

宏观周报

从核心 CPI 看物价

宏观周报 (12.07~12.13)

投资要点:

● 主题评论: 从核心 CPI 看物价

- 近年来, 由于猪肉价格受猪瘟、供给等影响波动较大, CPI 逐渐与宏观经济周期背离, 因此需要更加关注核心 CPI 变动以判断经济运行情况。核心 CPI 同比相较于 CPI 同比变动幅度较小, 从 18 年开始核心 CPI 同比与 CPI 同比走势出现明显背离;
- 从核心 CPI 同比来看, 18 年以来核心 CPI 同比一直处于下降通道, 中枢值从 18 年初的 2% 下降至目前的 0.5%。历史上货币宽松时期往往伴随通胀, 然而疫情后我国货币环境宽松的情况下却没有带来通胀, 一方面反映了市场低迷, 消费疲软的现状, 货币流通速度下降对冲货币宽松, 难以带来物价上涨;
- 另一方面, 当前经济背景下 CPI 衡量指标或需改善。传统的费雪方程式只考虑了新增商品和服务等实体经济交易, 而目前的经济环境下, 存量金融资产、资本市场吸收了流动性, 这一部分资产价格难以在目前的物价指标上反映出来;
- 国内要闻: 政治局会议: 分析阶段经济工作, 提出加强反垄断。12 月 11 日, 政治局召开会议, 分析 2020 年经济工作, 定调下一阶段任务方向。首次提出“强化反垄断和防止资本无序扩张”。政策具体落地后或将对互联网行业头部造成较大影响, 这也是在新经济下提出的与之俱进的市场监管方案, 将促进市场公平竞争;
- 银行同业拆借中心: 发布《银行间市场同业存单发行违约违规处理细则》。细则包括, 根据违约事实、违约情节及违约解决情况和市场影响严重程度等因素确定违约方为严重违约行为。这将进一步加强银行间市场的信用监管, 防范银行间市场信用风险。一方面将降低金融杠杆, 另一方面, 将增强信用派生, 降低资金成本;
- 海外要闻: 欧洲央行: 宽松加码, 维持低利率。欧洲央行宣布维持主要再融资利率 0% 不变, 存款机制利率 -0.5% 不变, 边际借贷利率 0.25% 不变, 此外将再增加 5000 亿欧元紧急债券购买计划。欧洲央行此轮加码宽松货币政策短期将呵护市场, 但经济恢复仍需财政政策发力支持;
- 证券市场: 本周消息面较为稳定, 海外市场情绪不高。道琼斯工业指数周内下跌 0.57% 至 30046.37。恒生指数周内下跌 0.96% 至 26505.87。国内情绪谨慎, 上证、深成周内分别下跌 1.39% 和 2.86% 至 3347.19 和 13555.14。公开市场操作净回笼, 货币市场利率上行。风险事件影响减弱, 资本市场短端利率下行显著。利率债利率长短端分化, 短端下行, 中长期利率上行;
- 另类资产: 美国讨论新一轮刺激计划, 美元表现不佳, 人民币升值趋势不减。美元指数低位震荡, 周内上涨 0.088%。美元走弱, 黄金配置价值凸显, 周内高位震荡。周内 COMEX 黄金活跃期货高位震荡, 上涨 0.08% 至 1843.5 美元/盎司。原油价格继续上涨, 经济恢复情况决定后续走势。布伦特原油活跃期货周内上涨 3.43% 至 50.92 美元/桶。
- 风险提示: 政策超预期, 流动性风险加大。

证券分析师

赵梧凡

资格编号: S0120519110002

邮箱: zhaowf@tebon.com.cn

联系人

相关研究



内容目录

1. 从核心 CPI 看物价	4
2. 国内外重点事件追踪	4
2.1. 国内要闻	5
2.2. 海外要闻	5
3. 宏观数据追踪	5
3.1. 股市	5
3.2. 债市	6
3.3. 汇率	6
3.4. 商品	6
4. 本周关注	7

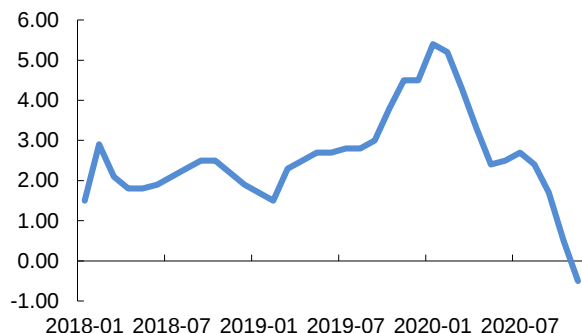
图表目录

图 1: CPI 同比趋势	4
图 2: 猪肉价格波动	4
图 3: 核心 CPI 同比	4
图 4: 股指周内涨跌情况	5
图 5: 国债到期收益率周内变动 (bps)	6
图 6: 信用债利率周内变动 (bps)	6
图 7: 美元指数、美元兑人民币汇率	6
图 8: COMEX 黄金、布伦特原油活跃期货收盘价	7
表 1: 本周关注	7

1. 从核心 CPI 看物价

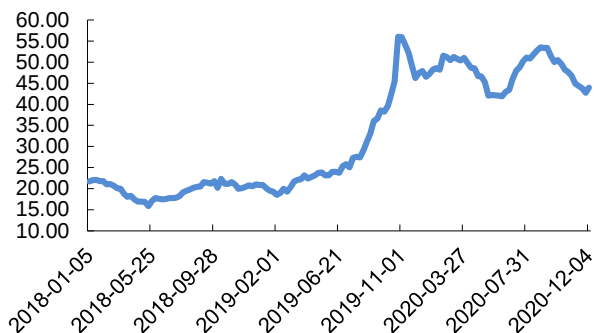
近年来，由于猪肉价格受猪瘟、供给等影响波动较大，CPI 逐渐与宏观经济周期相背离，因此需要更加关注核心 CPI 变动以判断经济运行情况。根据最新公布的 11 月 CPI 数据，11 月 CPI 同比-0.5%，猪肉价格下跌是影响 CPI 同比下降的主要因素。近两年来 CPI 同比走势与猪肉价格波动具有较高一致性，也从侧面印证了猪价对 CPI 的影响较大，以 CPI 衡量其他物价水平有所失真。

图 1：CPI 同比趋势



资料来源：WIND，德邦研究所

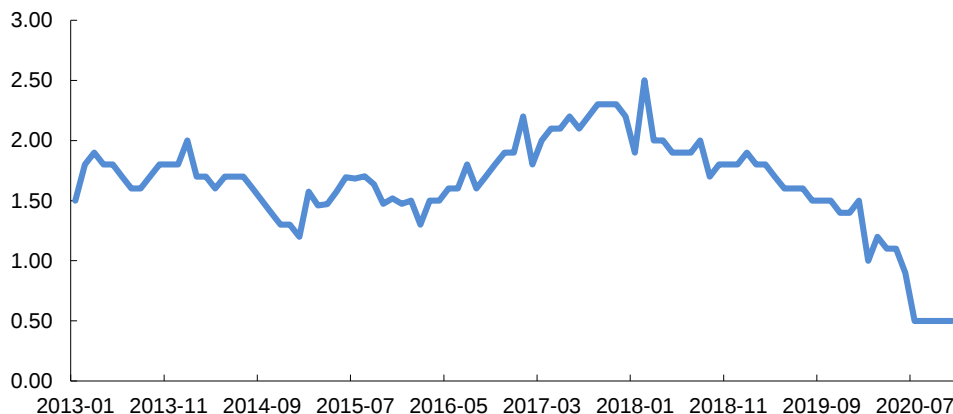
图 2：猪肉价格波动



资料来源：WIND，德邦研究所

核心 CPI 同比相较于 CPI 同比变动幅度较小，从 18 年开始核心 CPI 同比与 CPI 同比走势出现明显背离。从核心 CPI 同比来看，18 年以来核心 CPI 同比一直处于下降通道，中枢值从 18 年初的 2% 下降至目前的 0.5%。表明剔除油价和食品价格影响，我国物价存在通缩风险。历史上货币宽松时期往往伴随通胀，然而疫情后我国货币环境宽松的情况下却没有带来通胀，一方面反映了市场低迷，消费疲软的现状，另一方面，当前经济背景下 CPI 衡量指标或需改善。

图 3：核心 CPI 同比



资料来源：WIND，德邦研究所

一方面，市场低迷，货币流通速度下降对冲货币宽松，难以带来物价上涨。目前全球经济环境低迷，就业形势严峻。国内消费疲软，社会交易萎缩。这样的环境下货币流通速度大幅下降，抵消了货币宽松带来的增量。另一方面，传统的费雪方程式只考虑了新增商品和服务等实体经济交易，而目前的经济环境下，存量金融资产、资本市场吸收了大量流动性，这一部分资产价格难以在目前的物价指标上反映出来。中国人民银行前行长周小川此前发表文章《拓展通货膨胀的概念和度量》，指出传统的通胀度量存在不足，应纳入资产价格以更好的衡量通胀水平，对新环境下的物价衡量具有指导意义。

2. 国内外重点事件追踪

2.1. 国内要闻

政治局会议：分析阶段经济工作，提出加强反垄断。12月11日，政治局召开会议，分析2020年经济工作，定调下一阶段任务方向。会议指出20年我国经济交出了满意答卷，是唯一实现正增长的主要经济体。政策基调上仍延续六保六稳、双循环思路。

值得注意的是首次提出“强化反垄断和防止资本无序扩张”。结合此前蚂蚁金服暂停上市，严查大数据与资本抢占社区团购等时间，政策具体落地后或将对互联网行业头部造成较大影响。这也是在新经济下提出的与之俱进的市场监管方案，有利于促进市场公平竞争，对用户信息资源的运用边界加以管控。

银行间同业拆借中心：发布《银行间市场同业存单发行违约违规处理细则》。细则包括，根据违约事实、违约情节及违约解决情况和市场影响严重程度等因素确定违约方为严重违约行为，具体包括单期同业存单违约方违约金额超过2亿元等。细则的发布进一步加强银行间市场的信用监管，防范银行间市场信用风险。一方面将降低金融杠杆，另一方面，将增强信用派生，降低资金成本。

2.2. 海外要闻

欧洲央行：宽松加码，维持低利率。本周，欧洲央行宣布维持主要再融资利率0%不变，存款机制利率-0.5%不变，边际借贷利率于0.25%不变。欧洲央行将再增加5000亿欧元紧急债券购买计划。

目前欧洲疫情防控形势依然严峻，此前欧洲多国已加强宵禁等防控措施，经济恢复雪上加霜。欧洲央行此轮加码宽松货币政策短期将呵护市场，但经济恢复仍需财政政策发力支持。

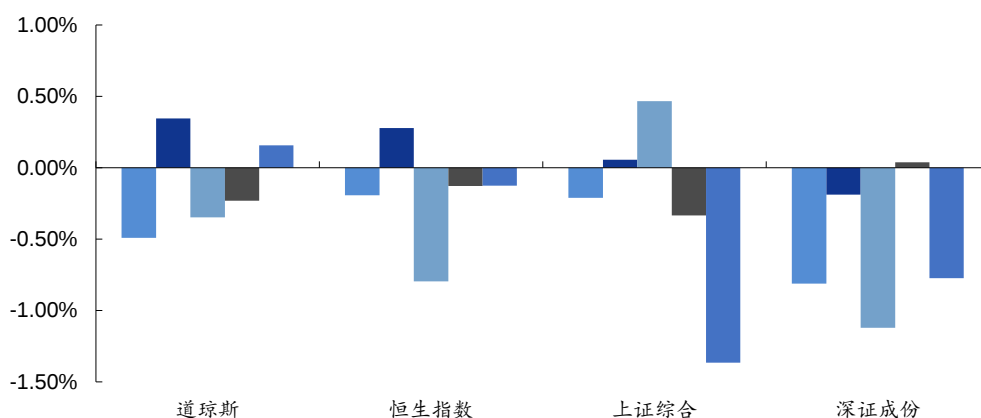
3. 宏观数据追踪

3.1. 股市

本周消息面较为稳定，海外市场情绪不高。美国申请失业金人数攀升，经济恢复缓慢，道琼斯工业指数周内下跌0.57%至30046.37；港股受全球低迷环境影响缺乏动力，恒生指数周内下跌0.96%至26505.87。

国内市场方面，疫情局部反复，社融数据偏紧，市场情绪谨慎。上证、深成周内分别下跌1.39%和2.86%至3347.19和13555.14。

图4：股指周内涨跌情况



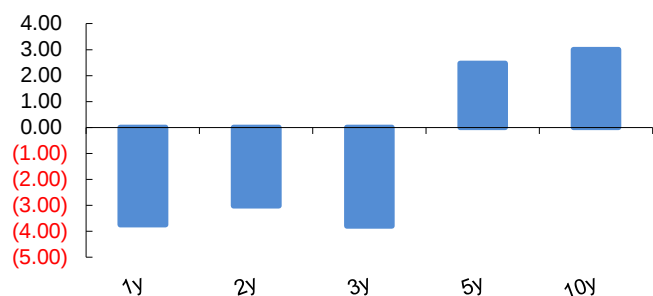
资料来源：WIND，德邦研究所

3.2. 债市

公开市场操作净回笼，货币市场利率上行。本周公开市场投放 1500 亿元，回笼资金 2000 亿元，净回笼 500 亿。DR001 周内上行 34bp 至 1.42%，DR007 上行 9bp 至 2.128%。

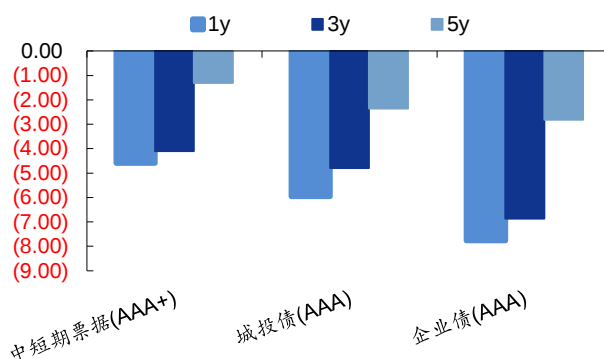
风险事件影响减弱，资本市场利率下行，短端利率下行显著。上周 MLF 超常续作后，对市场流动性起到维稳作用，本周继续提振市场情绪。利率债利率长短端分化，短端下行，中长期利率上行。1 年期国债到期收益率下行 3.74bp 至 2.83%；10 年期国债收益率上行 3bp 至 3.295%。风险事件退去，信用债利率再度下行。AAA+级中短期票据、AAA 级城投债、AAA 级企业债一年期收益率分别下行 4.59bp、5.96bp 和 7.76bp。

图 5：国债到期收益率周内变动 (bps)



资料来源：WIND，德邦研究所

图 6：信用债利率周内变动 (bps)

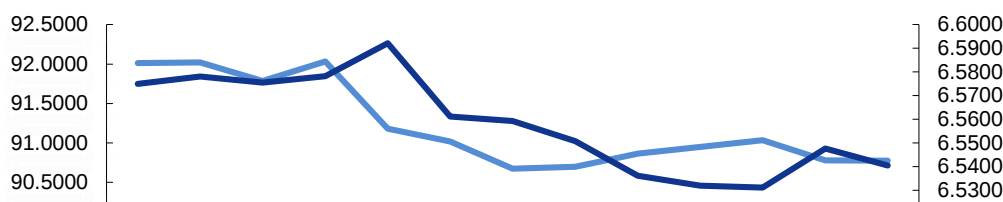


资料来源：WIND，德邦研究所

3.3. 汇率

美国讨论新一轮刺激计划，美元表现不佳。美国失业人数攀升，拜登接任后联手美联储鸽派政策可能性较强，美元指数周内低位震荡，上涨 0.088%。国内经济平稳恢复，人民币升值趋势不减。美元兑人民币周内下跌 0.156% 至 6.536。

图 7：美元指数、美元兑人民币汇率



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_865

