# 食品项持续主导通胀，CPI—PPI 剪刀差收窄

## ——11 月通胀数据点评

日期：2020 年 12 月 09 日

- **事件：** 2020 年 11 月 CPI 同比增速-0.5%，预期涨 0.1%，前值涨 0.5%，环比下行-0.6%，1-10 月 CPI 累计同比 2.7%；PPI 同比增速-1.5%，较上月上行 0.6 个百分点，市场预期-1.5%，环比上涨 0.5%。

**点评：**

- **CPI 同比增速近年首次转负，食品项为主要拖累，猪肉价格高基数叠加价格进入回落通道，导致下行速度继续加快。**非食品项依然相对偏弱。核心 CPI 连续 5 个月持平，消费品、服务类价格环比均回落。双节驱动服务业消费因素消退。
- **分项看，猪肉价格进入回落区间，水果蔬菜价格尚有所支撑，但拉升作用较上月走弱。**但从猪肉价格 12 月的最新数据来看，猪、羊肉价格略有拐头上行。预期 1-2 月猪肉价格由于过年备货需求将进一步上行，但高基数效应同比仍将继续大幅下滑，食品项增速承压。蔬菜水果价格进入季节性上行区间，12 月价格将继续上行，但 2019 年蔬菜价格处于相对高位，蔬菜同比增速对 CPI 拉动有限。
- **非食品各分项同、环比增速同上月比波动较小，需求端整体修复有限，**衣着、居住、生活用品、医疗保健修复增速环比依然较慢。
- **PPI 同、环比数据均修复上行，工业企业利润仍在修复，但修复速度有所放缓。**PPI 生活资料同比下行，主要是食品类的下滑的拉动。生产资料同比明显上行，加工企业的价格修复不及原材料价格速度，从 PPIRM 来看，购进价格涨幅也高于出厂价格。
- **PPI 周期品价格修复趋势延续，黑色、有色景气度延续，供暖需求拉升了煤炭、燃气产业的上行。**我国的房地产、基建、汽车对黑色需求仍强。煤炭受环保采暖上游限产、澳煤炭进口暂停和北方供暖需求拉动上行。原油价格 11 月有所上行，石油开采、石油加工产业链整体止跌回升。
- CPI-PPI 剪刀差继续收窄，受非食品项影响 CPI 持续下行，PPI 本月修复趋势得以延续，剪刀差收窄加速。
- **CPI 增速依然承压，PPI 上升趋势不变。**考虑到 2020 年一季度猪肉价格基数较高，预期未来 4-5 个月，CPI 都将维持在低位区间，而下半年 CPI 将逐步上行；核心 CPI 增速也将逐步上行。预计未来 PPI 一二季度走升趋势不变，随宏观政策回归常态，下半年或震荡走弱。
- **风险因素：**全球新冠疫情反复，市场流动性投放大幅增加，经济增速不及预期，地缘政治风险带动原油价格波动加剧。

**分析师：徐飞**
执业证书编号：S0270520010001
电话：021-60883488
邮箱：xufei@wlzq.com.cn

**研究助理：于天旭**
电话：021-60883499
邮箱：yutianxu@wlzq.com.cn

万联证券

# 目录

事件.....3
1、食品项主导 CPI 转负，非食品项修复依然较慢.....3
2、PPI 同比上行趋势延续.....5
3、风险提示.....7

# 图表目录

图表 1:CPI 同比增速继续回落(%).....3
图表 2:食品项增速大幅回落(%).....3
图表 3:核心 CPI 增速依然持平(%).....3
图表 4:食品项环比增速处于历年低点(%).....3
图表 5:猪肉价格进入回落区间(元/公斤).....4
图表 6:猪肉替代品：牛羊肉价格走势(元/公斤).....4
图表 7:蔬菜价格走势(元/公斤).....4
图表 8:水果价格走势(元/公斤).....4
图表 9:CPI 细分项同比走势(%).....5
图表 10:CPI 细分项同比走势(%).....5
图表 11:PPI 当月同比增速走势(%).....6
图表 12:加工工业-原材料工业价格走势(%).....6
图表 13:PPI 价格高波动分项走势(%).....6
图表 14:剪刀差继续收窄（%）.....6
图表 15:工业生产者价格主要数据.....7

万联证券

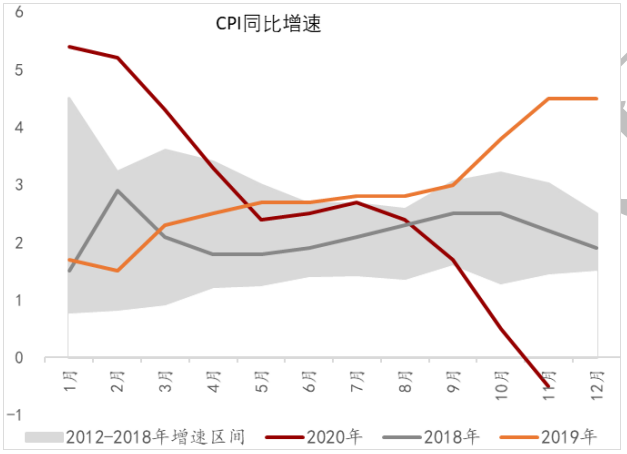
## 事件

2020年11月CPI同比增速-0.5%，预期涨0.1%，前值涨0.5%，环比下行-0.6%，1-10月CPI累计同比2.7%；PPI同比增速-1.5%，较上月上行0.6个百分点，市场预期-1.5%，环比上涨0.5%。

## 1、食品项主导CPI转负，非食品项修复依然较慢

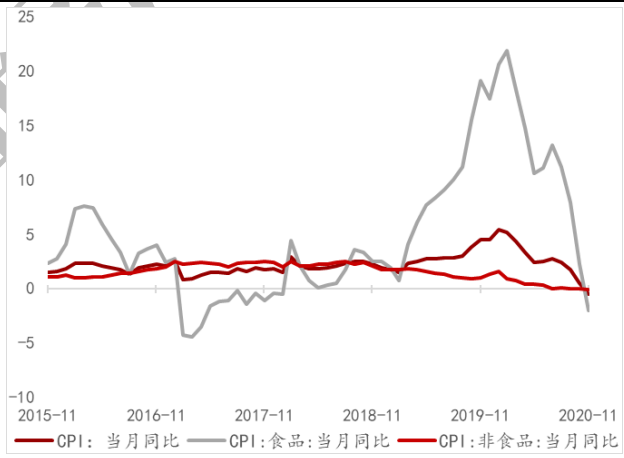
**CPI同比增速近年首次转负，食品项为主要拖累，猪肉价格高基数叠加价格进入回落通道，导致下行速度继续加快。**11月CPI同比增速继续回落1个百分点至-0.5%，降至2009年11月以来新低，环比下行-0.6%。CPI食品项同比增速由上月的2.2%快速回落至-2%，影响CPI下降约0.44个百分点，主要受去年同期基数较高影响，翘尾因素为0，新涨价因素为-0.5%；非食品项由0小幅回落至-0.1%，依然相对偏弱。

图表1： CPI 同比增速继续回落(%)




资料来源：Wind，万联证券研究所

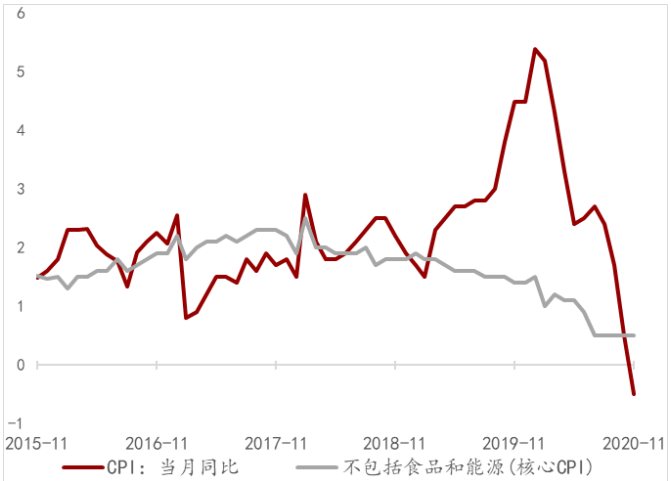
图表2： 食品项增速大幅回落(%)




资料来源：Wind，万联证券研究所

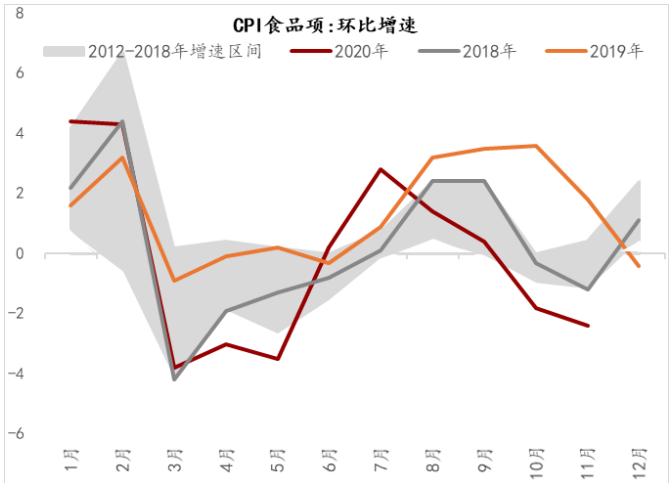
**核心CPI连续5个月持平，消费品、服务类价格环比均有所回落。**双节驱动服务业消费因素消退，11月上海受疫情影响，部分出行和线下消费减少也有一定影响。核心CPI同比增速持平于0.5%，环比回落-0.1%。CPI服务项同比持平于10月的0.3%，环比回落0.5个百分点至-0.4%，消费品同比则继续回落1.6个百分点至-1%，环比回落0.2个百分点至-0.8%。

图表3： 核心 CPI 增速依然持平(%)




资料来源：Wind，万联证券研究所

图表4： 食品项环比增速处于历年低点(%)

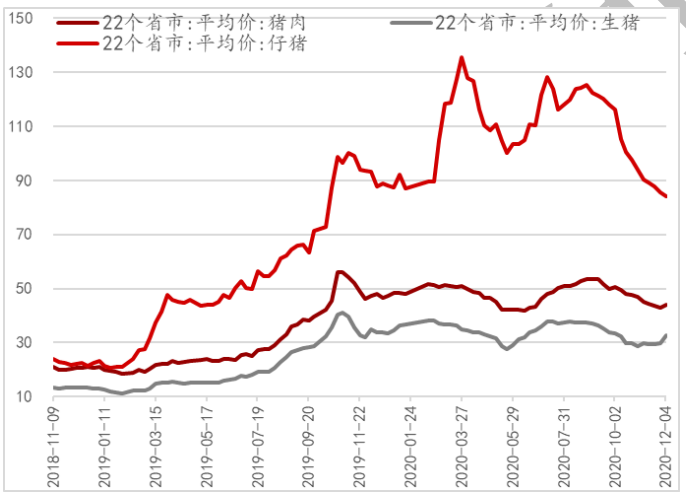



资料来源：Wind，万联证券研究所

**猪肉价格进入回落区间，水果蔬菜价格尚有所支撑，但拉升作用较上月走弱。**食品项细分来看，猪肉价格快速回落，2019年同期猪肉价格处于阶段高位，高基数叠加当前价格快速回落导致猪肉同比增速大幅下滑，而猪肉的替代品牛羊肉的同比增速也随之下滑。从猪肉价格12月的最新数据来看，猪肉价格略有拐头上行，冬季猪肉需求进入旺季，羊肉价格开始拐头上行。预期1-2月猪肉价格由于过年备货需求将进一步上行，但去年同期涨幅大幅上行，即使猪肉价格继续上行，1-2月同比仍将继续大幅下滑，食品项增速预期仍将继续下滑。蔬菜水果价格进入季节性上行区间，12月价格将继续上行，但2019年蔬菜价格处于相对高位，蔬菜同比增速对CPI拉动有限。

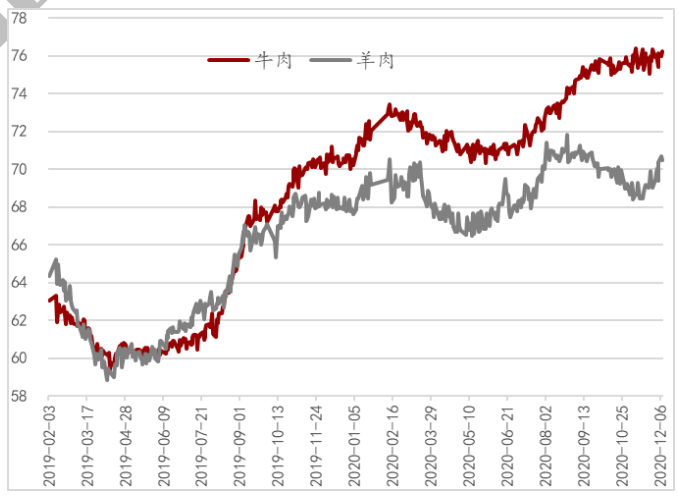
从CPI分项具体来看，11月，猪肉价格同比下降12.5%，降幅比上月扩大9.7个百分点，影响CPI下降约0.6个百分点，环比增速由上月的-7%收窄至6.5%。猪肉的替代品牛羊肉同比增速也分别由上月的7%、3.6%继续下行至4.2%、2.2%，蛋类同比增速持平于-16.3%。鲜菜价格同比由10月的16.7%下行至8.6%，环比下跌-5.7%，鲜果价格同比持平于0.4%，环比上行1.8%。粮食、食用油、水产品、烟草、酒类同比增速分别由10月的1.5%、4.7%、2.5%、0.8%、1.4%变动为1.4%、3.1%、2.5%、0.8%、1.4%。

图表5： 猪肉价格进入回落区间(元/公斤)



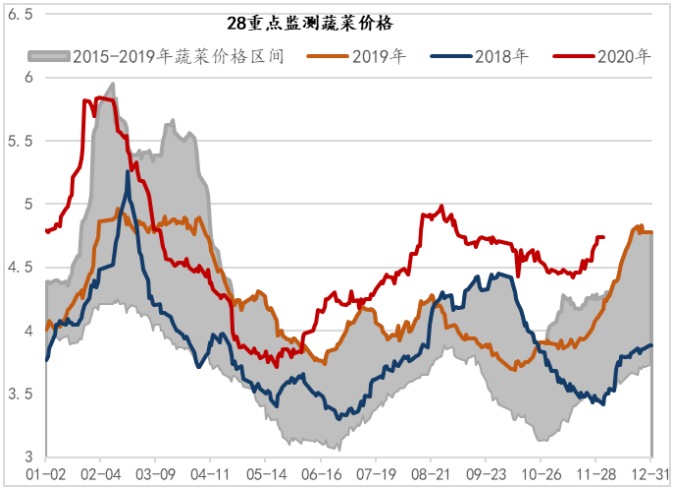

资料来源：Wind，万联证券研究所

图表6： 猪肉替代品：牛羊肉价格走势(元/公斤)



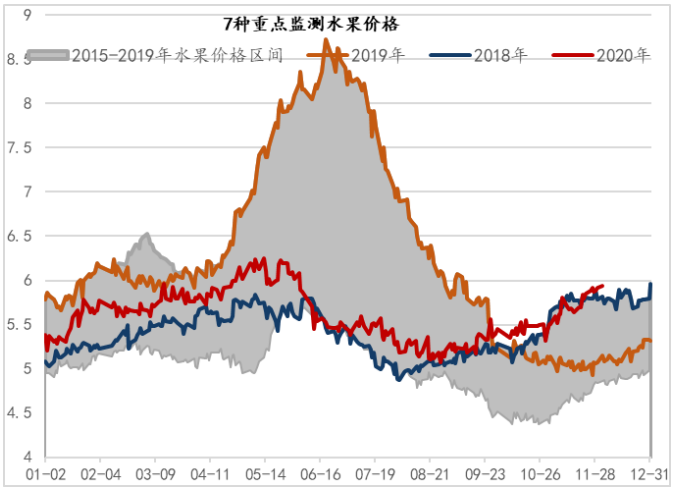

资料来源：Wind，万联证券研究所

图表7： 蔬菜价格走势(元/公斤)




资料来源：Wind，万联证券研究所

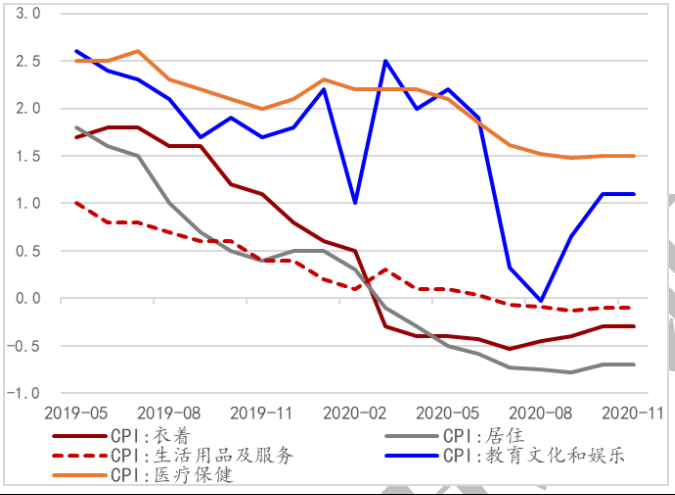
图表8： 水果价格走势(元/公斤)




资料来源：Wind，万联证券研究所

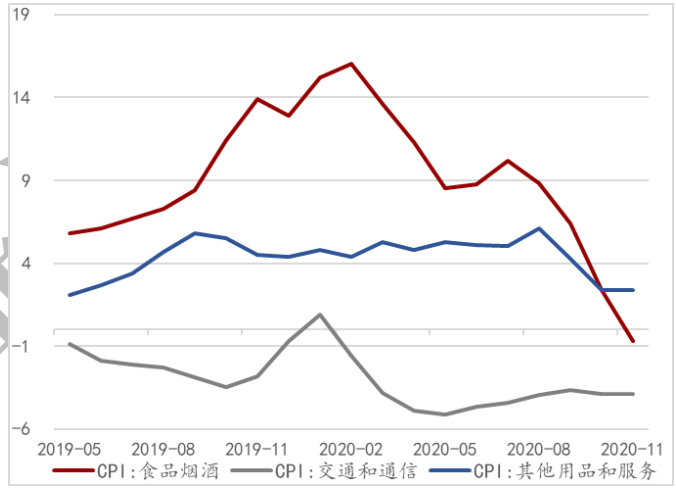
**非食品各分项同、环比增速同上月比波动较小，衣着、居住、生活用品、医疗保健修复增速环比依然较慢，需求端整体修复有限。**从CPI非食品分项来看，教育文化和娱乐同比增速1.0%，环比增速0.6%，旅游业增速并未下调，出行相关的飞机票、宾馆住宿和旅游价格环比仍在继续上行。衣着、居住、医疗保健等必须消费基本低位小幅上行。11月交通、通信工具同比下行-3.9%，环比下行-0.2%。中东地缘政治对原油价格影响较大，近期局势依然动荡，原油价格的波动性仍将延续。非食品项环比来看整体小幅回落0.1个百分点，需求端依然偏弱。

图表9： CPI 细分项同比走势(%)




资料来源：Wind，万联证券研究所

图表10：CPI 细分项同比走势(%)



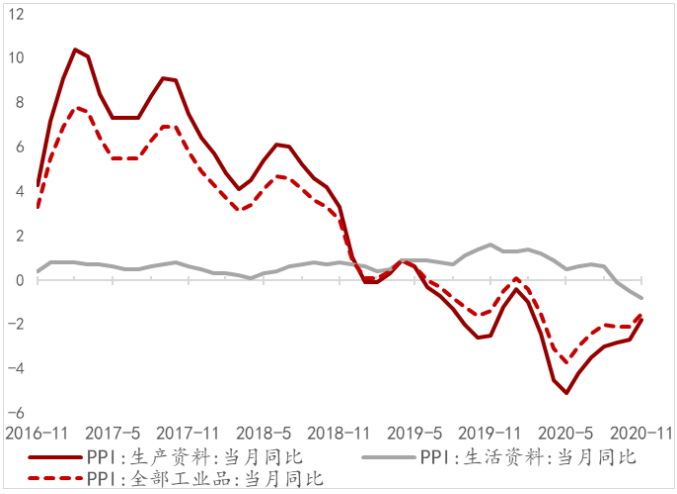

资料来源：Wind，万联证券研究所

## 2、PPI同比上行趋势延续

**PPI同、环比数据均修复上行，工业企业利润仍在修复，但略有放缓。**PPI生活资料同比下行，主要是食品类的下滑的拉动。生产资料同比明显上行，原材料工业增速上行最快，采掘工业也反弹上行。加工工业和原材料工业的差值有所缩窄，加工企业的价格修复不及原材料价格速度，工业企业利润预期仍将继续修复，但修复速度略有放缓。从PPIRM来看，工业生产者购进价格上行0.8百分点至-1.6%，购进价格涨幅高于出厂价格。PPIRM分项中，黑色、有色、建筑、纺织原料类购进价格同环比仍在逐步修复，纺织、建材、汽车等行业需求仍在继续上行。

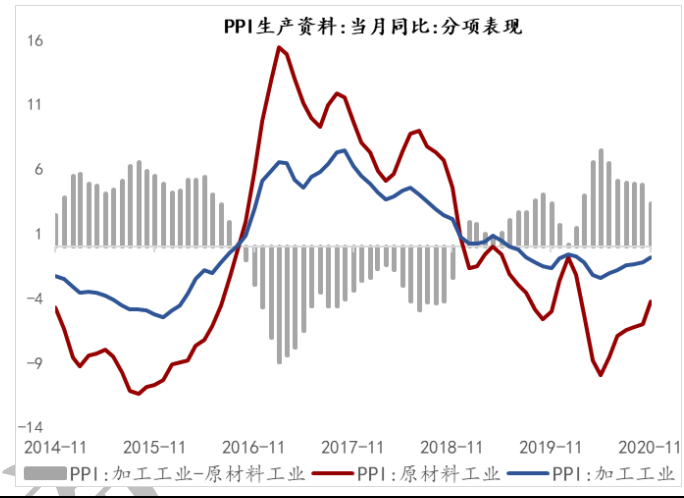
具体数据来看，PPI同比上涨0.6个百分点至-1.5%，环比上行0.5%。生产资料同比上行0.9个百分点至-1.8%，环比上行0.7%，其中，采掘工业、原材料工业和加工工业同比分别由10月的-2.7%、-6%、-1.2%上行至-1.8%、-4.2%和-0.8%，各项同环比均在继续 上行。PPI生活资料继续下行0.3个百分点至-0.8%，环比上行0.1%；其中，食品类同比由0.8%下行至0.1%。

图表11：PPI 当月同比增速走势(%)




资料来源：Wind，万联证券研究所

图表12：加工工业-原材料工业价格走势(%)

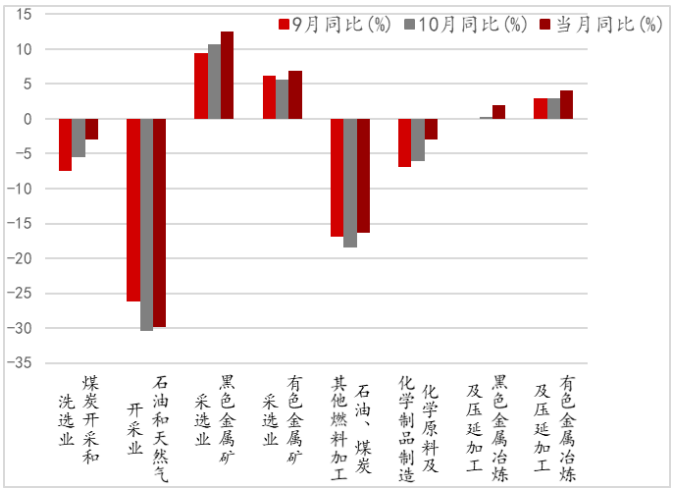



资料来源：Wind，万联证券研究所

**PPI周期品价格修复趋势延续，黑色、有色景气度延续，供暖需求拉升了煤炭、燃气产业的上行。**黑色、有色金属矿采选和冶炼及压延工业延续上行，修复速度加快；我国的房地产、基建、汽车对黑色需求仍强，黑色产业链景气度有望维持，且当前钢材库存压力已经明显去化;随海外市场逐步复苏,有色相关的国际商品仍将继续上行。煤炭开采业环比继续上行，主要受环保采暖上游限产、澳煤炭进口暂停和北方供暖需求拉动，燃气的生产和供应业环比上行幅度最大。化学原料及制品业也延续修复的趋势。化纤、纺织业有所好转，但服装业增速与上月持平。原油价格11月有所上行，石油开采、石油加工产业链整体止跌回升。

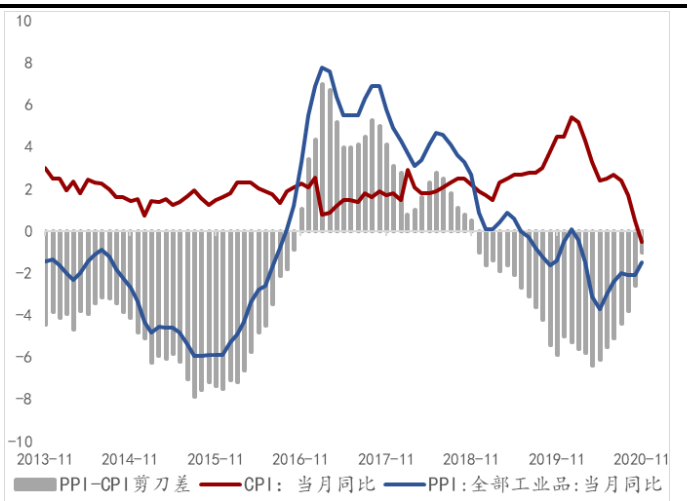
CPI-PPI剪刀差继续收窄,受非食品项影响CPI持续下行,PPI本月修复趋势得以延续，剪刀差收窄加速。整体来看，CPI、PPI各自的趋势没有逆转，预期CPI-PPI剪刀差仍将继续收窄。

图表13：PPI 价格高波动分项走势(%)




资料来源：Wind，万联证券研究所

图表14：剪刀差继续收窄（%）




资料来源：Wind，万联证券研究所

**CPI增速依然承压，PPI上升趋势不变。**考虑到2020年一季度猪肉价格基数较高，且食品价格正处于回落区间，预期未来4-5个月，CPI都将维持在低位区间，随2021年2月猪肉价格达到高点，CPI同比或跌幅更深，而下半年CPI将逐步上行；核心CPI增速

也将逐步上行，随居民收入的缓步修复，海外经济逐步复苏，将一定程度释放国内的供需关系。随疫苗阶段性研发取得阶段性进展，海外市场生产、消费的预期将进一步改善，有色等国际金属品种需求仍将上行，市场对未来原油需求预期将有所改善，但地缘政治风险又带来了较大的不确定性。房地产、建材施工上半年预期延续旺盛，下半年上行压力增加，增速或维稳，房地产下游的家电需求也逐步好转，黑色、有色等周期品价格仍将继续上行。预计未来PPI一二季度走升趋势不变，随宏观政策回归常态，下半年或震荡走弱。

图表15：工业生产者价格主要数据

| 2020年11月工业生产者价格主要数据 | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 指标名称 | 当月环比(%) | 10月环比(%) | 当月同比(%) | 10月同比(%) | 9月同比(%) | 累计同比(%) |
| 主要行业出厂价格 | | | | | | |
| 煤炭开采和洗选业 | 2.2 | 2.10 | -2.9 | -5.50 | -7.50 | -6.0 |
| 石油和天然气开采业 | 0.9 | -4.90 | -29.8 | -30.40 | -26.20 | -27.4 |
| 黑色金属矿采选业 | 0 | 0.70 | 12.5 | 10.70 | 9.40 | 6.0 |
| 有色金属矿采选业 | -0.4 | -0.30 | 6.9 | 5.60 | 6.20 | 4.5 |
| 非金属矿采选业 | 0.3 | 0.10 | 1.6 | 1.00 | 1.10 | 1.4 |
| 农副食品加工业 | 0.8 | -0.10 | 0.8 | 1.90 | 3.90 | 5.1 |
| 食品制造业 | 0.4 | 0.00 | 0.6 | 0.20 | 0.30 | 0.6 |
| 酒、饮料和精制茶制造业 | 0.3 | -0.10 | 0.7 | 0.30 | 0.40 | 0.6 |
| 烟草制品业 | 0 | 0.10 | 0.8 | 0.80 | 0.80 | 1.4 |
| 纺织业 | 0.5 | 0.30 | -4.7 | -5.40 | -6.00 | -4.8 |
| 纺织服装、服饰业 | 0 | 0.00 | -1.6 | -1.60 | -1.70 | -1.1 |
| 木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业 | 0 | 0.00 | -1.1 | -1.10 | -1.00 | -0.7 |
| 造纸及纸制品业 | 0.5 | 0.30 | -1.3 | -1.70 | -1.90 | -3.0 |
| 印刷业和记录媒介的复制 | -0.3 | -0.20 | -2.1 | -1.80 | -1.70 | -1.2 |
| 石油、煤炭及其他燃料加工业 | 1.7 | -1.60 | -16.3 | -18.50 | -16.90 | -14.5 |
| 化学原料及化学制品制造业 | 2.2 | 1.10 | -3 | -6.00 | -6.90 | -6.4 |
| 医药制造业 | 0.1 | -0.10 | 0.5 | 0.50 | 0.40 | 0.7 |
| 化学纤维制造业 | 1.9 | 1.00 | -10.4 | -13.80 | -15.60 | -14.0 |
| 橡胶和塑料制品业 | 0.3 | 0.00 | -1.9 | -2.50 | -2.50 | -2.0 |
| 非金属矿物制品业 | 0.7 | 0.30 | -2.5 | -2.40 | -2.30 | -1.5 |
| 黑色金属冶炼及压延加工业 | 1.5 | -0.10 | 2 | 0.30 | 0.00 | -2.7 |
| 有色金属冶炼及压延加工业 | 1.1 | -0.30 | 4.1 | 2.90 | 2.90 | 0.1 |
| 金属制品业 | 0.1 | 0.10 | -0.1 | -0.20 | -0.10 | -0.1 |
| 通用设备制造业 | 0 | 0.00 | -0.7 | -0.70 | -0.80 | -0.3 |
| 汽车制造业 | -0.1 | -0.10 | -0.4 | -0.30 | -0.30 | -0.4 |
| 铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业 | 0.2 | -0.30 | -0.1 | 0.00 | 0.30 | 0.5 |
| 计算机、通信和其他电子设备制造业 | -0.4 | -0.20 | -1.9 | -1.70 | -1.90 | -1.4 |
| 电力、热力的生产和供应业 | 0.3 | 0.00 | -1.8 | -1.90 | -2.00 | -1.9 |
| 燃气生产和供应业 | 2.8 | 0.40 | -3.9 | -5.40 | -5.50 | -4.5 |
| 水的生产和供应业 | 0 | 0.00 | -0.2 | -0.10 | -0.10 | 0.1 |

*资料来源：Wind，万联证券研究所*

## 3、风险提示

全球新冠疫情反复，市场流动性投放大幅增加，经济增速不及预期，地缘政治风险带动原油价格波动加剧。

## 行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

## 公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅—5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。
基准指数 ：沪深300指数

## 风险提示

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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 免责条款

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

**万联证券股份有限公司 研究所**

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦
北京 西城区平安里西大街 28 号中海国际中心
深圳 福田区深南大道 2007 号金地中心
广州 天河区珠江东路 11 号高德置地广场