

# 为什么我们认为 2021 年通胀压力不大？

## ——暨 2021 年通胀形势展望

宏观专题报告

2020 年 12 月 09 日

### 报告摘要：

2021 年通胀压力不大，不会制约货币政策。

#### ● 2021 年猪肉价格预计跌破 20 元/公斤，成为 CPI 拖累项

生猪存栏是猪价领先指标，根据农业部新闻，2021 年二季度生猪存栏有望恢复至往年正常水平，我们以此来推测 2021 年猪肉价格。可以看到，2021 年猪肉价格预计持续回落，有望从今年年底的 40 元/公斤左右下跌至明年年底的 20 元/公斤左右，考虑到春节效应明年一二月份猪价可能维持高位，但之后将掉头向下。

#### ● 2021 年 CPI 可能呈先低后高的走势，全年中枢值在 1% 左右

2021 年 CPI 走势主要考虑三部分：猪肉价格走势、大部分是必选消费品的非猪肉食品项走势、一部分是可选消费品的非食品项走势。其中猪肉价格预计明显回落，食品项预计维持往年同期趋势（M 型走势），非食品项预计明显反弹，特别是受油价影响较大的交通和通信类。在此背景下对 2021 年 CPI 进行预测，可以看到 2021 年 CPI 先低后高，一季度可能持续为负，之后逐渐反弹，全年中枢值在 1% 左右。CPI 非食品项则持续回升，2021 年年底可能会破 3%。CPI 较低主要是受猪肉价格拖累，预计核心通胀也将明显反弹。

#### ● 2021 年 PPI 预计先冲高后回落，全年中枢值预计在 2.5% 左右

展望 2021 年，由于疫苗预计能在发达国家普及，全球经济有望复苏，工业需求有望反弹。国内方面，边际消费倾向预计恢复至往年正常水平，制造业投资增速也有望反弹，经济周期可能更类似 2017 年。由于低基数的原因，2021 年上半年 PPI 可能快速反弹至 3% 左右，下半年逐渐回落，全年中枢值预计在 2.5% 左右。

#### ● 2021 年 GDP 平减指数可能先低后高

GDP 平减指数往往介于 CPI 和 PPI 之间，与 CPI 关联度更大，用 CPI 和 PPI 的预测值来构建 2021 年 GDP 平减指数，可发现 2021 年 GDP 平减指数可能呈先低后高的走势，今年年底和明年年初 GDP 平减指数可能为负值，明年二季度至四季度中枢值则跃升至 2.5% 左右。

#### ● 风险提示：

油价减产协议持续超预期、生猪出栏不及预期、疫苗普及不及预期等。

### 民生证券研究院

#### 分析师：解运亮

执业证号：S0100519040001

电话：010-85127665

邮箱：xieyunliang@mszq.com

#### 研究助理：顾洋恺

执业证号：S0100119110016

电话：010-85127665

邮箱：guyangkai@mszq.com

#### 相关研究

## 目录

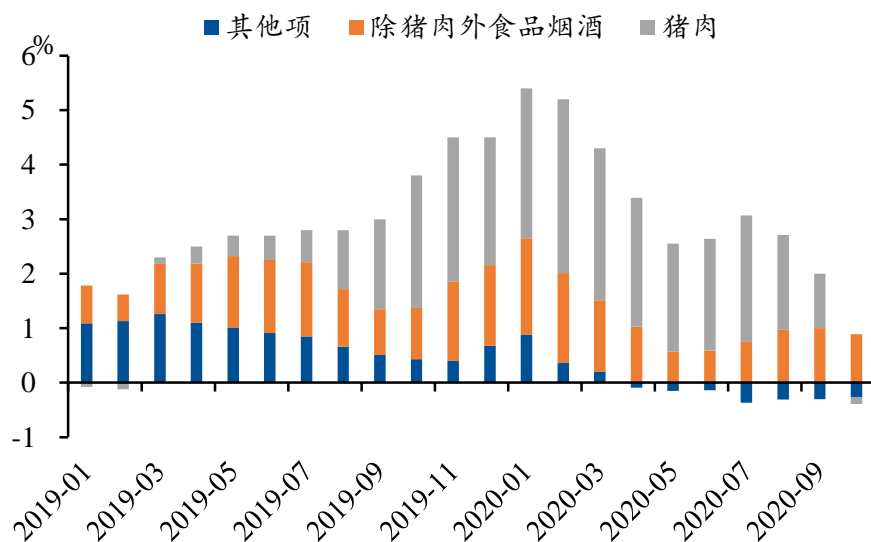
<b>一. 上轮 CPI 上行属于典型的结构性通胀</b> .....	<b>3</b>
(一) 猪肉成为 CPI 拖累项.....	3
(二) 预测猪价走势的关键——生猪存栏量.....	3
(三) 2021 年生猪存栏量同比增速估算.....	4
(四) 2021 年猪肉价格估算.....	5
(五) 预计猪肉将明显拖累 2021 年 CPI.....	6
<b>二. 2021 年 CPI 中枢值预计在 1%左右</b> .....	<b>8</b>
(一) CPI 食品环比和 CPI 非食品环比均有明显的季节效应.....	8
(二) 2020 年交通通信、居住等分项是拖累 CPI 非食品项主要原因.....	9
(三) 2021 年可选消费反弹力度预计大于必选消费.....	9
(四) 2021 年 CPI 中枢值可能在 1%左右.....	10
<b>三. 2021 年 PPI 可能先冲高后回落</b> .....	<b>12</b>
(一) PPI 与原材料购进价格相关性较大.....	12
(二) PPI 是全球性指标，取决于全球经济好坏.....	12
(三) PPI 供给端会受到外围油价变动影响.....	13
(四) 油价取决于供需缺口和全球经济增速.....	13
(五) 2021 年 PPI 中枢值预计 2.5%左右.....	14
<b>四. 2021 我国通胀压力不大，不会约束货币政策</b> .....	<b>16</b>
(一) 2021 年 GDP 平减指数可能先低后高.....	16
<b>风险提示</b> .....	<b>16</b>

## 一. 上轮 CPI 上行属于典型的结构性通胀

### (一) 猪肉成为 CPI 拖累项

猪周期进入下半场，猪肉价格逐渐回落。把 CPI 分成猪肉、除猪肉以外的食品烟酒和其他项，可以发现，2019 年下半年和 2020 年上半年猪肉是 CPI 上涨最大拉动项，对 CPI 的贡献度超过一半。但 2020 年下半年以来，随着基数原因，叠加生猪库存逐渐恢复，猪肉价格同比逐渐回落，成为 CPI 拖累项。

图 1：猪肉成为 CPI 拖累项

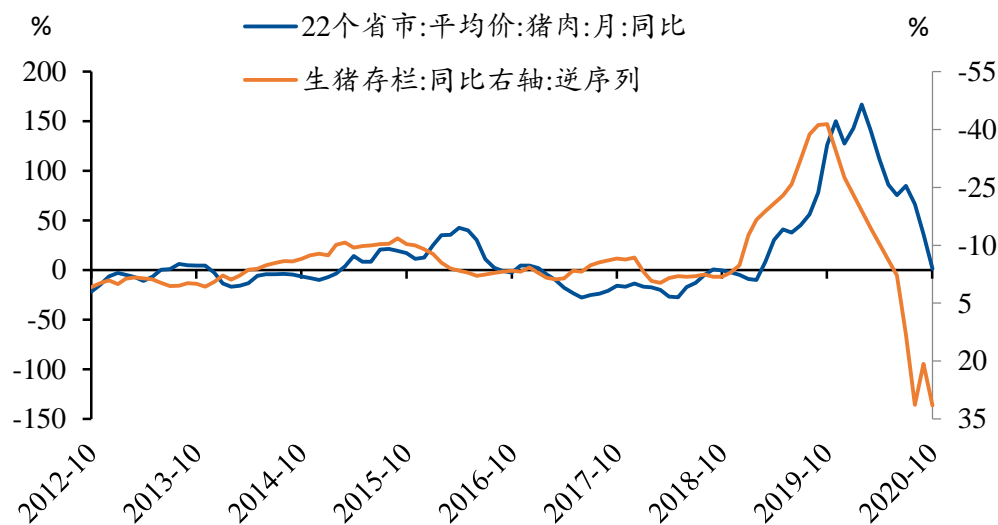


资料来源：Wind，民生证券研究院

### (二) 预测猪价走势的关键——生猪存栏量

生猪出栏量同比增速领先猪肉价格同比增速 5 个月左右。根据历史经验，猪肉价格取决于生猪出栏量，二者是同步指标；而生猪出栏量又取决于生猪存栏量，生猪存栏量同比增速通常领先猪价同比增速和生猪出栏量同比增速 5 个月左右。经测算，生猪存栏量同比每下降 1 个百分点，5 个月后猪肉价格同比将上升 4 个百分点，市场投机和炒作因素会加快猪肉调整速度。

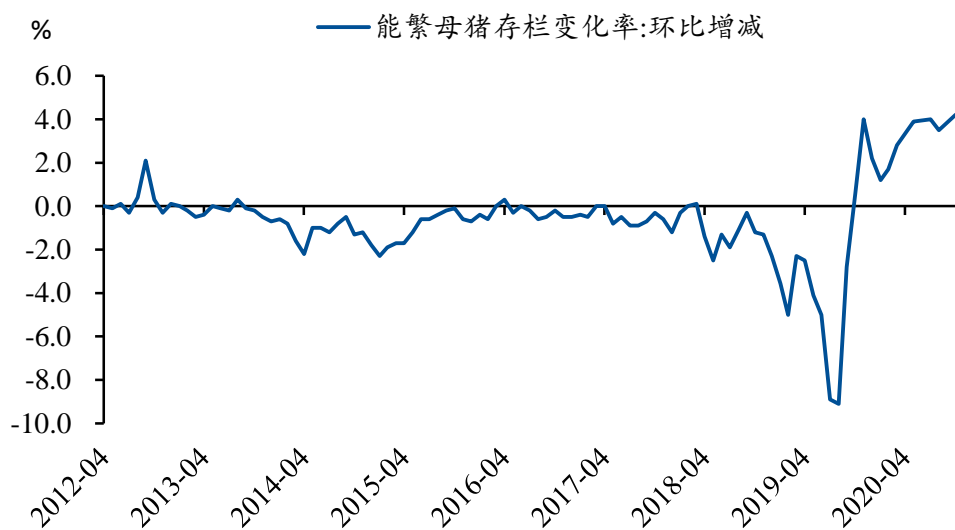
图 2：生猪存栏量同比领先猪价同比 5 个月左右



资料来源：Wind，民生证券研究院

生猪产能快速恢复，环比增速处于历史高位。去年下半年以来，国家政策积极鼓励生猪补库存，该政策取得良好效果，生猪存栏快速恢复，能繁母猪存栏变化率环比增速持续为正，且增速处于历史高位。未来来看，生猪存栏有望继续增长，带动猪价走低。

图 3：2019 年年底以来生猪存栏快速回复，环比增速连续为正

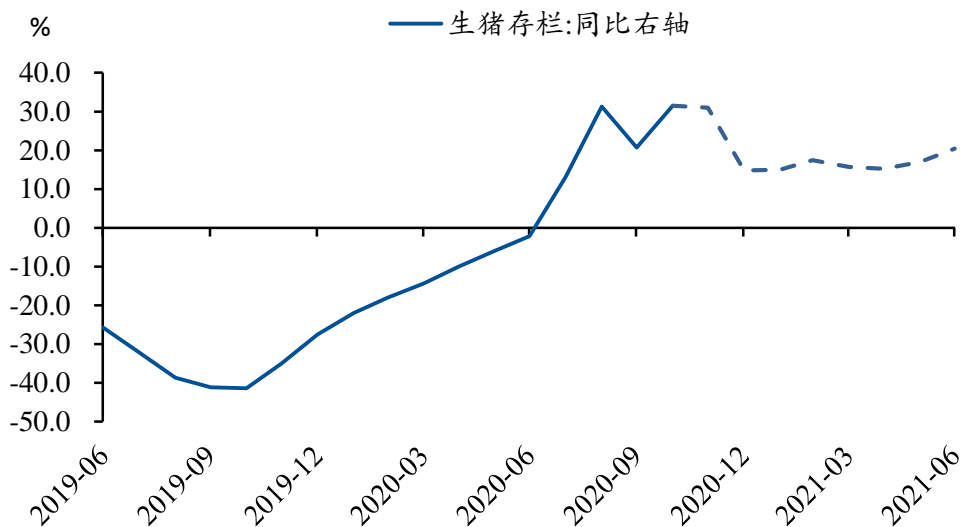


资料来源：Wind，民生证券研究院

### （三）2021 年生猪存栏量同比增速估算

生猪存栏量是预测猪肉价格反向领先指标。根据农业部新闻，2020 年 10 月生猪存栏 3.87 亿头，生猪产能已经恢复到 2017 年年末的 88% 左右。照此趋势，明年二季度，全国生猪存栏将基本恢复到正常年份的水平。据此估算，明年上半年生猪存栏量将继续回升，生猪存栏同比增速预计维持在 10% 以上。

图 4：2021 年上半年生猪存栏同比增速估算（虚线为预测值）

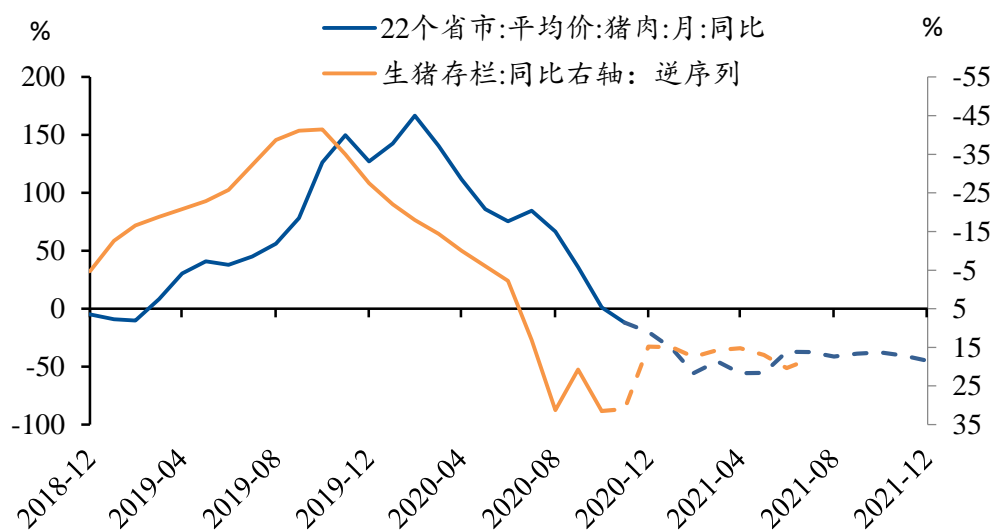


资料来源：Wind，民生证券研究院

#### （四）2021 年猪肉价格估算

2021 年猪肉价格同比增速预计持续为负。用生猪存栏量同比增速来估算明年猪肉价格同比增速，由于生猪存栏量同比增速领先猪肉价格同比增速 5 个月左右，且通常情况下生猪存栏同比下降 1%，5 个月后猪肉价格同比上涨 4%（反之，生猪存栏同比上涨 1%，5 个月后猪肉价格同比下降 0.38%。因此可以大致估算出 2021 年猪肉价格同比增速，可以看到 2021 年猪肉价格同比增速预计为 40%左右。

图 5：用生猪存栏量走势来估算猪肉价格同比增速（虚线为预测值）

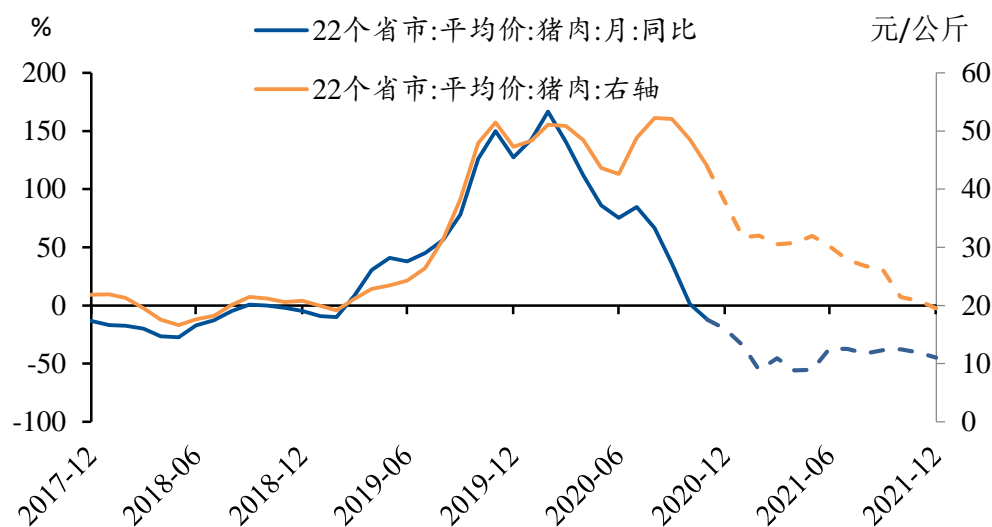


资料来源：Wind，民生证券研究院

2021 年猪肉价格预计跌破 20 元/公斤。用猪肉价格同比增速来拟合猪价，可以看到，2021 年猪肉价格预计持续回落，有望从今年年底的 40 元/公斤左右下跌至明年年底的 20

元/公斤左右，考虑到春节效应明年一二月份猪价可能维持高位，但之后将掉头向下。

图 6：2021 年猪肉价格预计跌破 20 元/公斤（虚线为预测值）

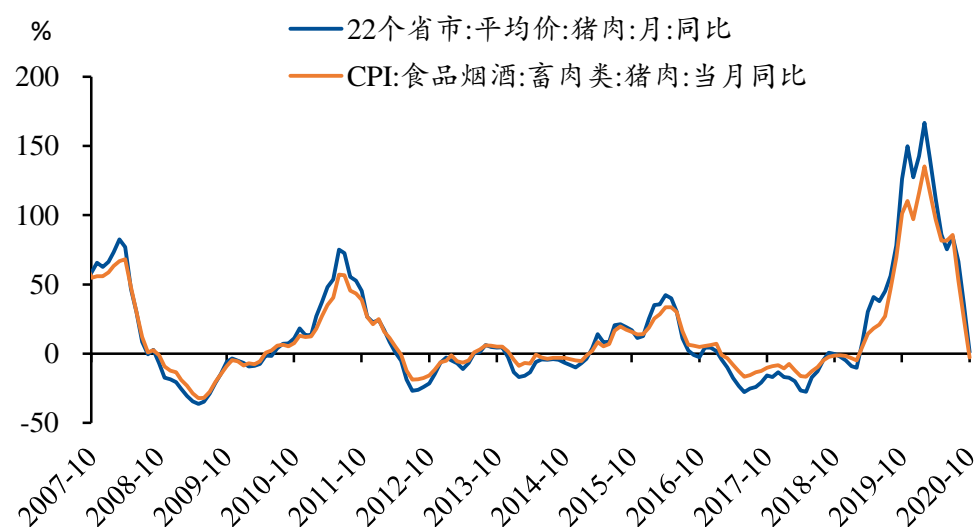


资料来源：Wind，民生证券研究院

### （五）预计猪肉将明显拖累 2021 年 CPI

统计局猪肉 CPI 波动性略低于猪肉实际价格波动。观察发现，统计局猪肉 CPI 同比增速在猪周期顶部均低于 22 省市猪肉均价同比增速，在猪周期底部均高于 22 省市猪肉均价同比增速。测算可得，22 省市猪肉价格同比增速每上升/下降 1 个百分点，猪肉 CPI 同比上升/下降 0.84 个百分点，二者相关系数 0.983。

图 7：统计局猪肉 CPI 波动性略低于猪肉实际价格波动

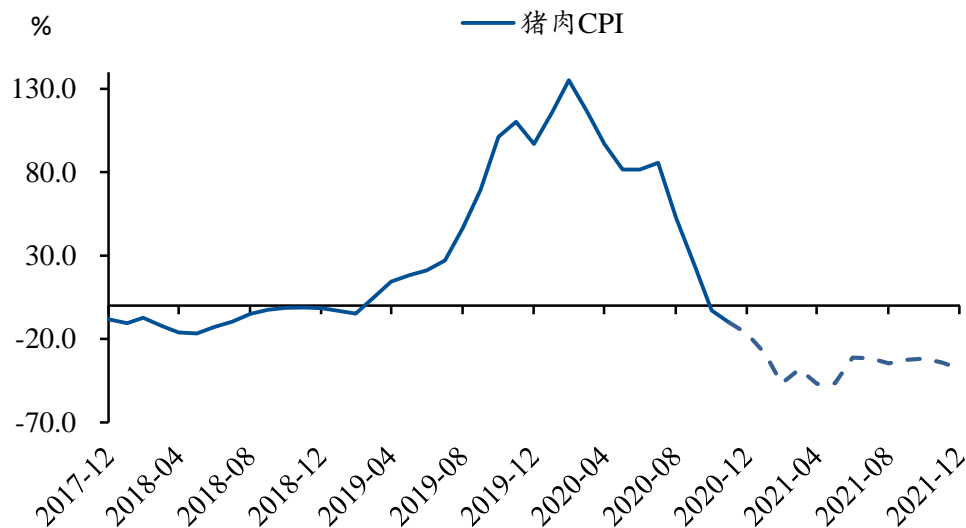


资料来源：Wind，民生证券研究院

2021 年猪肉 CPI 同比预计下降 35%左右。利用猪肉价格同比增速来测算猪肉 CPI 同

比走势, 预计 2021 年猪肉 CPI 将持续为负, 最低点可能出现在二季度, 跌幅为 45% 左右, 下半年跌幅有所收窄, 预计年底将下跌 35% 左右。

图 8: 2021 年猪肉 CPI 预计



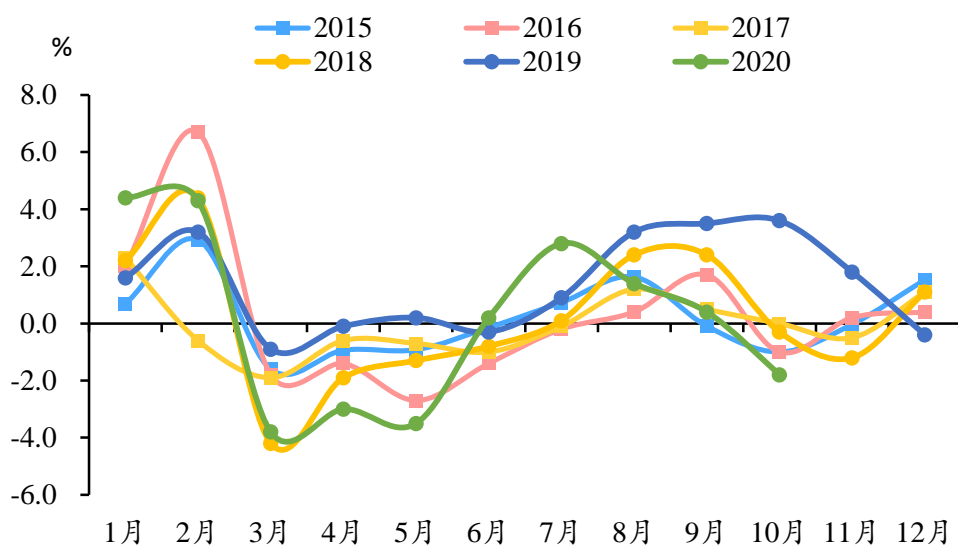
资料来源: Wind, 民生证券研究院

## 二. 2021 年 CPI 中枢值预计在 1%左右

### (一) CPI 食品环比和 CPI 非食品环比均有明显的季节效应

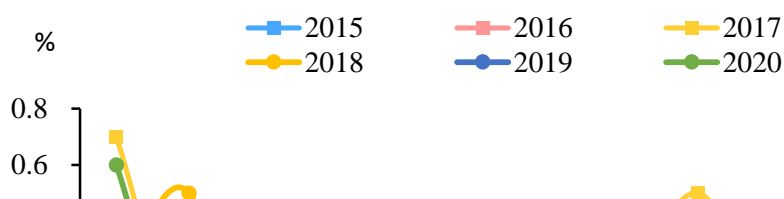
CPI 食品环比和 CPI 非食品环比通常呈 M 型走势。由于季节性原因，CPI 食品环比和非食品环比通常在 1-2 月冲高，春节为 1 月时则 1 月冲高，春节为 2 月时则 2 月冲高。3 月-5 月通常回落，之后由于夏秋季原因，6-9 月再次冲高，四季度由于天气转凉，则再度回落。因此预测 CPI 走势需要考虑季节性因素。

图 9: CPI 食品项环比通常呈 M 型走势



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 10: CPI 非食品项环比通常呈 M 型走势



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\\_1002](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_1002)

