

11月消费需求偏弱，工业生产加速改善

2020年11月通胀数据点评

● 核心结论

11月消费需求偏弱，CPI低于市场预期。11月CPI同比下降0.5%，为2009年以来首次出现通缩，主要原因是猪肉价格下跌带动食品价格加速回落。CPI环比下降0.6%，降幅较上月扩大0.3个百分点，连续两个月下行。核心CPI同比增速连续五个月保持在0.5%；环比下降0.1%，环比由升转降。从非食品价格同比与环比均下降0.1%来看，11月的居民需求相对偏弱。

食品价格：11月同比下降2%，为2017年4月以来的最低值，影响CPI下降0.44个百分点，是CPI转负的主要原因。供给端生猪产能恢复叠加需求端消费淡季，猪肉价格同比下降12.5%，降幅扩大9.7个百分点，影响CPI下降0.6个百分点。其他肉类均有回落。短期来看，冬季腌腊肉需求和节日旺季即将来临，猪价短期可能有一些反弹压力，11月下旬生猪价格小幅反弹，预计12月猪价同比降幅将会收窄。但是中期来看，生猪产能已经恢复至18年疫情前的七成左右，猪价中期仍处于下行周期，预计在明年上半年猪价仍会对食品价格和CPI带来下行压力。

非食品价格：11月同比下降0.1%，是2009年11月以来最低值。环比由上月的增长0.1%转为本月的下降0.1%。从价格环比来看，教育文化娱乐、其他用品和服务、交通和通信价格均下降。淡季出行减少，飞机票、旅游和宾馆住宿价格分别下降16%、4%和3%。居住、生活用品及服务、医疗保健价格均持平。只有衣着环比上涨0.3%，主要是由于冬季新装上市。总的来看，非食品需求在11月偏弱，另外产能扩张也快于需求回暖，对非食品价格形成下行压力。

国内外需求共振，工业生产加速恢复。11月PPI环比增长0.5%，录得18年9月以来最快增速。同比下降1.5%，降幅较上月收窄0.6个百分点。其中生产资料价格环比增长0.7%，是11月PPI回升的主要动力。原材料和采掘改善幅度大于加工环节。疫苗落地预期下，国际原油价格11月反弹至45美元以上，较10月末上涨超过20%，带动化工原料和燃料动力类价格分别上涨1.7%和1.2%。此外，冬季供暖需求增加，带动燃气生产和供应业、煤炭开采和洗选业价格分别环比上涨2.8%和2.2%。

短期来看，元旦春节临近，消费需求有望回升。中长期看，全球经济“修复+增长”的逻辑将会驱动通胀水平尤其是工业品价格不断回升。此轮PPI反弹的高点将会决定10年期国债收益率的顶部区间。

风险提示：疫情超预期蔓延；经济复苏不及预期；政策风险。

证券研究报告

2020年12月09日

分析师



雒雅梅 S0800518080002



luoyamei@research.xbmail.com.cn

联系人



张育浩



18548912118



zhangyuhao@research.xbmail.com.cn



陶玲



15000831636



taoling@research.xbmail.com.cn

相关研究

2020年10月通胀数据点评：猪价通缩带动10月CPI走弱 2020年11月11日

2020年9月通胀数据点评：食品价格回落带动CPI下行，四季度预计将会延续 2020年10月15日

通胀专题系列研究二：展望将于2021年到来的通胀周期 2020年9月29日

2020年8月通胀数据点评：食品价格涨幅回落，非食品和工业品价格继续改善 2020年9月9日

2020年7月通胀数据点评：通胀继续升温，下半年仍有空间 2020年8月10日

2020年6月通胀数据点评：通胀企稳回升，下半年继续复苏方向不变 2020年7月9日

2020年5月通胀数据点评：通胀短期压力仍在，需求已逐渐改善 2020年6月10日

2020年4月通胀数据点评：通胀压力继续回落 2020年5月12日

通胀专题系列研究一：2020年猪价对通胀的影响展望 2020年3月13日

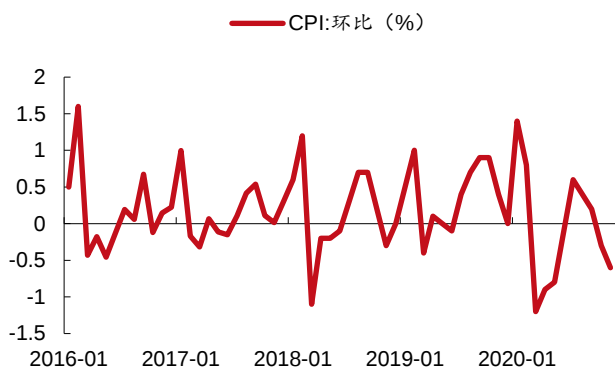
11月消费需求偏弱，CPI低于市场预期。11月CPI同比下降0.5%，为2009年以来首次出现通缩，主要原因是猪肉价格下跌带动食品价格加速回落。CPI环比下降0.6%，降幅较上月扩大0.3个百分点，连续两个月下行。核心CPI同比增速连续五个月保持在0.5%；环比下降0.1%，环比由升转降。从非食品价格同比与环比均下降0.1%来看，11月的居民需求相对偏弱。

图1：CPI当月同比



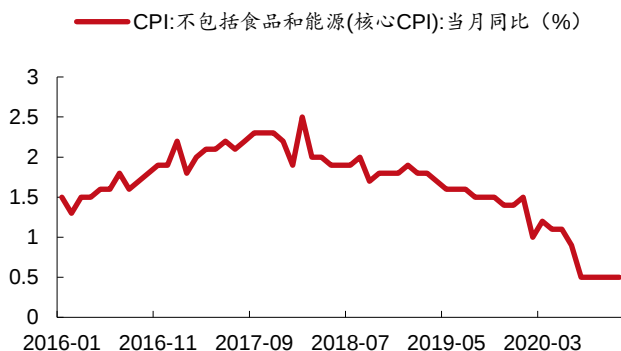
资料来源：WIND，西部证券研发中心

图3：CPI当月环比



资料来源：WIND，西部证券研发中心

图5：核心CPI当月同比



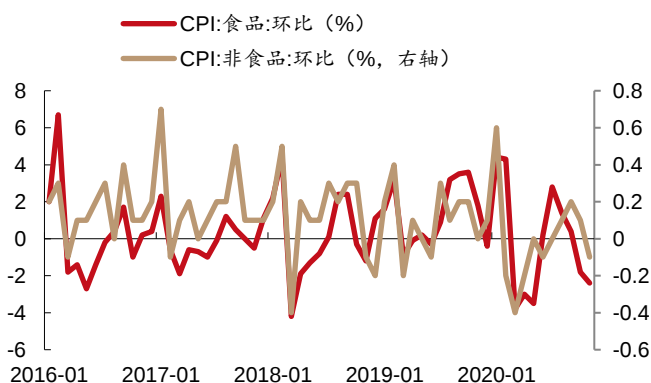
资料来源：WIND，西部证券研发中心

图2：食品项与非食品项CPI当月同比



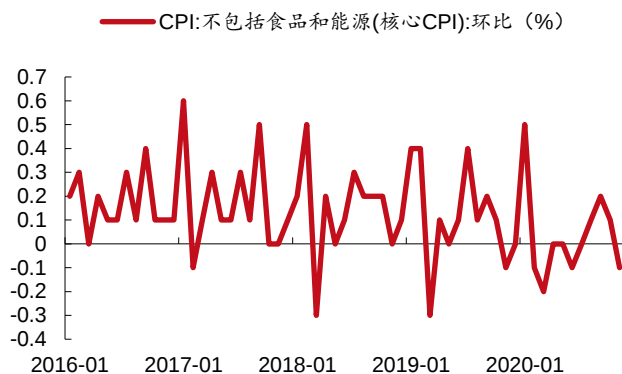
资料来源：WIND，西部证券研发中心

图4：食品项与非食品项CPI当月环比



资料来源：WIND，西部证券研发中心

图6：核心CPI当月环比

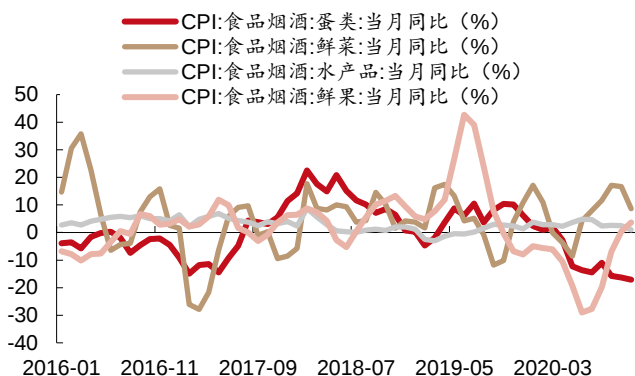


资料来源：WIND，西部证券研发中心

11 月食品项价格同比下降 2%，涨幅较上月回落 4.2 个百分点，影响 CPI 下降约 0.44 个百分点，是 11 月 CPI 转负的主要原因；环比下降 2.4%，较上月回落 0.6 个百分点。粮油鲜菜和水产品同比涨幅均有回落，而鲜果同比上涨 3.6%，涨幅较上月扩大 3.2 个百分点。其中，鲜菜、鲜果、水产品价格分别同比增长 8.6%、3.6%、1.0%，分别影响 CPI 同比上涨约 0.2、0.06、0.02 个百分点。蛋类和畜肉类价格分别同比下降 17.1% 和 7.3%，分别影响 CPI 下降约 0.11 和 0.53 个百分点。

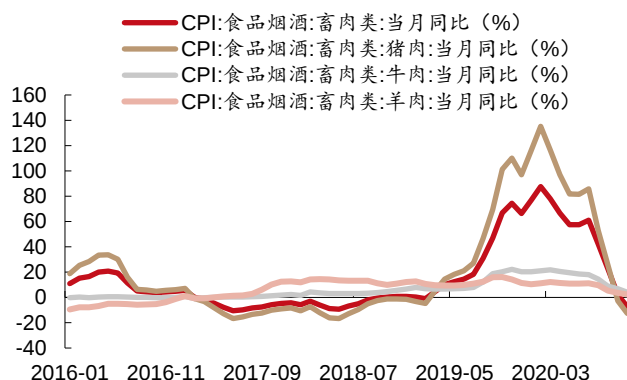
供给端生猪产能恢复叠加需求端消费淡季，11 月猪肉价格同比下降 12.5%，降幅较上月扩大 9.7 个百分点，影响 CPI 下降 0.6 个百分点。短期来看，冬季腌腊肉需求和节日旺季即将来临，猪价短期可能有一些反弹压力，11 月下旬生猪价格小幅反弹，预计 12 月猪价同比降幅将会收窄。但是中期来看，生猪产能目前已经恢复至 18 年非瘟疫情前的七成左右，猪价中期仍处于下行周期，预计在明年上半年猪价仍会对食品价格和 CPI 带来下行压力。

图 7：鲜菜、水产品、鲜果价格同比上涨，蛋类价格同比继续下降



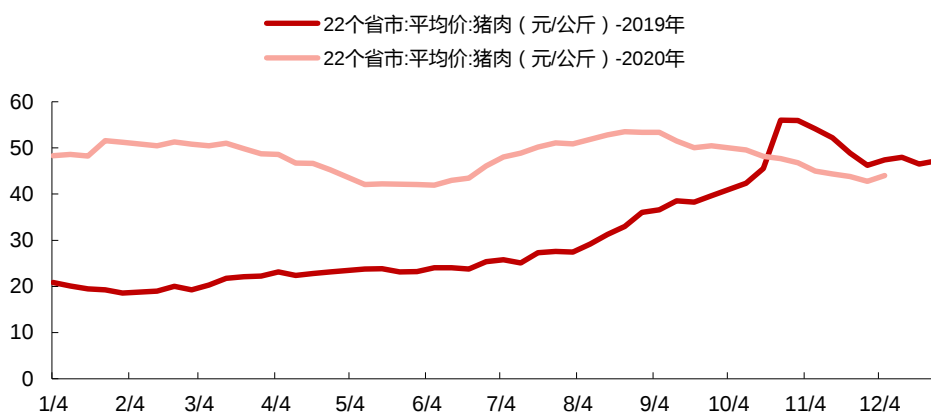
资料来源：WIND，西部证券研发中心

图 8：猪肉价格同比降幅明显扩大



资料来源：WIND，西部证券研发中心

图 9：猪肉价格短期有反弹压力，但中期看已经进入下行周期



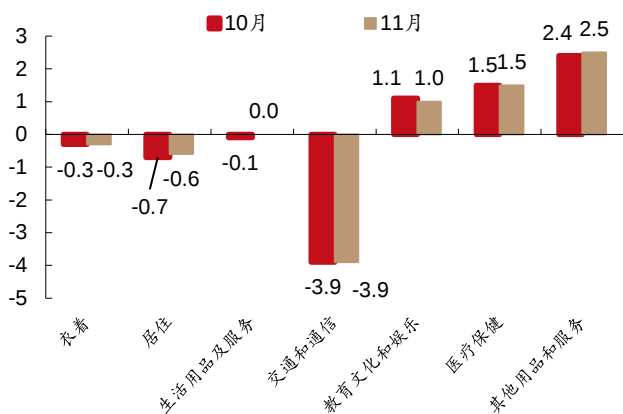
资料来源：WIND，西部证券研发中心

11 月非食品项价格同比下降 0.1%，是 2009 年 11 月以来的最低值，影响 CPI 下降约 0.06 个百分点；环比也下降 0.1%，最近五个月首次环比转负。

从环比来看，教育文化娱乐、其他用品和服务、交通和通信价格均下降。这三类价格分别下降 0.8%、0.6%和 0.3%。淡季出行减少，飞机票、旅游和宾馆住宿价格分别环比下降 16%、4%和 3%。居住、生活用品及服务、医疗保健价格均持平。衣着是 11 月唯一环比上涨的类别，11 月环比上涨 0.3%，主要是由于冬季新装上市，服装价格环比上涨 0.4%。

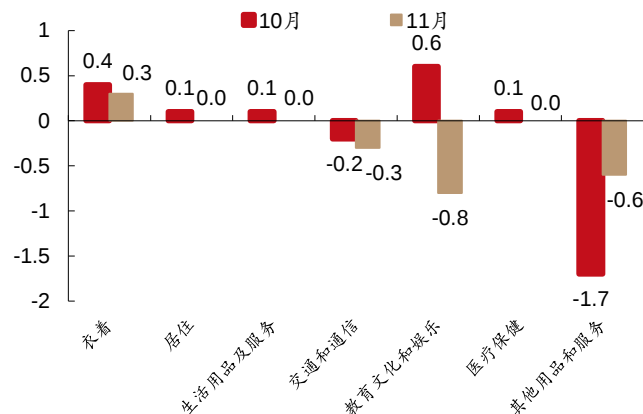
总的来看，非食品需求在 11 月偏弱，另外产能扩张也快于需求回暖，对非食品价格形成下行压力。

图 10：非食品项 10-11 月当月同比 (%)



资料来源：WIND，西部证券研发中心

图 11：非食品项 10-11 月当月环比 (%)



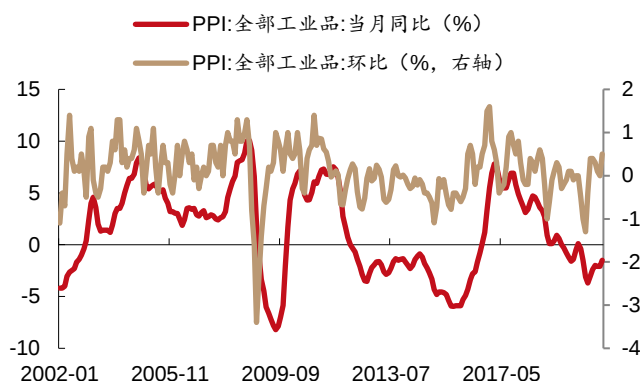
资料来源：WIND，西部证券研发中心

国内外需求共振，工业生产加速恢复。11 月 PPI 环比增长 0.5%，录得 18 年 9 月以来最快增速。11 月 PPI 同比下降 1.5%，降幅较上月收窄 0.6 个百分点。其中，生产资料价格同比下降 1.8%，降幅收窄 0.9 个百分点；生活资料价格同比下降 0.8%，降幅扩大 0.3 个百分点。

11 月生产资料价格环比增长 0.7%，是 PPI 回升的主要动力。具体来看，11 月原材料和采掘改善幅度大于加工环节。原材料工业和采掘工业的价格分别环比上涨 1.5%、0.8%，较上月涨幅明显扩大 1.3 和 0.9 个百分点；加工环节由上月持平转为本月的环比增长 0.4%。生活资料价格由上月下降 0.1%转为本月的上涨 0.1%，主要是由于耐用消费品价格环比下降 0.2%拖累所致。

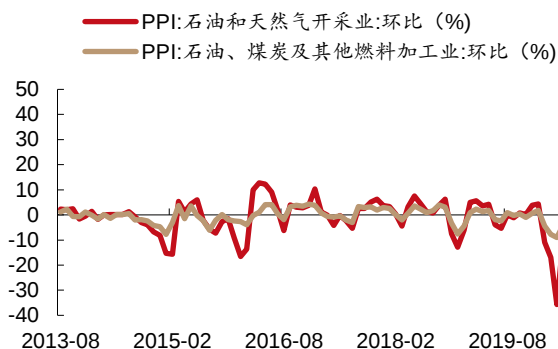
从具体行业来看，油价上涨以及季节性供暖需求带动相关行业价格回升。一方面，11 月新冠疫苗有较大的积极进展，在疫苗落地预期下，国际原油价格 11 月反弹至 45 美元以上，较 10 月末上涨超过 20%，因从而带动化工原料和燃料动力类价格分别环比上涨 1.7%和 1.2%。另一方面，冬季供暖需求增加，燃气生产和供应业、煤炭开采和洗选业价格分别环比上涨 2.8%和 2.2%。

图 12: PPI 当月同比与环比



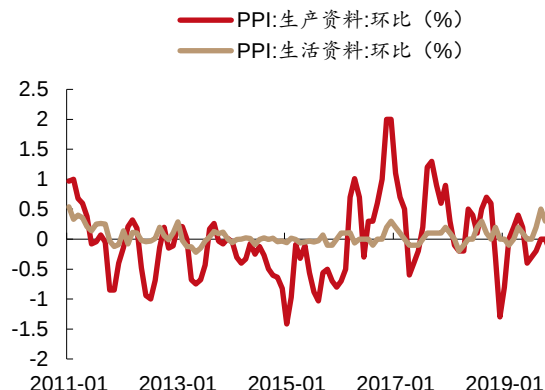
资料来源: WIND, 西部证券研发中心

图 14: 国际油价上涨, 带动石油相关行业价格环比回升



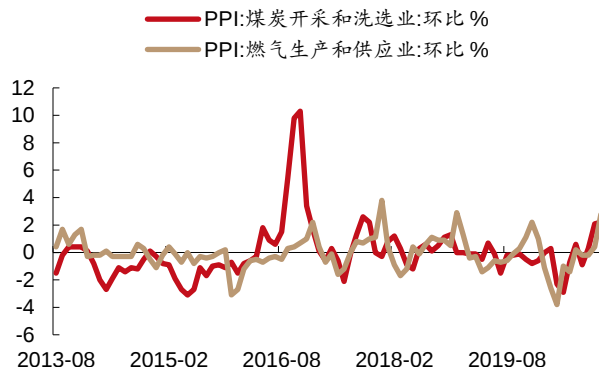
资料来源: WIND, 西部证券研发中心

图 13: 生产资料与生活资料 PPI 当月环比



资料来源: WIND, 西部证券研发中心

图 15: 供暖需求增加导致煤炭和燃气相关行业价格走高



资料来源: WIND, 西部证券研发中心

结论: 短期来看, 元旦春节临近, 消费需求有望回升。中长期看, 全球经济“修复+增长”的逻辑将会驱动通胀水平尤其是工业品价格不断回升。此轮 PPI 反弹的高点将会决定 10 年期国债收益率的顶部区间。

图 16: 南华期货商品指数

—— 南华综合指数

图 17: 彭博商品指数

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_992

