2020 年 12 月 10 日

双“通缩”的背后

——宏观经济点评

宏观研究团队

赵伟（分析师）
zhaowei1@kysec.cn
证书编号：S0790520060002

杨飞（分析师）
yangfei1@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

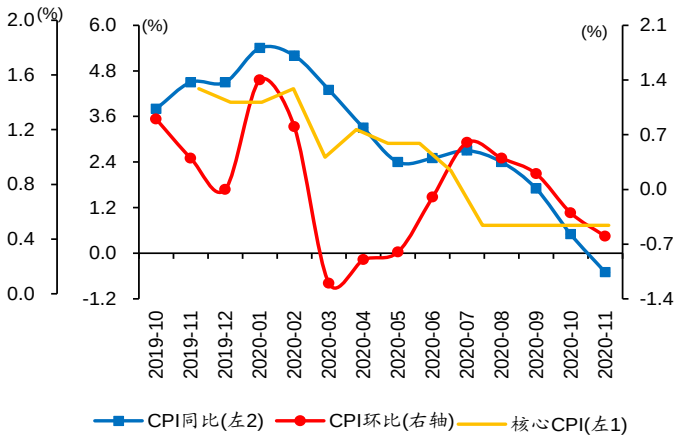
图表目录

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

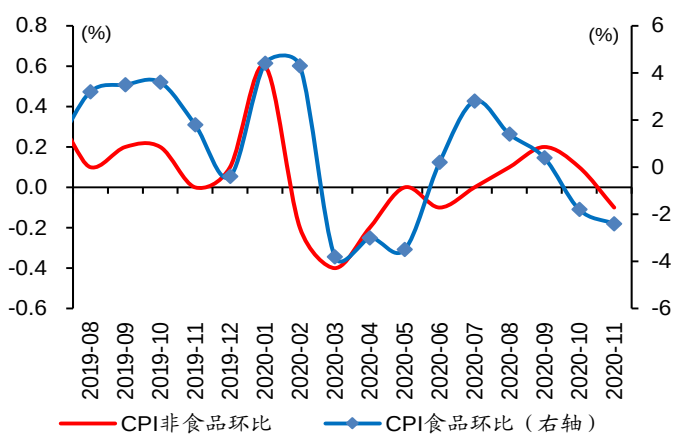
CPI 同比近 10 年来首次转负，受食品项拖累明显。11 月，CPI 同比由升转降至-0.5%、低于市场预期的 0.1%；核心 CPI 同比 0.5%、连续 5 个月走平。CPI 环比-0.6%、降幅扩大 0.3 个百分点，其中，食品环比-2.4%、降幅扩大 0.6 个百分点、低于历史均值的 0.1%，为 CPI 的主要拖累项；非食品环比也由上月上涨 0.1%转为下降 0.1%，低于历史均值的 0.1%。

图1：11 月，CPI 同比-0.5%，核心 CPI 持平于 0.5%



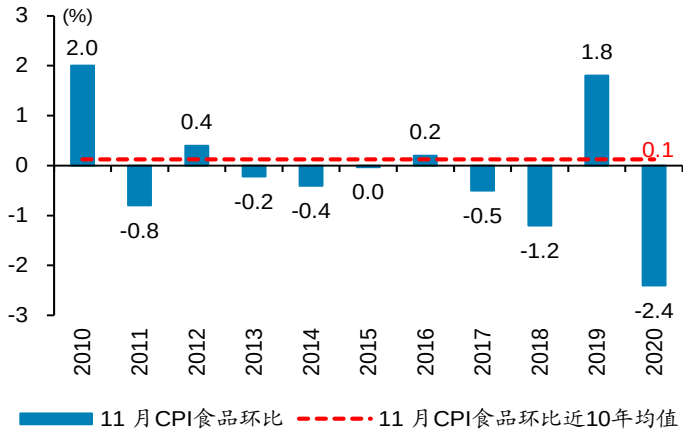
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：11 月，CPI 食品环比-2.4%，非食品环比-0.1%



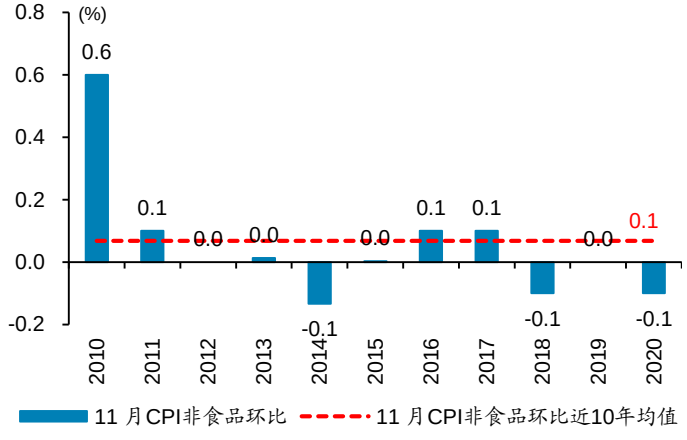
数据来源：Wind、开源证券研究所

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

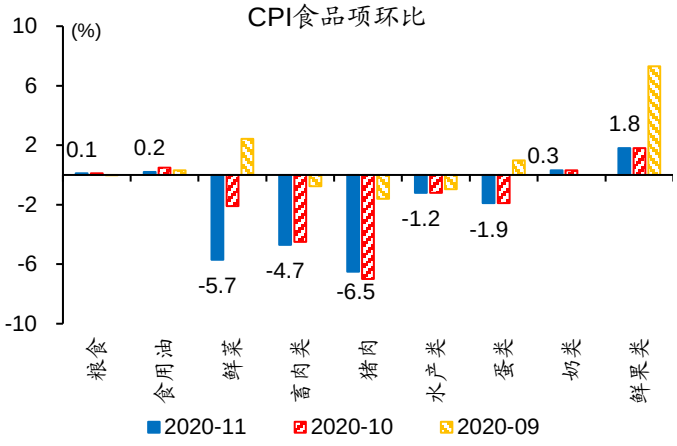
图4：11 月，CPI 非食品环比由正转负至-0.1%



数据来源：Wind、开源证券研究所

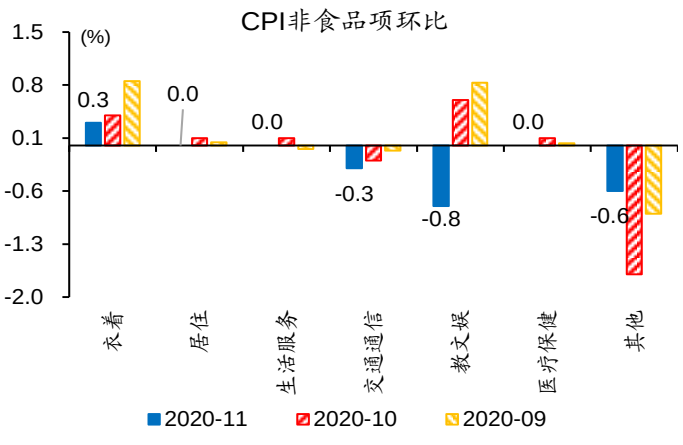
分项环比来看，食品项环比下降与猪价下跌、菜价回落有关；非食品项受教文娱、交通通信拖累明显。食品项中，菜价超季节性回落，环比-5.7%、降幅扩大 3.6 个百分点；生猪产能不断恢复，猪价环比下降 6.5%。非食品项受文教娱和交通通信拖累明显，其中，教文娱由升转降至-0.8%，交通通信降幅扩大 0.1 个百分点至-0.3%，或与淡季出行减少，机票、住宿价格下降等有关。

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 非食品文教娱、交通通信拖累明显



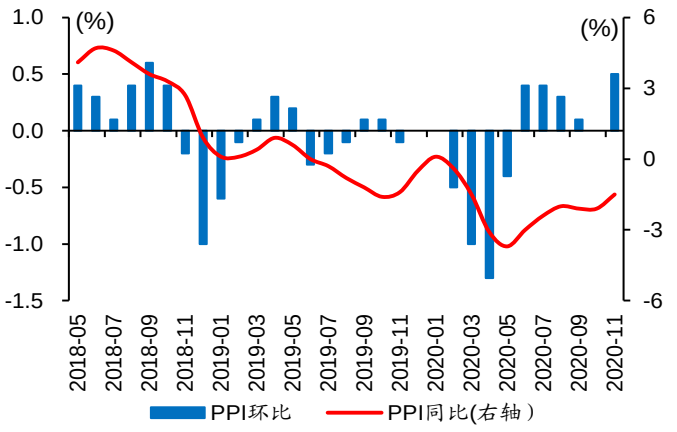
数据来源：Wind、开源证券研究所

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

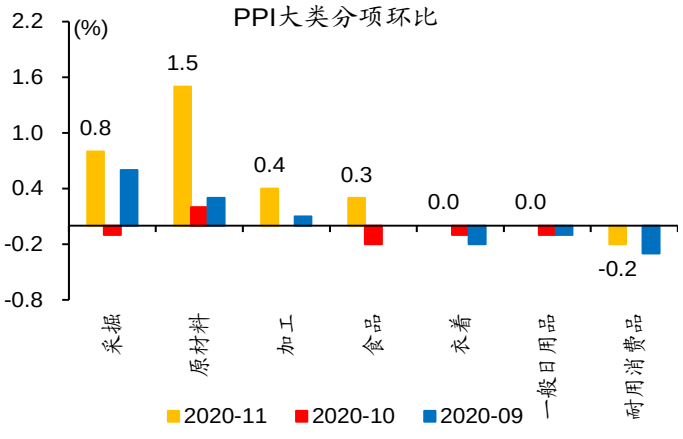
PPI 同比降幅收窄、环比涨幅扩大，原材料等生产资料环比涨幅明显扩大。11 月，PPI 同比-1.5%，降幅收窄 0.6 个百分点，环比由持平转为上涨 0.5%。其中，生产资料环比涨幅扩大 0.6 个百分点至 0.7%，采掘由降转升至 0.8%，原材料工业涨幅扩大 1.3 个百分点至 1.5%，加工工业由平转升至 0.4%；生活资料环比 0.1%、上月为-0.1%，食品贡献明显、环比由降转升至 0.3%。

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

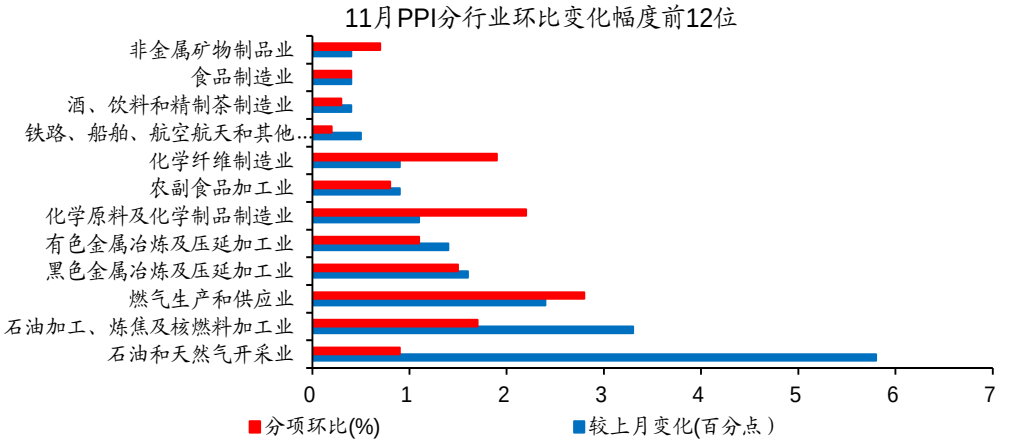
图8：11 月，采掘、原材料、加工工业等环比明显上涨



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。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R2（中低风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C2、C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C2、C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn