新时代证券 New Times Securities

2021 年通胀怎么看

——宏观经济周度观察

投资周报

2020 年 9 月 CPI 同比增速从 2.4%下降到 1.7%，主要是受猪肉价格拖累。一方面，受猪瘟影响，去年同期 CPI 口径猪肉价格环比上涨 19.7%，形成了高基数效应。另一方面，9 月猪肉供需改善，猪肉价格环比下降 1.6%，增速较上月下降 2.8 个百分点。向上拉动 CPI 增速的主要是教育文化和娱乐中的旅游价格，这是受国庆长假影响。年内在高基数效应拖累下，CPI 增速将继续下滑，并有可能低于 1%。

9 月 PPI 同比增速意外下滑 0.1 个百分点至 2.1%，打破了 5 月以来的上升趋势。其原因是多方面，且不同行业 PPI 增速下滑的原因也有所不同。金属制品、机械和设备修理业，以及计算机、通信和其他电子设备制造业 PPI 增速下滑可能是因为库存比较高。其他 PPI 增速下滑比较大的行业库存并不高，农副食品加工业、石油和天然气开采业 PPI 增速下滑可能分别因为猪肉价格、油价下降，文教、工美、体育和娱乐用品制造业 PPI 增速下滑幅度最大，可能是商家迎接国庆长假降价促销所致。整体来看，生产资料 PPI 降幅继续收窄，这反映出经济仍在持续修复，产出缺口不断缩小。出口好转，社融稳健，需求继续扩张加上油价趋稳，年内 PPI 增速继续向 0 接近的趋势不易改变。

年内的通胀走势基本上已是共识。那么 2021 年通胀怎么看？影响通胀的因素可以归为三类：产出缺口、成本冲击和通胀预期，对于同比数据，还要考虑基数效应。油价等成本冲击以及通胀预期对通胀影响很难衡量，我们暂不考虑，主要考虑产出缺口的影响。

预测的核心逻辑是：我们认为从季调环比数据来看，2020 年四季度中国经济回归到长期趋势，并处于供需均衡状态，那样预测通胀我们只用考虑季节因素即可。我们先用 2015-2019 年 5 年的月度 CPI、PPI 环比平均数据，得出 CPI、PPI 环比增速，再据此算出 CPI、PPI 同比增速。为了保证结论的稳健性，我们还分别尝试了 6、7、8、9、10 年月度均值来代替环比数据，不同年数的环比走势是类似的。

2021 年 CPI 环比增速预测值，还是比较符合直觉的。在 2 月春节前，需求拉动下，物价环比增速上升，节后下滑，7-9 月夏季降雨较多，蔬菜价格季节性上涨，CPI 增速再次上升，进入秋季后，物价环比增速再次下滑。

预测同比数据，我们还需要考虑基数效应。受高基数影响，CPI 同比增速在 2021 年 1 月达到最低值，可能在 0 附近，此后高基数效应褪去，CPI 同比增速逐渐回升。

类似地，我们还可以得出 2021 年 PPI 增速预测值。随着经济修复，PPI 增速可能在 2021 年一季度实现正增长，在低基数效应作用下 PPI 增速将继续上升，并在 2021 年中达到顶点，此后逐渐下降。

以上是我们根据现有信息对 2021 年通胀的大概看法，后续还会根据新增信息进行调整。

- **风险提示：政策落实不及预期；海外疫情长期化**

刘娟秀（分析师）
liujuanxiu@xsdzq.cn
证书编号：S0280517070002

邢曙光（分析师）
xingshuguang@xsdzq.cn
证书编号：S0280520050003

相关报告

投资周报：ZLB 约束下的美股风险溢价美国财政刺激才是关键，市场逐渐计价拜登当选
2020-10-11

投资周报：ZLB 约束下的美股风险溢价
2020-9-27

投资周报：如何正确地理解盈亏平衡通胀率
2020-9-20

投资周报：下半年 CPI 增速下滑对企业利润冲击不大
2020-9-13

投资周报：人民币汇率怎么看
2020-9-6

投资周报：企业盈利扩散
2020-8-30

投资周报：股票市场如何影响贫富差距
2020-8-23

投资周报：经济或将加快修复
2020-8-16

投资周报：出口增速超预期，经济修复再添新动力
2020-8-9

投资周报：经济修复动力依然充足
2020-8-2

目 录

1、 2021 年通胀怎么看.....3
2、 国内高频数据观察.....6
2.1、 生产指标分化.....6
2.2、 商品房销量较节前下滑.....6
2.3、 猪肉价格下降.....7
2.4、 货币市场利率上行.....8
2.5、 人民币兑美元升值.....8

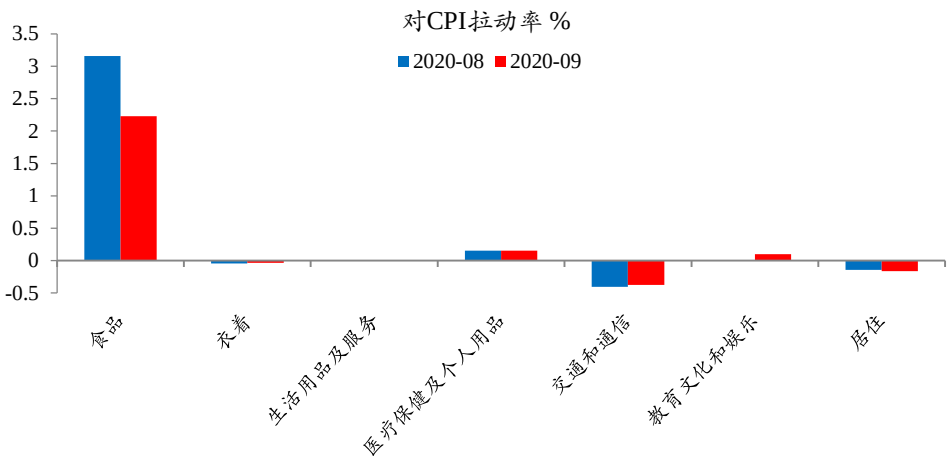
图表目录

图 1: 食品价格拉低 CPI 增速.....3
图 2: PPI 增速变动较大的行业.....3
图 3: CPI 环比增速预测.....4
图 4: CPI 同比增速预测.....5
图 5: PPI 同比增速预测.....5
图 6: 100 家焦化企业开工率小幅上升.....6
图 7: 汽车全钢胎与半钢胎开工率下降.....6
图 8: 节后商品房周销量同比增速较低.....7
图 9: 猪肉价格下降.....7
图 10: 原油价格微降.....8
图 11: 货币市场利率上升.....8
图 12: 美元指数上升.....9

1、 2021 年通胀怎么看

2020 年 9 月 CPI 同比增速从 2.4%下降到 1.7%，主要是受猪肉价格拖累。一方面，受猪瘟影响，去年同期 CPI 口径猪肉价格环比上涨 19.7%，形成了高基数效应。另一方面，9 月猪肉供需改善，猪肉价格环比下降 1.6%，增速较上月下降 2.8 个百分点。向上拉动 CPI 增速的主要是教育文化和娱乐中的旅游价格，这是受国庆长假影响。**年内在高基数效应拖累下，CPI 同比增速将继续下滑，并有可能低于 1%。**

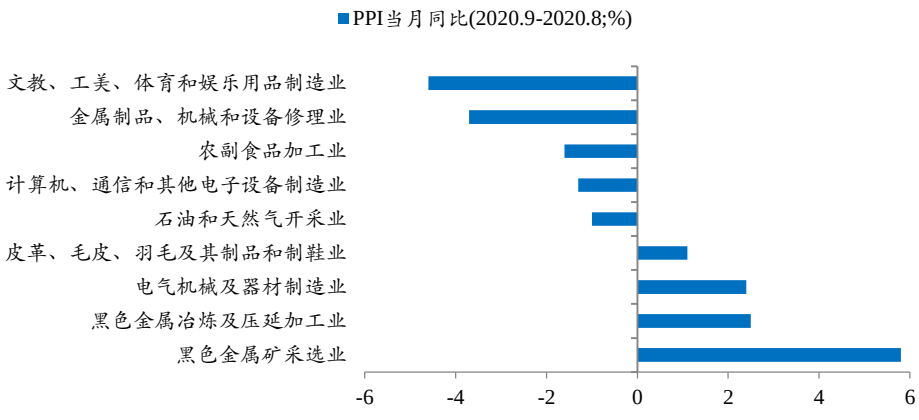
图1： 食品价格拉低 CPI 增速



资料来源：Wind，新时代证券研究所

9 月 PPI 同比增速意外下滑 0.1 个百分点至 2.1%，打破了 5 月以来的上升趋势。其原因是多方面，且不同行业 PPI 增速下滑的原因也可能有所不同。金属制品、机械和设备修理业，以及计算机、通信和其他电子设备制造业 PPI 增速下滑可能是因为库存比较高。其他 PPI 增速下滑比较大的行业库存并不高，农副食品加工业、石油和天然气开采业 PPI 增速下滑可能分别因为猪肉价格、油价下降，文教、工美、体育和娱乐用品制造业 PPI 增速下滑幅度最大，可能是商家迎接国庆长假降价促销所致。**整体来看，生产资料 PPI 降幅继续收窄，这反映出经济仍在持续修复，产出缺口不断缩小。出口好转，社融稳健，需求继续扩张加上油价趋稳，年内 PPI 同比增速继续向 0 接近的趋势不易改变。**

图2： PPI 增速变动较大的行业



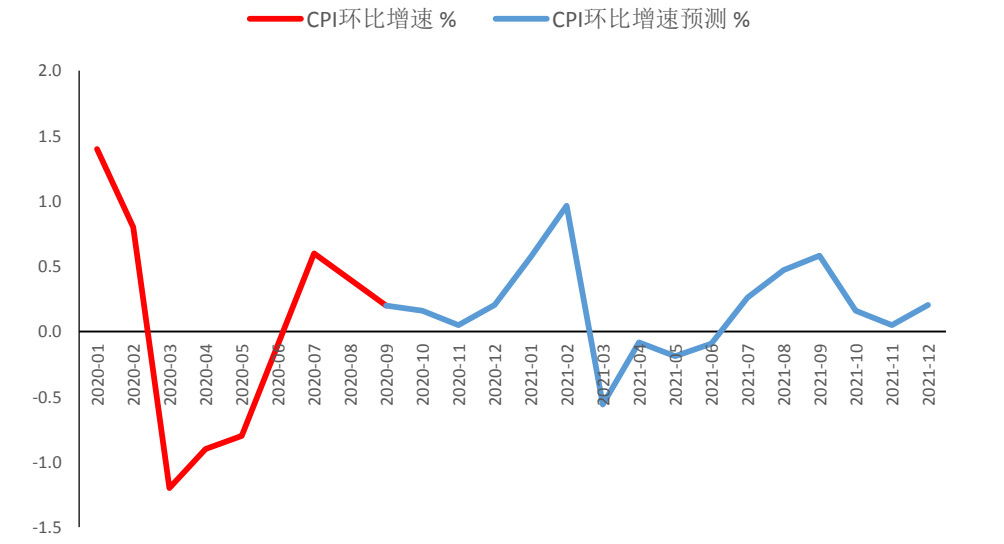
资料来源：Wind，新时代证券研究所

年内的通胀走势基本上已是共识。那么 2021 年通胀怎么看？影响通胀的因素可以归为三类：产出缺口、成本冲击和通胀预期，对于同比数据，还要考虑基数效应。油价等成本冲击以及通胀预期对通胀影响很难衡量，我们暂不考虑，主要考虑产出缺口的影响。

预测的核心逻辑是：我们认为从季调环比数据来看，2020 年四季度中国经济回归到长期趋势，并处于供需均衡状态，那样预测通胀我们只用考虑季节因素即可。我们先用 2015-2019 年 5 年的月度 CPI、PPI 环比平均数据，得出 CPI、PPI 环比增速，再据此算出 CPI、PPI 同比增速。为了保证结论的稳健性，我们还分别尝试了 6、7、8、9、10 年月度均值来代替环比数据，不同年数的环比走势是类似的。

图 3 是 2021 年 CPI 环比增速预测值，还是比较符合直觉的。在 2 月春节前，需求拉动下，物价环比增速上升，节后下滑，7-9 月夏季降雨较多，蔬菜价格季节性上涨，CPI 增速再次上升，进入秋季后，物价环比增速再次下滑。

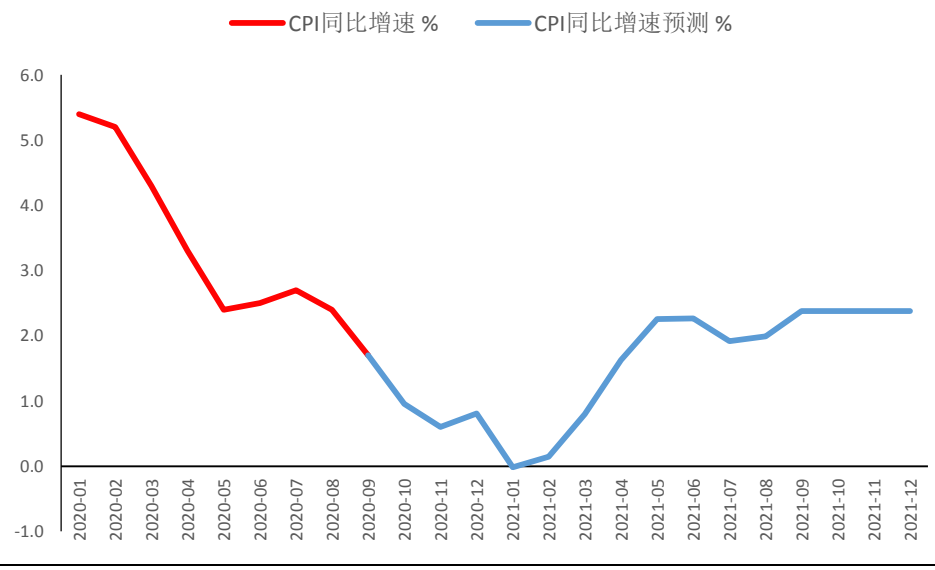
图3： CPI 环比增速预测



资料来源：Wind，新时代证券研究所

预测同比数据，我们还需要考虑基数效应，图 4 是 2021 年 CPI 同比增速预测值。受高基数影响，CPI 同比增速在 2021 年 1 月达到最低值，可能在 0 附近，此后高基数效应褪去，CPI 同比增速逐渐回升。

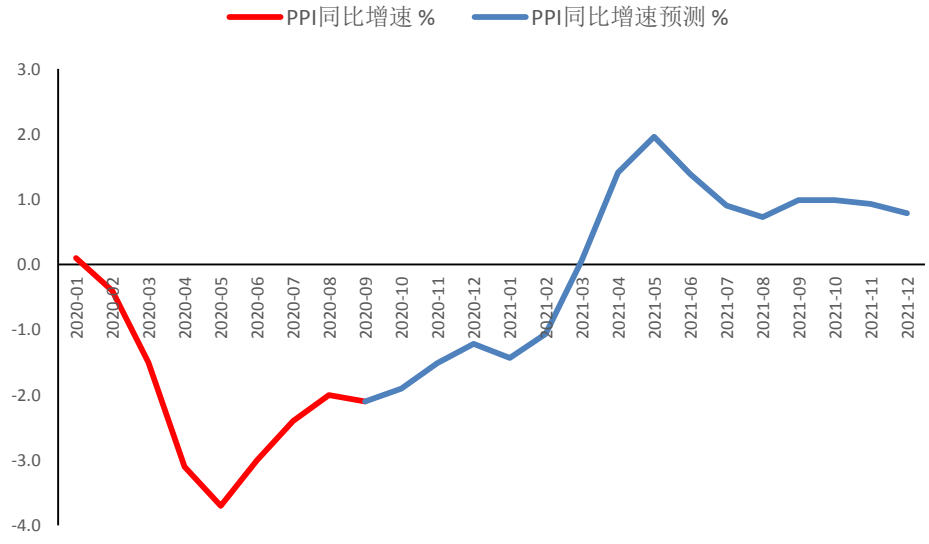
图4： CPI 同比增速预测



资料来源：Wind，新时代证券研究所

类似地，我们还可以得出 2021 年 PPI 增速预测值。随着经济修复，PPI 增速可能在 2021 年一季度实现正增长，在低基数效应作用下 PPI 增速将继续上升，并在 2021 年中达到顶点，此后逐渐下降。

图5： PPI 同比增速预测



资料来源：Wind，新时代证券研究所

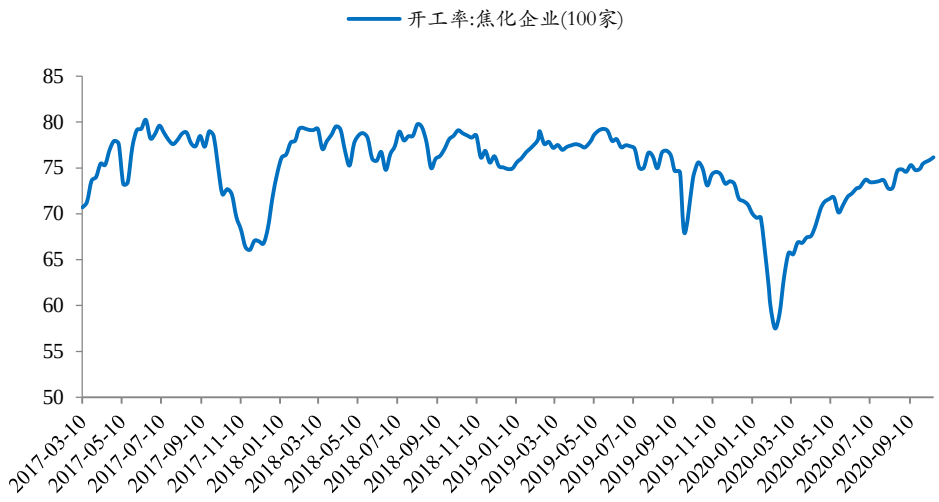
以上是我们根据现有信息对 2021 年通胀的大概看法，后续还会根据新增信息进行调整。

2、 国内高频数据观察

2.1、 生产指标分化

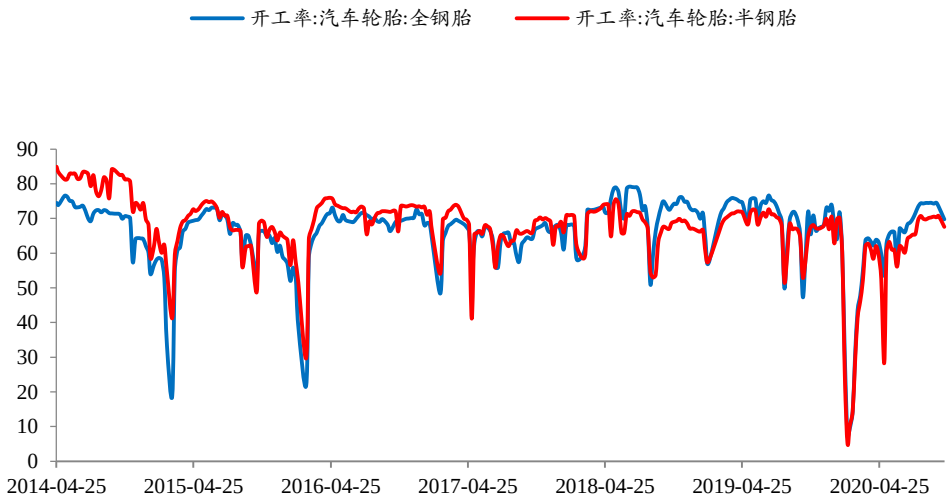
节后生产指标整体分化。100 家焦化企业开工率为 76.2%，较 10 月 10 日当周小幅上升0.4个百分点。但汽车全钢胎与半钢胎开工率分别较9月30日当周下降5、4.4 个百分点。

图6： 100 家焦化企业开工率小幅上升



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图7： 汽车全钢胎与半钢胎开工率下降



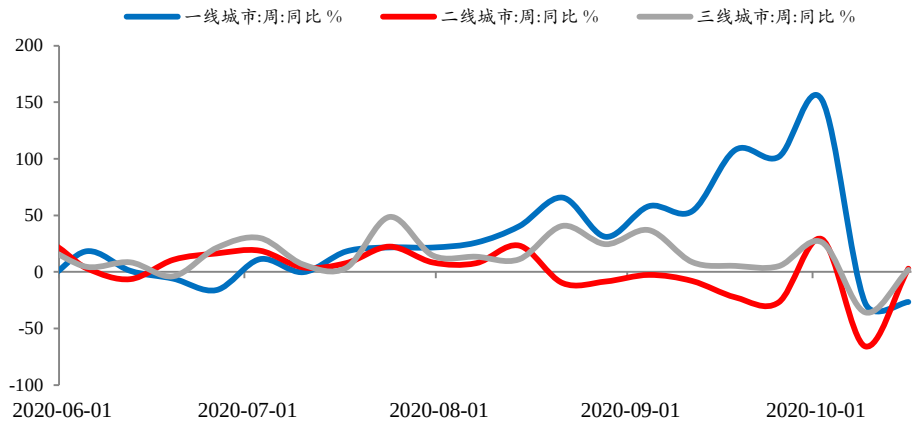
资料来源：Wind，新时代证券研究所

2.2、 商品房销量较节前下滑

上周，30 大中城市商品房日均成交面积为 57.8 万平方米（前一周六至周五为计算周期），较前一周 20 万平方米大幅回升，但这主要受假期影响，实际上较 10 月 2 日当周的59.22万平方米有所下滑。30大中城市商品房成交面积同比下降2.48%，

其中，一线城市商品房销售面积同比回落 26.53%，但是二线城市同比增长 2.94%，三线城市同比增长 1.83%。

图8： 节后商品房周销量同比增速较低

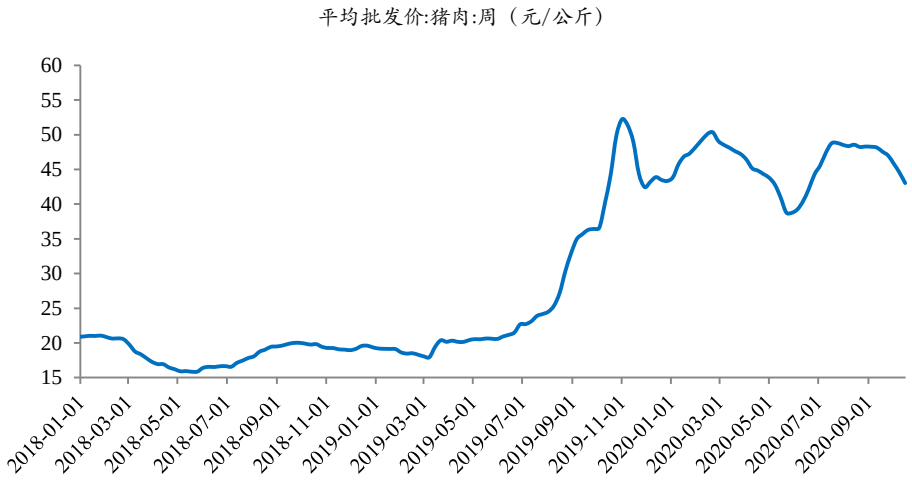


资料来源：Wind，新时代证券研究所；注：前一周六至当周五为周计算周期

2.3、 猪肉价格下降

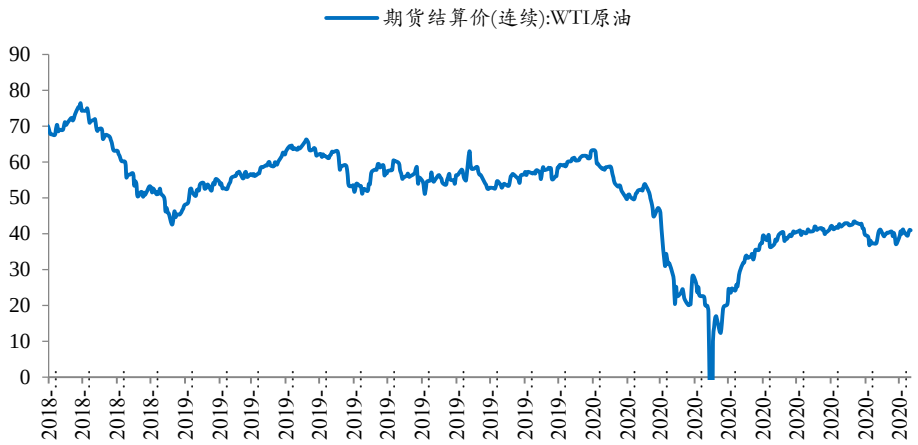
上周，物价分化，7 种重点监测水果价格环比上涨 1.03%，但 28 种重点监测蔬菜价格环比下降 1.65%，猪肉批发价环比下降 3.4%。原油价格小幅下降，其中，WTI 原油价格环比下降 0.56%，布油价格环比下降 0.42%。可能受环保限产影响，节后钢材库存下降，螺纹钢期货价格较节前上涨。

图9： 猪肉价格下降



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图10： 原油价格微降

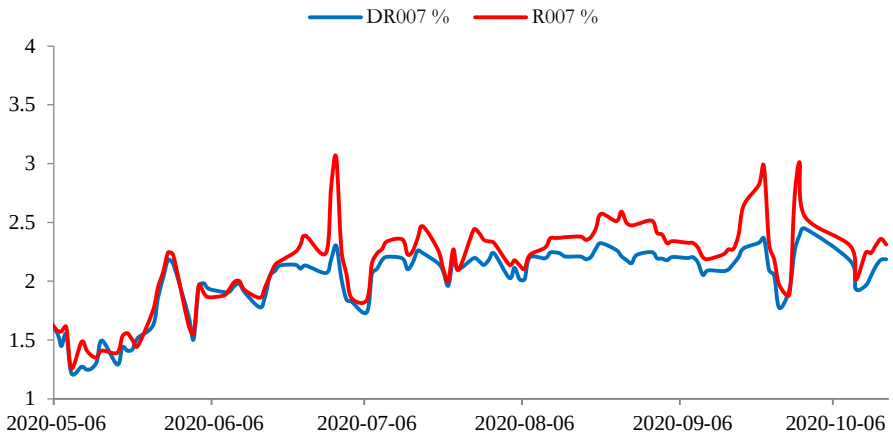


资料来源：Wind，新时代证券研究所

2.4、 货币市场利率上行

上周流动性略有紧张，央行回购市场净回笼资金 1100 亿元，虽然央行开展了 5000 亿元一年期的中期借贷便利（MLF）操作，但部分用于对冲到期量，货币市场利率整体上行，DR007 一周上升 25BP，R007 一周上升 30BP。

图11： 货币市场利率上升

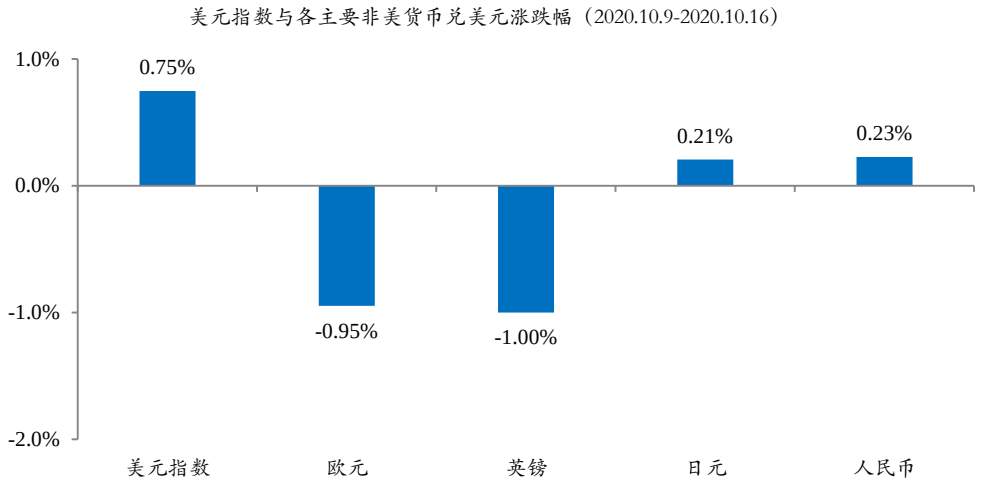


资料来源：Wind，新时代证券研究所

2.5、 人民币兑美元升值

上周，美元指数上升 0.75%至 93.7，欧元、英镑兑美元分别贬值 0.95%、1.0%，日元兑美元升值 0.21%，人民币兑美元汇率升值 0.23%。

图12： 美元指数上升



资料来源：Wind，新时代证券研究所

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，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），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。

分析师声明

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、竞争性因素以及新时代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。

分析师介绍

刘娟秀，宏观团队负责人，首席宏观分析师，英国格拉斯哥大学经济学博士，多年国际、国内宏观经济研究工作经验，先后就职于光大证券、中国银河证券研究部，任宏观分析师。

邢曙光，资深宏观分析师，厦门大学经济学博士，北京大学经济学博士后，丹麦哥本哈根大学访问学者，曾任北京大学经济研究所助理研究员，2018 年加入新时代证券研究所。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：	未来6－12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。
中性：	未来6－12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。
回避：	未来6－12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。
推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%－20%。该评级由分析师给出。
中性：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%－5%。该评级由分析师给出。
回避：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

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。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代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。

新时代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。新时代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。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	**郝颖 销售总监**	
	固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn	
上海	**吕荻琪 销售总监**	
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lvyouqi@xsdzq.cn	
广深	**吴林蔓 销售总监**	
	固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn	

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京地区：北京市海淀区北三环西路99号院1号楼15层 邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼 邮编：200120

广深地区：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼2317室 邮编：518046

公司网址：http://www.xsdzq.cn/