

国开证券
CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

分析师:

杜征征

执业证书编号: S1380511090001

联系电话: 010-88300843

邮箱: duzhengzheng@gkzq.com.cn

2020年12月9日

CPI超预期下行 PPI修复再启动

—11月物价数据点评

内容提要:

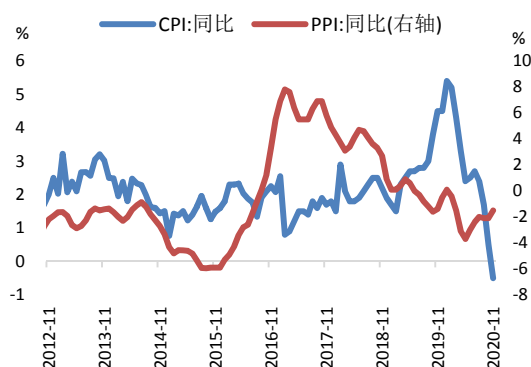
11月CPI同比下跌0.5%，预期增长0.1%，前值增长0.5%；PPI同比回落1.5%，预期回落1.5%，前值回落2.1%。

CPI回落符合市场预期但降幅再次超出市场预期，主要是2019年同期高基数影响（彼时同比涨幅从10月的3.8%升至4.5%）以及肉类价格对CPI从贡献转为拖累。11月剔除肉类后的CPI（0.03%）虽然还在零之上，但暂时中断了此前连续3个月的上行势头，剔除猪肉后的CPI（0.1%）低于10月0.5个百分点，需求仍在低位修复。短期而言，考虑到猪肉供给仍在持续增加，消费需求温和复苏，2019年12月至2020年2月高基数效应尚存等因素，CPI短期低位徘徊，未来3个月低点或跌破-1%甚至不排除接近-1.5%，2020年全年同比增长2.5%左右。

PPI符合预期。大宗商品价格有所反弹，结构分化明显。从国内中观高频数据看，生产指标高位，需求小幅加速，社融保持较快增长，国内经济继续复苏，有利于大宗商品价格修复。不过，国内部分行业库存仍然较高，海外疫情高位蔓延，前期政策效果递减，会影响大宗商品的修复进程。展望未来，PPI修复上行趋势不改，但由于油价基数走高带动同期PPI基数提升（-0.5%至0.1%），国内部分行业库存偏高，短期或小幅上行，加速启动时点还看明年一季度。预计2020年全年同比下滑1.9%左右，2021年同比转正至1.3%左右。就政策而言，短期或继续维持当前平衡状态。

风险提示：央行超预期调控，食品价格超预期，贸易摩擦升温，金融市场波动加大，经济下行压力增大，国内外疫情超预期变化风险，中美关系全面恶化风险，国际经济形势急剧恶化，海外黑天鹅事件等。

CPI与PPI



资料来源: Wind

核心CPI



资料来源: Wind

相关报告

1. 《经济修复上行 政策满而不溢—2020年中期国内宏观经济展望》
2. 《年内通胀下行 再通胀效应或有限》
3. 《CPI继续下行 PPI或存反复—8月物价数据点评》
4. 《CPI加速下行 PPI反弹乏力—10月物价数据点评》

事件: 国家统计局 12 月 9 日公布的数据显示, 11 月 CPI 同比下跌 0.5%, 预期增长 0.1%, 前值增长 0.5%; PPI 同比回落 1.5%, 预期回落 1.5%, 前值回落 2.1%。

点评: 11 月通胀数据分化加大。CPI 超预期回落主要是基数升高以及肉类价格对 CPI 从贡献转为拖累。11 月剔除肉类后的 CPI 继此前连续 3 个月上行后再度转弱, 表明需求仍在温和修复。短期而言, 考虑到猪肉供给仍在持续增加, 消费需求温和复苏, 2019 年 12 月至 2020 年 2 月高基数效应尚存, CPI 继续低位徘徊, 预计未来 3 个月低点或跌破-1%甚至不排除接近-1.5%, 2020 年全年同比增长 2.5%。PPI 修复上行趋势不改, 但由于 2019 年 12 月至 2020 年 1 月基数提升, 国内部分行业库存偏高, 短期或小幅上行, 加速启动时点还看明年一季度。预计 2020 年全年同比下滑 1.9%左右, 2021 年同比转正至 1.3%左右。就政策而言, 短期或继续维持当前平衡状态。

1、基数升高及肉类价格回落导致 CPI 加速下行至近 11 年最低

11 月 CPI 大幅低于市场预期, 食品与非食品价格均弱于季节性特征。从环比看, CPI 下跌 0.6%, 弱于历史 (2011-2019 年, 下同) 均值 0.6 个百分点。从同比看, CPI 同比下跌 0.5%, 为 2009 年 11 月以来首次负增长。其中, 食品烟酒类价格同比下降 0.7%, 影响 CPI 下降约 0.24 个百分点。食品中, 蛋类价格下降 17.1%, 影响 CPI 下降约 0.11 个百分点; 畜肉类价格下降 7.3%, 影响 CPI 下降约 0.53 个百分点, 其中猪肉价格下降 12.5%, 影响 CPI 下降约 0.60 个百分点; 鲜菜价格上涨 8.6%, 影响 CPI 上涨约 0.20 个百分点; 鲜果价格上涨 3.6%, 影响 CPI 上涨约 0.06 个百分点; 水产品价格上涨 1.0%, 影响 CPI 上涨约 0.02 个百分点。在-0.5%的同比变化中, 翘尾因素和新涨价因素分别为 0、-0.5 个百分点, 后者较 10 月下行 0.6 个百分点。

食品价格环比表现大幅弱于季节性特征。 11 月食品价格环比下跌 2.4%, 大幅弱于历史均值 (-0.1%)。

肉类价格下行继续拖累 CPI。 其中, 11 月猪肉价格环比下跌 6.5%, 弱于历史均值 (-1.1%); 同比下跌 12.5%, 继 10 月近 20 个月以来首次转负后跌幅加大 (近 29 个月最大跌幅), 拖累 CPI 0.6 个百分点。肉禽及其制品环比下跌 4.7%, 同比下跌 7.3%, 后者为近 30 个月最低, 对 CPI 的影响从 10 月的拉动 CPI 0.14 个百分点转为拖累 0.53 个百分点。近期生猪生产持续恢复, 存栏不断改善, 猪肉供给有所增加。根据农业农村部消

息，10月能繁母猪存栏数连续第13个月增长，同比增长32%；生猪存栏数连续9个月增长，同比增长27%。目前生猪产能已经恢复到2017年年末的88%左右，照此趋势，明年二季度全国生猪存栏将基本恢复到正常年份的水平。猪肉养殖生产恢复进程加快，未来猪肉价格下行趋势不改。2013年至今猪肉价格下限在8元/斤左右，峰值在15元/斤左右，虽然今年12月初猪肉价格（全国平均价）较2月的历史峰值（接近30元/斤）下跌23.2%，但仍较上述年份峰值高出52.6%。随着大规模养殖项目的陆续达产，总产能不断提升，未来1-2年猪肉价格最低价跌至10元/斤左右甚至跌穿近年的下限都是有可能的。

其他食品价格跌多涨少，除油脂、鲜果外的价格环比弱于季节性。其中，油脂（同比上涨0.2%，下同）、鲜果（1.8%）分别强于季节性0.1、0.8个百分点外，鲜菜（-5.7%）、鸡蛋（-1.9%）、水产品（-1.2%）分别弱于季节性4.0、1.1个、0.5个百分点。此外，11月粮食价格环比变化为0.1%，弱于历史均值（0.2%），6-11月环比均值为0.05%，粮食价格总体继续保持平稳。

非食品价格小幅弱于季节性特征。11月非食品价格环比下跌0.1%，稍弱于历史均值（环比持平）。分项数据1涨3平3降，其中衣着价格上涨0.3%；居住、生活用品及服务、医疗保健价格均持平；教育文化和娱乐、其他用品和服务、交通和通信价格分别下降0.8%、0.6%和0.3%。旅游淡季出行减少，飞机票、旅游和宾馆住宿价格分别下降15.6%、4.4%和3.4%；冬装新品上市，服装价格上涨0.4%。

核心CPI连续第5个月持平于0.5%。11月除去食品与能源的核心CPI同比上涨0.5%，继续大幅弱于历史均值（上涨1.72%）；环比下跌0.1%，弱于历史均值（环比持平），终端需求仍在温和复苏。

综上，CPI回落符合市场预期但降幅再次超出市场预期，主要是2019年同期高基数影响（彼时同比涨幅从10月的3.8%升至4.5%）以及肉类价格对CPI从贡献转为拖累。11月剔除肉类后的CPI（0.03%）虽然还在零之上，但暂时中断了此前连续3个月的上行势头（10月为0.36%），剔除猪肉后的CPI（0.1%）低于10月0.5个百分点，需求仍在低位修复。短期而言，考虑到猪肉供给仍在持续增加，消费需求温和复苏，2019年12月至2020年2月高基数效应尚存等因素，CPI短期低位徘徊，未来3个月低点或跌破-1%甚至不排除接近-1.5%，2020年全年同比增长2.5%左右。

2、PPI 符合预期，未来或继续修复上行

PPI 符合市场预期。11 月 PPI 环比上涨 0.5%，强于历史均值（环比持平）；同比回落 1.5%，符合市场预期；PPIRM 环比上涨 0.7%，同比回落 1.6%。在 PPI2.1%的同比降幅中，翘尾因素为 0，新涨价因素约为-1.5 个百分点，后者较 10 月上升 0.5 个百分点。

同比方面，11 月生产资料价格下降 1.8%，降幅收窄 0.9 个百分点；生活资料价格下降 0.8%，降幅扩大 0.3 个百分点。主要行业中，价格涨幅扩大的有有色金属冶炼和压延加工业，上涨 4.1%，扩大 1.2 个百分点；黑色金属冶炼和压延加工业，上涨 2.0%，扩大 1.7 个百分点。价格降幅收窄的有石油和天然气开采业，下降 29.8%，收窄 0.6 个百分点；石油、煤炭及其他燃料加工业，下降 16.3%，收窄 2.2 个百分点；化学原料和化学制品制造业，下降 3.0%，收窄 3.0 个百分点；煤炭开采和洗选业，下降 2.9%，收窄 2.6 个百分点。

环比方面，从调查的 40 个工业行业大类看，价格上涨的有 24 个，比上月增加 12 个。受国际原油价格上涨等因素影响，化学原料和化学制品制造业价格上涨 2.2%，化学纤维制造业价格上涨 1.9%，石油、煤炭及其他燃料加工业价格上涨 1.7%，石油和天然气开采业价格上涨 0.9%。供暖需求季节性增加，燃气生产和供应业、煤炭开采和洗选业价格分别上涨 2.8% 和 2.2%。金属相关行业价格由降转涨，黑色金属冶炼和压延加工业价格上涨 1.5%，有色金属冶炼和压延加工业价格上涨 1.1%。此外，非金属矿物制品业、造纸和纸制品业、纺织业价格分别上涨 0.7%、0.5%和 0.5%，涨幅均有所扩大。

大宗商品价格有所反弹，结构分化明显。其中，11 月 LME 基本金属指数均值环比上涨 5.8%，同比上涨 14.4%（10 月为上涨 7.8%），Brent 原油价格均值环比上涨 5.9%、同比仍下跌 25.5%（10 月为下跌 29.9%）整体 CRB 均值环比上涨 3.2%、同比仍下跌 14.3%（10 月为下跌 14.8%）。前两者均值同比变化分别改善 6.6、4.4 个百分点但后者才改善 0.5 个百分点，表明当前大宗商品价格的反弹仍是结构性而非全面上涨。反映到国内市场，11 月南华工业品价格指数环比上涨 2.6%（较 10 月增加 2.7 个百分点），同比上涨 2.2%（较 10 月增加 2.6 个百分点），而近期主要原材料与工业品价格从之前的普涨转为分化，其中螺纹钢价格连续 2 周回落。

从国内中观高频数据看，生产指标高位，需求小幅加速，社融保持较快增长，国内经济继续复苏，有利于大宗商品价格修复。不过，国内部分行业库存仍然较高，海外疫情高位蔓延，前期政策效果递减，会影响大宗商品的修复进程。

展望未来，PPI 修复上行趋势不改，但由于油价基数走高（2019 年 12 月-2020 年 1 月油价均价在 57 美元/桶之上，较 2019 年 6-10 月走高）带动同期 PPI 基数提升（-0.5%至 0.1%），国内部分行业库存偏高，短期或小幅上行，加速启动时点还看明年一季度。预计 2020 年全年同比下滑 1.9%左右，2021 年同比转正至 1.3%左右。就政策而言，短期或继续维持当前平衡状态。

风险提示：央行超预期调控，食品价格超预期，贸易摩擦升温，金融市场波动加大，经济下行压力增大，国内外疫情超预期变化风险，中美关系全面恶化风险，国际经济形势急剧恶化，海外黑天鹅事件等。

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_940

