

11 月通胀数据：PPI 与 CPI 剪刀差反转在即

核心观点

11 月 PPI 同比-1.5%，前值-2.1%，PPI 显著向上修复。11 月煤炭、黑金、有色、化工产业链全线上涨，多类大宗商品价格创年内新高。油价低迷以及人民币汇率升值一定程度上掩盖了大宗商品价格上涨的事实，导致下半年 PPI 修复不及预期。**供需缺口是此轮大宗商品价格上涨的决定性因素，未来 1~2 个季度 PPI 持续向上改善空间已打开，PPI 与 CPI 之间的剪刀差快速收窄，2021 年 Q1 即将实现反转。**11 月 CPI 同比-0.5%，前值+0.5%，猪价再下台阶拖累 CPI 转负。另外，线下消费较弱也使得 CPI 服务项的修复不及预期。

□ 工业价格普涨，PPI 显著修复

11 月 PPI 环比+0.5%，同比-1.5%（前值-2.1%），PPI 显著修复。高频数据显示，11 月份工业原材料价格普遍上升，其中原油价格震荡修复，煤矿价格持续上涨、LME 铜价创 2013 年 3 月新高，铁矿石价格创 2014 年 1 月以来新高。上游价格普涨叠加终端需求旺盛，中游工业品价格同样表现强势，机械制造、建筑建材拉动钢铁、合金和部分化工品价格，其中，螺纹钢、线材、热轧板价格显著上涨，锌锭、铝锭等有色金属价格小幅上探，玻璃、水泥等非金属矿物制品和苯乙烯、聚氯乙烯等化工品价格也有良好表现。

□ 油价低迷和汇率升值掩盖了大宗商品上涨

原油价格持续在低位震荡，拖累了 PPI 向上修复，掩盖了大宗商品价格的上涨。但油价未上行有其独特逻辑：其一，航空、游轮等客运交通受疫情影响较大，拖累原油需求复苏。其二，OPEC+从 2021 年 1 月起原油减产规模下降，供给端有上升压力。另外，人民币兑美元汇率较 5 月份的低点上涨了约 9%，因此以人民币计价的商品价格上涨幅度显著低于美元计价的上涨幅度，而我国是工业原材料进口大国，因此汇率升值也抵消了一部分大宗商品价格的上涨，使得 PPI 修复不及预期。

□ 供需缺口出现，再通胀进行时

内需外需两旺，供需缺口出现，PPI 向上空间打开，PPI 与 CPI 的剪刀差有望在 2021 年 Q1 实现反转。我们认为，此轮价格大幅上涨的决定性因素是供需缺口而非货币超发。目前国内大循环已畅通，内需渐进修复，而海外生产能力受限但需求却保持韧性，内外需两旺导致供不应求的现象频频出现。从开工率高频数据跟踪来看，高炉、焦炉开工率显著高于去年同期水平，主要钢厂达产率处于高位，PTA 产业链负荷率较 2019 年上升了 10%以上，工业生产热情可见一斑。随着新一轮的补库周期开启，未来 1~2 季度工业生产仍有向上改善动力。

□ 猪价再下台阶，拖累 CPI 下行

11 月 CPI 环比-0.6%、同比-0.5%（前值+0.5%），猪价再下台阶拖累 CPI 转负。我们在《大国博弈与跨周期调节》报告中用多种数据交叉验证，猪肉供给已确定性修复，猪价进入下行通道。不过，冬季进入猪肉消费旺季，短期将对猪价形成一定支撑。另外，生猪产能修复带动饲用需求增加，玉米、大豆价格持续上涨，口粮价格保持稳定，CPI 粮食项环比小幅上行 0.1%。

□ 线下消费较弱，服务价格下行

11 月 CPI 服务项环比下降-0.4%，线下消费整体偏弱，服务类消费价格修复不及预期。秋冬季节是出行淡季，叠加疫情小规模复发的情况频现，11 月出行产业链价格普遍下探，宾馆、机票、旅游价格环比分别下降了 3.4%、15.6%和 4.4%。从票房的高频数据看，今年 11 月的电影票房收入显著低于 2018 年和 2019 年同期，除了“社交距离”要求之外，疫情导致全年的新上映电影数量显著减少也制约了票房的进一步回升。我们认为，伴随疫情影响趋弱，高社交属性消费有望加速恢复，疫苗大规模应用将极大提振线下消费。

风险提示：中美摩擦强度超预期；新冠病毒变异导致疫情二次爆发

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 《11 月数据预测：预计四季度 GDP 增速为 6.6%》2020.12.01

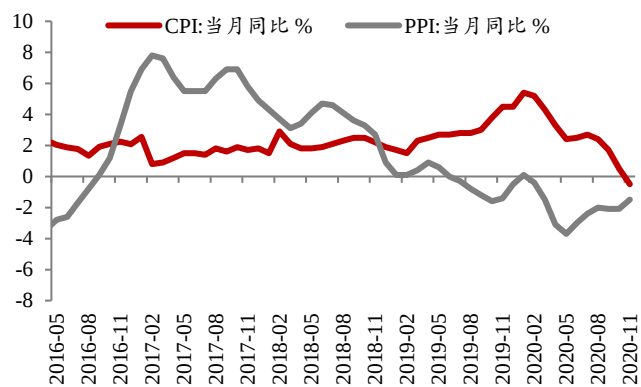
2 《10 月通胀数据：冷冬将至，关注“拉尼娜事件”对物价的扰动》2020.11.10

3 《10 月数据预测：社融增速赶顶》2020.10.31

4 《9 月通胀数据：猪周期下行带动 CPI 加速回落》2020.10.15

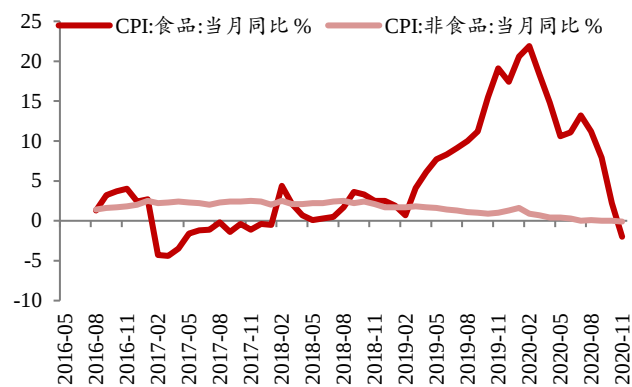
5 《9 月数据预测：三季度 GDP 增速接近合理增长区间》2020.10.01

图表1: CPI 转负, PPI 显著修复



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图表2: 食品价格持续回落



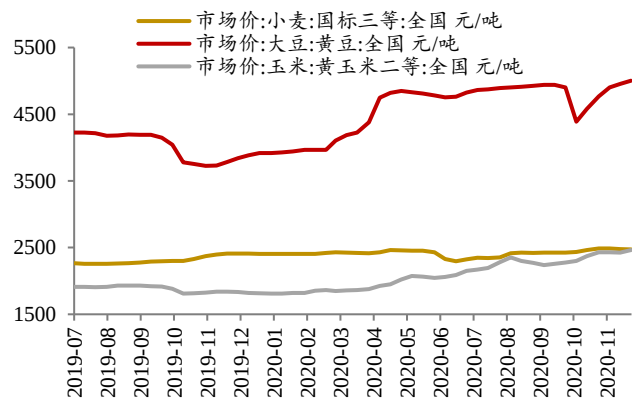
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图表3: 猪肉消费旺季短期支撑, 长期下行趋势不变



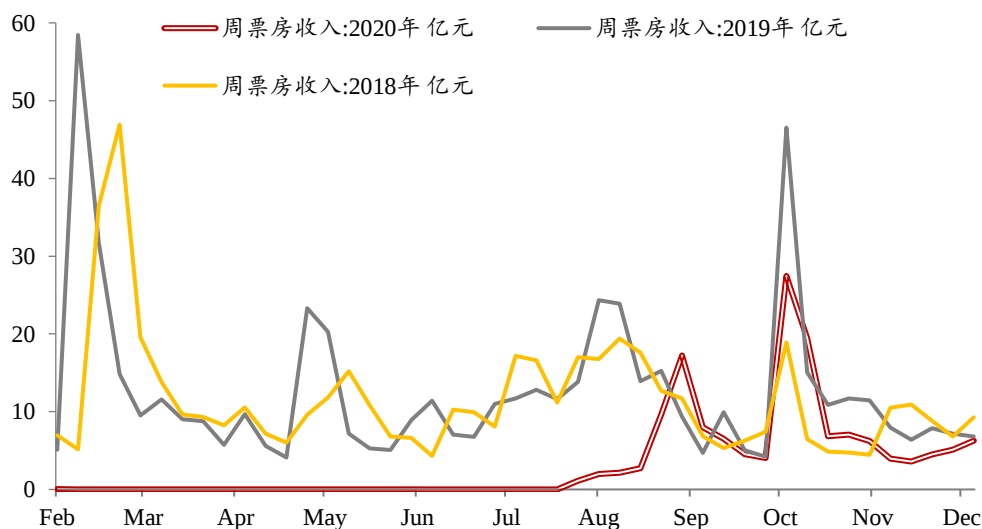
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图表4: 大豆、玉米价格持续上探



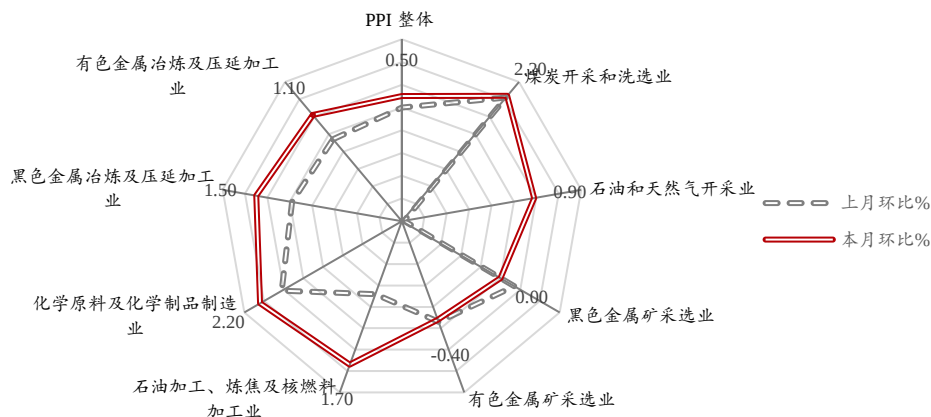
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图表5: 11 月票房数据修复较缓



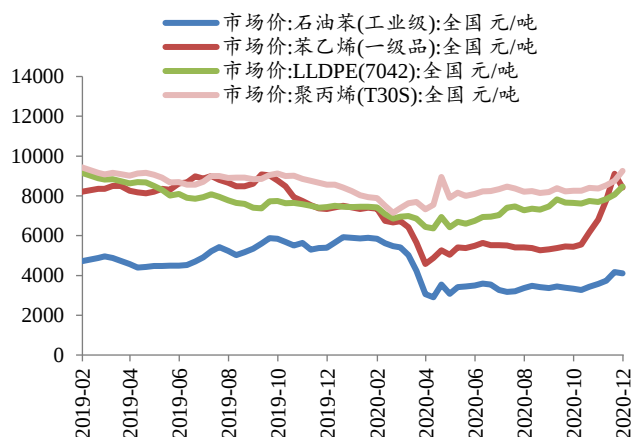
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图表6：工业品价格全线上涨



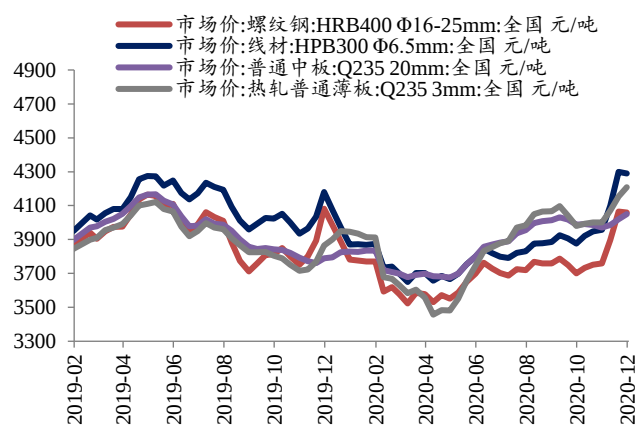
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图表7：化工品价格上升



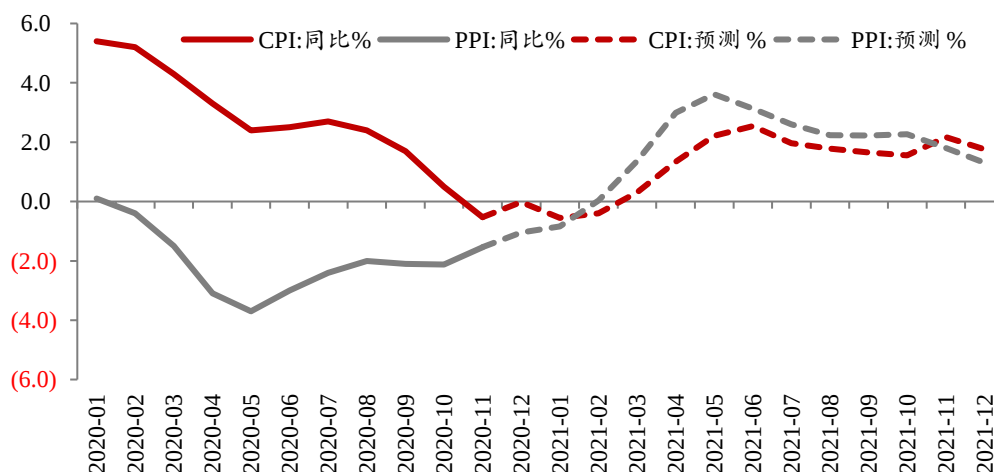
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图表8：螺纹钢、线材等钢材价格普遍上涨



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图表9：PPI、CPI 剪刀差反转在即



资料来源：Wind，浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10%~+20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10%~+10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10%~+10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风

险。未经授权的转载、转发本报告或摘要的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向有关监管机构举报的权利。

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_958

