

CIFCO

策略研究·专题报告
金融·国债

中国国际期货·研发产品系列 2020 年 12 月 10 日 星期四

通胀数据分析及对国债期货的影响

中期研究院

www.cifco.net

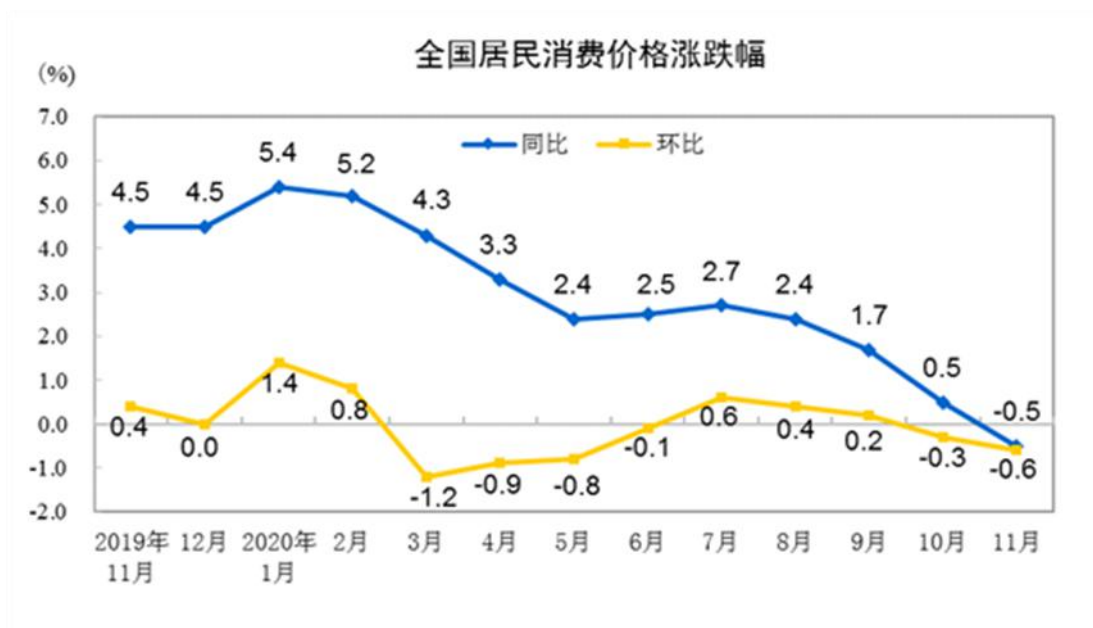
宏观金融研究团队

要点提示：

12 月 9 日国家统计局公布 11 月份居民消费价格（CPI）和工业生产者出厂价格（PPI）数据。其中 CPI 同比下跌 0.5%，环比下降 0.6%；PPI 环比上行 0.5%，同比下跌 1.5%。11 月 CPI 转负，主要原因为猪肉等重要民生商品价格延续回落；工业品价格回暖，需求改善、产业拉动是 PPI 环比上行的主要动力。我们认为当前需求韧性支持 PPI 上行趋势延续，明年大宗商品价格会持续走高，通胀全年温和。货币政策再次宽松或突然收紧的概率均不大，货币维持中性。在通胀温和、经济向好、货币政策中性的基础上，国债期货不会有太大的趋势性反转，但还需结合社融、市场利率等资金面影响因素。若中国经济复苏不及预期，或者疫情再次大面积爆发导致消费疲软价格急剧下滑，国债期货将出现拐点。

12月9日先有国家统计局公布11月份居民消费价格（CPI）和工业生产者出厂价格（PPI）数据，后有中国人民银行公布11月份金融数据。其中CPI同比环比均下降，同比下跌0.5%，由正转负，环比下降0.6%；PPI环比上行0.5%，同比下跌1.5%，降幅较上月收窄0.6个百分点。国家统计局官方解读表明，11月CPI转负，主要原因为猪肉等重要民生商品价格延续回落。食品价格下跌导致CPI下降约0.53个百分点。此外，去年同期对比基数较高也是造成回落的原因之一。剔除食品和能源价格的核心CPI同比上涨0.5%，涨幅已连续5个月相同。据官方测算，在11月份0.5%的同比降幅中，去年价格变动的翘尾影响约为0，新涨价影响约为-0.5个百分点。

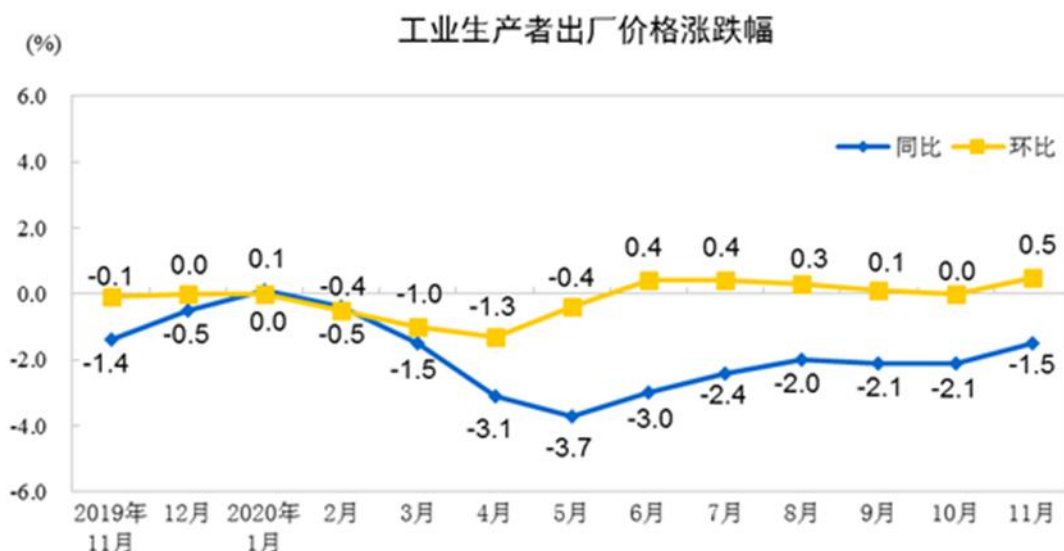
图1：CPI涨跌幅



数据来源：国家统计局，中期研究院

PPI 数据环比由平转涨，同比降幅缩窄，表明工业品价格回暖，供需双面向好。工业大类中价格上涨的行业增多，上涨面达60%。需求改善、产业拉动是PPI 环比上行的主要动力。

图2：PPI 涨跌幅



数据来源：国家统计局，中期研究院

现在国内经济是否处于通缩状态，货币政策是否再次宽松？我们给出的回答是否定的。CPI、PPI 走势受到大宗商品价格走势的影响，11 月商品期货市场（剔除缺值品种与金融期货），60 个品种中有 44 个品种（73%）上涨，16 个品种（27%）下跌，上涨品种多为工业产品，下跌品种多为农产品，与 CPI、PPI 走势相符合。核心 CPI 连续 4 个月维持在 0.5%，官方及市场均认为近期价格波动更多受猪肉和原油的商品价格影响。我们预计 12 月 CPI 或小幅上行，黑色系上涨、原油回升叠加春节期间食品需求提振对 CPI 将有所修复，明年一季度或因同比基数较大再次转低，二季度则有所上行，但若今年年底疫情出现爆发，则 CPI 回落。PPI 方面，社消与固定资产投资同比增长，均由负转正且有持续上行态势，制造业出口订单增加，主要工业品产量也处于上行恢复态势，所以我们认为当前需求韧性支持 PPI 上行趋势延续。此外，PPI 的变动往往预示了消费价格水平的变动趋势，PPI 若持续回暖则预示通缩概率不大，CPI 即使为负，也只是短暂的。在当前经济稳定复苏，需求持续回暖的态势下，我们认为明年大宗商品价格会持续走高，通胀全年温和。

市场认为当前正处于货币中性阶段，且对未来通胀预期是乐观的，加之央行第三季度货币政策执行报告中提及的“保持稳健灵活适度、精准导向”、“不缺不溢”，我们认为货币政策再次宽松的概率不大，虽然近期央行大量投放流动性，但目的应是缓解银行负债端压力与维稳年末资金需求，且 MLF 利率与 LPR 利率维持多月不变。那么货币是否会收紧呢？央行态度目前为维持货币紧平衡，且当前信用债市场风险尚未完全缓释，经济处于复苏前期，各类风险犹存，货币政策突然收紧的概率较小。整体来看，我们认为后续半年内货币政策将维持中性。

在通胀温和、经济向好、货币政策中性的基础上，国债期货不会有太大的趋势性反转，但还需结合社融、市场利率等资金面影响因素。12 月 9 日上午通胀数据公布后十年期国债主力合约无较明

专题报告

显反应，表明通胀数据在预期内，对债市影响不大。相比而言，下午公布的 11 月金融统计数据对债市有明显影响。但若中国经济复苏不及预期，或者疫情再次大面积爆发导致消费疲软价格急剧下滑，国债期货将出现拐点。

分析师承诺

本人(或研究团队)以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人(或研究团队)的研究观点。本人(或研究团队)不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

客户不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。

在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

若本报告的接收人非本公司的客户,应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

CIFCO 中国国际期货股份有限公司 CHINA INTERNATIONAL FUTURES CO., LTD.

	北京	深圳	香港
地址:	北京市朝阳区光华路 14 号中国中期大厦 A 座 6 层(邮编:100020)	深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 15 层(邮编:518031)	香港上环干诺道西 3 号亿利商业大厦 23 层 B 室
电话:	010-65807827	0755-23818333	00852-25739399
客服:	95162	400-8888-160	
网址:	www.cifco.net		

CIFCO 中期研究院 CIFCO Research Institute

	北京	上海
地址:	北京市朝阳区光华路 14 号中国中期大厦 A 座 6 层	上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 2003-2004 室
电话:	010-65807827	021-68401905
网址:	www.cifco.net	