

CPI 转负是通缩吗？ ——再通胀系列研究之六

□ 我国经济目前不存在通缩基础

11 月 CPI 同比-0.5%，PPI 同比-1.5%，引发通缩担忧。我们认为，CPI 转负主因猪价下探所致，其负增长不具有可持续性；PPI 受石油产业链的价格影响较大，但保持向上修复态势，转正可期。从经济基本面来看，我国四季度 GDP 增速有望超出潜在增速，出现物价持续收缩的概率较小。央行三季度货币政策报告中提到，中国经济总体运行平稳、货币条件合理适度，不存在长期通胀或通缩的基础，这也意味着货币政策未来一段时间内大概率不会因物价水平而转向。

我们认为，PPI 连续修复传递的积极信号更值得关注。站在市场角度，PPI 相对 CPI 能够更加灵敏地反映到工业企业利润上，因此我们同样需要关注 PPI 环比向上改善的速度。11 月 PPI 环比增长 0.5%，较上月显著改善，供需缺口仍显著存在，未来 PPI 仍有继续向上修复的空间，PPI 与 CPI 的剪刀差有望在 2021 年 Q1 实现反转，工业企业利润将在 Q1 实现高速增长。

□ 拿掉猪肉，CPI 依旧为正

11 月 CPI 同比增速-0.5%，剔除猪肉项后，CPI 同比增速 0.1%，依然为正。目前猪周期进入下行通道，猪肉价格对 CPI 同比和环比影响都由拉动变为拖累，剔除猪肉价格后的 CPI 同比和环比走势都相对乐观。剔除食品和能源项后的核心 CPI 同样持续正增，连续 5 个月保持在 0.5% 的水平。总的来看，食品项 CPI 下行主因猪周期下行，非食品项 CPI 有望加速修复，未来呈现温和再通胀局面的可能性较大，无需过度担心通货紧缩。

□ 抛去石油，PPI 接近转正

11 月 PPI 同比增速-1.5%，依旧处于负增长状态，但抛去原油这一拖累因素后，PPI 接近转正。PPI 中的拖累项主为石油产业链及其下游的化工产业链。其中，石油、煤炭及其他燃料加工业 11 月 PPI 同比增速-16.3%，拖累 PPI 0.74 个百分点；石油和天然气开采业 11 月 PPI 同比增速-29.8%，拖累 PPI 0.25 个百分点；化学原料及化学制品制造业 11 月 PPI 同比增速-3.0%，拖累 PPI 0.21 个百分点；化学纤维制造业 11 月 PPI 同比增速-10.4%，拖累 PPI 0.08 个百分点。PPI 中的优势项主为黑金、有色产业链。PPI 在未来呈确定性修复态势，转正可期。

分析师：李超

执业证书编号：S1230520030002

邮箱：lichao1@stocke.com.cn

分析师：张迪

执业证书编号：S1230520080001

邮箱：zhangdi@stocke.com.cn

相关报告

- 1 《2021 从再通胀到信用收缩》
2020.12.02
- 2 《油价掩盖了大宗商品价格的上涨——再通胀系列研究之一》
2020.12.04
- 3 《人民币汇率升值掩盖了大宗商品价格的上涨——再通胀系列研究之二》
2020.12.05
- 4 《海外还有那些商品会持续上行——再通胀系列研究之三》
2020.12.07
- 5 《出口产业链带动了哪些价格上涨——再通胀系列研究之四》
2020.12.10
- 6 《疫苗广泛应用是推动还是抑制全球通胀？——再通胀系列研究之五》
2020.12.14

风险提示：新冠病毒变异导致疫情二次爆发；中美摩擦超预期变化

正文目录

1. 我国经济目前不存在通缩基础	3
2. 拿掉猪肉，CPI 依然为正	4
3. 抛去石油，PPI 接近转正	5

图表目录

图 1: 1998-1999 年中国出现阶段性通货紧缩	3
图 2: 2009 年中国出现阶段性通货紧缩	3
图 3: 剔除猪肉后 CPI 依然为正	4
图 4: 核心 CPI 保持正增	4
图 5: PPI 呈现确定性修复态势	5
图 6: PPI 中的拖累项，主为石油、化工产业链	6
图 7: PPI 中的优势项，主为黑金、有色产业链	6
表 1: 与原油价格相关性强的工业行业对 PPI 的拖累	5

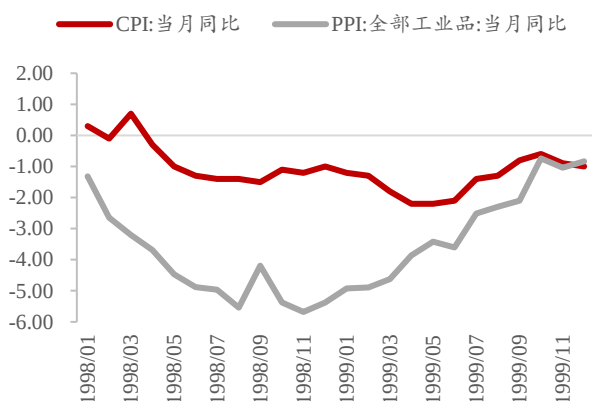
1. 我国经济目前不存在通缩基础

11月CPI同比下降0.5%，出现了近11年来的首次负增长。但是CPI转负并不等价于通货紧缩，结合目前我国经济的基本面来看，出现通货紧缩的可能性较低。

关于通货紧缩的定义，主要有以下三种观点：一种观点认为，物价的普遍持续下降即构成通货紧缩，其反义词是通货膨胀。第二种观点认为，通货紧缩是物价持续下跌以及货币供应量持续下降。第三种观点认为，通货紧缩是经济衰退的货币表现，因而必须具有三个特征：物价持续下跌、货币供应量持续下降，并且有效需求不足、失业率高以及经济全面衰退。

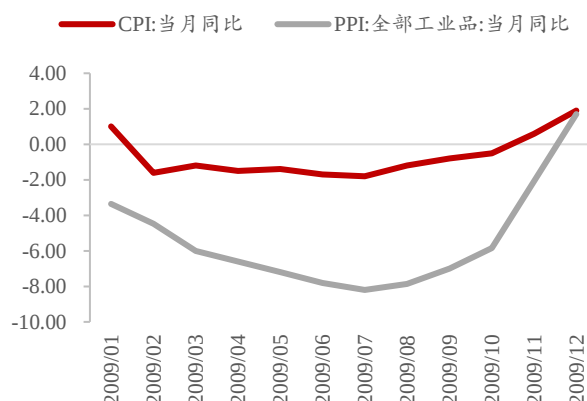
在实践中通货紧缩的判断标准，一种是静态方法，主要看衡量通货膨胀率的指标如CPI、PPI或GDP平减指数的同比增长由正转负，并持续超过一定时限；第二种是动态方法，主要观测物价指标是否出现环比连续下跌，如CPI环比连降3个月。我国在1998-1999年和2009年出现两次较典型的通货紧缩。CPI、PPI同比均连续数月处于负增长状态；叠加金融危机后总需求不足，经济基本面较差，因此可以判断为处于通货紧缩状态。

图 1：1998-1999 年中国出现阶段性通货紧缩



资料来源：WIND, 浙商证券研究所

图 2：2009 年中国出现阶段性通货紧缩



资料来源：WIND, 浙商证券研究所

目前来看，CPI在11月首次出现同比负增长，主要受猪肉价格下跌和服务类价格修复较慢所致，其负增长不具有可持续性；PPI受石油产业链的价格拖累较大，但保持持续修复态势，转正可期。从经济基本面来看，我国四季度GDP增速有望超出潜在增速，供需缺口尚未弥合，供不应求的现象频频出现，出现物价持续收缩的概率较小。因此，参考上述通货紧缩的定义，此阶段我国出现通货紧缩的概率较小。

物价稳定是央行货币政策最终目标之一，其核心关注的指标是CPI，在这个阶段尚不属于央行的重点调控目标。目前的CPI有明显的结构性特征，抛出猪肉以外CPI依然为正，核心CPI也保持增长，因此CPI短时间转负并不会触发央行的宽松操作。实际上，2019年11月CPI因猪价上涨而加速上行时，央行却下调MLF利率5BP，可以看出猪周期并没有对央行的决策造成太大干扰。近期央行发布的《2020年三季度货币政策执行报告》中也提到，中国经济总体运行平稳、货币条件合理适度，不存在长期通胀或通缩的基础。总的来看，货币政策大概率不会因物价水平而转向。

我们认为，PPI 连续修复传递的积极信号更值得关注。站在市场角度，PPI 相对 CPI 能够更加灵敏地反映到工业企业利润上，因此我们同样需要关注 PPI 环比向上改善的速度。11 月 PPI 环比增长 0.5%，较上月显著改善，其中决定性的因素就是由内需外需双旺导致的供需缺口，未来 PPI 仍有继续向上修复的空间，PPI 与 CPI 的剪刀差有望在 2021 年 Q1 实现反转，工业企业利润将在 Q1 实现高速增长。我们认为，PPI 连续修复传递的积极信号同样值得关注。

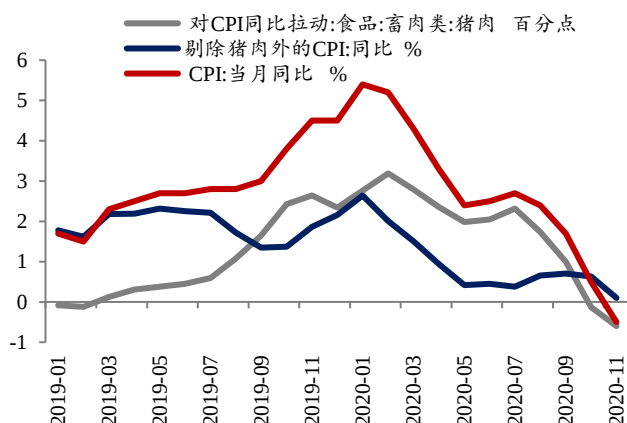
2. 拿掉猪肉，CPI 依然为正

本轮“超级猪周期”对于 CPI 的扰动较大。2019 年猪价一路攀升，CPI 高企，2020 年猪价见顶回落，CPI 下跌。2020 年 11 月 CPI 同比增速-0.5%，剔除猪肉项后，CPI 同比+0.1%，依然为正。今年生猪产能的确定性修复使得猪周期进入下行通道，猪肉对于 CPI 的拖累较大，我们剔除猪肉价格的影响后，CPI 仍位于正增长区间，核心 CPI 也维持在了相对稳定的水平。

我们认为未来 1~2 个季度 CPI 有较强的新涨价动力，CPI 持续小于 0 的概率较低。食品方面，冬季是猪肉消费旺季，需求侧对猪肉价格有一定支撑，12 月份高频数据已有所体现；拉尼娜事件造成的冷冬，往往会使得鲜菜、畜肉等食品项的环比增长力度高于往年年份。非食品方面，随着疫苗渐进落地，出行产业链相关的价格（宾馆、机票、旅游等）有望提振；原油、煤炭价格回升亦有利于 CPI 交通项和 CPI 居住项修复。

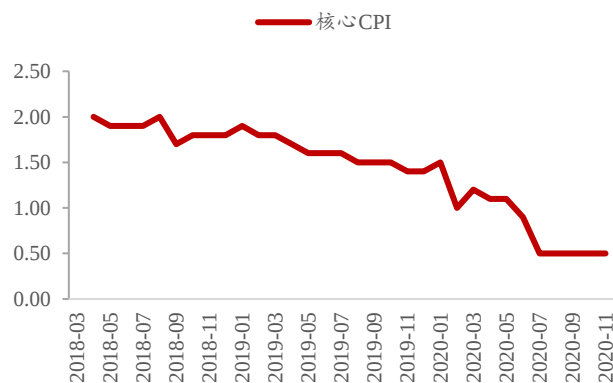
总的来看，CPI 转负主要由猪周期下行拖累，秋冬季节疫情小规模反复也使得 CPI 服务项修复不及预期。但随着猪肉影响趋弱，CPI 非食品项增速中枢回升，未来呈现温和再通胀局面的可能性更大，无需过度担心通货紧缩。

图 3：剔除猪肉后 CPI 依然为正



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

图 4：核心 CPI 保持正增

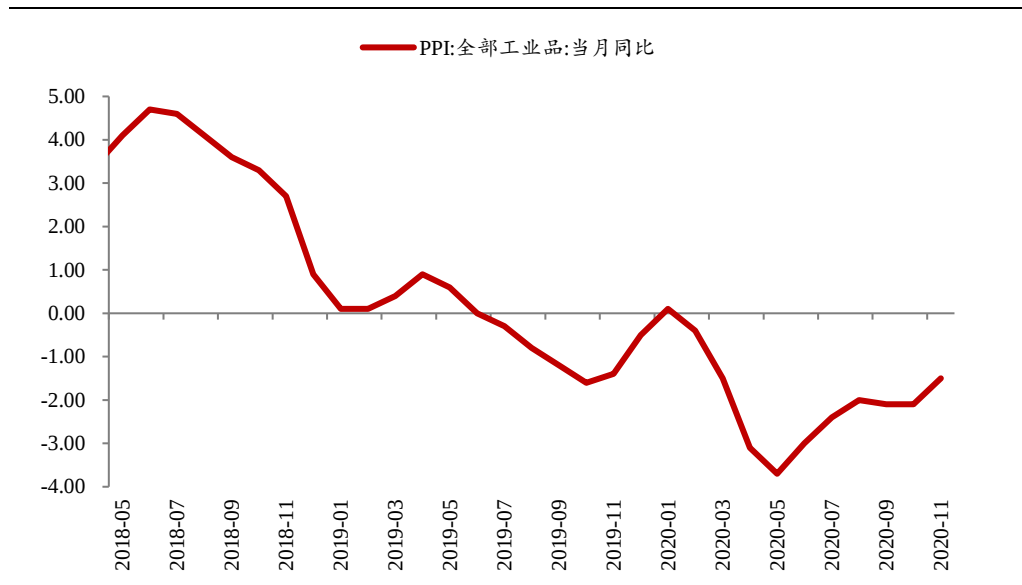


资料来源：Wind, 浙商证券研究所

3. 抛去石油，PPI 接近转正

11 月 PPI 同比增速-1.5%，依旧处于负增长状态。PPI 在 2020 年 5 月达到年内低点-3.7%后已经累计修复 2.2 个百分点，呈确定性修复态势。一方面，我国经济率先恢复、持续向好，全球经济也已经进入疫情适应状态下的弱复苏，供需两旺将带动 PPI 持续向上改善，转正可期；另一方面，各行业 PPI 分化明显，尤其是原油价格在低位震荡拖累了 PPI 的向上修复，抛去原油这一拖累因素后，PPI 接近转正。

图 5：PPI 呈现确定性修复态势



资料来源：Wind，浙商证券研究所

各行业 PPI 结构分化明显，PPI 中的拖累项主为石油产业链及其下游的化工产业链。根据统计局披露，PPI 中各行业权重来源于工业统计中分行业销售产值数据资料，因此我们采用 2018 年各行业主营业务收入占全部工业企业的比重来测算各行业对于 PPI 的拉动。

表 1：与原油价格相关性强的工业行业对 PPI 的拖累

PPI 权重%	2020 年 11 月	对 PPI 的拖累%
(根据主营业务收入占比估算) PPI 同比%		

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_812

