

11月物价数据点评

“双通缩”下，预计货币政策依然淡定

■ 核心摘要

事件：2020年12月9日，国家统计局公布了2020年11月物价数据：11月份CPI同比-0.5%（上期0.5%），环比-0.6%；PPI同比-1.5（上期-2.1%），环比0.5%。

1、11月CPI同比回落的主要原因是食品价格下滑。11月CPI食品分项同比从2.2%下滑至-2.0%，影响CPI下降约0.44个百分点，而非食品分项同比0.1%，小幅下滑0.1个百分点。此外，翘尾因素的影响已经缩减为0，也对CPI回落构成一定影响。

2、食品价格受猪肉、鲜菜、禽蛋价格拖累。从环比来看，11月猪肉价格环比-6.5%，降幅收窄0.5个百分点，猪价已经连续三月环比下滑，主要受生猪供应改善影响；11月鲜菜价格环比增长-5.7%，已经连续两月负增长。11月禽蛋价格环比-1.4%，亦形成一定拖累。

3、核心CPI运行平稳。11月CPI转负更多是由食品价格的下滑，尤其是猪周期的下行阶段带来的，剔除食品和能源价格的核心CPI仍维持在相对稳定的水平。这表明，尽管居民需求未有大幅改善，但也总体稳定。CPI转负这一信号并不会减缓目前的货币政策正常化进程，也许只会提供更多结构化政策的空间。

4、PPI正在走出通缩的轨道上。原油价格上涨对PPI回升的拉动最大，主要大宗商品价格也多数大幅上涨，铁矿石、煤以及金属价格的快速蹿升对PPI形成较强支撑。

11月CPI下行幅度较大，但核心CPI运行较为平稳，不会对货币政策正常化节奏形成明显干扰。今年三季度货币政策执行报告称，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，且近期监管就房地产和金融风险频频发声，货币政策基调难有放松。11月末MLF超预期投放，显示央行当前货币政策的重点可能就在维护市场流动性合理充裕上的政策重点，而其他具有明显松或紧的货币政策信号仍将会处在“空窗期”内。

事件：2020年12月9日，国家统计局公布了2020年11月物价数据：10月份CPI同比-0.5%（上期0.5%），环比-0.6%；PPI同比-1.5（上期-2.1%），环比0.5%。

一、 食品价格下滑带来CPI同比转负

11月CPI同比回落的主要原因是食品价格下滑。11月CPI食品分项同比从上月的2.2%下滑至-2.0%，影响CPI同比下降约0.44个百分点；而非食品分项同比0.1%，较上月小幅下滑0.1个百分点（图表1错误未找到引用源。）。此外，翘尾因素的影响已经缩减为0，也对CPI回落构成一定影响。分项来看：

食品价格主要受猪肉、鲜菜、禽蛋价格拖累（错误未找到引用源。）。11月猪肉价格环比-6.5%，环比降幅较上月收窄0.5个百分点。猪价已经连续三月环比下滑，主要受生猪供应改善影响。11月鲜菜价格环比增长-5.7%，已经连续两月负增长。11月禽蛋价格环比-1.4%，亦形成一定拖累。现阶段鸡蛋产能相对充足，需求平稳，供需逐步改善，预计春节期间蛋价将趋于正常。

非食品价格也有小幅下滑，其中服务消费价格跌幅较大。11月交通通信、娱乐文教价格环比降幅均较大，且表现弱于季节性（错误未找到引用源。）。考虑到国内工业生产维持高景气，大宗商品价格涨幅多数扩大，PPI的传导或将在明年上半年对非食品价格形成支撑。

核心CPI同比连续5个月维持在0.5%，显示价格运行整体平稳（图表4）。11月CPI转负更多是由食品价格的下滑，尤其是猪周期的下行阶段带来的，剔除食品和能源价格的核心CPI仍维持在相对稳定的水平。这表明，尽管居民需求未有大幅改善，但也总体稳定。CPI转负这一信号并不会减缓延目前的货币政策正常化进程，也许只会提供更多结构化政策的空间。

图表1 11月CPI回落的主因是食品价格下滑



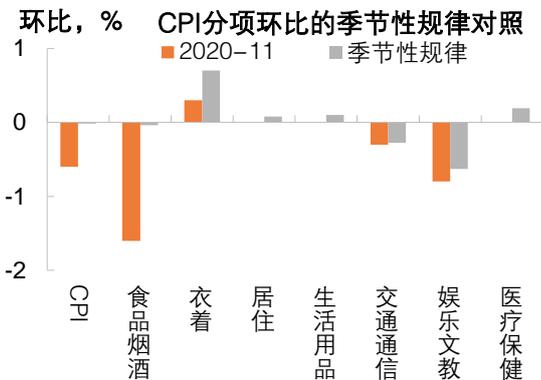
资料来源:wind, 平安证券研究所

图表2 11月食品价格受猪肉、鲜菜、禽蛋价格拖累



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表3 11月交通通信、娱乐文教价格环比降幅较大



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表4 核心CPI连续5个月维持在0.5%



资料来源:wind, 平安证券研究所

二、大宗商品价格上行令PPI降幅收窄

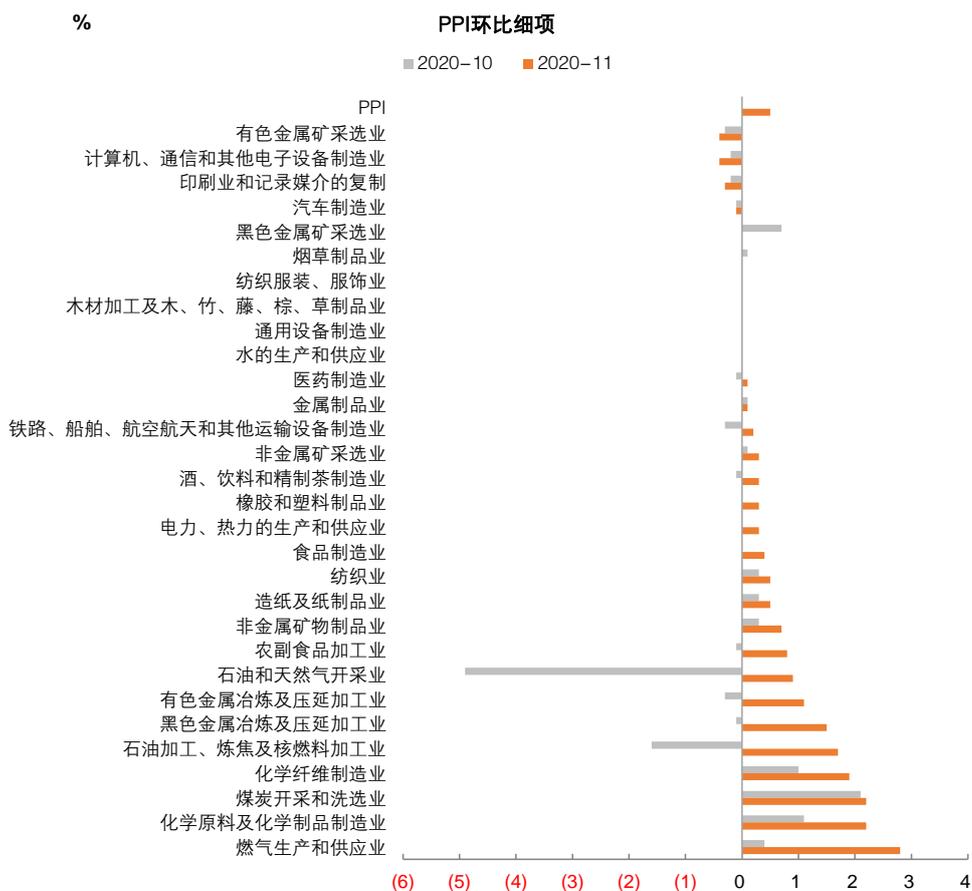
11月PPI同比-1.5%，相比于10月的-2.1%降幅收窄，显示PPI正在走出通缩的轨道上，原油价格上涨对PPI回升的拉动最大。分行业来看，11月石油化工产业链价格表现最为突出，包括燃气生产和供应业、化学原料及化学制品制造业、化学纤维制造业、石化工业、石油开采业（错误!未找到引用源。）。不过，受限于居民需求未有大幅改善，PPI的生活资料分项价格表现较为平淡，其中衣着和耐用消费品表现弱于季节性，环比分别为0%和-0.2%。11月以来，主要大宗商品多数价格大幅上涨，铁矿石、煤以及金属价格的快速蹿升对PPI形成较强支撑。其驱动因素包括：1）海外需求逐渐恢复，特别是美国的补库存诉求开始增强；2）资源大国受疫情扩散影响，供给恢复较慢；3）国内制造业景气度较高，尤其是下游汽车、家电对有色金属需求形成支撑。随着新冠疫苗大规模投放，全球经济共振复苏背景下，明年上半年PPI还将持续恢复。

三、短期通缩不会干扰货币政策正常化进程

预计CPI、PPI双双处于负区间的状态还将持续至明年二月。从CPI来看，尽管冬季和春节食品需求季节性抬升，但受高基数，以及生猪产能持续恢复、进口猪肉大幅增加、冷冻肉投放带来的猪肉供给充足影响，猪价或还将对CPI形成较大拖累。此外，近期上海、天津、成都等地出现本土零星新增病例，疫情防控压力有所加大，或将制约居民服务消费需求的复苏。从PPI来看，疫苗的大规模使用仍然需要一个过程，疫情持续扩散下，防控措施仍然不可或缺，全球复苏进程仍然具有不确定性。此外，国内房地产强监管、基建增速相对温和以及需求复苏落后于供给复苏等因素，也将使得PPI上行幅度相对有限。

11月CPI下行幅度较大，但核心CPI运行较为平稳，不会对货币政策正常化节奏形成明显干扰。今年三季度货币政策执行报告称，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，且近期监管就房地产和金融风险频频发声，货币政策基调难有放松。11月末MLF超预期投放，显示央行当前货币政策的重点可能就在维护市场流动性合理充裕上的政策重点，而其他具有明显松或紧的货币政策信号仍将会处在“空窗期”内。

图表5 11月中上游工业品价格表现突出



资料来源: wind, 平安证券研究所

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_973

