CPI 进入负区间 稳量不缩价仍是近期货币政策主基调

投资咨询业务资格：
证监许可【2011】1289 号
研究院 FICC 组
侯峻
从业资格号：F3024428
投资咨询号：Z0013950

研究员
蔡劭立
☎ 0755-82537411
✉ caishaoli@htfc.com
从业资格号：F3063489
投资咨询号：Z0014617

联系人
彭鑫
☎ 010-64405663
✉ pengxin@htfc.com
从业资格号：F3066607
高聪
☎ 021-60828524
✉ gaocong@htfc.com
从业资格号：F3063338

事件：

2020 年 11 月份，全国居民消费价格同比下降 0.5%。其中，城市下降 0.4%，农村下降 0.8%；食品价格下降 2.0%，非食品价格下降 0.1%；消费品价格下降 1.0%，服务价格上涨 0.3%。扣除食品和能源价格的核心 CPI 同比上涨 0.5%。1—11 月，全国居民消费价格比去年同期上涨 2.7%。

点评：

食品板块涨幅拖累 CPI

11 月份，食品烟酒类价格同比下降 0.7%，影响 CPI（居民消费价格指数）下降约 0.24 个百分点。食品中，蛋类价格下降 17.1%，影响 CPI 下降约 0.11 个百分点；畜肉类价格下降 7.3%，影响 CPI 下降约 0.53 个百分点，其中猪肉价格下降 12.5%，影响 CPI 下降约 0.60 个百分点；鲜菜价格上涨 8.6%，影响 CPI 上涨约 0.20 个百分点；鲜果价格上涨 3.6%，影响 CPI 上涨约 0.06 个百分点；水产品价格上涨 1.0%，影响 CPI 上涨约 0.02 个百分点。

其他七大类价格三涨一平三降。其中，其他用品和服务、医疗保健、教育文化和娱乐价格分别上涨 2.5%、1.5%和 1.0%；生活用品及服务价格持平；交通和通信、居住、衣着价格分别下降 3.9%、0.6%和 0.3%。

CPI 在未来的一段时间预计保持低位

农业农村部专家表示目前养殖场户积极补栏扩养，10 月份又有 728 个新建规模猪场投产，今年以来新建规模猪场投产累计已达 1.3 万个，另有 1.5 万个去年空栏的规模猪场开始复养。随着前期生猪新增产能逐步释放，上市显著增加。今年 9 月份生猪出栏同比首次由降转增，这是出栏下降 25 个月后首次同比增长。10 月份同比增长 38.5%，增幅继续扩大，猪肉市场供应明显改善。

生猪供应逐渐增加也使得近期猪肉价格持续下行，国家统计局发布的最新数据显示，11 月猪肉价格比 10 月下降 6.5%，连续 3 个月环比下降；与去年 11 月相比，猪肉价格下降 12.5%。考虑到我国猪肉产能的恢复以及生猪价格在 2020 年的高基数，CPI 在 2021 年预计在低位震荡。

稳量不缩价或是近阶段主基调，短期流动性压力有所缓解，但中长期债市仍有下行压力

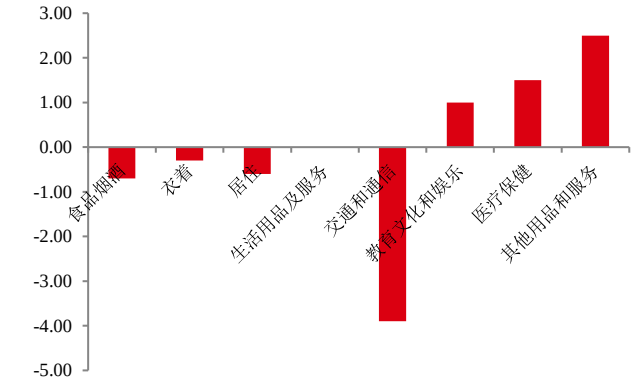
稳量不缩价或是未来一段时间主基调。2020 年 11 月份发布的第三季度货币政策执行报告中指出“把好货币供应总闸门，保持广义货币供应量和社会融资规模增速同反映潜在产出的名义国内生产总值增速基本匹配”。“闸门”一词自 2019 年二季度货币政策执行报告

至今再次被提及。央行行长易纲在2020年10月份的金融街论坛中表示：“货币政策要把握好稳增长和防风险的平衡，既不让市场缺钱，也不让市场的钱溢出来，保持货币供应与反映潜在产出的名义国内生产总值增速基本匹配。央行副行长刘国强11月份也表示，下一步总体上继续保持松紧适度，同时基于对经济状况的准确评估，不能仓促、不能弱化金融服务实体经济效果，要把实体经济服务好，另外也不能出现“政策悬崖”，政策突然中断可能很多方面适应不了，因此调整政策要评估考虑多方因素。

短期市场流动性压力有所缓解，这一点从央行近期的操作也可看出端倪，11月30日，央行公告称，为维护月末流动性平稳，当日将开展2000亿元中期借贷便利（MLF）操作，打破了今年以来形成的每月15日实施MLF操作的惯例，既为平抑中期利率，也是在市场因部分债券违约造成局部流动性紧张时，希望通过投放中期资金托底，维稳市场流动性。同时临近年底，财政支出的大幅增加也会利好市场流动性，财政支出具有明显的季节性，11月份以及12月份是财政支出大月，2019年11月以及12月财政支出金额接近5万亿元。

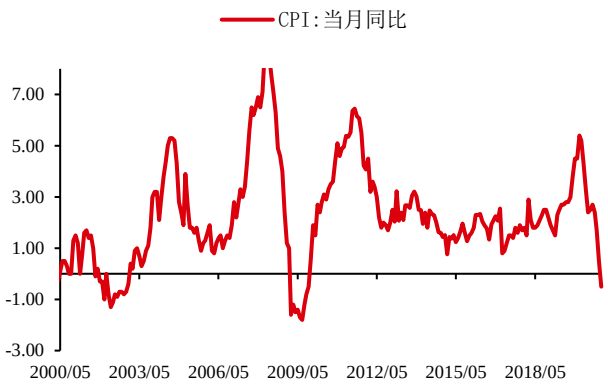
中长期来看，债券市场仍然面临下行压力。国内的债务周期大概3-4年左右，疫情导致本轮国内宏观杠杆率大幅攀升，目前无论是居民部门、政府部门还是非金融企业，杠杆率对应的同比增幅均处于近几轮债务周期高点，实体部门杠杆率领先PPI大约半年左右,同时考虑到实体部门杠杆率的可能变动情况，明年PPI大概率先上行后下行。利率的中枢与通胀中枢走势较为一致，考虑到PPI2021年的可能走势，2021年国债收益率大概率前高后低，债券的最好配置机会或在下半年。

图 1： CPI 月度同比情况 单位：%



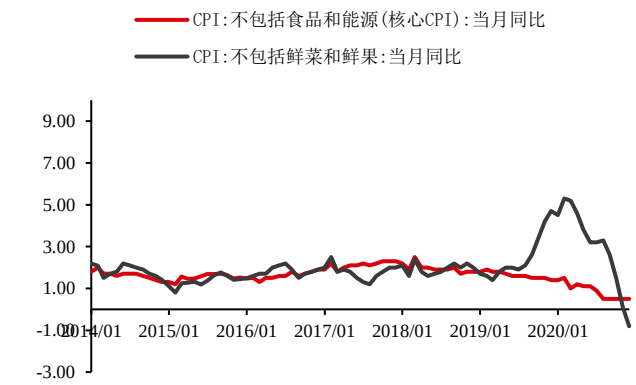
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 2： CPI 当月同比 单位:%



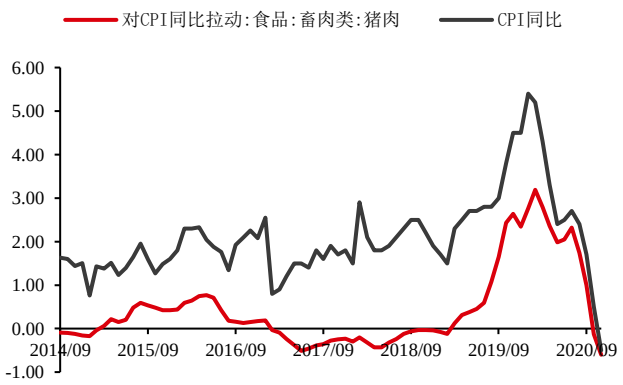
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 3： 两种 CPI 单位：%



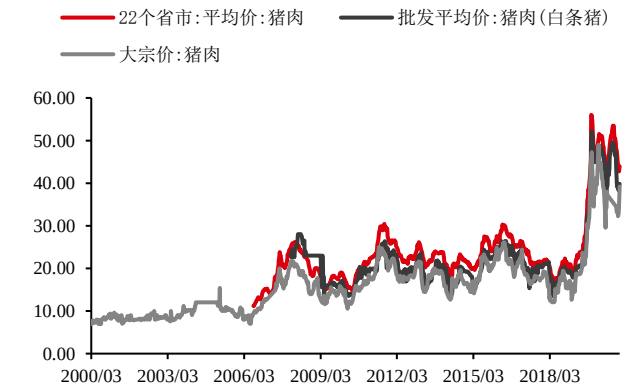
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 4： 猪肉对 CPI 同比拉动 单位:%



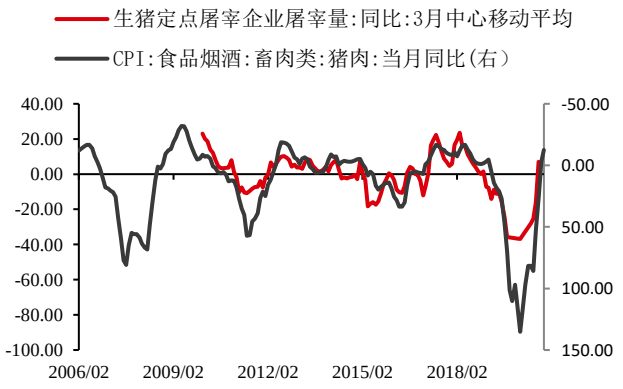
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 5： 猪肉价格-周度 单位：元/kg



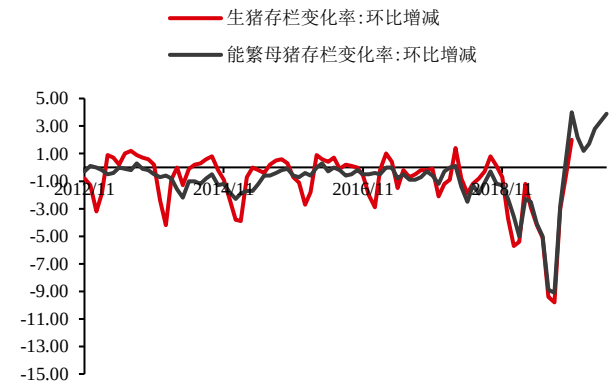
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 6： 生猪屠宰量与 CPI 猪肉项 单位：%



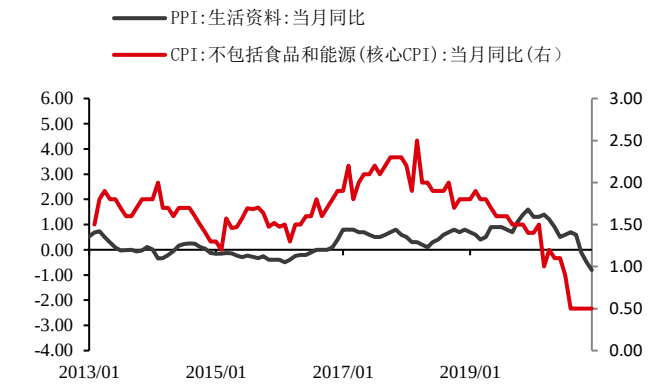
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 7： 生猪存栏环比 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 8： 核心 CPI 与 PPI 生活资料 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司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，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院“，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

公司总部

地址：广东省广州市越秀区东风东路761号丽丰大厦20层

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com