

2020 年 11 月 24 日

2021 年，国内温和通胀的微观基础

宏观研究团队

——宏观经济专题

赵伟（分析师）

zhaoweil@kysec.cn

证书编号：S0790520060002

杨飞（分析师）

yangfeil@kysec.cn

证书编号：S0790520070004

马洁莹（联系人）

majieying@kysec.cn

证书编号：S0790120080081

● **2021 年，猪价或拖累 CPI 中枢明显下移，而消费修复支持核心 CPI 逐季回升** 随着供给回升，猪价进入下行周期，对 CPI 拖累逐步显现；疫情对居民收入和线下消费等冲击，导致核心 CPI 大幅回落。受非洲猪瘟对生猪供给冲击，2018 年 8 月开始猪价持续上涨，对 CPI 同比的拉动贡献一度超 100%；随着供给回升，猪价进入下行周期，拖累 CPI 持续回落。新冠肺炎疫情对居民收入和线下消费等冲击，导致核心 CPI 大幅回落至 0.5%，创有公开数据以来新低，加速 CPI 回落。2021 年，猪价或拖累 CPI 中枢明显下移，而居民收入和线下消费修复，或带动核心 CPI 逐季回升。考虑到猪肉供需变化，猪价拖累或在春节后加速显现，三季度开始放缓。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，全年 CPI 中枢或在 1.6% 左右，高点可能出现在年底、2.7% 左右，核心 CPI 年中或回升至 1% 以上、年底高点接近 2%。

● **内外需“错位”修复下，PPI 或在一季度前后重回正增长、高点或在 2% 左右** 疫情冲击下，国内外需求先后下滑，拖累 PPI 进入通缩；随着经济逐渐修复，PPI 逐步上行、但仍处于通缩区间。疫情冲击下，国内经济活动停滞，导致 PPI 进入通缩；随着海外疫情爆发，全球供需变化拖累大宗商品价格、加速 PPI 下滑，PPI 同比从 -1.5% 迅速下滑至 -3% 以下。随着国内需求逐步修复，年中以来 PPI 逐步回升；但疫情“错位”影响下，海外需求修复进度偏慢，拖累 PPI 上行节奏。内需相对平稳、外需加快修复下，PPI 或在 2021 年一季度前后重回正增长，全年高点可能在 2% 左右。基建和地产投资，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% 左右、高点可能在 2% 左右。

● **通胀预期变化或阶段性引起宏观调控关注，但政策重心或仍在调结构、防风险** 从通缩到通胀，再通胀预期的抬头，可能阶段性引起宏观调控关注。传统周期下，物价跟随经济需求变化而大幅波动，一旦 CPI 突破 3%、多会出现较大的通胀压力，因而宏观调控一般会收紧“银根”、稳定物价。随着经济进入转型阶段，CPI 通胀率波动下降，CPI 达到 2.5% 左右即容易引发市场通胀预期的升温；同时，宏观调控比传统周期下更加注重稳定市场预期，在实际操作过程中多会加强引导。

“后疫情”时代，政策重心回归调结构、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，政策回归常态，重心从稳增长转向调结构、防风险，政策调控更加注重结构引导，加大打击资金空转等力度。伴随经济逐步修复、防风险加强，信用修复最快阶段已过去，年底前后或逐步进入信用“收缩”通道；2021 年，信用“收缩”或将成为市场主逻辑。

● **风险提示：** 国际油价大幅上涨，金融风险加速暴露。

相关研究报告

《宏观经济专题-转债视角，看信用风险》-2020.11.23

《宏观经济专题-疫苗落地的全球经济影响》-2020.11.22

《宏观经济专题-12 年“双 11”，折射消费变迁路》-2020.11.19

目 录

1、 猪价或拖累 CPI 中枢明显下移，但核心 CPI 或逐季抬升	3
2、 内外需“错位”修复下，PPI 或在一季度前后重回正增长	6
3、 通胀预期变化或阶段性引起政策关注，但较难影响大方向	9
4、 研究结论	11
5、 风险提示	11

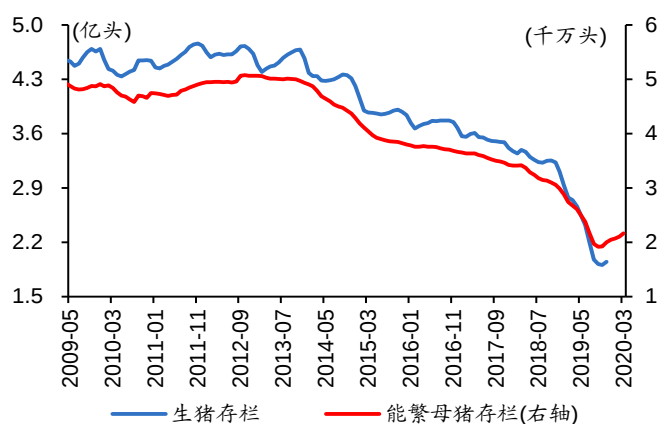
图表目录

图 1: 2018 年 8 月非洲猪瘟爆发后，生猪存栏大幅下降	3
图 2: 生猪供给大幅下降，推动猪肉价格大幅攀升	3
图 3: 2019 年以来，CPI 中猪肉权重明显提升	3
图 4: 猪价对 CPI 同比拉动贡献一度超过 100%	3
图 5: 非食品 CPI 持续走低，核心 CPI 持续低迷	4
图 6: 疫情冲击下，居民收入增长放缓	4
图 7: CPI 服务项环比明显低于季节性	4
图 8: 年初以来，CPI 居住、教文娱持续走低	4
图 9: 2 季度以来，居民收入和支出逐步修复	5
图 10: 文教娱等线下消费恢复相对较慢	5
图 11: 随着供给回升，猪价已进入下行周期	5
图 12: 2021 年二季度开始，核心 CPI 或逐步回升	5
图 13: 中性情景下，2021 年 CPI 中枢或在 1.6% 左右，高点或出现在年底、低于 3%	6
图 14: PPI 变化主要受中上游原材料影响	6
图 15: PPI 同步略滞后 CRB 变化	6
图 16: 疫情后，房地产投资回升，PPI 回升相对缓慢	7
图 17: 疫情对国内外经济影响明显“错位”	7
图 18: 经济修复最快的阶段或已过去	7
图 19: 基建和地产投资中短期或仍有“韧性”	7
图 20: 美联储宽松货币政策下，美国利率水平大幅回落	8
图 21: 美企盈利同步指标资本品新订单增速已止跌反弹	8
图 22: 美国库存领先指标，制造业新订单增速止跌反弹	8
图 23: 中期内，美国油价与私人消费同比走势基本一致	8
图 24: 中性情景下，PPI 或在一季度前后重回正增长、高点可能在 2% 左右	9
图 25: 传统周期下，CPI 在 3% 以上时，宏观调控一般会收紧“银根”	9
图 26: 地方债务率的大幅抬升或掣肘地方政府举债空间	11
图 27: 土地成交的回落，或拖累土地财政	11
图 28: 通道剩余规模或在 13.5 万亿元左右	11
图 29: 券商通道业务主要投向非标资产	11
表 1: 7 月底以来，当局频繁强调防风险、实施正常货币政策	10

1、猪价或拖累 CPI 中枢明显下移，但核心 CPI 或逐季抬升

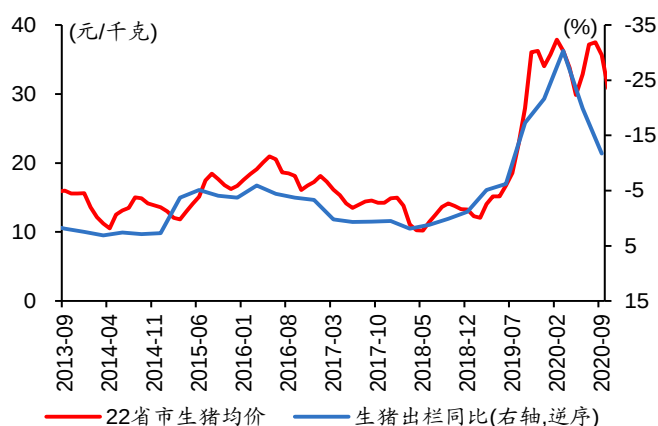
供给收缩下，猪价持续、大幅上涨，成为影响近年来以来 CPI 重要因素；随着供给回升，猪价进入下行周期，对 CPI 拖累逐步显现。自 2018 年 8 月非洲猪瘟在我国首次出现，生猪存栏量开始大幅下降，推动猪价持续、大幅上涨，22 省市生猪均价从 2018 年 8 月底的 13.48 元/千克上涨至 2020 年 2 月中旬最高 38.32 元/千克。期间，CPI 猪肉同比从 -4.9% 抬升至 135.2%，对 CPI 同比拉动贡献一度超过 100%。随着猪肉供给的逐步回升，猪肉价格进入震荡下行周期，拖累 CPI 逐步回落。

图1：2018 年 8 月非洲猪瘟爆发后，生猪存栏大幅下降



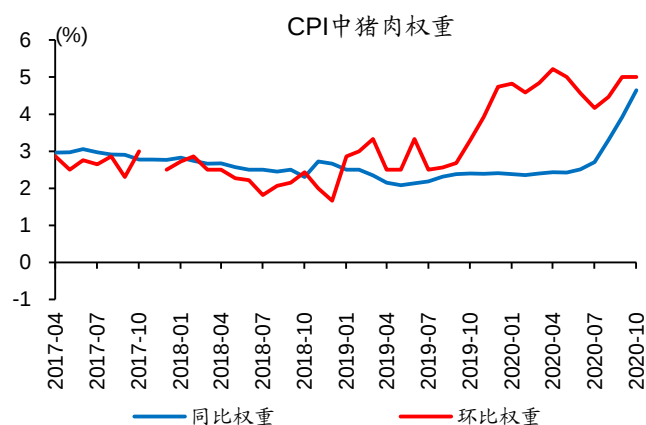
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：生猪供给大幅下降，推动猪肉价格大幅攀升



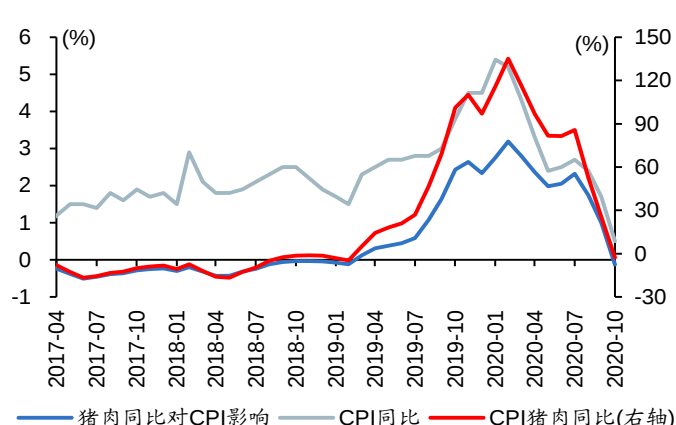
数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：2019 年以来，CPI 中猪肉权重明显提升



数据来源：Wind、国家统计局、开源证券研究所

图4：猪价对 CPI 同比拉动贡献一度超过 100%

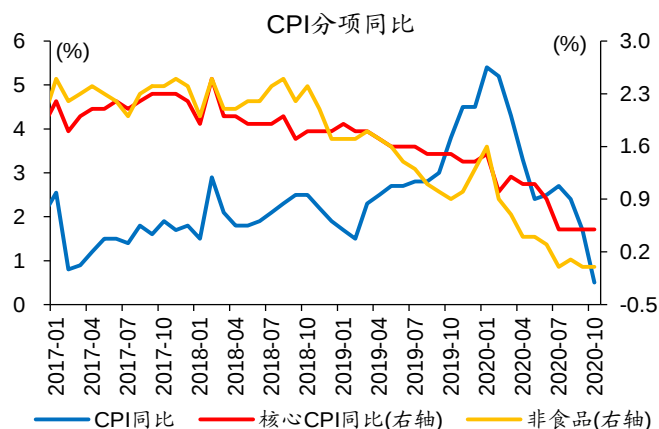


数据来源：Wind、国家统计局、开源证券研究所

新冠肺炎疫情对居民收入和线下消费活动的冲击，使得年初以来核心 CPI 大幅回落，加速 CPI 的回落。疫情冲击下，居民收入增长放缓，对居民消费形成一定抑制；同时，疫情对线下消费和服务活动的干扰，也明显拖累居民消费，使得服务类

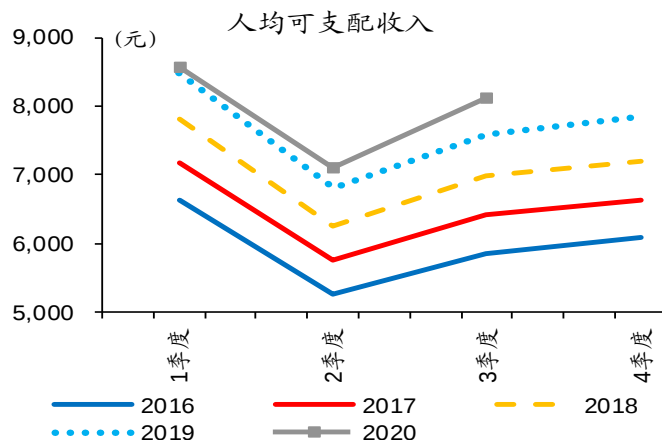
CPI 环比超季节性回落。核心 CPI 同比，从 1 月的 1.5% 下降至 10 月的 0.5%，创有公开数据以来的新低，其中居住、生活用品及服务等同比持续低迷。

图5：非食品 CPI 持续走低，核心 CPI 持续低迷



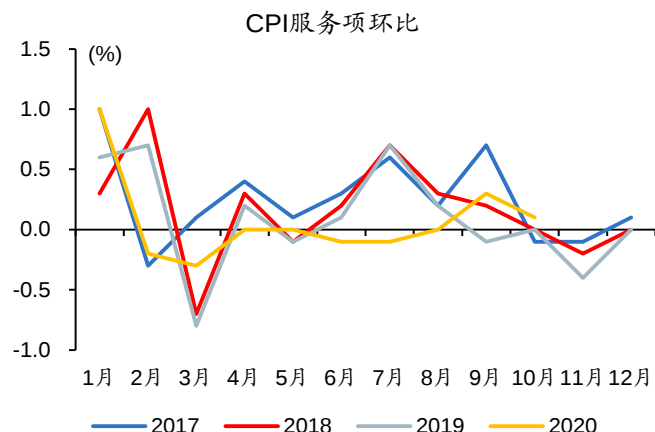
数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：疫情冲击下，居民收入增长放缓



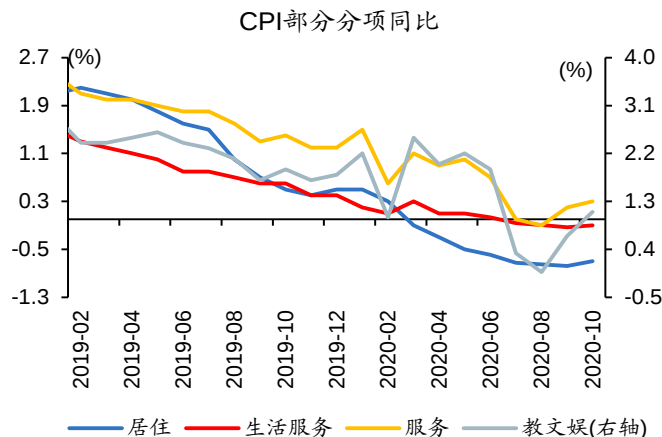
数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：CPI 服务项环比明显低于季节性



数据来源：Wind、开源证券研究所

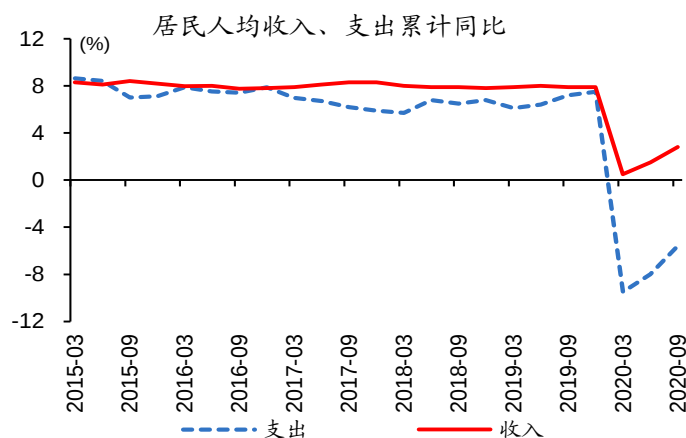
图8：年初以来，CPI 居住、教文娱持续走低



数据来源：Wind、开源证券研究所

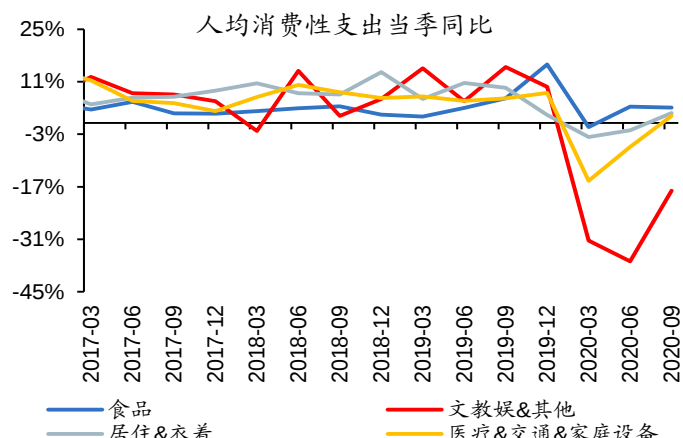
居民收入增长的修复，及线下消费活动的逐步恢复，或带动核心 CPI 回升。随着国内疫情逐步平复、经济活动恢复，居民收入增长有所修复，3 季度城镇居民人均可支配收入累计同比达 2.8%、较 1 季度回升 2.3 个百分点；同时，居民支出也在逐步修复，3 季度支出累计同比下降 5.6%、降幅较 1 季度收窄 3.9 个百分点。分项来看，生活必需或受疫情冲击影响较小的衣着、居住等支出恢复较快；而线下教育文化娱乐服务等，容易受到疫情反复的干扰。伴随疫苗推出、线下活动等进一步恢复，非食品类商品消费和服务消费的修复，或带动核心 CPI 回升。

图9：2 季度以来，居民收入和支出逐步修复



数据来源：Wind、开源证券研究所

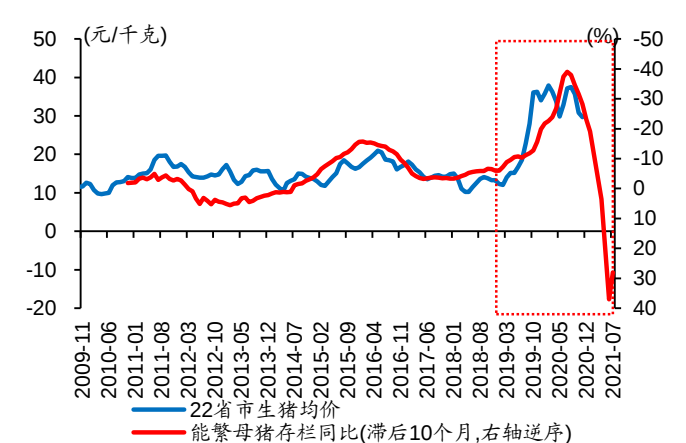
图10：文教娱等线下消费恢复相对较慢



数据来源：Wind、开源证券研究所

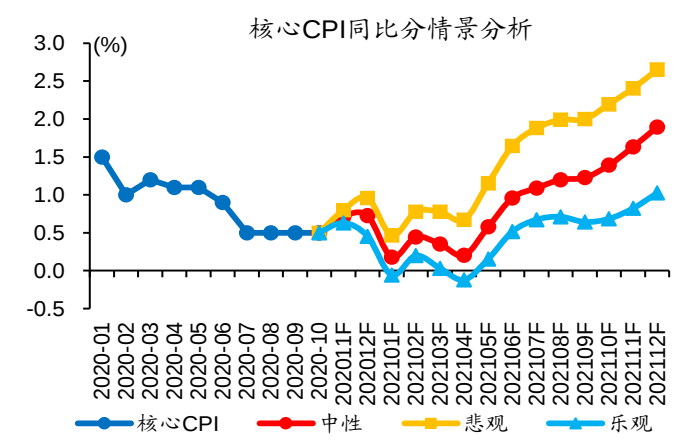
中性情景下，猪价或拖累 2021 年 CPI 中枢明显下移、全年中枢或在 1.6%左右；核心 CPI 或逐季回升。考虑到猪肉供需变化，猪价拖累或在春节后加速显现，三季度前后猪价回落或开始放缓。同时，中低收入人群收入，及线下消费修复等，或带动核心 CPI 中枢，从二季度开始逐步抬升。中性情景下，全年 CPI 中枢或在 1.6%左右，高点可能出现在年底、2.7%左右，核心 CPI 年中或回升至 1%以上、年底高点接近 2%。悲观情景下，猪价高位震荡、消费显著增长，或使得 CPI 中枢抬升 3%以上。

图11：随着供给回升，猪价已进入下行周期

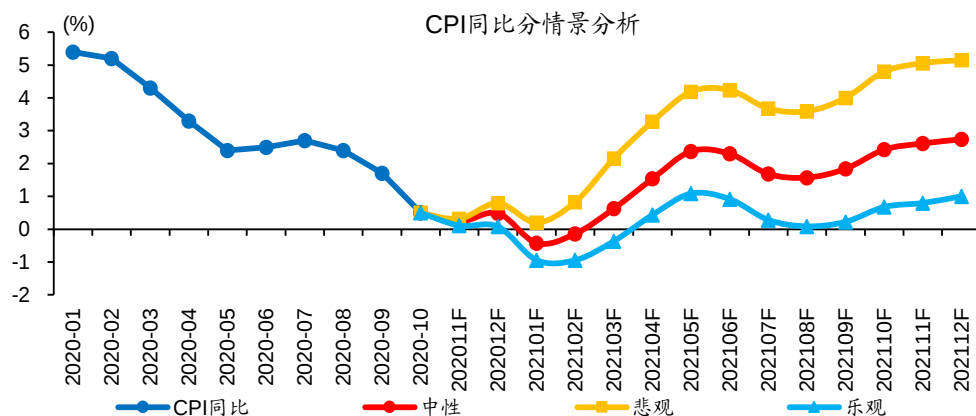


数据来源：Wind、农业农村部、开源证券研究所

图12：2021 年二季度开始，核心 CPI 或逐步回升



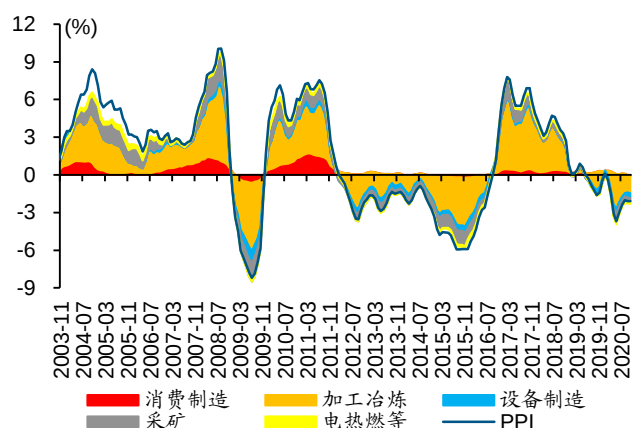
数据来源：Wind、开源证券研究所

图13: 中性情景下, 2021 年 CPI 中枢或在 1.6%左右, 高点或出现在年底、低于 3%


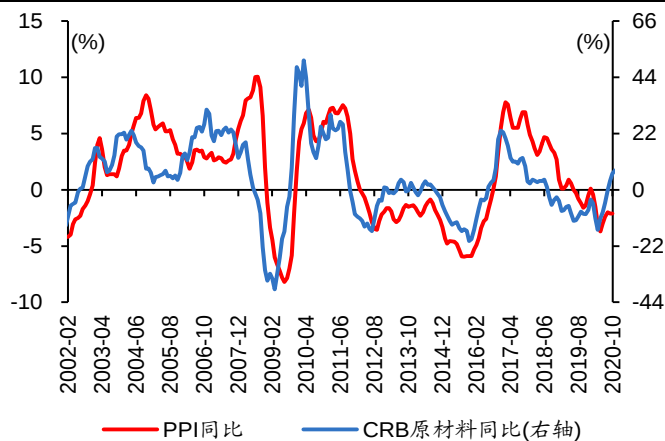
数据来源: Wind、开源证券研究所

2、内外需“错位”修复下, PPI 或在一季度前后重回正增长

疫情冲击下, 国内外需求先后下滑, 拖累 PPI 进入通缩区间; 随着经济逐渐修复, PPI 逐步上行, 但仍处于通缩区间。PPI 主要受中上游原材料价格影响, 不仅与国内供需有关, 还显著受海外供需影响。年初疫情冲击下, 国内经济活动停滞, 导致 PPI 进入通缩区间; 随着海外疫情爆发, 全球供需变化, 拖累大宗商品价格, 进而加速 PPI 下滑, PPI 同比从 3 月的-1.5%直接下滑至-3%以下。随着国内需求逐步修复, 年中以来 PPI 逐步回升; 但疫情“错位”下, 海外需求修复偏慢, 拖累 PPI 上行。

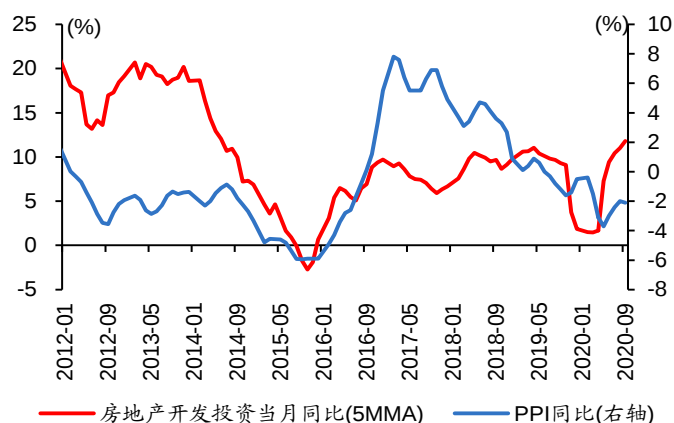
图14: PPI 变化主要受中上游原材料影响


数据来源: Wind、开源证券研究所

图15: PPI 同步略滞后 CRB 变化


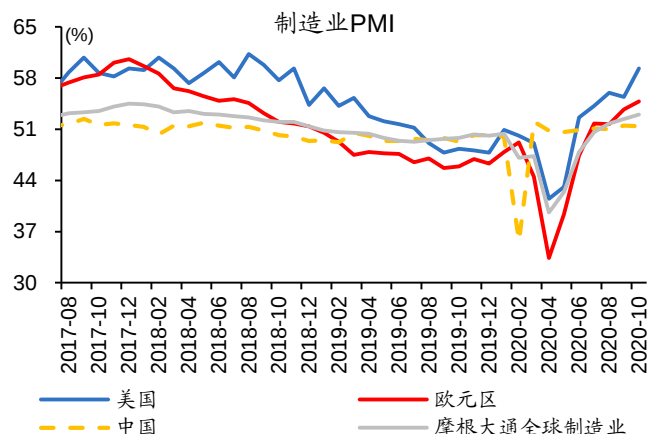
数据来源: Wind、开源证券研究所

图16: 疫情后, 房地产投资回升, PPI 回升相对缓慢



数据来源: Wind、开源证券研究所

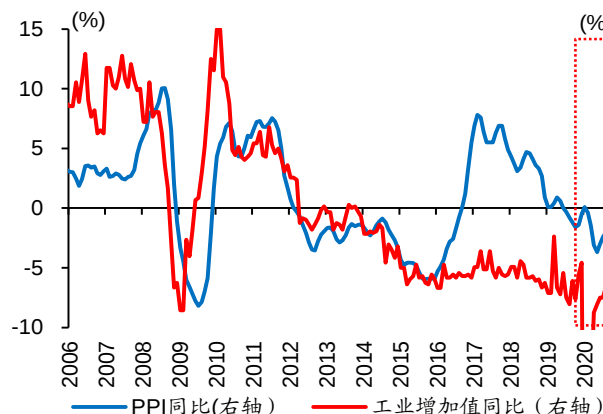
图17: 疫情对国内外经济影响明显“错位”



数据来源: Wind、开源证券研究所

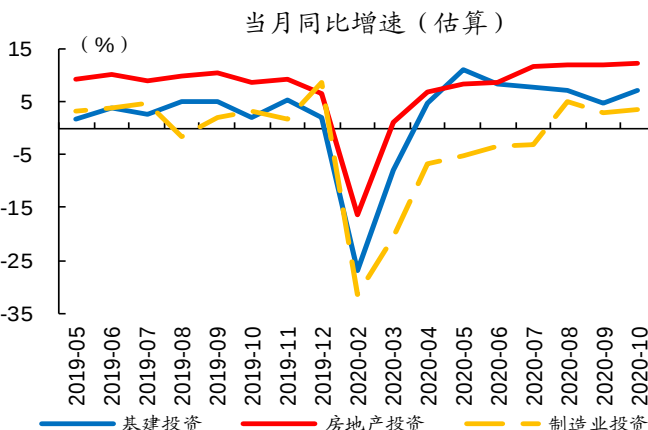
国内经济仍处于修复通道、有利于 PPI 回升，但修复最快的阶段或已过去。国内疫情逐步平复后，生产端修复最快，工业增加值同比 3 月以来逐步抬升、9 月已回到 2019 年底的水平。政策托底下，基建投资快速抬升 5 月的近 11%、创 2018 年以来新高，随后有所回落。而房屋交付压力下存量项目赶工，及销售和拿地等改善带动的新开工，推动地产投资快速修复。随着政策重心转向调结构、防风险，基建和地产投资或已过“爆发力”最强的阶段，但中短期或仍有一定“韧性”。

图18: 经济修复最快的阶段或已过去



数据来源: Wind、开源证券研究所

图19: 基建和地产投资中短期或仍有“韧性”



数据来源: Wind、开源证券研究所

随着全球经济火车头美国经济活动恢复、库存周期重启，外需加快修复或拉动全球大宗商品价格，进而影响国内价格。伴随美联储大幅放松货币、带动实际利率降至历史低位，美国企业融资成本显著下降，盈利同比指标已止跌反弹，经济完全具备复苏条件。随着美国主要人口大州控制疫情、新冠疫苗推出和大规模接种等，美国经济或逐步摆脱疫情的拖累，美国库存周期也有望开启，或将带动全球经济加快修复，进而拉动以原油为代表的全球大宗商品价格（详情参见《美国通胀或将归来》）。

图20: 美联储宽松货币政策下, 美国利率水平大幅回落



图21: 美企盈利同步指标资本品新订单增速已止跌反弹

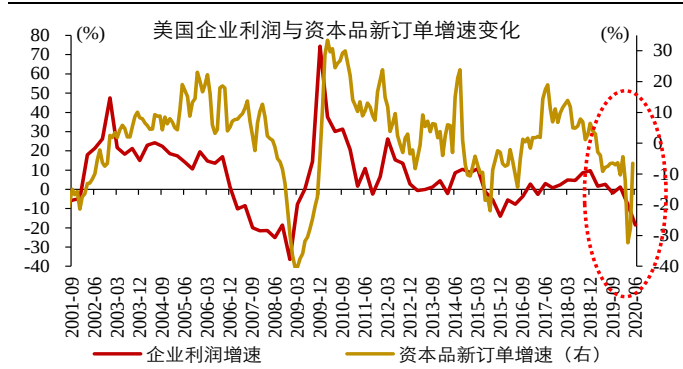
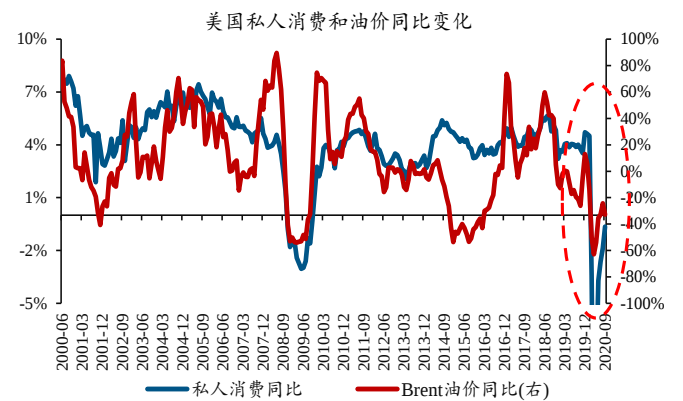


图22: 美国库存领先指标, 制造业新订单增速止跌反弹



图23: 中期内, 美国油价与私人消费同比走势基本一致



综合来看, 中性情景下, PPI 或在 2021 年一季度前后重回正增长, 全年高点可能在 2% 左右。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, 经济活动恢复正常、库存周期逐步启动等, 或带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 年一季度前后重回正增长, PPI 全年中枢或抬升至 1% 左右、高点可能在 2% 左右。乐观情景下, 国内外需求大幅增长、经济复苏,

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_1278

