

# 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

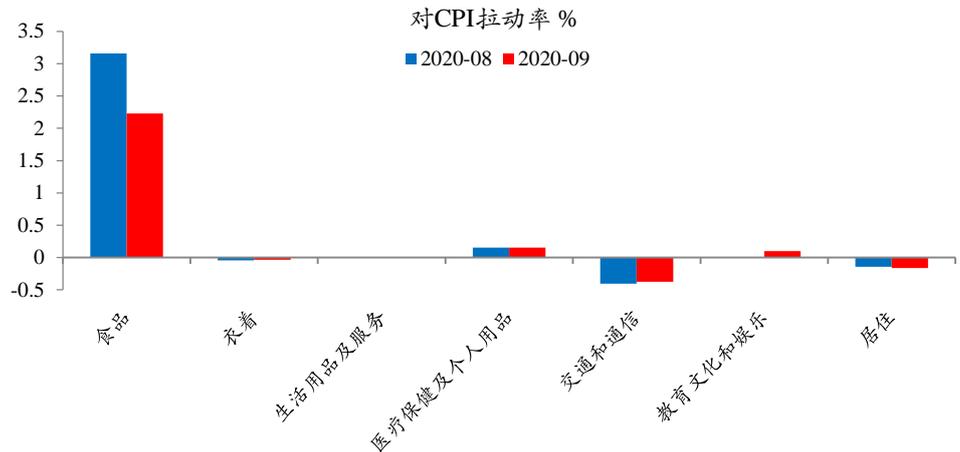
## 图表目录

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%。

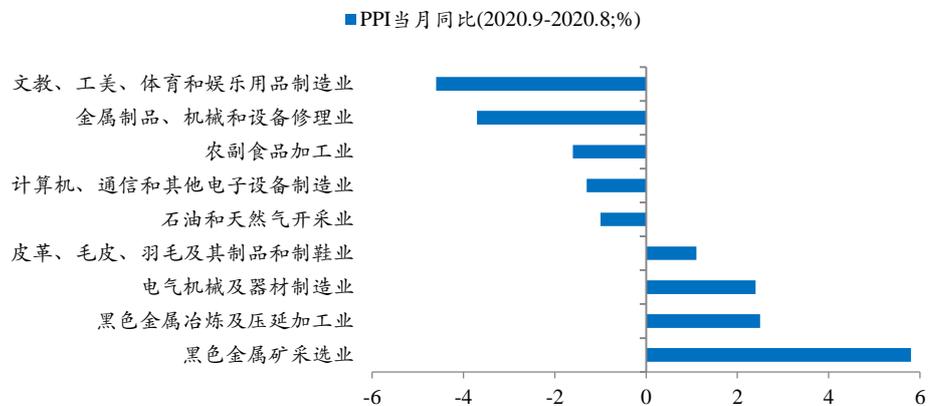
图1：食品价格拉低CPI增速



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



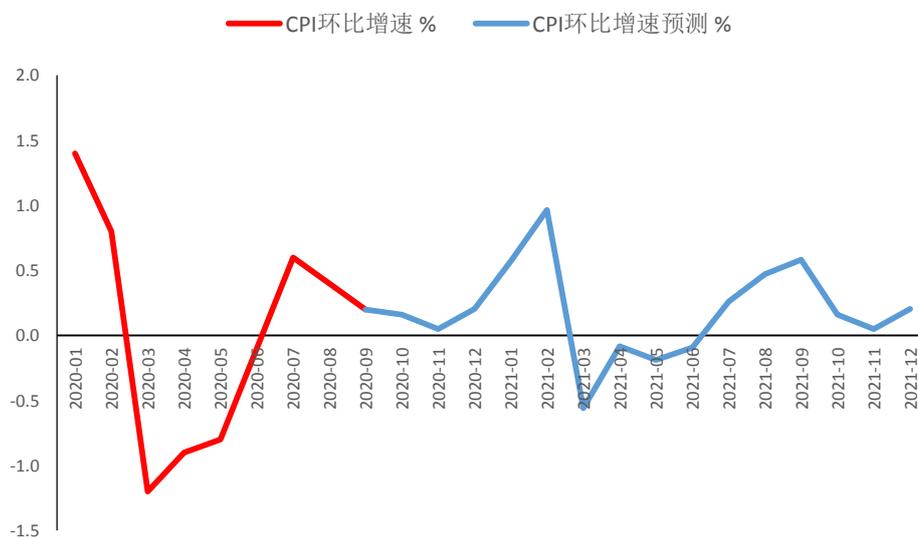
资料来源：Wind，新时代证券研究所

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。**

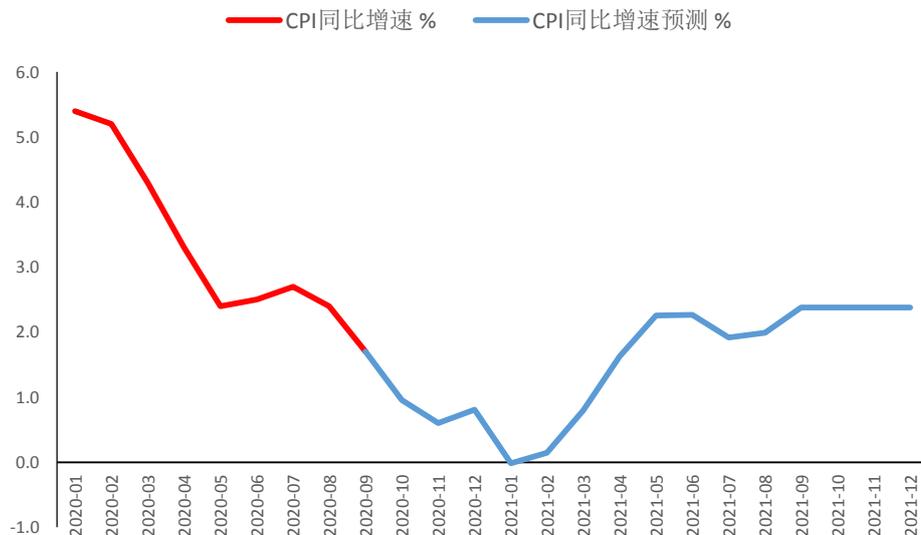
图3是2021年CPI环比增速预测值，还是比较符合直觉的。在2月春节前，需求拉动下，物价环比增速上升，节后下滑，7-9月夏季降雨较多，蔬菜价格季节性上涨，CPI增速再次上升，进入秋季后，物价环比增速再次下滑。

**图3：CPI环比增速预测**



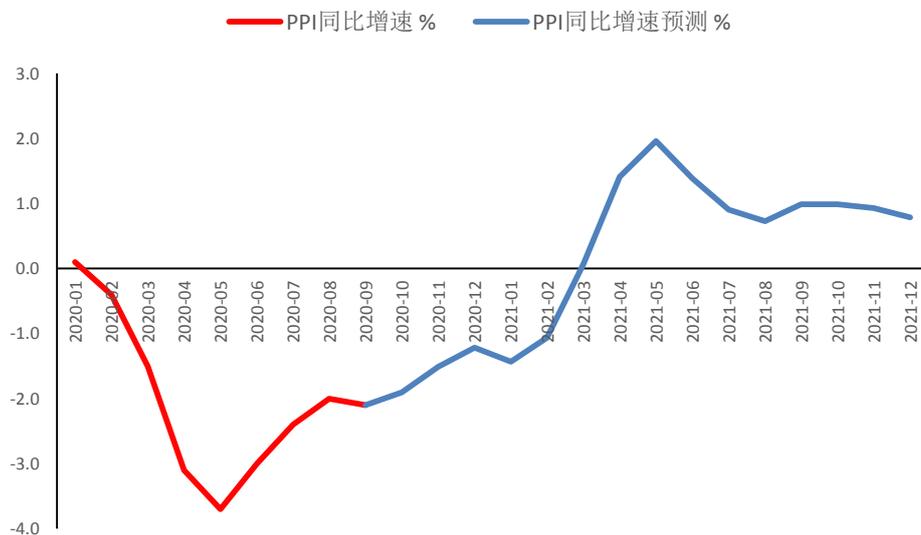
资料来源：Wind，新时代证券研究所

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

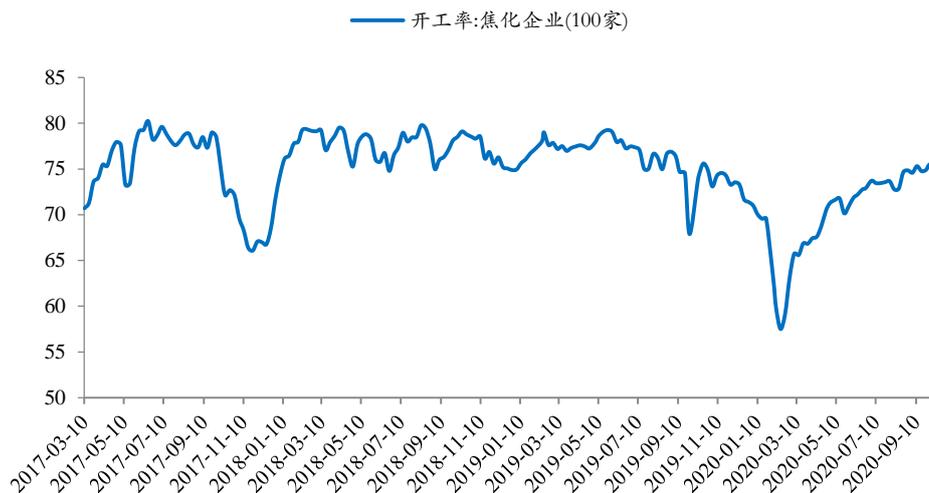
以上是我们根据现有信息对 2021 年通胀的大概看法，后续还会根据新增信息进行调整。

## 2、国内高频数据观察

### 2.1、生产指标分化

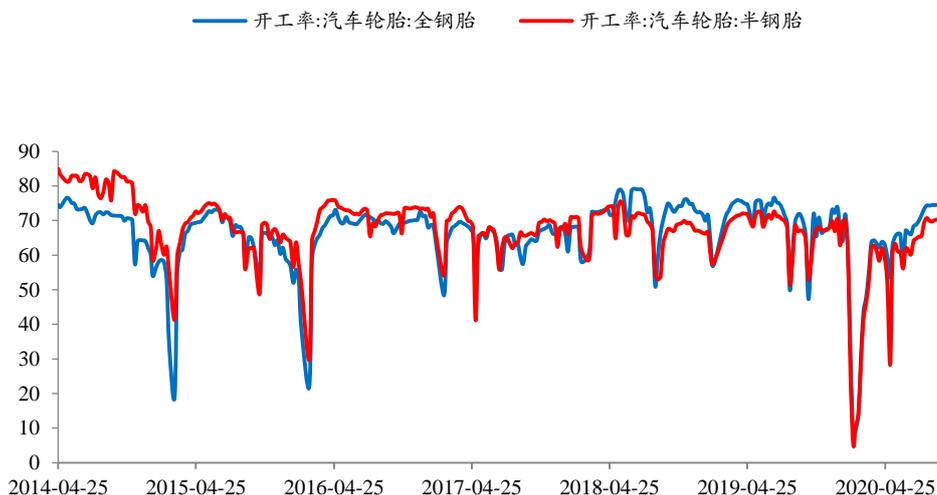
节后生产指标整体分化。100家焦化企业开工率为76.2%，较10月10日当周小幅上升0.4个百分点。但汽车全钢胎与半钢胎开工率分别较9月30日当周下降5.44个百分点。

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



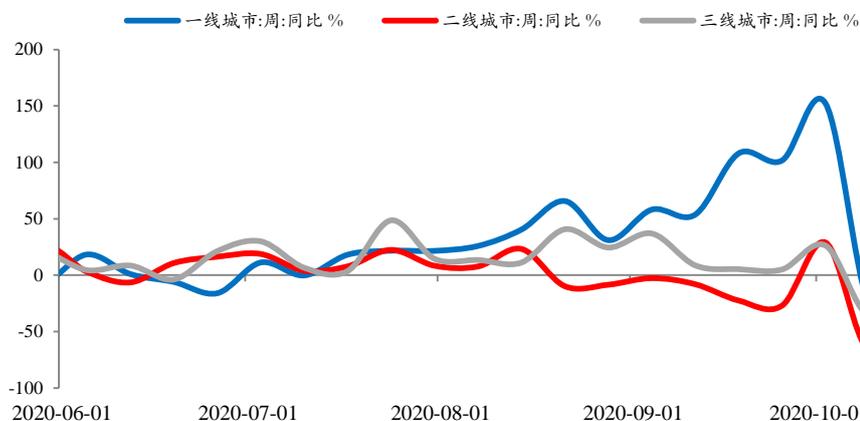
资料来源：Wind，新时代证券研究所

### 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**

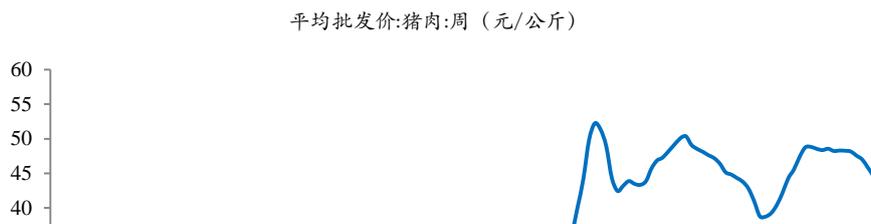


资料来源：Wind，新时代证券研究所；注：前一周六至当周五为周计算周期

### 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**



**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\\_2025](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_2025)

