

宏观点评报告

2020 年 12 月 9 日

基数作用下 CPI 进入低位区间，我国重新进入低通胀时期

11 月通胀点评

核心内容：

分析师

许冬石
☎: (8610) 8357 4134
✉: xudongshi@chinastock.com
分析师登记编号: S0130515030003

- **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 0.1%，比上月下滑 0.7 个百分点。通胀环比下行，主要是食品下滑带来的。11 月 CPI 环比走低，受季节性影响食品价格明显下降：（1）蔬菜价格下行 5.7%，11 月份冬菜集中上市，冬菜价格较为便宜，带动蔬菜价格走低；（2）猪肉价格下行 6.5%，本月猪肉出栏量稍显上行，带动了猪肉价格的走低；（3）非食品价格小幅下行，旅游价格下行 4.4%，十一的节日效应后旅游价格自然回落。

- **猪肉消费旺季到来 价格短暂回升** 以猪周期 4 年的时间来计算，未来两年猪肉都是补库存增产能阶段，预计到 2022 年生猪产能才会有所恢复。生猪供给在小幅改善阶段，进口量大增，但是已经进入冬季消费旺季和春节消费周期，预计在此阶段猪肉价格震荡上行，11 月末猪肉价格已经开始走高。猪肉价格在 12 月上行，2021 年 1 月份可能处于震荡，2 月份走高。2021 年春节过后，猪肉价格出现回落，随着生猪供给的逐步增加，猪肉价格未来仍然已降为主。

- **未来 CPI 以降为主** 11 月份 CPI 环比下行，猪肉、蔬菜价格下跌，节日效应结束，旅游价格大幅下滑，原油价格基本平稳。消费品和服务类价格均出现下行，但除去能源和食品价格，核心 CPI 连续 5 个月保持平稳，录得 0.5%，我国没有通胀忧虑。

12 份翘尾影响-0.5%，预计新涨价因素在 0.6%左右，CPI 同比涨幅约在 0.1%左右。我们预计 2020 年 CPI 在 2.5%左右，2021 年 CPI 预计在 1.2%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。

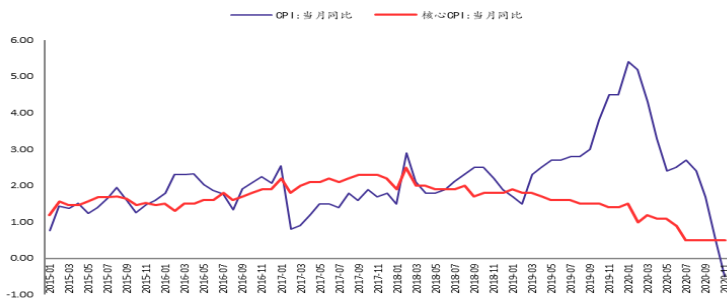
- **PPI 随油价上行** 原油价格 11 月上行，OPEC+ 的增产计划弱于市场预期，同时新冠疫苗传来好消息，部分疫苗进入市场应用，市场对未来需求充满乐观情绪，原油价格走高。焦煤和动力煤 11 月份价格继续上升，主要受到进口限制的影响，铁矿石价格高位震荡，受冬季限产影响，螺纹钢和热卷价格上行，未来基建和房地产平稳预期下铁矿石已经处于高位。

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 回升速度基本与原油同步。全球经济前景重新向上，预计明年原油价格继续上行，预计 2020 年 PPI 为-1.9%。2021 年新冠疫苗可能普及，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 55 美元/桶之上，PPI 在 2021 年上行，全年预计在 1.2%左右。

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。11 月份全国居民消费价格同比下行 0.5%，环比下行 0.6%；其中食品价格环比下行 2.4%，非食品价格下行 0.1%。核心 CPI 同比增速 0.5%，环比下行 0.1%，核心 CPI 同比保持平稳。

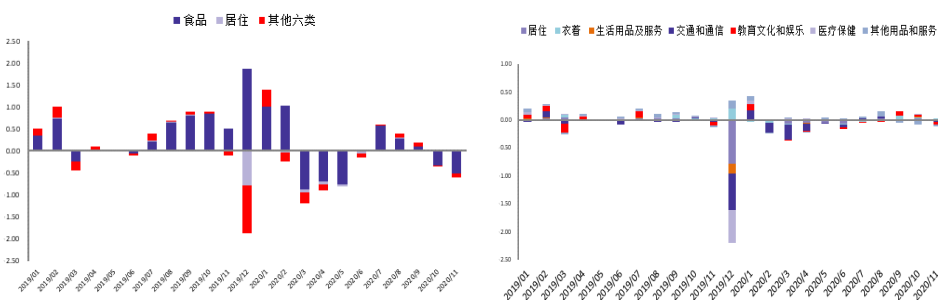
图 1：CPI 同比下行 (%)



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 0.1%，比上月下滑 0.7 个百分点。通胀环比下行，主要是食品下滑带来的。11 月 CPI 环比走低，受季节性影响食品价格明显下降：（1）蔬菜价格下行 5.7%，水产品价格下行 1.9%，11 月份冬菜集中上市，冬菜价格较为便宜，带动蔬菜价格走低；（2）猪肉价格下行 6.5%，综合畜肉类价格下行 4.7%；本月猪肉出栏量稍显上行，带动了猪肉价格的走低；（3）非食品价格小幅下行，旅游价格下行 4.4%，十一的节日效应后旅游价格自然回落。11 月份交通燃料下行了 0.3%，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、猪肉消费旺季到来 价格短暂回升

猪肉出栏量增速出现拐点，生猪出栏量总体来说仍然较低，当需求稍有上行时，猪肉价格就会出现波动。统计局数据 2020 前 3 季度生猪出栏量同比增长-11.7%，出栏量增速拐点出现，搜猪网数据也显示能繁母猪存栏出现拐点。但是从数量上来看，2020 年前 3 季度生猪出栏 3.61 亿头，我们预计与消费均衡数量上仍然有 9000 万头左右的缺口，而以猪周期 4 年的时间来计算，未来两年猪肉都是补库存增产阶段，预计到 2022 年生猪产能才会有所恢复。生猪供给在小幅改善阶段，进口量大增，但是已经进入

冬季消费旺季和春节消费周期,预计在此阶段猪肉价格震荡上行,11月末猪肉价格已经开始走高。猪肉价格在12月上行,2021年1月份可能处于震荡,2月份走高。2021年春节过后,猪肉价格出现回落,随着生猪供给的逐步增加,猪肉价格未来仍然已降为主。

图 3: 生猪出栏量(亿头)

图 4: 三轮猪周期价格对比(%)

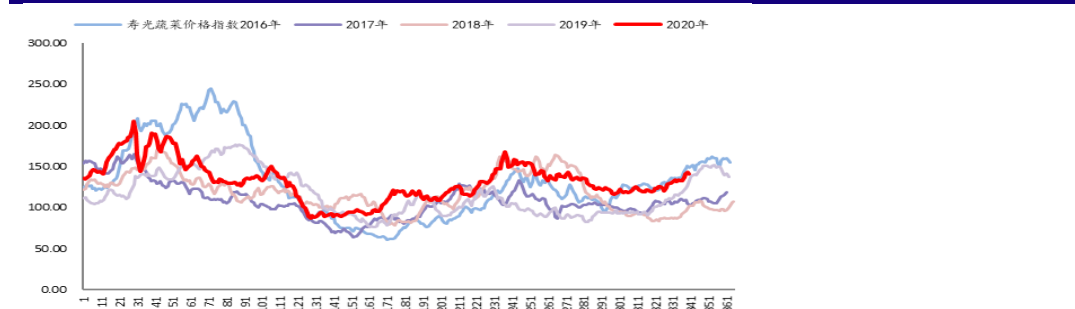


资料来源: 统计局, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

11月份天气情况总体良好,利于蔬菜生长、运输,各类货源不断涌入市场,菜价下跌依然是主流行情。冬菜处于上市旺季,货源量足且品种丰富,价格有所下降。下旬后随着气温的下降,南方菜的开始上市,蔬菜价格呈上行走势。

图 5: 蔬菜价格指数季节性上行



资料来源: 寿光蔬菜网, 中国银河证券研究院整理

三、未来 CPI 以降为主

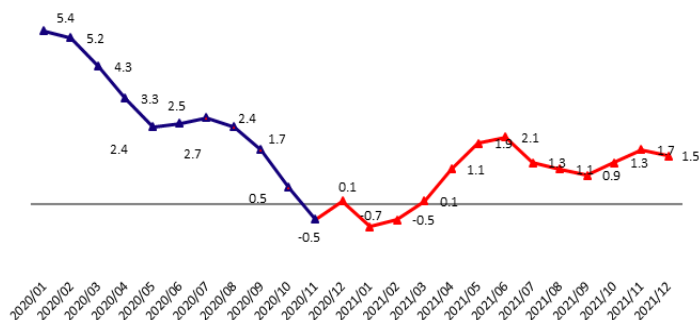
11月份CPI环比下行,猪肉、蔬菜价格下跌,节日效应结束,旅游价格大幅下滑,原油价格基本平稳。消费品和服务类价格均出现下行,但除去能源和食品价格,核心CPI连续5个月保持平稳,录得0.5%,我国没有通胀忧虑。可以看到,疫情后我国消费增速回升速度低于预期,而消费增速的缓慢使得物价上升较为困难。未来尽管经济在回升过程中,但物价翘尾水平会持续下行,尤其是2019年下半年猪肉价格快速上行,而2020年4季度猪肉价格可能进入周期下行,压低了整个CPI的涨幅。服务类价格上行较为困难,其他食品价格平稳,未来CPI以降为主。

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。

12份翘尾影响-0.5%,预计新涨价因素在0.6%左右,CPI同比涨幅约在0.1%左右。我们预计2020年CPI在2.5%左右,2021年CPI预计在1.2%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 (%)



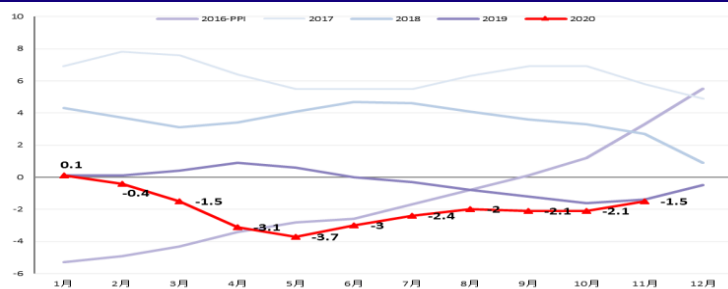
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

四、PPI 随油价上行

工业生产者价格 (PPI) 仍然负增长，生产资料价格上行。11 月份全国工业生产者出厂价格 (PPI) 同比-1.5%，环比上行 0.5%。2020 年翘尾水平趋近于 0，PPI 变动主要受供需变化影响。

原油平均价格 11 月份大幅上行，煤炭大幅走高，铁矿石价格保持平稳，螺纹钢价格上行，出厂价格本月快速走高。未来国内经济持续回暖会推升 PPI 持续回升，回升速度随着商品上行速度变化。石油天然气开采业环比上行 0.9%，石油、煤炭及其他燃料加工业上行 1.7%。11 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 2.2%。原油价格上涨，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。

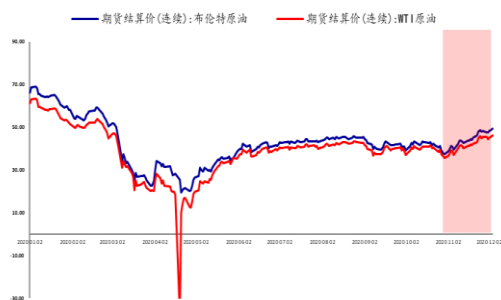
图 7：10 月份 PPI 同比保持平稳 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

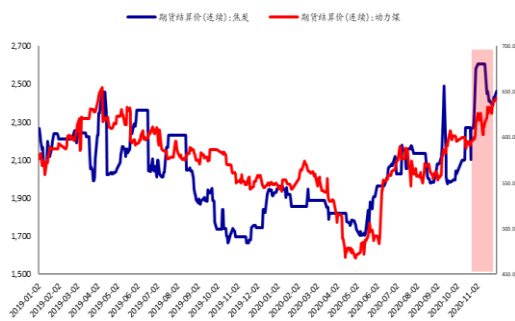
原油价格 11 月上行，OPEC+ 的增产计划弱于市场预期，同时新冠疫苗传来好消息，部分疫苗进入市场应用，市场对未来需求充满乐观情绪，原油价格走高。焦煤和动力煤 11 月份价格继续上升，主要受到进口限制的影响，铁矿石价格高位震荡，受冬季限产影响，螺纹钢和热卷价格上行，未来基建和房地产平稳预期下铁矿石已经处于高位。

图 8: 原油价格小幅下行 (美元/桶)



资料来源: 搜猪网, 中国银河证券研究院整理

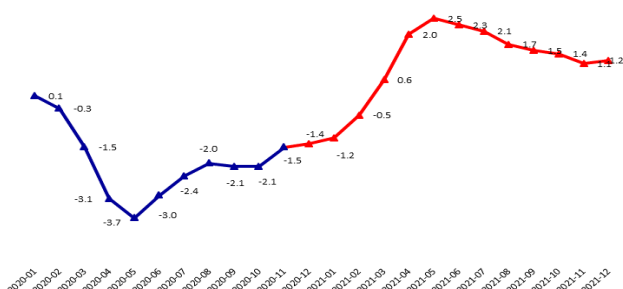
图 9: 焦煤和动力煤价格 (元)



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 回升速度基本与原油同步。全球经济前景重新向上, 预计明年原油价格继续上行, 预计 2020 年 PPI 为 -1.9%。2021 年新冠疫苗可能普及, 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 55 美元/桶之上, PPI 在 2021 年上行, 全年预计在 1.2% 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_957

