

分析师: 周建华

登记编码: S0730518120001

zhoujh-yjs@ccnew.com 021-50586758

经济基本面向好，不因 CPI 下行而动摇

——11 月 CPI & PPI 点评

证券研究报告-宏观点评

发布日期: 2020 年 12 月 10 日

相关报告

1 《策略报告: 顺周期热度或下降, 大金融有望王者归来-A 股策略》 2020-11-30

联系人: 朱宇澍

电话: 021-50586328

地址: 上海浦东新区世纪大道 1600 号 14 楼

邮编: 200122

投资要点:

● 剪刀差继续收敛，基本面影响初现

11 月工业生产者出厂价格指数 (PPI) 同比录得-1.5%，较前值环比上升 0.6%。居民消费者物价指数 (CPI) 同比录得-0.5%，较前值下跌 1%。本次价格波动，PPI 与 CPI 的剪刀差继续收敛，形成了反向走势。表明随价格预期的调整，产业间的价格传导作用凸显，食品与能源因素逐步退潮。。

● PPI 延续回升态势，供给侧预期向好

PPI 其走势与经济周期的一致性更强，本轮 PPI 较前值环比上升 0.6%，延续了触底回升的势头，但仍处通缩区间，表明供给侧企业预期回升向好，且依旧具备较大的反弹韧性。

● 食品能源冲击 CPI 下行，经济基本面不动摇

11 月食品 CPI 同比下行 2%，较前值大幅下跌 4.2 个百分点，很大程度上拉动了 CPI 的下行；同时，非食品 CPI 录得-0.1%，年内首度进入了通缩区间，但核心 CPI 录得 0.5%与上月持平，依然保持稳健，表明能源因素一定程度上也拉动了 CPI 下行。

整体上，能源与食品因素的供给冲击对基本面影响有限，PPI 以及核心 CPI 均保持稳健，经济核心成分呈现出向好态势。

风险提示: 国内疫情反复，经济修复受到重大政策扰动

内容目录

1. 产业链之间的价格传导机制	3
2. 以史为鉴——探究价格波动来源	4
3. 本轮价格波动的特点	6
4. 研究结论：经济基本面没有动摇	7
5. 风险提示	7

图表目录

图 1: 上下游产业链的传导 & 价格指数的内容	3
图 2: 工业品较下游消费品波动性更强	4
图 3: 食品因素主导 CPI 变动	4
图 4: PPI 与 GDP 走势高度一致	5
图 5: CPI 与 GDP 形成滞胀区间	5
图 6: 我国细分行业占名义 GDP 比重	5
图 7: CPI-PPI 剪刀差逐渐收敛	6
图 8: 历史上 CPI 与 PPI 的剪刀差	6
图 9: 食品因素主导 CPI 下行	7
图 10: 能源因素拉动 CPI 下行	7

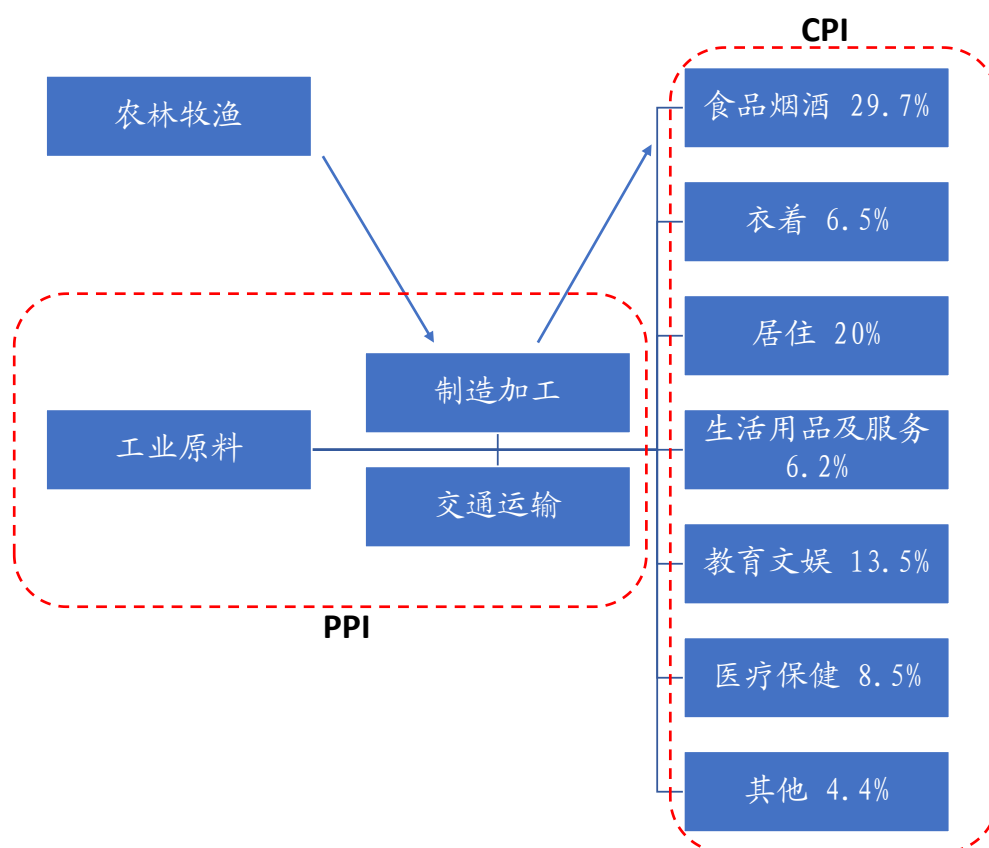
事件:

11 月居民消费者物价指数 (CPI) 同比录得-0.5%，前值 0.5%，预期 0.05%；工业生产者出厂价格指数 (PPI) 同比录得-1.5%，前值-2.1%，预期-1.46%。

1. 产业链之间的价格传导机制

理解 PPI 与 CPI 的走势，我们首先要从产业布局的角度理解 PPI 与 CPI 的衡量范围以及价格传导机制。在一个完整的经济循环中，包含上下游产业链，上游以工业、建筑业原料、农林牧渔产品为主，进而传导至中游的各项交通运输产业以及制造业，最终传导至下游的消费服务与地产。在这个闭环当中，PPI 主要衡量上游的工业原料价格，CPI 主要衡量下游消费与地的价格。通过上下游供需循环，不同产业链之间形成了价格传导。

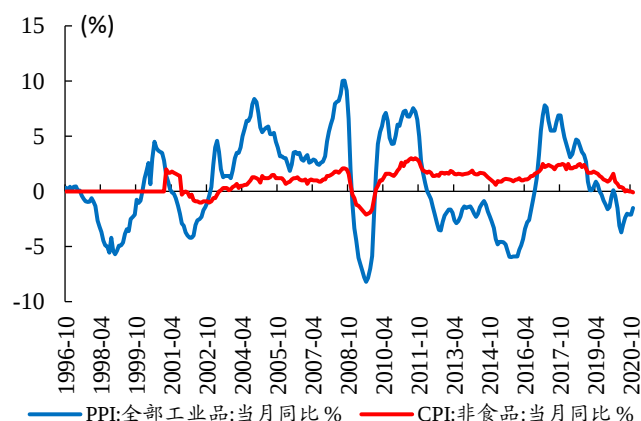
图 1: 上下游产业链的传导 & 价格指标的内容



资料来源：中原证券

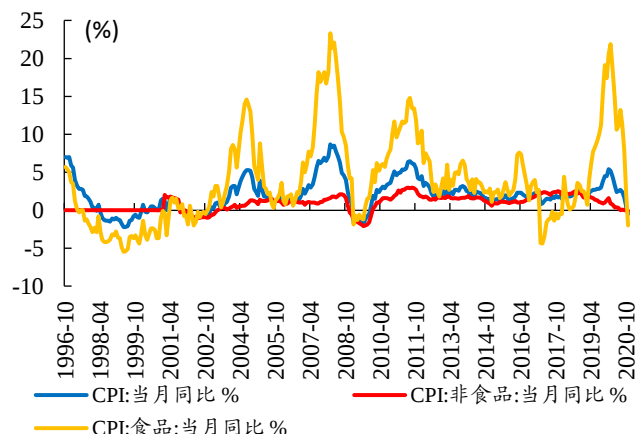
从上下游产品的价格属性上讲，上游项目包括 PPI 成分中的工业原料以及 CPI 成分中的食品能源，这些大宗商品都与金融市场建立了更为紧密的联系，市场出清效率更高，因此上游项目的价格粘性相对较小，相应的也具有较强的波动性，这一点表现在 PPI 与非食品 CPI 之上。与之相对应，下游项目，尤其以消费服务为代表的产品则具有较强的粘性，表现为非食品 CPI 长期处于稳健区间。从指标本身的覆盖内涵上看，PPI 由我国二三产业上游的工业品价格主导。而 CPI 由于主要以食品成分为主，很大程度上受到第一产业上游的农林牧渔产品价格主导。

图 2：工业品较下游消费品波动性更强



资料来源：Wind，中原证券

图 3：食品因素主导 CPI 变动



资料来源：Wind，中原证券

结论：

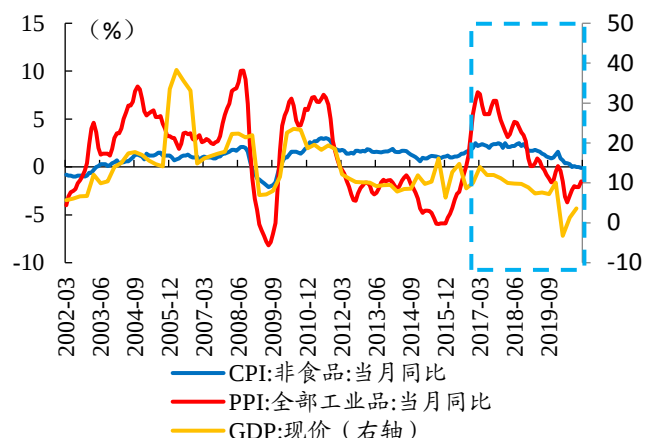
- 1、产业链之间通过供需价格机制形成价格传导。
- 2、上游资源品的金融属性使其出清效率更高，价格弹性更强；下游产品则粘性更大。表现为 PPI 和食品 CPI 波动幅度大，而非食品 CPI 则长期稳健。
- 3、PPI 主要由二三产业上游的资源品价格主导。
- 4、CPI 中食品成分占比约 30%，很大程度上由第一产业的资源品价格主导。

2. 以史为鉴——探究价格波动来源

从国民收入理论的角度出发，根据经济波动与价格走势的相对关系，可以将波动来源分为需求冲击与供给冲击，在相对关系上分别表现为量价同向变动和反向变动。

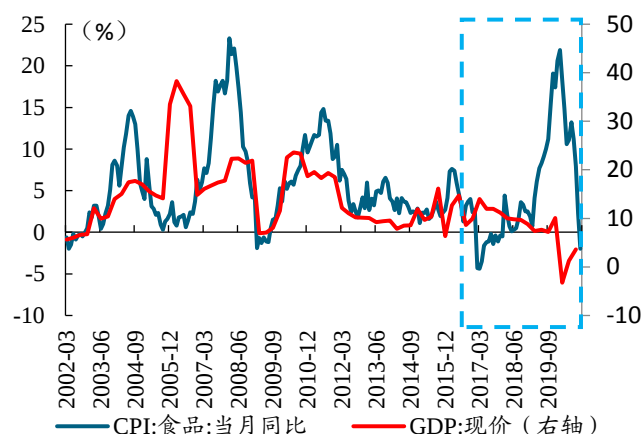
2000 年以来，从工业品价格与 GDP 走势关系出发，需求冲击造成的价格变动均占据绝对主导地位，因此工业品价格走势与 GDP 增长走势表现出高度相关的一致性。而从历史食品价格走势与 GDP 走势比较来看，从 2017 年食品价格增速进入上行通道以来，GDP 增速逐年走弱。去年年末疫情发生至今年上半年，在经济增速下滑进入负区间的同时，食品价格却一直走高，形成了量跌价涨的“滞胀”情形，表明供给端的上游食品资源受到了显著负面冲击。

图 4: PPI 与 GDP 走势高度一致



资料来源: Wind, 中原证券

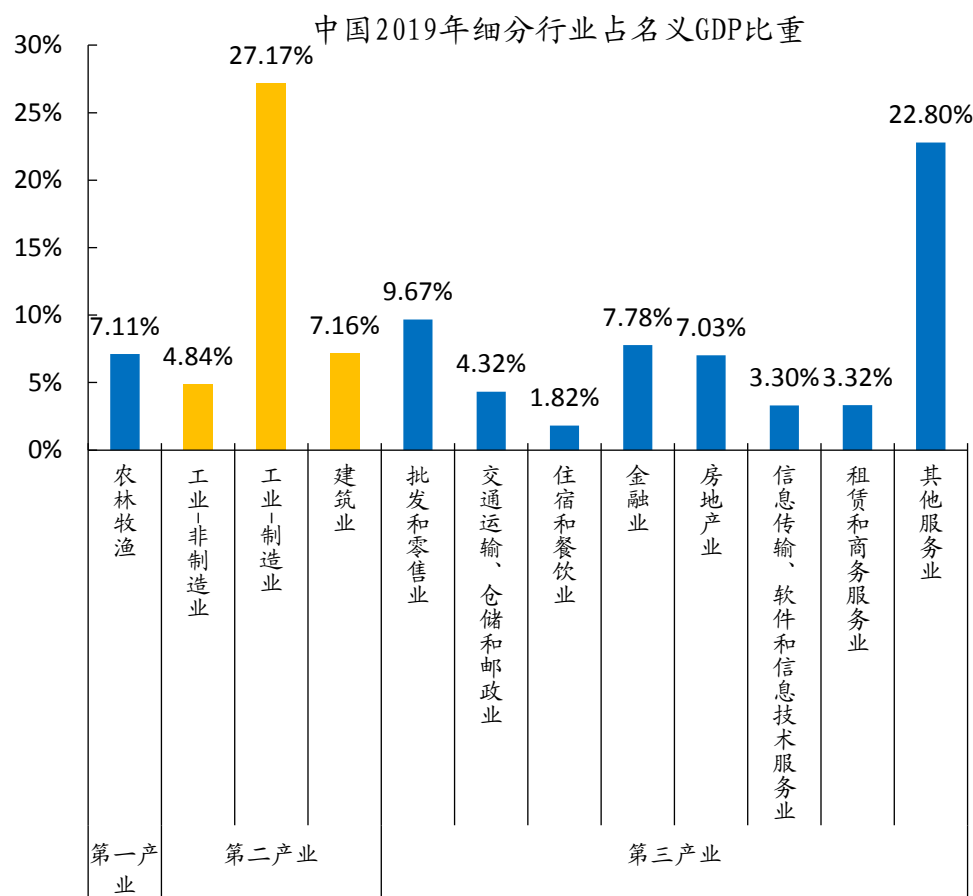
图 5: CPI 与 GDP 形成滞胀区间



资料来源: Wind, 中原证券

尽管食品领域出现了显著的供给侧负面冲击，但同时需要认识到，食品因素只是 GDP 增长当中很小的一个部分，而宏观基本面需要关注二三产业的主体因素。根据 2019 年细分行业占 GDP 比重，农林牧渔产业占比 7.11%，而住宿餐饮业仅占比 1.82%。

图 6: 我国细分行业占名义 GDP 比重



资料来源: Wind, 中原证券

结论:

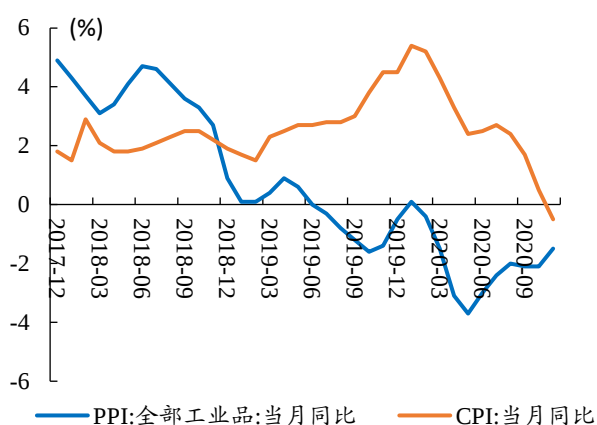
1、需求和供给冲击分别表现为量价同向与不同向的走势。

2、由于 CPI 很大程度受食品因素主导，不能够很好反应经济基本面全貌；与之相比 PPI 与经济基本面走势相关度更好，结合更为紧密。

3. 本轮价格波动的特点

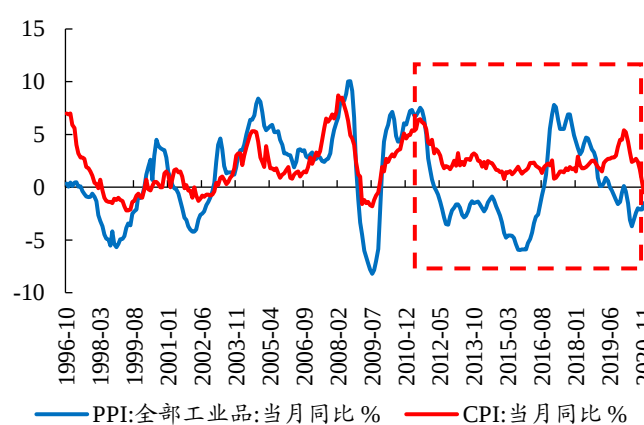
11 月工业生产者出厂价格指数（PPI）同比录得-1.5%，较前值环比上升 0.6%。居民消费者物价指数（CPI）同比录得-0.5%，较前值下跌 1%。本次价格波动，PPI 与 CPI 的剪刀差继续收敛，形成了反向走势，表明随价格预期的调整，产业间的价格机传导制作用凸显，食品与能源因素逐步退潮。

图 7: CPI-PPI 剪刀差逐渐收敛



资料来源：Wind，中原证券

图 8: 历史上 CPI 与 PPI 的剪刀差



资料来源：Wind，中原证券

对于 PPI，根据前文分析，其走势与经济周期的一致性更强。当前 PPI 仍处通缩区间，但已经触底回升并延续了回升势头，表明供给侧企业预期回升向好，且依旧具备较大的反弹韧性。

对于 CPI 下行，11 月食品 CPI 同比下行 2%，较前值大幅下跌 4.2 个百分点，很大程度上拉动了 CPI 的下行，其逻辑在于食品供给侧冲击，对基本面的影响有限。同时，非食品 CPI 录得-0.1%，较上月略微下降 0.1 个百分点，年内首度进入了通缩区间，但核心 CPI 录得 0.5% 与上月持平，依然保持稳健，表明能源因素一定程度上也拉动了 CPI 下行，对基本面并未产生

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_933

