

## 宏观观点评

# 不会显著通胀是明年基准情形，关注三大变数——兼评10月物价

事件：10月CPI同比0.5%（预期0.8%，前值1.7%）；10月PPI同比-2.1%（预期-2.1%，前值-2.1%）。

**1、CPI同比大幅回落，结构有所优化，食品供需矛盾持续缓解，就业和需求持续改善。**10月CPI同比增长0.5%，涨幅较9月缩窄1.2个百分点；食品同比增长2.2%，涨幅缩窄5.7个百分点，非食品同比增长0.0%，涨幅持平上月，剔除食品和能源的核心CPI同比连续4个月维持0.5%。分项看环比变化：

1) 食品项环比转负，后续可能维持低位。10月CPI食品环比下降1.8%，较9月下降2.2个百分点。随着生猪产能恢复、鲜菜鲜果上市，主要食品价格纷纷下降，其中：猪肉价格环比下降7%，降幅扩大5.4个百分点；鲜菜价格环比下降2.1%，降幅扩大4.5个百分点；蛋类价格下降1.9%，降幅扩大2.9个百分点；鲜果价格上涨1.8%，涨幅缩窄5.5个百分点。预计11月食品价格将继续维持低位：一是从季节规律来看，2015-2019年11月食品环比均值较10月小幅下行；二是生猪供给恢复，猪价有望继续走低。11月第1周22省市生猪平均价为29.71元/千克，同比下降近18%；如果假设到年底生猪价格能够回到去年8-9月的25元/千克左右，那么同比降幅可接近30%，对CPI拉动可能从当前的-0.1个百分点进一步降至-0.4个百分点。

2) 非食品环比接近季节性，油价降、旅游升，需求持续改善。10月CPI非食品环比上涨0.1%（过去5年同期均值为0.15%），已基本接近季节性表现，较前三个季度大幅改善。其中，家庭服务、房租价格环比涨幅已持平季节性，反映就业形势好转。受益于国庆中秋假期居民出行，飞机票、宾馆住宿和旅游价格分别上涨9.4%、4.1%和2.8%，反映消费改善。受国际油价波动影响，汽油和柴油价格分别下降2.3%和2.6%，对应交通工具燃料价格环比下降2.2%，降幅扩大1.3个百分点。

**2、10月PPI同比降幅持平，食品原油降，煤炭黑色升。**10月PPI同比下降2.1%，降幅持平前值；PPI环比为0.0%。原因看，10月PPI同比维持低位主因食品价格下降和油价下跌。1) 对于食品：10月PPI食品类同比下降1.3个百分点至0.8%，对应生活资料同比下降0.4个百分点至-0.5%。同时，PPI农副食品加工业同比涨幅缩窄2个百分点至1.9%。2) 对于油价：10月布伦特原油期货月均同比下降30%，对应石油和天然气开采业、石油加工、炼焦及核燃料加工业同比降幅分别扩大4.2、1.6个百分点至-30.4%和-18.5%。此外，上游煤炭开采和洗选业、黑色金属矿采选业价格同比分别提升2个和1.3个百分点至-5.5%和10.7%，反映投资需求仍较旺盛。

**3、后续通胀怎么走，应关注哪些核心变量？**

近期看，CPI：预计11月食品可能环比下降2%左右，非食品环比持平，对应11月CPI同比继续回落至0.1%左右，12月延续低位。PPI：中性假设下预计11月工业品价格环比小幅上涨0.1%，对应PPI同比小升至-1.9%附近，12月有望继续小升。

**展望明年，《通胀还是通缩？——从宏观机理到中观线索》、《CPI-PPI剪刀差持续收窄，对经济和资产价格有何影响？》**中我们曾指出：2021年CPI面临猪价下行和货币超发的博弈，如果需求恢复较好，二季度之后可能会有再通胀风险，中性假设全年同比小于2020年；随着内外需改善，PPI大概率好于今年，当月同比有望在一季末或二季初转正。整体看，我们认为明年可能为温和通胀，以0.7PPI和0.3CPI拟合的广义通胀来看，可能从今年底的-0.5%升至0.8%。此外，可关注以下核心变量：

1) 实体经济修复会否超预期？我们认为，实体经济修复的速度和幅度是决定通胀的根本因素。一是产出缺口的扩大可能抬升通胀，2021年GDP同比可能升至8%以上，潜在经济增速在5.7%-5.8%左右，从而直观上产出缺口较大。但受低基数扰动，明年同比数据将失真，观察实际经济恢复程度难度增加。11月9日辉瑞和BioNTech宣布，其联合研发的mRNA新冠疫苗可阻止90%的新冠感染，若有效性和普及性较高，将显著提振大宗商品、下游消费品价格。不过，随着消费改善，基建、地产等投资力度可能减弱，疫苗对经济的结构性带动也许超过总量性带动。

2) 货币超发是必要条件而非充分条件，但要注意本次货币直达性更好。以史为鉴，2008年金融危机之后主要国家通胀未大幅上行，主因超储率较高，大量货币冗余在银行内部；实体经济回报率低，贫富分化削弱居民消费能力等，货币分流至房地产和股票市场，对一般通胀形成抑制。本轮宽松中，财政刺激和创新的货币政策对居民和企业支持的直达性提升，从而对通胀的刺激作用可能也更强。此外，货币超发通过提高资产价格带来财富效应，也可能刺激内需，从而拉升通胀。

3) 会有输入型通胀风险吗？如果疫苗确认有效并量产，可能加速全球补库，推动原油、工业金属等大宗商品涨价，从而引发国内的输入型通胀。而输入型通胀的幅度也将取决于人民币对美元升值的幅度和国际大宗商品价格涨幅的相对强弱。

**风险提示：**疫情反弹超预期、猪肉供给恢复超预期、经济恢复速度超预期。

### 作者

分析师 熊园

执业证书编号：S0680518050004

邮箱：xiongyuan@gszq.com

分析师 何宁

执业证书编号：S0680520070002

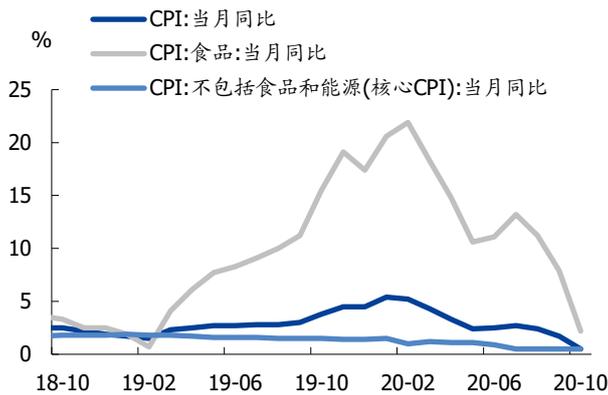
邮箱：hening@gszq.com

### 相关研究

- 1、《宏观专题：CPI-PPI剪刀差持续收窄，对经济和资产价格有何影响？》2020-10-15
- 2、《年内PPI会超预期转正么？——兼评7月物价》2020-08-10
- 3、《价格角度看供需分化——兼评6月物价数据》2020-07-09
- 4、《宏观专题：通胀还是通缩？——从宏观机理到中观线索》2020-07-06
- 5、《货币超发会引发通胀吗？——兼评5月物价数据》2020-06-10
- 6、《全面评估粮食涨价的可能性与影响——兼评3月通胀》2020-04-11

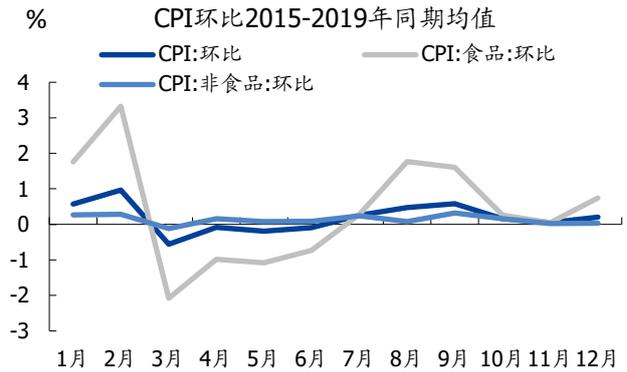


图表1: 10月CPI食品同比大幅回落



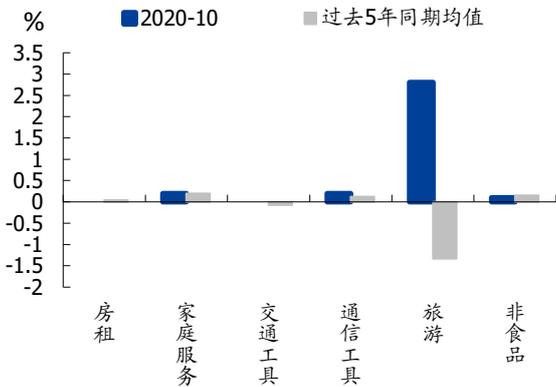
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表2: 四季度CPI食品环比低于三季度



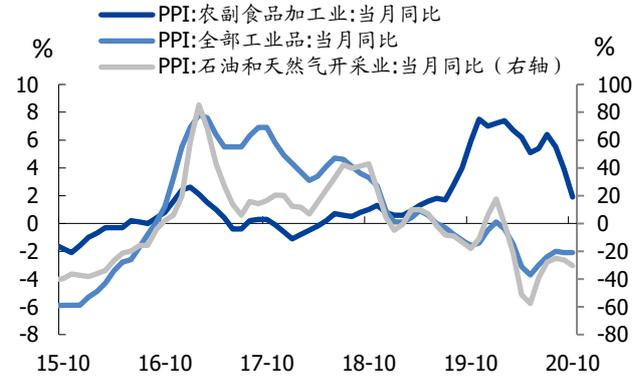
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表3: CPI非食品反映就业和消费改善



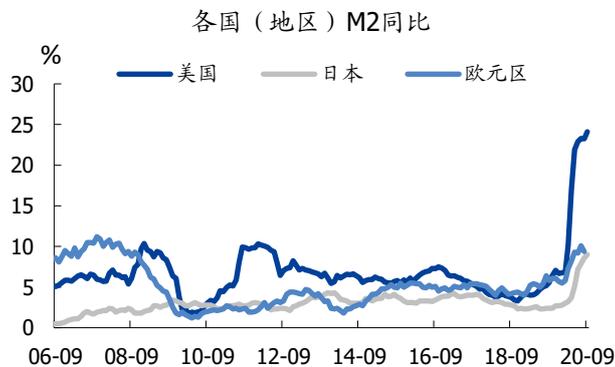
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表4: 10月PPI主要受食品和油价拖累



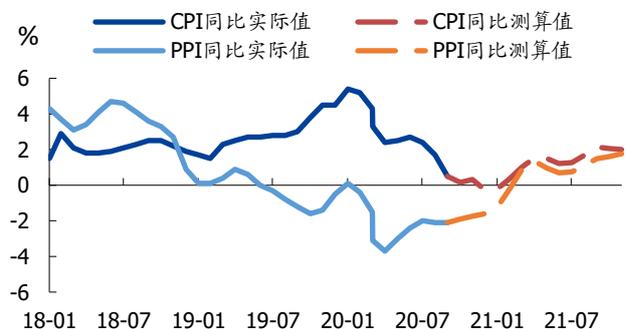
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表5: 本轮货币宽松各国M2大幅飙升



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表6: CPI, PPI预测



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

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\\_1512](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_1512)



云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>