

固定收益研究/动态点评

2020年12月09日

张继强 SAC No. S0570518110002
研究员 SFC No. AMB145
zhangjiqiang@htsc.com

芦哲 SAC No. S0570518120004
研究员 luzhe@htsc.com

张大为 SAC No. S0570119080165
联系人 zhangdawei@htsc.com

相关研究

- 1《固定收益研究：信用债周度跟踪》2020.12
- 2《固定收益研究：社融中的利息占比知多少》2020.12
- 3《固定收益研究：MLF 意外操作，释放什么信号？》2020.11

上下游物价出现分化

2020年11月通胀数据点评

核心观点

11月CPI同比-0.5%，较10月回落1个百分点，PPI同比-1.5%，回升0.6个百分点。猪价是拉低CPI关键项，而核心通胀尚未走出筑底期，或存在双11促销扰动，也说明总需求还未恢复至理想状态。明年上半年预计进入温和再通胀阶段。PPI生产资料价格齐步上扬，而下游生活资料表现乏力。预计未来半年PPI阶段性冲高，伴随上游企业盈利持续改善。明年上半年的再通胀趋势有利于股市业绩驱动、债市或存在情绪扰动，而货币政策预计保持“不缺不溢”，利率继续大幅上行的概率不高。

CPI降至负值，核心通胀仍在筑底期

11月CPI同比-0.5%，回落1个百分点，环比-0.6%。核心CPI同比连续五个月维持0.5%。食品端，猪价菜价跌幅较大，粮价总体稳定但大豆玉米继续走强。非食品端，其他用品服务、教育文娱、交通通信分项环比走低，各分项环比均弱于季节性。CPI转负主要受猪价拖累，且数据有一定滞后。但核心通胀尚未走出筑底期，说明中低收入家庭消费仍待修复、企业仍有主动去库存诉求，此外两轮双11活动低价促销或对价格表现有干扰。

PPI明显回暖，上下游物价出现分化

11月PPI同比-1.5%，回升0.6个百分点，环比0.5%。上游生产资料价格齐步上扬，其中化工、能源与有色涨幅较高，主要系全球工业复苏加速，同时国内冬季环保限产、暂停进口澳洲煤炭等增添扰动；建材中，水泥涨价主要系季节性因素、玻璃涨价或显示地产竣工较强；黑色金属涨势落后，或反映年底地产基建投资力度偏温和。下游生活资料中，剔除食品的生活资料价格表现乏力，说明下游企业仍有主动去库存诉求。

CPI：明年预计温和再通胀

近期国内顺周期部门开始加快修复，核心通胀预计自12月步入上行期。但由于国内宽信用有度、居民收入增长缓慢，内需不足以膨胀。并且疫情期间国内政策重点是保市场主体，生产供给能力未受损，明年海外工业复苏还将缓解国内产能压力，减轻国内商品供求矛盾。食品端，明年生猪产能或走向过剩，猪周期下行亦压制CPI涨幅。我们预计明年国内CPI温和再通胀，上半年逐步走高，年中与年底高点在3%左右，全年中枢在2%左右。

PPI：未来半年或阶段性冲高

近期全球复苏加速、美元走弱、疫苗捷报、拜登胜选，以及国内冬季限产等因素下，大宗商品走势较强。明年上半年，疫苗或将在发达国家先行铺开并继续提振外需，油价因工业复苏与产能瓶颈而存在回补空间，叠加基数因素，预计PPI较快回升并在5月达年内高点。下半年资源国产能有望随疫情缓解而追赶修复，国内地产投资有走弱压力，宏观政策回归常态亦弱化经济复苏动能，PPI或转为震荡走弱，预计全年中枢落在1.5%-2.3%。

启示：总需求仍在修复期，货币政策预计不缺不溢

第一，核心CPI还未走出筑底期，我们认为存在双11促销扰动，但至少说明总需求还未恢复到理想状态；第二，CPI暂时性通缩但核心CPI稳定，主要是猪价影响大，且数据有滞后。通胀并非短期货币政策敏感变量，宏观杠杆率、信用风险、汇率、房价等更值得关注。明年上半年通胀走势受基数干扰大，货币政策预计不会有敏感响应；第三，预计PPI至明年5月份较快走高，伴随上游企业盈利持续改善；第四，当前通胀仍非市场主要矛盾，明年上半年的再通胀趋势有利于股市业绩驱动、债市或存在情绪扰动，而货币政策预计保持“不缺不溢”，利率继续大幅上行的概率还不高。

风险提示：疫苗接种不及预期、油价反弹超预期。

11 月通胀概览

11 月 CPI 同比-0.5%，市场预期 0.1%，前值 0.5%；环比-0.6%。

11 月 PPI 同比-1.5%，市场预期-1.5%，前值-2.1%；环比 0.5%。

(本文市场预期均指 wind 一致预期)

CPI 降至负值，核心通胀仍在筑底期

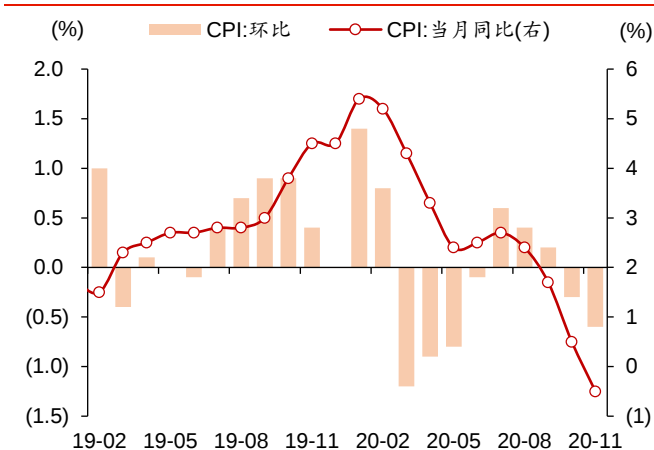
11 月 CPI 同比-0.5%，回落 1 个百分点，其中翘尾因素为 0；CPI 环比-0.6%，环比回落且弱于季节性（过去 5 年同期均值为 0）。核心 CPI 同比连续 5 个月持平于 0.5%。CPI 同比转负仍主要受猪价拖累，且数据有一定滞后。但核心通胀尚未走出筑底期更受关注，其一说明中低收入家庭消费仍待修复，其二说明企业仍有主动去库存诉求，其三当月两轮双 11 活动低价促销或对价格表现有干扰。

分项来看：

11 月 CPI 食品同比-2%，回落 4.2 个百分点，环比-1.8%（过去 5 年同期均值为 0.1%）。环比角度，猪肉（-6.5%）、鲜菜（-5.7%）跌幅较大。（1）猪价数据有滞后，11 月以来已止跌反弹。冬季猪肉需求进入旺季，且近期进口冻肉包装检出新冠病毒，鲜肉供给依赖度提升；（2）蔬果价格走势符合季节性规律；（3）玉米/大豆价格继续走强。饲料用粮需求持续增长，而玉米主产区因雨雪因素推迟上市、临储库存处于 2015 年农业供给侧改革以来最低位，强化涨价预期。同比角度，猪价跌幅扩大 9.7 个百分点，大幅拉低 CPI 表现。

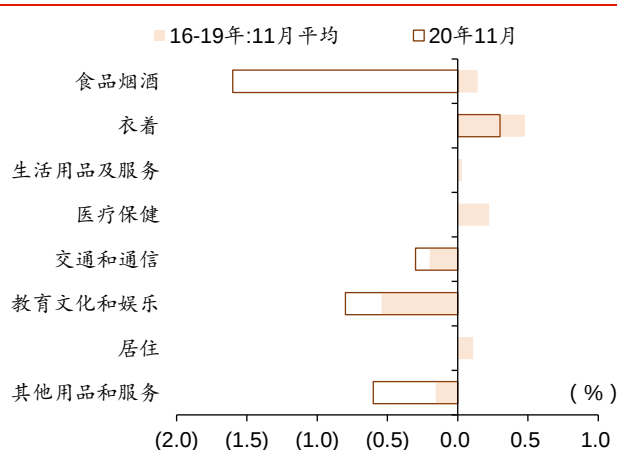
11 月 CPI 非食品同比-0.1%，回落 0.1 个百分点，环比-0.1%（过去 5 年同期均值为 0）。其中，其他用品服务、教育文娱、交通通信分项环比走低，各分项环比均弱于季节性。（1）其他用品服务的细项具有劳动密集型特征，与食品价格走势相关度高；（2）旅行社价格回落系旅游淡季；（3）交通用燃料价格下跌系 10 月下旬国际油价下跌的滞后传导。总体上，非食品表现依旧乏力，与实体景气回升有所背离。考虑到今年双 11 消费数据大幅增长，我们认为当月网上促销对其他商品服务消费存在一定挤出，抑制通胀表现。

图表1：CPI 同比回落



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表2：CPI 环比分项



资料来源：Wind，华泰证券研究所

PPI 明显回暖，上下游物价出现分化

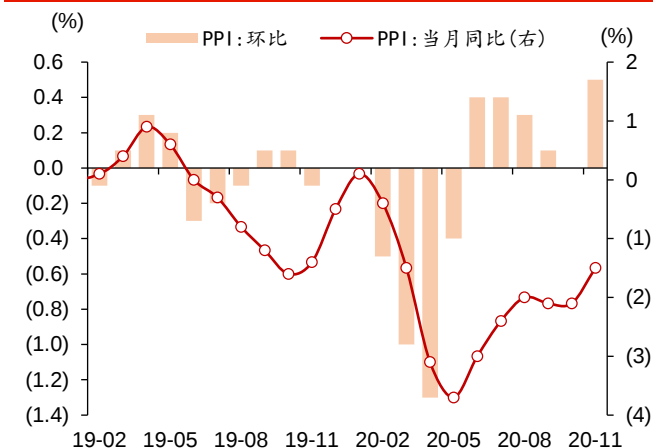
11 月 PPI 同比-1.5%，回升 0.6 个百分点，其中翘尾因素约为 0；PPI 环比 0.5%。当月上游生产资料价格齐步上扬，而下游生活资料表现乏力。

分项来看：

11 月 PPI 生产资料环比 0.7%，同比-1.8%。当月上游产品环比齐涨，化工（1.7%）、能源（1.2%）、建材（1.1%）、有色（0.8%）、农副（0.7%）、纺织（0.6%）涨幅较大，黑色金属（0.3%）相对落后。（1）化工、能源与有色涨价主要系全球工业复苏加速，同时国内冬季环保限产、暂停进口澳洲煤炭等增添扰动；（2）建材中，水泥涨价主要系季节性因素、玻璃涨价或显示地产竣工较强；（3）纺织品因近期海外疫情反弹增加口罩需求与服装类消费回暖提振；（4）黑色金属涨势落后，或反映年底地产基建投资力度偏温和。

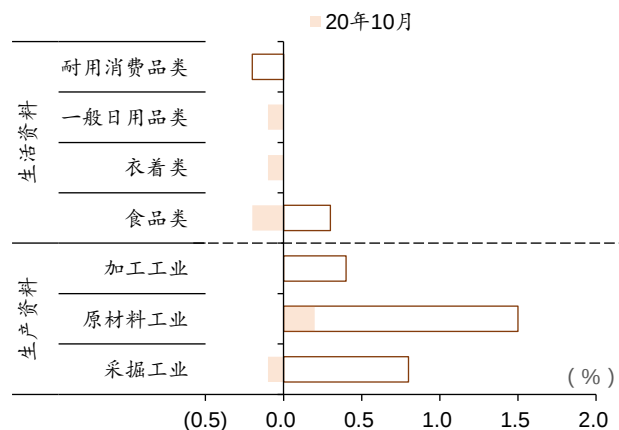
11 月 PPI 生活资料环比 0.1%，同比-0.8%。其中，食品价格环比涨 0.3%，日用品与衣着环比持平，耐用品环比降 0.2%。（1）PPI 上游农副与下游食品涨价均系玉米大豆等粮食涨价影响；（2）剔除食品的生活资料价格表现乏力，说明下游企业仍有主动去库存诉求，且今年两轮双 11 促销或对下游出厂价有干扰。

图表3：PPI 同比走平



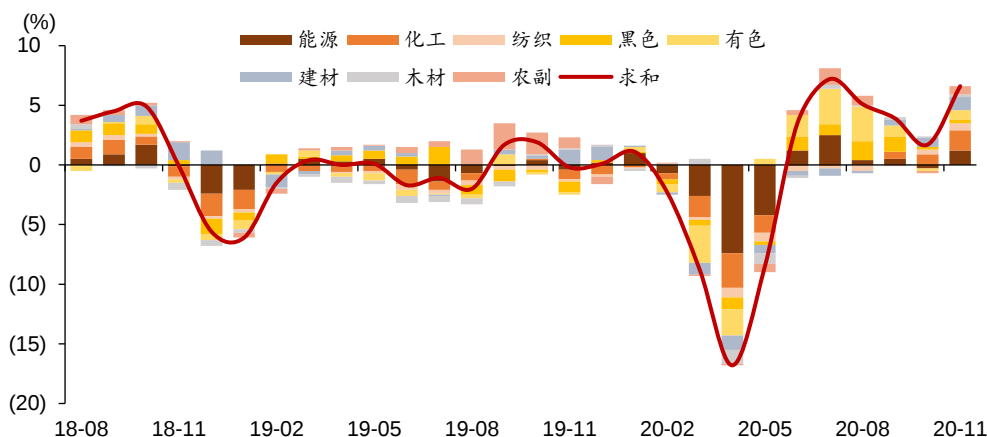
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表4：PPI 分项环比



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表5：上游产品价格，化工建材环比领涨（PPIRM 环比）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

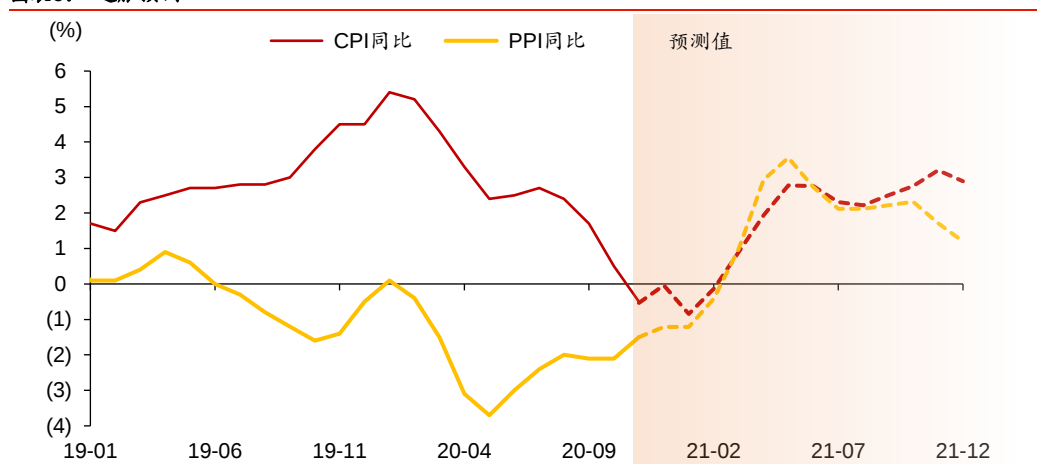
CPI：明年预计温和再通胀

近期国内顺周期部门开始加快修复，核心通胀预计自 12 月步入上行期。但由于国内宽信用有度、居民收入增长缓慢，内需不足以膨胀。并且疫情期间国内政策重点是保市场主体，生产供给能力未受损，明年海外工业复苏还将缓解国内产能压力，减轻国内商品供求矛盾。食品端，明年生猪产能或走向过剩，猪周期下行亦压制 CPI 涨幅。我们预计明年国内 CPI 温和再通胀，上半年逐步走高，年中与年底高点在 3% 左右，全年中枢在 2% 左右。

PPI：未来半年或阶段性冲高

近期全球复苏加速、美元走弱、疫苗捷报、拜登胜选，以及国内冬季限产等因素下，大宗商品走势较强。明年上半年，疫苗或将在发达国家先行铺开并继续提振外需，油价因工业复苏与产能瓶颈而存在回补空间，叠加基数因素，预计 PPI 较快回升并在 5 月达到年内高点。下半年资源国产能有望随疫情缓解而追赶修复，国内地产投资有走弱压力，宏观政策回归常态亦弱化经济复苏动能，PPI 或转为震荡走弱，预计全年中枢落在 1.5%-2.3%。

图表6：通胀预测



资料来源：Wind，华泰证券研究所

启示：总需求仍在修复期，货币政策预计不缺不溢

第一，核心 CPI 还未走出筑底期，我们认为存在双 11 促销扰动，但至少说明总需求还未恢复到理想状态；

第二，CPI 暂时性通缩但核心 CPI 稳定，主要是猪价影响大，且数据有滞后。通胀并非短期货币政策敏感变量，宏观杠杆率、信用风险、汇率、房价等更值得关注。明年上半年通胀走势受基数干扰大，货币政策预计不会有敏感响应；

第三，预计 PPI 至明年 5 月份较快走高，伴随上游企业盈利持续改善；

第四，当前通胀仍非市场主要矛盾，明年上半年的再通胀趋势有利于股市业绩驱动、债市或存在情绪扰动，而货币政策预计保持“不缺不溢”，利率继续大幅上行的概率还不高。

风险提示

- 1、疫苗接种不及预期。**由于产能、分配与接种意愿等因素，疫苗接种进度可能不及预期，导致海外经济复苏节奏慢于预期，PPI 表现将弱于预期。
- 2、油价反弹超预期。**目前油价偏低、产能收缩，若全球工业与交通业过快修复，油价可能有较大弹性，导致通胀上行幅度超预期。

免责声明

分析师声明

本人，张继强、芦哲，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司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，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

本公司的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等

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_999

