



预计明年一季度后 CPI 和 PPI 同比转正

——2020年11月CPI和PPI数据点评

宏观点评

投资要点:

- **猪肉拉动食品价格由涨转降，后者是CPI进入负增长主因。**11月CPI同比下跌0.5%，金融危机后首次陷入负增长。其中猪肉同比降幅扩大9.7个百分点至-12.5%，拉动CPI回落0.6个百分点，贡献了本月CPI同比全部跌幅。猪肉价格的下降，主要受猪肉供给端持续改善影响，加之去年同期猪肉基数较高，猪肉下行周期加速启动。
- **国内服务业延续回暖，季节性因素和油价拖累非食品价格下行。**11月非食品价格同比下降0.1%。从分项看，受国庆中秋等假日因素消退影响，旅游等服务类价格出现季节性回落，服务价格同比持平于上月的0.3%。另外，国际油价恢复偏慢，交通工具用燃料同比降幅扩大0.4个百分点，依然是非食品价格的主要拖累。
- **预计12月CPI同比下降0.2%左右，明年一季度后CPI大概率转正。**一是预计12月食品价格环比将转正；二是服务业重启将对CPI形成支撑，但海外疫情爆发和国内消费弱复苏下，非食品上涨幅度不宜高估；三是12月份CPI翘尾因素为零。预计在猪肉下行周期启动和海外疫情二次爆发的冲击下，国内CPI将继续负增长，但随着国内经济向潜在增速回归和疫苗陆续投入使用，CPI陷入负增长的持续时间有限。
- **全球经济恢复预期增强和国内经济继续修复共同推动PPI降幅收窄。**11月PPI同比下降1.5%，降幅较上月收窄0.6个百分点。其中，生产资料和生活资料价格同比降幅分别收窄0.9和扩大0.3个百分点，反映出国内消费和制造业需求恢复依然偏慢。

从行业看，中上游行业价格上涨幅度明显大于下游行业。疫苗投放预期下国际大宗商品价格普遍回暖，叠加国内工业需求持续释放，国内中上游行业出厂价格提高较多，如周期类行业出厂价格涨幅靠前；但受制于国内消费和制造业需求恢复偏慢，下游工业企业出厂价格涨跌互现，且价格回升行业上涨幅度也不及中上游行业。

- **预计12月PPI约增长-1.1%，全年增长-1.9%左右。**一是国内经济修复将对PPI形成一定支撑，但整体需求仍将弱于去年，支撑力度或有限；二是发达经济体疫苗投入使用预期增强，全球大宗商品价格有所回暖，但全球疫情二次爆发，短期内大宗商品上涨幅度不宜高估；三是年内PPI仍将负增长。
- **PPI和CPI剪刀差收窄，反映经济增长动能继续恢复。**历史数据表明，PPI和CPI剪刀差与工业企业利润和名义GDP增速存在显著正相关关系。11月份剪刀差收窄1.6个百分点至-1.0%，连续7个月收窄但持续为负，预示着我国工业企业利润将边际修复。展望未来，随着国内经济向潜在增速回归，PPI和CPI剪刀差将继续收窄，但短期内难以恢复至疫情前水平。

财信研究院

宏观团队

李沫

宏观经济研究中心 高级研究员

电话：18811575811

邮箱：limo.ye@163.com



财信宏观经济研究中心微信号

目 录

一、食品导致 CPI 同比负增长	3
(一) 猪肉拉动食品同比增速由涨转降	3
(二) 服务业延续回暖，季节性因素和油价拖累非食品价格下行	4
二、预计 12 月 CPI 同比下降 0.2% 左右，明年一季度后 CPI 大概率转正	4
三、预计 12 月 PPI 增长-1.1% 左右，全年约增长-1.9%	5
(一) 全球经济恢复预期增强和国内经济继续修复共同推动 PPI 降幅收窄	5
(二) 预计 12 月 PPP 增长-1.1% 左右，全年约增长-1.9%	6
四、PPI 和 CPI 剪刀差收窄，预示经济增长动能继续恢复	6

正文:

事件: 2020 年 11 月份全国居民消费价格指数 (CPI) 环比下降 0.6%, 同比下跌 0.5%, 较上月回落 1.0 个百分点; 工业生产者出厂价格指数 (PPI) 环比上涨 0.5%, 同比下降 1.5%, 降幅较上月收窄 0.6 个百分点。

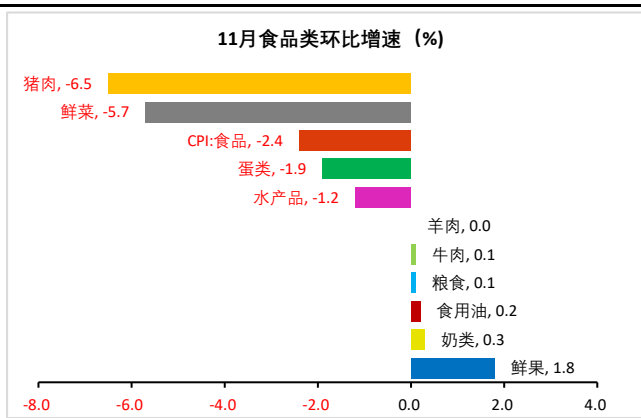
一、食品导致 CPI 同比负增长

(一) 猪肉拉动食品同比增速由涨转降

从环比看, 食品价格下跌 2.4%, 降幅较上月扩大 0.6 个百分点。从主要食品分项看, 猪肉和鲜菜是食品价格环比下跌较多的主要贡献因素。生猪产能恢复下猪肉供给增加, 猪肉价格环比下跌 6.5%, 但跌幅较上月收窄 0.5 个百分点; 受市场供应充足影响, 鲜菜价格环比下降 5.7%, 降幅较上月扩大 3.6 个百分点; 受天气转冷下运输成本增加影响, 鲜果环比上涨 1.8%, 涨幅与上月持平 (见图 1)。

从同比看, 11 月食品价格下降 2.0%, 较上月回落 4.2 个百分点, 影响 CPI 下降约 0.44 个百分点, 是 CPI 由涨转跌的主要原因。在生猪产能恢复和去年基数较高共同影响下, 猪肉价格同比下降 12.5%, 降幅较上月扩大 9.7 个百分点, 影响 CPI 回落 0.6 个百分点; 鲜菜同比增长 8.6%, 较上月回落 8.1 个百分点, 影响 CPI 上涨约 0.2 个百分点 (见图 2)。

图 1: 11 月食品类价格环比增速



资料来源: WIND, 财信研究院

图 3: 食品各成分对 CPI 同比的贡献度 (%)

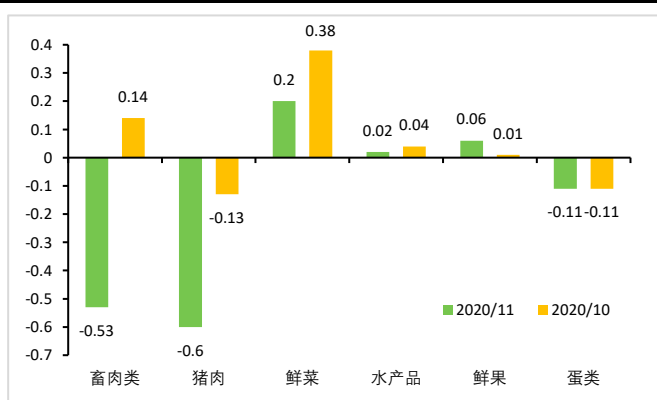
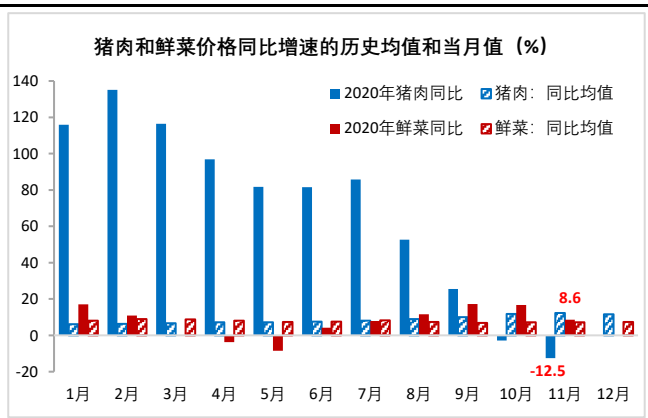
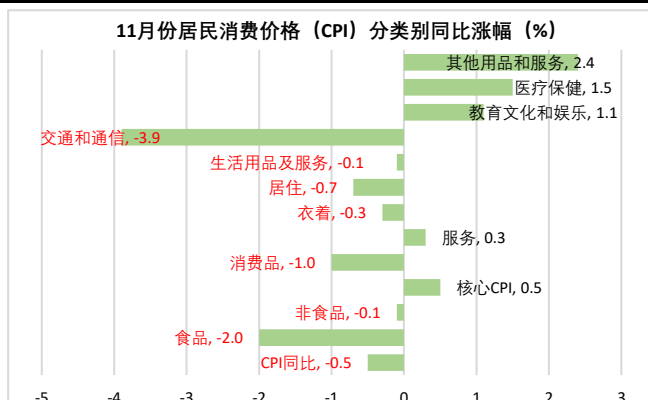


图 2: 11 月鲜菜和猪肉价格同比增速



资料来源: WIND, 财信研究院

图 4: 11 月份居民消费价格 (CPI) 分类别同比涨幅 (%)



资料来源: WIND, 财信研究院

资料来源: WIND, 财信研究院

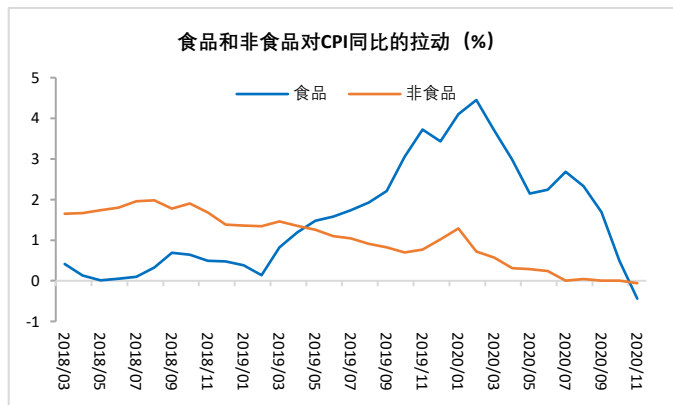
从食品各成分对 CPI 同比的贡献度看, 11 月份猪肉和鲜菜贡献度继续回落, 鲜果贡献度有所提高 (见图 3)。其中, 猪肉拉动 CPI 回落 0.6 个百分点, 较上月下降 0.47 个百分点, 贡献了 CPI 同比的全部降幅。总体看, 在去年同期基数较高和猪肉下行周期加速开启的叠加影响下, 猪肉价格带动 11 月食品同比增速由涨转降, 是 CPI 同比陷入负增长的主要贡献力量。

(二) 服务业延续回暖, 季节性因素和油价拖累非食品价格下行

11 月非食品价格同比下降-0.1%, 较上月回落 0.1 个百分点 (见图 4)。其中, 十一假期因素消退, 旅游等服务商品价格有所回落, 但随着居民服务消费需求的逐渐修复, 居住、生活用品及服务等非食品分项价格略有回升, 但回升幅度较小。同时全球疫情二次冲击下, 国际油价恢复偏慢, 依然是非食品价格的最大拖累项。

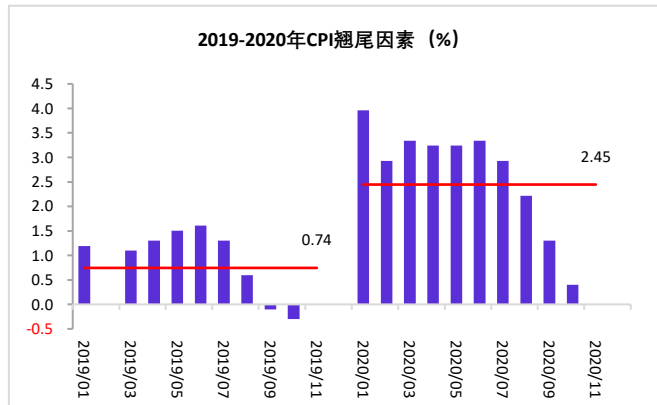
疫情冲击下, 受居民收入下降和疫后居民消费需求恢复偏慢影响, 非食品对 CPI 的拉动作用逐渐由 1 月份的 1.29% 降至 11 月的-0.06%, 非食品对 CPI 的贡献度持续下降 (见图 5), 预计随着居民消费需求尤其是服务需求的恢复, 未来非食品价格对 CPI 的拉动作用将有所回升。

图 5: 疫情冲击下非食品对 CPI 拉动作用减弱



资料来源: WIND, 财信研究院

图 6: 2020 年全年翘尾因素提高



资料来源: WIND, 财信研究院

二、预计 12 月 CPI 同比下降 0.2% 左右, 明年一季度后 CPI 大概率

转正

预计 12 月消费者物价指数 (CPI) 同比下降 0.2% 左右, 降幅较 11 月收窄 0.3 个百分点。理由如下:

一是预计 12 月食品环比将由降转升。历史经验表明, 12 月份食品环比涨幅将有所扩大, 如 12 月食品环比历史均值为 1.3%, 较 11 月提高 1.0 个百分点。根据农业部高频数据, 截止到 12 月 8 日, 28 种重点监测蔬菜、7 种重点监测水果、猪肉价格环比分别变化 4.2%、4.9%、5.6%。与 11 月相比, 猪肉和鲜菜环比均由跌转涨, 鲜果同比涨幅也

有所回升，预示着 12 月食品环比涨幅或超季节性。总体看，预计 12 月食品价格环比将由降转涨。

二是服务业加快重启将对 CPI 形成支撑，但海外疫情爆发和国内消费弱复苏下，非食品上涨幅度不宜高估。年内国内经济复苏动能将转向消费端，尤其是服务业加快重启，服务业价格将趋于上升，对 CPI 形成一定的支撑。但海外疫情爆发，全球经济复苏对原油的支撑力度减弱，年内原油上涨空间有限。叠加疫后失业率上升对居民收入形成拖累，居民消费需求修复将是一个渐进过程，非食品价格上涨空间有限。

三是 12 月份 CPI 的翘尾因素为 0.0%（见图 6）。

综上，预计在猪肉下行周期启动和海外疫情二次爆发的冲击下，未来国内物价面临一定的负增长压力，但随着国内经济向潜在增速回归和疫苗陆续投入使用，我国物价陷入负增长的持续时间有限。预计 12 月 CPI 同比下降 0.2% 左右，从明年二季度初开始，CPI 大概率重回正增长区间。

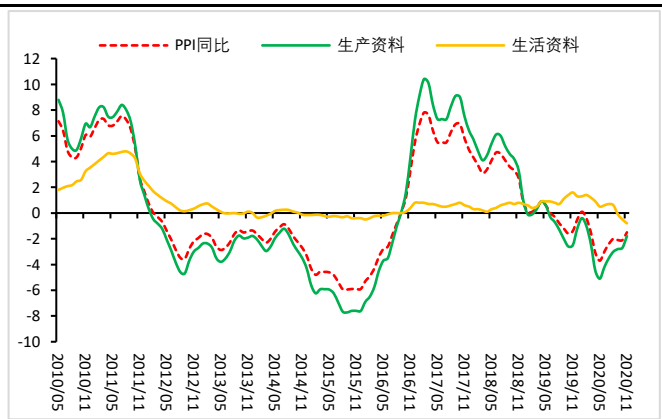
三、预计 12 月 PPI 增长-1.1% 左右，全年约增长-1.9%

（一）全球经济恢复预期增强和国内经济继续修复共同推动 PPI 降幅收窄

11 月工业生产者出厂价格同比下降 1.5%，降幅较上月收窄 0.6 个百分点。其中，生产资料和生活资料分别同比下降 1.8% 和 0.8%，分别较上月提高 0.9 和下降 0.3 个百分点（见图 7）。生产资料和生活资料价格的反向变化，反映出国内经济恢复的不均衡性，即居民消费需求恢复依然偏慢。

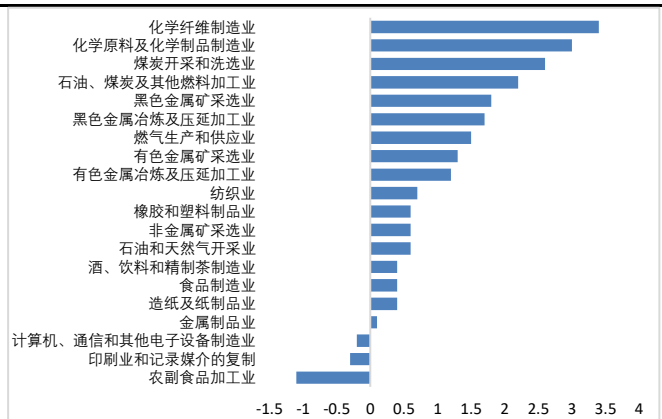
从行业看，中上游行业价格上涨幅度明显高于下游行业。疫苗投放预期下国际大宗商品价格普遍回暖，叠加国内工业需求持续释放，国内中上游行业出厂价格提高较多，如化学纤维制造业、化学原料和化学制品制造业等行业出厂价格涨幅靠前；但受制于国内消费和制造业需求恢复偏慢，下游工业企业出厂价格涨跌互现，且价格回升行业上涨幅度也不及中上游行业。

图 7：生产资料和生活资料价格变化（%）



资料来源：WIND，财信研究院

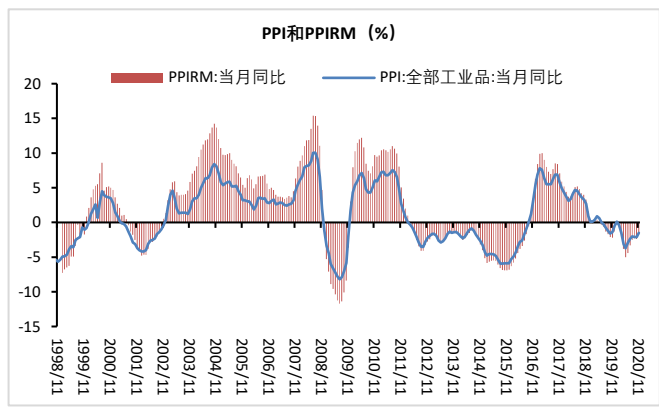
图 8：11 月主要行业工业生产者出厂价格变动（%）



资料来源：WIND，财信研究院

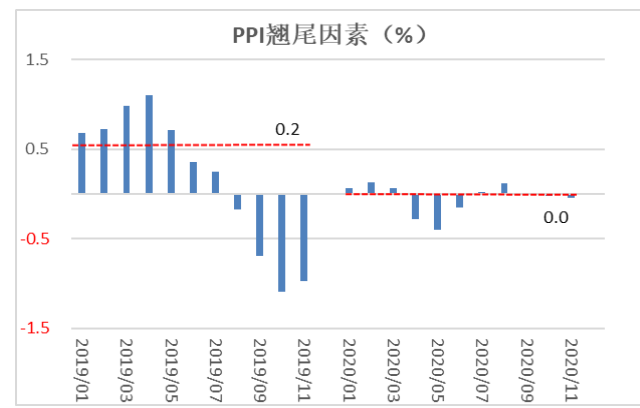
从原材料购进价格（PPIRM）对 PPI 的影响看，前者涨跌变化直接左右后者的同向变动（见图 9）。由于我国编制的 PPIRM 所调查的产品包括燃料动力、黑色金属、有色金属、化工、建材等九大类，调查涵盖 900 多个基本分类的 10000 多种工业产品价格，因此 PPIRM 既受人民币汇率和海外大宗商品价格（CRB）的影响，也受国内需求等基本面因素的约束。但由于中国是全球大宗商品的最大需求方，所以 PPIRM 最重要的决定因素还是中国需求，PPI 和 PPIRM 基本同步波动。11 月 PPIRM 同比增长-1.6%，降幅较上月收窄 0.8 个百分点，与 PPI 走势一致，反映出疫后国内需求的恢复。

图 9：PPI 与原材料购进价格指数（PPIRM）



资料来源：WIND，财信研究院

图 10：2020 年 PPI 翘尾因素小幅下降



资料来源：WIND，财信研究院

（二）预计 12 月 PPP 增长-1.1%左右，全年约增长-1.9%

预计 12 月 PPI 同比增长-1.1%左右，全年约增长-1.9%。一是从技术层面看，翘尾因素降低 0.2 个百分点，从 2019 年的 0.2% 降至 2020 年的 0.0%（见图 10）。二是未来需求修复尤其是基建和房地产投资需求的释放，将对国内工业品价格形成支撑，但整体需求依然弱于去年，支撑作用不强。三是发达经济体疫苗投入使用预期增强下，全球大宗商品价格有所回暖，但全球疫情二次爆发下，短期内大宗商品上涨幅度不宜高估。

综合来看，预计 12 月份 PPI 同比下降 1.1% 左右，2020 年全年约增长-1.9%。

四、PPI 和 CPI 剪刀差收窄，预示经济增长动能继续恢复

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_991

