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

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

分析师：罗志恒
执业编号：S0300520110001
电话：010-66235713
邮箱：luozhiheng@ykzq.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

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。

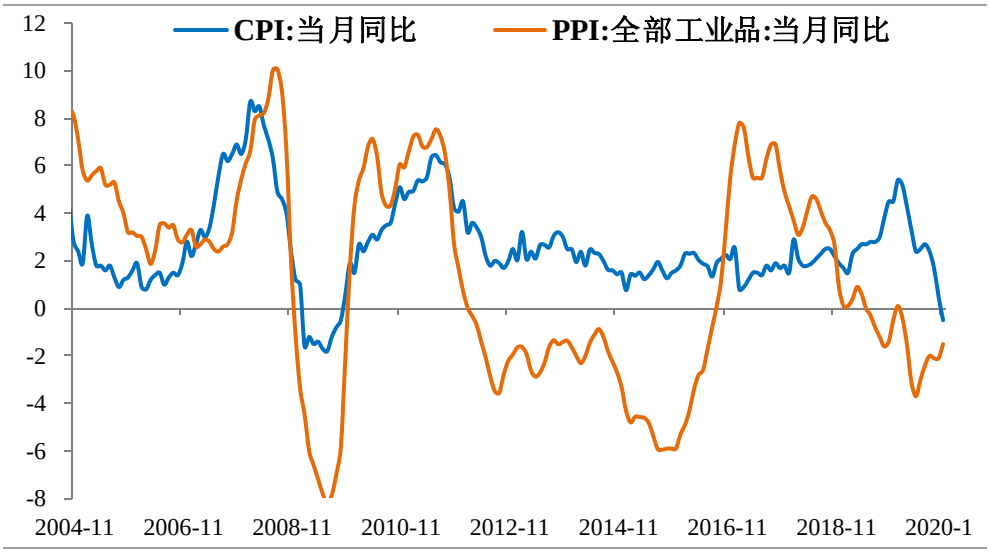
第二，出口明年将从当前的防疫物资出口切换到全球经济恢复的逻辑，很可能仍要超预期。

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。

免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司（以下简称“粤开证券”）提供，旨为派发给本公司客户使用。未经粤开证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于粤开证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。粤开证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“粤开证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

联系我们

广州市黄埔区科学大道 60 号开发区金控中心 21-23 层

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼 2 层

上海市浦东新区源深路 1088 号平安财富大厦 20 层

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10 层

网址：www.ykzq.com