

宏观动态报告

2020 年 12 月 4 日

物价环比稍显平稳 同比进入低位区

2020 年 11 月 CPI 预测

核心内容：

- **预计 11 月 CPI 同比增速在 0.1% 左右** 11 月份的翘尾因素为 0.1%，11 月份测算新涨价因素保持平稳。同时考虑到新涨价因素中有一部分很难做出准确估算，其波动区间值为 -0.1%~0.1%。
- **11 月份翘尾影响** 本月翘尾因素对 CPI 的影响为 0.1 个百分点，4 季度翘尾水平约为 0.5%，是全年低点，2020 年翘尾预计在 2.6% 左右。
- **11 月份新增加因素** 11 月，生猪价格回升，猪肉供给仍然紧张，但需求开始上行，猪肉价格止跌转涨。商务部和寿光蔬菜价格同时下行，由于天气晴好，蔬菜上市量加大带来价格回落。鸡蛋和水产品价格受需求影响走高。11 月份食品价格上行 0.23 个百分点，拉高 CPI 约 0.06 个百分点。11 月份我们判断非食品价格小幅走低，医疗价格继续上行，服装消费也处于旺季，原油价格小幅走高，但不及旅游等价格下跌带来的影响。
- **12 月份 CPI 预测** 2020 年 12 月份 CPI 翘尾影响约为 0.1%，翘尾处于低位。12 月份 CPI 环比上行，食品方面，受季节性影响蔬菜、猪肉等价格上涨。非食品方面，预计石油价格将震荡上行。
- **物价未来趋势** 10 月份 CPI 环比下行，猪肉、蔬菜价格下跌，同时原油价格也小幅回落，虽然有节日效应存在，但新冠疫情影响仍在存在，节日效应有所消减。可以看到，疫情后我国消费增速回升速度低于预期，而消费增速的缓慢使得物价上升较为困难。未来尽管经济在回升过程中，但物价翘尾水平会持续下行，尤其是 2019 年下半年猪肉价格快速上行，而 2020 年 4 季度猪肉价格可能进入周期下行，压低了整个 CPI 的涨幅。服务类价格上行较为困难，其他食品价格平稳，未来 CPI 以降为主。

现阶段我们主要面临主要问题是有效需求不足，这不仅是新冠疫情带来的，也是我国近年来面临的主要问题。虽然有效需求可以用政府投资来弥补，但政府面临债务杠杆的约束。在我国有效需求未恢复之前，CPI 全面上行概率很小，预计在未来 2-3 年左右 CPI 可能低位运行。

新冠疫情影响下的全球经济复苏是缓慢运行的，美国和欧洲的经济复苏很难带来全球大宗商品的走高。需要等待新冠疫情影响完全消失后，全球经济进入新一轮的增长，大宗商品才可能走高。2021 年所期盼的 PPI 上行进而带动 CPI 的可能性也较低。2020 年 4 季度我国 CPI 预计在 0.6% 左右，2021 年物价预计在 1.6% 左右。

分析师

许冬石

☎: (8610) 8357 4134

✉: xudongshi@chinastock.com.cn

分析师登记编号: S0130515030003

特别感谢:

吴君越

目 录

一、预计 11 月 CPI 同比增速在 0.1%左右	3
二、11 月份 CPI 翘尾因素的测算	3
三、11 月份新涨价因素的测算	4
(一) 新涨价因素 10 月份保持平稳	4
(二) 11 月份食品价格监测	5
(三) 11 月份其他因素分析	7
四、2020 年 12 月份 CPI 分析	7
五、测算可能出现的误差	8
六、物价的未来趋势	9
七、附录	错误!未定义书签。

一、预计 11 月 CPI 同比增速在 0.1% 左右

11 月份的翘尾因素为 0.1%，11 月份经测算新涨价因素约为 0%，预计 11 月份 CPI 同比涨幅在 0.1% 左右。同时考虑到新涨价因素中有一部分很难做出准确估算，其波动区间值为 0.7%–0.9%。

预计 11 月 CPI 同比增速在 0.1%，环比保持平稳。2020 年 12 月份 CPI 翘尾约为 0.1% 左右。

表 1: CPI 中各分类价格对 CPI 影响预判 (单位: %)

	食品	居住	其他六类
涨幅	0.23	0.0	-0.1
对 CPI 影响	0.06	0.00	-0.02

资料来源: 中国银河证券研究部

二、11 月份 CPI 翘尾因素的测算

本月翘尾因素对 CPI 的影响为 0.1 个百分点，比上月翘尾水平下行 0.7 个百分点，4 季度翘尾水平约为 0.3%，是全年低点，2020 年翘尾预计在 2.5% 左右。全年物价环比波动较为剧烈，3、4、5 月份原油价格的暴跌叠加猪肉和蔬菜等食品价格的下跌，单月环比分别达到 -1.2%、-0.9% 和 -0.8%。1、2、3 季度翘尾水平分别为 4.6%、3.3% 和 1.9%。

2021 年翘尾水平下行，其中一季度翘尾水平较低，二季度上升幅度较高，下半年较为平稳。

图 1: 11 月份翘尾影响为 0.1 个百分点 (%)



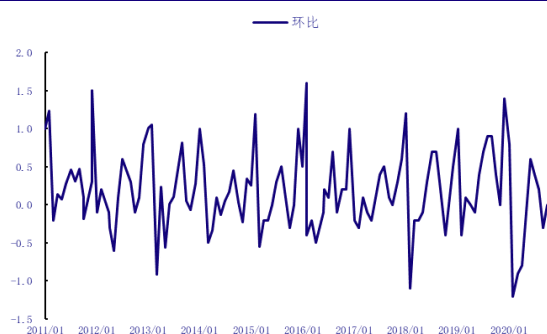
资料来源: CEIC, 中国银河证券研究院整理

三、11 月份新涨价因素的测算

(一) 新涨价因素 10 月份保持平稳

10 月份全国居民消费总水平同比上涨 1.4%，环比上行 0.1%。食品价格明显下降，非食品价格小幅上行：（1）蔬菜价格下行 2.1%，水产品价格下行 1.9%，金秋十月温度较为适宜，秋菜增量上市，十一对蔬菜价格推动有限；（2）猪肉价格下行 7.0%，综合畜肉类价格下行 4.5%；猪肉价格下滑是本月 CPI 环比下行的主要原因，猪肉供给稍显充足，猪肉出栏量增多带动了猪肉价格的走低；（3）非食品价格小幅上行，服装类价格上行 0.5%，这是季节性特征。旅游价格上行 2.8%，旅游价格的上行并不剧烈，同时其他服务价格下行 1.7%，十一的节日效应影响低于往年，仍然受到新冠疫情的影响。10 月份交通燃料下行了 2.2%，原油期货价格再次下滑压低了燃料价格。

图 2：新涨价因素 10 月份平稳（单位：%）



资料来源：CEIC，中国银河证券研究院整理

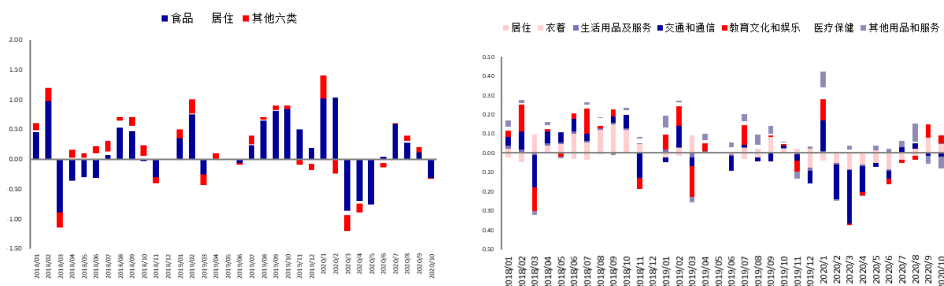
表 2：CPI 各项环比增长率（单位：%）

	CPI	食品烟酒	居住	衣着	生活用品及服务	交通和通信	教育文化和娱乐	医疗保健	其他用品和服务
2020-01	1.40	3.10	0.00	-0.50	0.20	1.40	1.40	0.60	1.80
2020-02	0.80	3.00	-0.10	-0.30	-0.10	-1.50	0.00	0.10	-0.20
2020-03	-1.20	-2.70	-0.30	-0.10	-0.10	-2.50	-0.10	0.20	0.40
2020-04	-0.90	-2.10	-0.20	-0.10	-0.10	-1.20	-0.20	0.20	-0.10
2020-05	-0.80	-2.40	-0.20	0.20	0.00	-0.20	0.00	0.00	0.50
2020-06	-0.10	0.12	-0.17	-0.22	-0.12	-0.25	-0.27	0.01	0.39
2020-07	0.60	1.97	-0.05	-0.48	0.02	0.31	-0.25	0.01	0.85
2020-08	0.40	0.99	0.11	-0.20	-0.03	0.26	-0.31	0.08	2.37
2020-09	0.20	0.31	0.04	0.85	-0.04	-0.07	0.83	0.03	-0.90
2020-10	-0.30	-1.20	0.10	0.40	0.10	-0.20	0.60	0.10	-1.70

数据来源：统计局，中国银河证券研究部

我们将通过对各分类指标的分析来预测 2020 年 11 月份 CPI 的运行。食品占整个 CPI 的比例虽然下滑，但其仍然是推动 CPI 变动的第一要素。

图 3: 2020 年 10 月八大分类对 CPI 环比增加值的贡献 (单位: %)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

(二) 11 月份食品价格监测

影响 CPI 中食品价格变动的指标, 我们以商务部 50 大中城市食用农产品价格监测来获得数据, 虽然商务部价格同统计局价格有时偏差较大, 但是其在大多数时间与统计局价格变动一致, 并且商务部价格由于每周发布, 对物价的判断起到先行作用。

表 3: 11 月份食品价格 (单位: %)

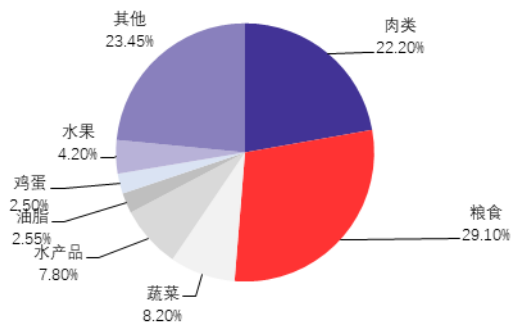
	18 种蔬菜平均批发价格	鸡蛋	8 种水产品	大米	面粉	食用油	猪肉	牛肉	羊肉
2020/03	-16.58	-5.59	-1.12	0.00	-0.30	-0.09	-3.66	0.20	-2.28
2020/04	-1.52	0.17	0.57	0.80	1.41	0.67	-7.30	-0.20	-0.50
2020/05	-12.07	-6.92	2.88	0.40	0.20	0.27	-12.52	-0.80	-0.90
2020/06	7.00	-0.90	1.87	0.20	0.60	0.17	15.63	0.60	2.42
2020/07	-0.71	9.18	0.77	0.00	-0.20	0.80	8.51	0.80	0.70
2020/08	5.46	1.61	-0.64	0.20	0.00	0.79	-0.41	1.41	0.40
2020/09	1.68	2.11	-0.49	0.00	0.20	1.13	-4.83	0.70	-1.80
2020/10	-2.69	-3.46	-1.71	0.20	-0.20	0.13	-10.60	-0.30	-0.30
2020/11	-1.12	-1.60	-1.29	0.00	0.40	2.12	0.90	0.00	-0.40
01/11-06/11	-1.50	0.60	-0.51	0.20	0.00	0.43	0.30	0.00	-0.50
07/11-13/11	-0.70	-0.60	-0.21	0.00	0.20	0.53	-0.20	-0.20	-0.60
14/11-20/11	-0.40	-1.10	-0.48	0.00	0.00	0.70	-0.10	0.00	0.30
21/11-27/11	1.50	-0.50	-0.10	-0.20	0.20	0.43	0.90	0.20	0.40

数据来源: 商务部 (11 月份食品价格截至至 11 月 27 日) 中国银河证券研究院

11 月份蔬菜货源充足导致蔬菜价格下行, 鸡蛋和水产品价格一并下行, 猪肉消费需求季节性回暖, 推动猪肉价格上扬, 搜猪网同样显示 11 月猪肉价格上行。

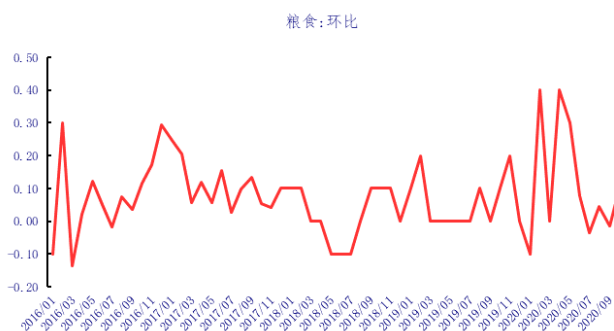
食品分类中各细项所占食品比重, 以肉类和粮食居首 (图 5), 排在第三位的即是蔬菜。由于粮食关系到国家民生, 所以大幅上涨和下跌的可能性很小, 基本保持在小幅波动。2020 年 11 月, 商务部大米价格保持平稳, 面粉价格小幅上行。

图 4: CPI 食品各分类权重 (单位: %)



资料来源：CEIC，中国银河证券研究院整理

图 5: 粮食价格 11 月份上行 (单位: %)

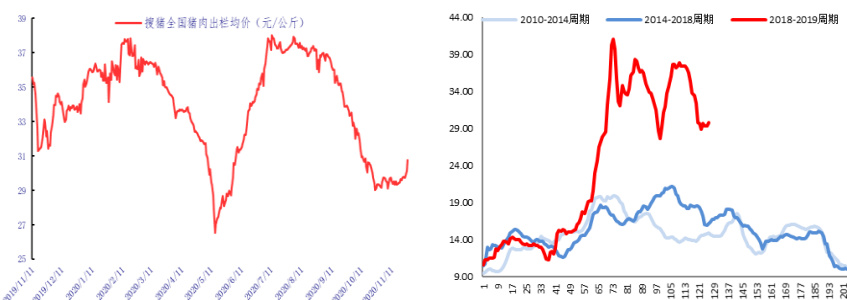


资料来源：统计局，中国银河证券研究院整理

搜猪网显示 2020 年 11 月，生猪价格上行。猪肉终端消费回暖，传统需求旺季的开启叠加天气寒冷因素，使得猪价呈现温和型震荡上扬。月末供给端集中放量，虽临近元旦春节，但终端需求提振能力有限，未来猪价或仍以震荡为主。

图 6: 猪肉价格上行 (单位: 元/千克)

图 7: 生猪价格上行 (单位: 元/千克)

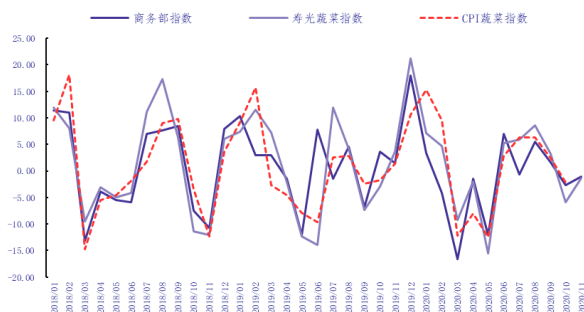


资料来源：搜猪网，中国银河证券研究院整理

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

商务部数据显示，11 月份蔬菜价格下行 1.12 个百分点。寿光蔬菜价格指数显示，由于省内秋菜货源充足，上市量继续增加，11 月份寿光蔬菜价格指数下行 1.31%（图 9）。本月寿光蔬菜价格指数与商务部 50 大中城市调查指数方向一致，我们以寿光蔬菜价格为基础。

图 8: 11 月份蔬菜价格 (单位: %)

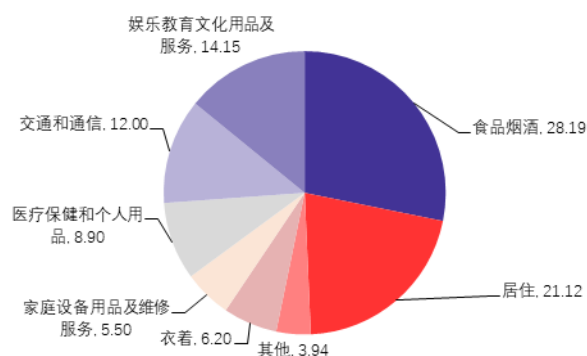


寿光蔬菜采用日价格基数，截至日期为 2020 年 11 月 26 日，商务部数据截至日期为 2020 年 11 月 27 日

数据来源：商务部 CEIC 寿光蔬菜网 中国银河证券研究部（寿光蔬菜采用日价格定基指数）

其他食品方面，鸡蛋价格下行 1.6%，水产品下行 1.29%，肉类批发价格上行 0.7%。以各分类食品影响食品 CPI 的权重计算（图 5），11 月份食品价格上行 0.23 个百分点，按照食品在 CPI 中所占权重（图 10），得出 11 月份食品价格拉动 CPI 上行 0.06 个百分点。

图 9：CPI 各分类权重（单位：%）



资料来源：CEIC，中国银河证券研究院整理

（三）11 月份其他因素分析

影响 CPI 变动的第二大类别为居住类价格的变动。11 月份，房地价格小幅下滑，房租平稳。11 月份节日效应消退，预计旅游价格将回落，各种服务类价格相应下行。

11 月份我们判断非食品居住类价格下行，医疗价格小幅上行，旅游等相关产品价格回落，服装消费上行。11 月份大宗商品价格上行，原油价格 11 月小幅上行，全球经济复苏仍然较为缓慢，原油供给充足，价格或将持续震荡。

四、2020 年 12 月份 CPI 分析

2020 年 12 月份 CPI 翘尾影响约为 0.1 个百分点左右，保持平稳。12 月份 CPI 环比预计平稳，食品方面，蔬菜价格预计将随供应下降而上行，猪肉价格总体下行趋势不变，猪肉供给充

足，短期需求无明显增长态势，猪肉短期大概率震荡为主。12 月份受季节影响水果、水产品等价格将上行，预计总体食品价格将较为平稳。

非食品方面，预计石油价格较为平稳，节日因素消退，价格大幅上涨可能性不大。

表 4：2016 年以来，在 CPI 八大类分项中食品烟酒波动幅度最大（单位：%）

	食品烟酒	居住	衣着	生活用品及服务	交通和通信	教育文化和娱乐	医疗保健	其他用品和服务
平均	0.32	0.11	0.07	0.06	-0.05	0.18	0.29	0.26
标准差	1.51	0.15	0.42	0.12	0.70	0.70	0.27	0.68

数据来源：统计局，中国银河证券研究部

五、测算可能出现的误差

由于数据本身带来的误差，导致最后的测算结果可能会与未来统计局实际公布的存在差异。产生误差的原因主要体现在：

第一，由于我们对 CPI 中食品和居住类价格指数之外的六大类价格指数采用的是移动平均的算法进行预测，这很难避免某一单月会出现较强的噪声，这会影响到最后的测算结果。

第二，我们采用的数据是商务部监测的数据，同时参考了农业部公布的数据与其他机构发布的分类价格指数，但由于 CPI 的数据最终是由统计局公布，由于样本的选取和样本数等方面的影响，最终的统计结果也可能产生差异。

第三，由于我们对于居住类价格指数的测算采用的是小样本抽样调查，这可能与统计局大样本调查的结果会存在差异。

第四，由于是预测数据，我们所观察的数据基本上忽略了每个月最后一个星期的价格变化，这会使最后结果产生一定的误差。

第五，CPI 篮子 and 比例每年都会有微调，由于没有足够的观测数据，比例计算会出现一定的误差。

表 5：本年度统计局商务部食品指标比较（单位：%）

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_1073

