总量研究中心

11 月物价数据评论

宏观经济点评

CPI 通缩，PPI 降幅继续收窄

数据： 11 月 CPI 当月同比-0.5%（前值 0.5%），环比-0.6%（前值-0.3%）；
11 月 PPI 当月同比-1.5%（前值-2.1%），环比 0.5%（前值 0.0%）。

- **11 月 CPI 同比-0.5%，涨幅回落 1.0 个百分点，继 2009 年 10 月以来首次由涨转跌；食品价格走弱，猪肉价格跌幅扩大 9.7 个百分点，推动 CPI 回落。**食品 CPI 同比为-2.0%（2.2%），11 月 CPI 分项中，蔬菜、猪肉、水产品、鸡蛋同比皆有所下跌。此外，非食品 CPI 同比（-0.1%）以及核心 CPI 同比（0.5%）较上月持稳。从环比来看，CPI 持续下降（-0.6%），食品类中，蔬菜（-5.7%）较上月下跌，猪肉（-6.5%）大幅下跌，水产品（-1.2%）跌幅持平，蛋类（-1.9%）跌幅持平，水果（1.8%）涨幅持平；非食品类中，衣着（0.4%）涨幅持平，医疗保健（0.1%）基本持平，教育与娱乐（0.6%）涨幅持平，交通工具用燃料（-2.2%）跌幅持平。**非食品类缓慢改善，服务业在逐步恢复的进程中。**

- **11 月 PPI 当月同比-1.5%，收窄 0.6 个百分点，环比上涨 0.5%，主要原因在于工业生产稳定恢复，市场需求持续回暖，煤炭和化学原料等工业品行业明显回暖。国内市场需求缓慢恢复，煤炭、化学原料、非金属等多种工业品价格明显上涨。**从环比来看，煤炭开采和洗选业（2.2%）涨幅扩大，石油、煤炭及其他燃料加工业（1.7%）由跌转涨，化学原料及化学制品制造业（2.2%）涨幅扩大，非金属矿物制品业（0.7%）涨幅扩大，黑色金属冶炼及压延加工业（1.5%）由跌转涨，有色金属冶炼及压延加工业（1.1%）由跌转涨。

- **展望 2020 年 12 月，布伦特原油稳中有涨，价格在 48 美元/每桶左右，猪肉价格下跌至 42 元/公斤附近，价格驱降，预计 CPI 当月同比跌幅将有所收窄，PPI 当月同比跌幅收窄。**11 月以来，随着国内外需求恢复，食品价格开始上升，预计 12 月 CPI 同比和环比小幅上升。从 PPI 分项看，工业品需求回升，房产基建投资韧性犹存，PPI 将环比缓慢上升，同比跌幅收窄。

- **11 月 CPI 回落至 0%以下，年内物价将震荡较大幅回落，食品价格回落将带动 CPI 逐步下行，服务业重启将对 CPI 起到托底作用。明年看，CPI、PPI 将逐季上升，其中由于基数原因，二季度为高点，但全年通胀压力相对较小。**CPI 四个重要分项中，猪周期进入下行通道，生猪产能恢复，生猪存栏和能繁母猪存栏持续回升，猪肉供给充足，价格继续降低；另一方面，随着各地区各部门持续推进“六稳”“六保”工作，猪肉等民生商品价格将继续回落。国内服务业回暖与核心通胀的价格持续修复对 CPI 也起到了托底的作用。我们判断明年 CPI 同比将逐季上升，考虑基数原因，明年二季度为 CPI 高点，CPI 中枢在 1.5%左右。**从 PPI 角度看，国内经济复苏带动 PPI 在 5 月触底后继续回暖，总需求扩张，但受海外疫情扰动，工业生产恢复依然存在波动。**未来看，PPI 的六个重要分项中，国际油价开始回暖，对 PPI 产生一定的正面影响；工业品价格随着国内需求修复和基建的支撑企稳回升。秋冬季海外疫情反弹，可能对工业生产的恢复有抑制作用。我们预计明年 PPI 同比将逐季回升，中枢在 1.6%左右。**总体来看，明年通胀压力相对较小，货币政策尚无主动收紧必要。随着经济常态化复苏，政策回归中性，信用扩张速度将明显放缓，我们预计明年社融存量增速或将回落至 11%左右，新增社融预计在 30-33 万亿元（今年预计为 35 万亿元）。**

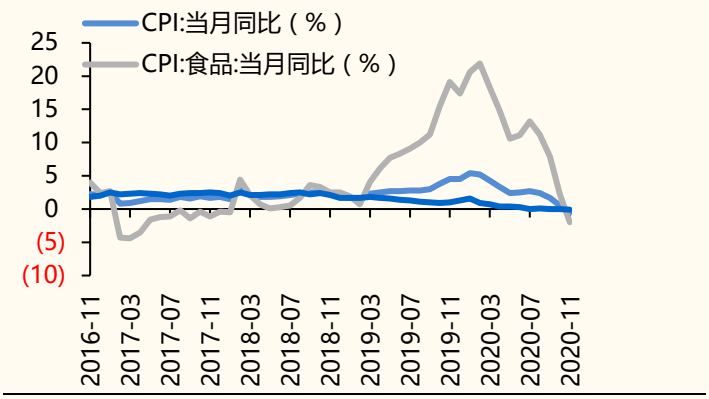
风险提示：疫情发展失控、政府应对不当、行业影响过大。

边泉水 分析师 SAC 执业编号：S1130516060001
bianquanshui@gjzq.com.cn

段小乐 分析师 SAC 执业编号：S1130518030001
duanxiaole@gjzq.com.cn

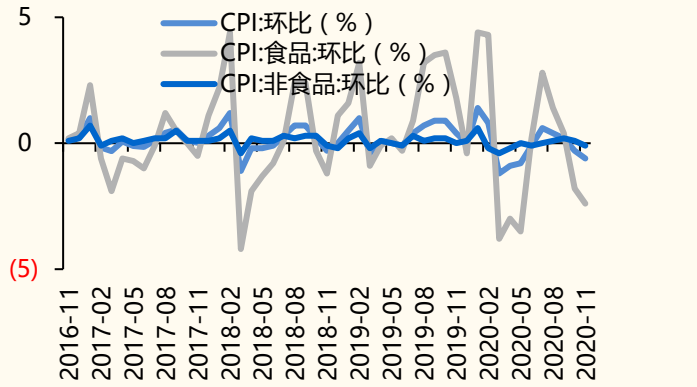
邸鼎荣 联系人
didingrong@gjzq.com.cn

图表 1：CPI 当月同比大幅回落



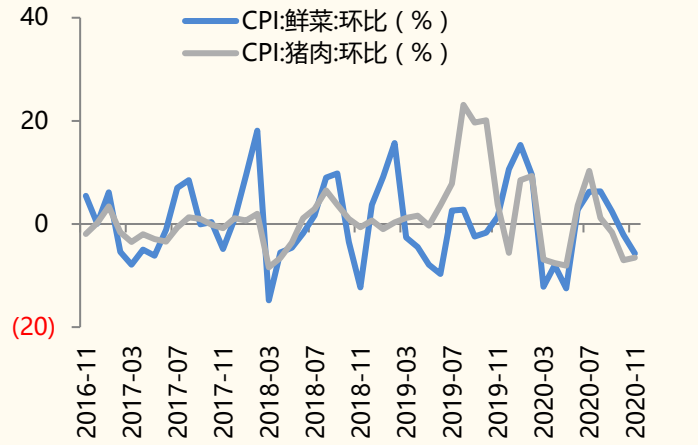
来源：国家统计局，国金证券研究所

图表 2：CPI 环比回落



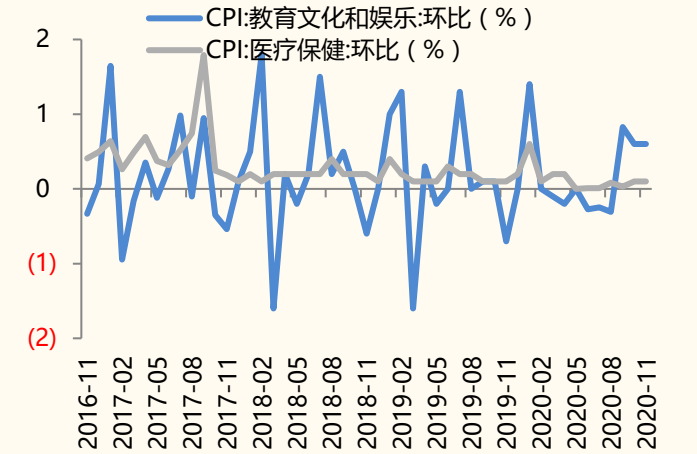
来源：国家统计局，国金证券研究所

图表 3：猪肉价格大幅下降



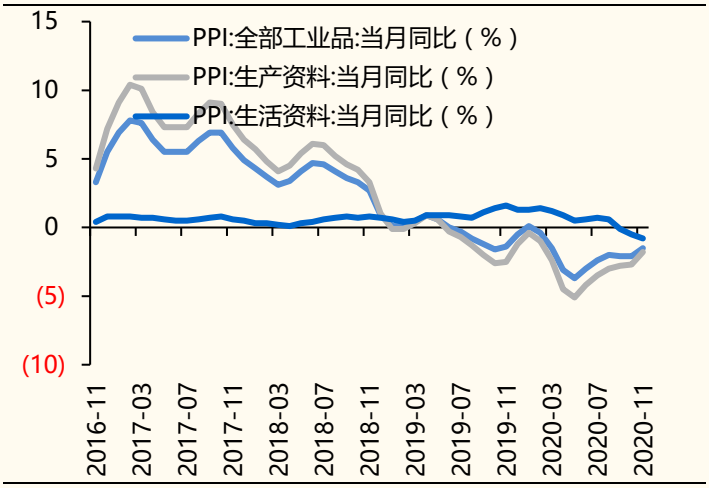
来源：国家统计局，国金证券研究所

图表 4：文教娱乐价格涨幅持平



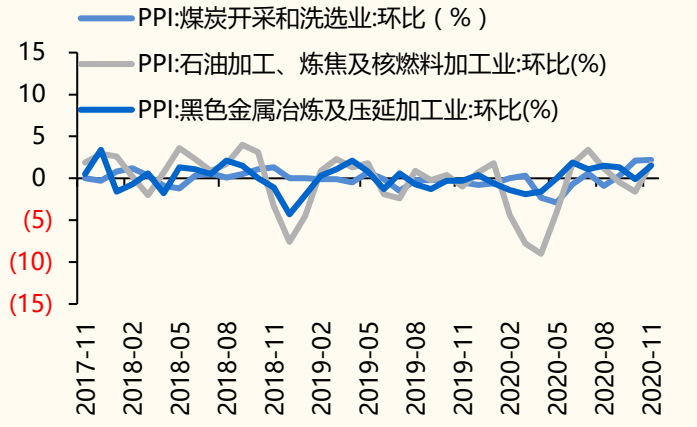
来源：国家统计局，国金证券研究所

图表 5：PPI 当月同比收窄



来源：国家统计局，国金证券研究所

图表 6：石油加工行业价格环比由跌转涨



来源：国家统计局，国金证券研究所

风险提示：

1、 疫情扩散速度和范围远超预期，导致经济和社会活动受到重大影响；

2、 政府应对措施和方法不当，导致恐慌性情绪和预期混乱；

3、 部分行业受到负面影响远超预期。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级(含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上(含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7GH