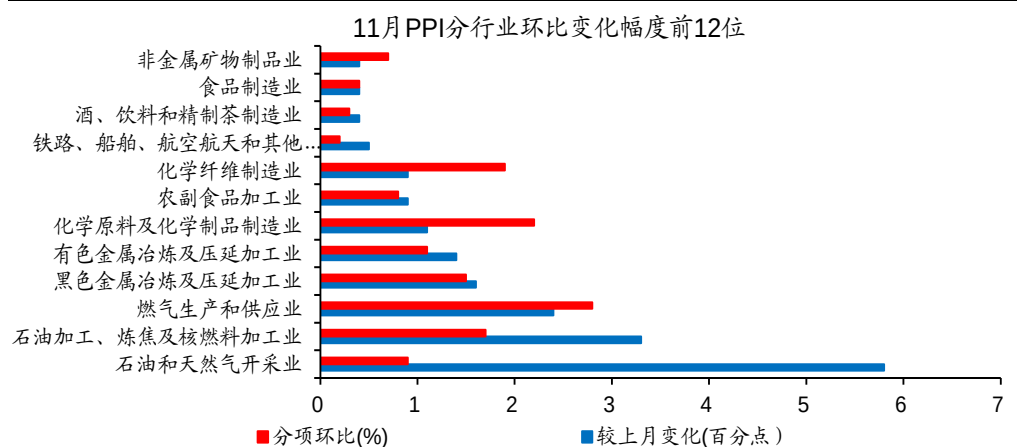
数据来源: Wind、开源证券研究所

图8: 11 月, 采掘、原材料、加工工业等环比明显上涨


数据来源: Wind、开源证券研究所

分行业环比来看，金属链、石油链多数上涨。11月，供暖需求季节性增加，燃气生产、煤炭开采环比涨幅分别扩大2.4和0.1个百分点至2.8%和2.2%；石油开采和石油加工由降转升至0.9%和1.7%，与近期原油价格上涨有关；黑色冶炼和有色冶炼环比分别为1.5%和1.1%，上月分别为-0.1%和-0.3%。此外，造纸业和纺织业环比涨幅均扩大0.2个百分点至0.5%。

图9：金属链、石油链环比多数上涨



数据来源：Wind、开源证券研究所

内外需“错位”修复下，PPI或在2021年一季度前后重回正增长。基建和地产投资已过“爆发力”最强的阶段，但中短期或仍有“韧性”，对价格形成一定支持；同时，作为全球经济火车头的美国，经济逐步复苏，或拉动全球大宗商品价格。中性情景下，国内需求相对平稳，海外需求加快修复，或推动PPI在2021年一季度前后回归正增长，PPI全年中枢或抬升至1%以上、高点可能在2%左右。

3、风险提示

生猪供给不及预期、海外疫情超预期反弹。

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_946

