

宏观观点

通胀走势隐含哪些投资线索？——兼评 11 月物价

事件：11月CPI同比-0.5%（预期0.1%，前值0.5%）；11月PPI同比-1.5%（预期-1.5%，前值-2.1%）。

1、CPI 同比 2009 年以来首次为负，主要受食品项拖累，猪肉、鲜菜价格大幅下降；非食品反映就业压力仍存，交运旅行等需求仍弱。11月CPI同比下降0.5%，涨幅缩窄1个百分点；食品同比下降2.0%，涨幅缩窄4.2个百分点，非食品同比下降0.1%，涨幅下降0.1个百分点，剔除食品和能源的核心CPI同比连续5个月维持0.5%。

1) 食品项环比降幅扩大，预计元旦春节期间猪肉需求增加，猪价可能坚挺。11月CPI食品环比下降2.4%，降幅较10月扩大0.6个百分点。生猪产能持续恢复，猪肉价格环比下降6.5%，对CPI环比拉动-0.29个百分点，对应22省市生猪平均价为29.6元/千克，较10月下降4.1%；鲜菜、蛋类、水产品供应充足，价格分别环比下降5.7%、1.4%、1.9%，降幅分别较10月扩大3.6个百分点、缩窄0.5个百分点和扩大0.7个百分点。**元旦春节期间猪肉可能涨价，但同比低于去年：**进入12月，一方面，降温加速特别是元旦春节临近，开启我国北方传统猪肉消费旺季和南方腌腊季节；另一方面，中南省活猪禁运开始实施，养殖户多持观望态度，惜售情绪升温，屠企收猪困难，猪价有所上涨。12月首周22省生猪平均价较11月底涨超3元/千克至32.9元/千克。农业农村部表示猪肉价格短期或呈震荡上行走势，连续大幅上涨的可能性不大。据农业农村部测算，供给端，明年元旦春节期间（2020年12月-2021年2月）猪肉供应量比上年同期增加三成左右；需求端，元旦春节消费增加可能推升猪价，但总体将低于上年同期水平。展望明年，我们预计猪价总体回落，但对CPI的压制幅度还取决于两个因素：一是饲料成本上行可能限制猪价降幅；二是随着猪价下降，猪肉占CPI环比权重也跟随下降，对CPI拉动可能减弱。

2) 非食品反映就业压力仍存，与交运、旅行、服装、医疗相关的需求仍偏弱。11月CPI非食品环比下降0.1%（过去5年同期均值为0.0%）。我们持续关注的房租、家庭服务价格环比涨幅分别低于季节性0.2和0.1个百分点（10月持平季节性），反映就业压力仍存。11月正值旅游淡季，飞机票、旅游和宾馆住宿价格分别下降15.6%、4.4%和3.4%，对应CPI旅游环比下降4.4%，较季节性回落1.4个百分点；此外，衣着、医疗保健及其细项也低于季节表现0.2个百分点以上；交通和通信环比低于季节性近0.1个百分点。

2、PPI 同比回升，煤炭燃气黑色有色石化等多数行业同比修复，食品续降。11月PPI同比下降1.5%，降幅较前值缩窄0.6个百分点；PPI环比为0.5%，较前值回升0.5个百分点。**分七大产业看：**采掘工业、原材料工业是PPI回升的主支撑，食品仍然是最大拖累项。**分40个工业行业看：**1)煤炭开采和洗选业、燃气生产和供应业价格同比涨幅较10月改善，主因供暖需求增加。2)受益于国际原油价格上涨，石化产业链价格同比降幅较10月缩窄，例如石油和天然气开采业、石油加工、炼焦及核燃料加工业、化学原料及化学制品制造业、化学纤维制造业同比降幅较10月缩窄1-3个百分点。3)有色、黑色产业链价格同比涨幅较10月进一步提高1-2个百分点，反映投资需求继续改善。4)受食品价格下降拖累，农副食品加工业同比涨幅缩窄1.1个百分点至0.8%。

3、通胀走势隐含哪些投资线索？

近期看，12月首周食品价格高涨，叠加元旦猪肉消费旺季到来，预计12月CPI同比小幅修复（目前预测-0.1%左右）。PPI：12月首周生产资料价格、南华工业品、CRB现货指数大幅上涨，预计12月PPI同比将显著改善（目前预测-0.8%左右）。

展望 2021 年，结合报告《重塑与重估—2021 年宏观经济展望》并根据最新基数调整和12月预测，预计明年将温和通胀，难以发生显著通胀，其中：CPI当月同比呈

“N”型波动上升，全年累计同比预测上调0.2个百分点至0.9%左右；PPI当月同比呈

“M”型，一季度转正，高点在二季度，全年累计同比预测上调至2%以上。提示：

1) 货币超发环境下，通胀程度还与实体修复程度、货币活性、贫富差距等因素有关。

2) 输入型通胀风险预计不大。CPI和PPI之外，提示关注通胀内涵拓宽，以及广义通胀与货币政策的关系等议题。此外，从明年通胀走势看，隐含三条可能的投资线索：

1) **粮食：**在疫后海外粮食紧缺、生猪产能恢复带动国内饲用粮需求增加、“拉尼娜”冲击粮食作物产量、虫害、等综合影响下，粮食价格可能继续上涨。对于我国，综合供需结构来看，玉米、大豆涨价可能更为明显，可关注相关种植产业链。

2) **油价：**随着全球经济恢复和原油供需结构的改善，预计2021年油价继续上行。油价底部反弹叠加下游需求好转，将利好石化板块。

3) 伴随着经济修复、疫苗出台，库存周期将趋上行，PPI、核心CPI、非食品CPI将趋回升，下游消费品、服务消费、盈利修复的行业以及顺周期板块可能存在机会。

风险提示：疫情反弹超预期、猪肉供给恢复超预期、经济恢复速度超预期。

作者

分析师 熊园

执业证书编号：S0680518050004

邮箱：xiongyuan@gszq.com

分析师 何宁

执业证书编号：S0680520070002

邮箱：hening@gszq.com

相关研究

1、《宏观专题：重塑与重估—2021 年宏观经济展望》2020-12-06

2、《宏观定期：高频与政策半月观—价格涨、政策退、监管严，紧盯年底两大会议》2020-12-05

3、《不会显著通胀是明年基准情形，关注三大变数——兼评 10 月物价》2020-11-11

4、《宏观专题：CPI-PPI 剪刀差持续收窄，对经济和资产价格有何影响？》2020-10-15

5、《年内 PPI 会超预期转正么？——兼评 7 月物价》2020-08-10

6、《价格角度看供需分化——兼评 6 月物价数据》2020-07-09

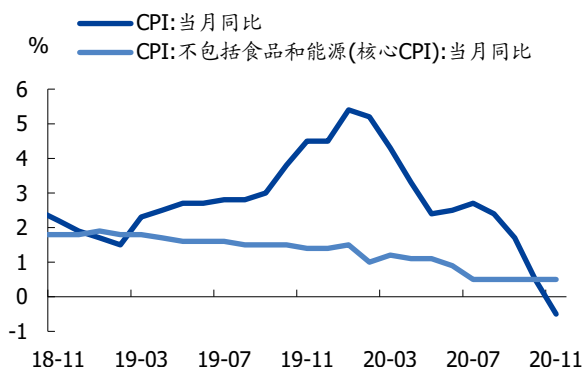
7、《宏观专题：通胀还是通缩？——从宏观机理到中间线索》2020-07-06

8、《货币超发会引发通胀吗？——兼评 5 月物价数据》2020-06-10

9、《全面评估粮食涨价的可能性与影响——兼评 3 月通胀》2020-04-11

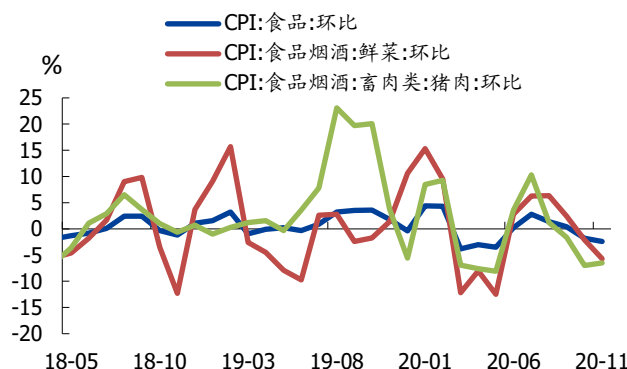


图表1: 11月CPI大幅回落, 核心CPI连续5个月保持不变



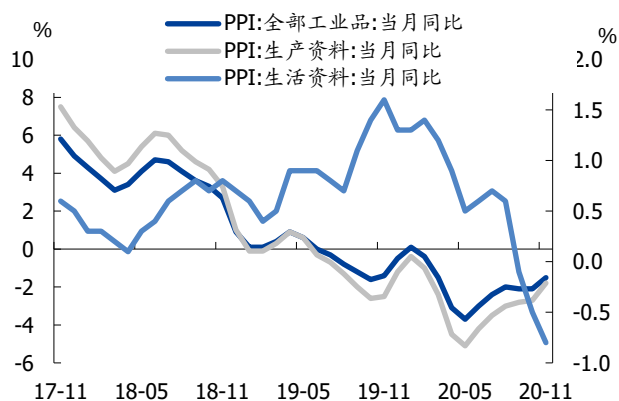
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表2: 11月猪肉、鲜菜价格环比大幅回落



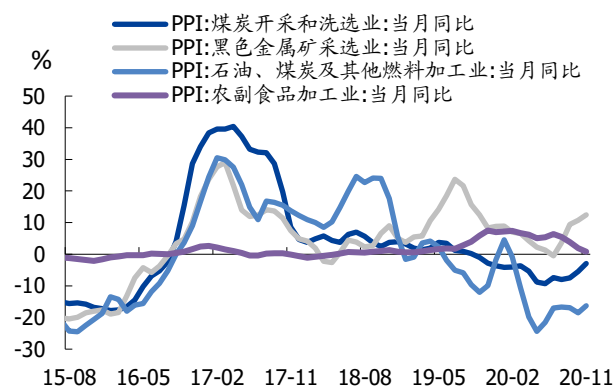
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表3: PPI生产资料与生活资料继续分化



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表4: 除食品外, 11月PPI分项同比多数回升



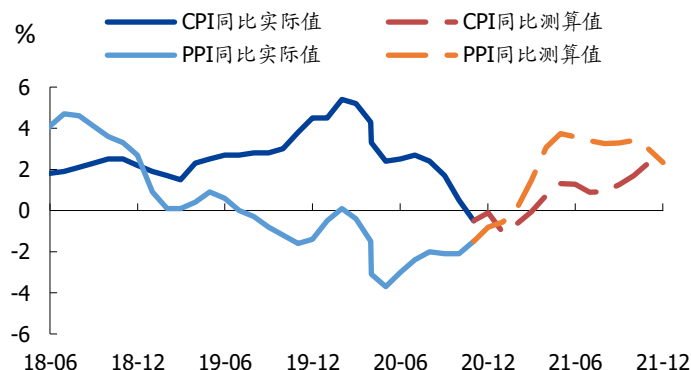
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表5: 全球修复格局下, 油价将继续回升



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表6: CPI、PPI预测(20201209更新)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

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_978

