11 月物价数据点评：CPI 同比由涨转降，PPI 同比降幅收窄

2020 年 12 月 09 日

证券分析师 李勇
执业证号：S0600519040001
010-66573671
liyong@dwzq.com.cn

事件

■ **数据公布：**2020 年 12 月 9 日，国家统计局公布 2020 年 11 月 CPI 和 PPI 相关数据：（1）CPI 同比增速-0.5%，由涨转降。（2）PPI 同比增速-1.5%，相较于上月降幅收窄。

观点

■ **CPI：11 月 CPI 同比由涨转降，供给端为主导因素。**去年同期对比基数较高，翘尾因素较少，同时供给端供给充足、需求端恢复速度弱于供给端，CPI 同比下降 0.5%。食品价格下降是带动 CPI 由涨转降的主要原因，11 月食品价格由上月上涨 2.2%转为下降 2.0%，影响 CPI 下降约 0.44 个百分点。食品分项中，猪肉价格同比大幅下降 12.5%，较上期降幅扩大 9.7 个百分点，影响 CPI 下降约 0.60 个百分点；鸡蛋、鸡肉与鸭肉价格分别下降 19.1%、17.8%和 10.8%，降幅扩大；鲜菜价格上涨 8.6%，涨幅缩窄 8.1 个百分点；鲜果价格上涨 3.6%，涨幅扩大 3.2 个百分点。非食品价格由上月持平转为下降 0.1%，带动 CPI 下降约 0.06 个百分点。非食品中，交通和通信价格下降 3.9%，其中汽油和柴油价格下明显，分别下降 17.9%和 19.6%；医疗保健价格上涨 1.5%；教育文化和娱乐价格上涨 1.0%。

■ **PPI：11 月 PPI 降幅缩窄，工业生产持续恢复、市场需求逐步回暖。**从同比角度来看，11 月 PPI 同比下降 1.5%，较上月降幅收窄 0.6 个百分点。其中，生产资料价格下降 1.8%，降幅收窄 0.9 个百分点；生活资料价格下降 0.8%，降幅扩大 0.3 个百分点。从环比角度来看，PPI 由上月持平转为上涨 0.5%。其中，生产资料价格上涨 0.7%，涨幅比上月扩大 0.6 个百分点；生活资料价格由降转涨，由上月下降 0.1%转为上涨 0.1%。

■ **展望后期：CPI 方面预计 12 月继续下跌，但跌幅有限。**11 月以来，CPI 受供给端影响由涨转降。猪肉、鸡蛋、鸡肉、鸭肉等等重要民生产品生产不断恢复，需求端恢复速度较慢。供需错配下，价格跌幅进一步扩大。鲜菜生产产能恢复，价格同比上涨 8.6%，涨幅大幅回落 8.1 个百分点。受应季水果上市因素影响，鲜果价格同比增长 3.6%，涨幅扩大 3.2 个百分点。非食品项方面，旅游淡季到来，飞机票、旅游和宾馆住宿价格或将出现进一步下跌。同时冬装上市，衣着价格出现上涨趋势。预计 12 月 CPI 继续下跌，但随着年末到来，需求端逐步恢复，CPI 跌幅有限。**PPI 方面，预计工业品物价进一步反弹，12 月 PPI 降幅小幅收窄**。工业生产持续恢复，市场需求逐步回暖，带来部分工业品物价反弹。分项来看，受疫苗研制进度利好消息等因素影响，国际原油价格上涨，化学原料和化学制品制造业价格，化学纤维制造业价格，石油、煤炭及其他燃料加工业价格，石油和天然气开采业价格出现上涨。国内供暖需求季节性增加，燃气生产和供应业、煤炭开采和洗选业价格出现上涨。从库存周期来看，目前是被动去库存阶段，供给端稳定恢复，需求进一步回暖，未来对 PPI 形成一定的支撑。此外，英国脱欧或将刺激原油价格出现进一步上涨。我们预测，12 月的 PPI 的同比降幅有望继续小幅收窄。

■ **风险提示：**风险提示：疫苗研发超预期，经济复苏速度超预期。

相关研究

1、《固收点评 2020：朗新转债：秉承互联网战略思想，政策与技术助力腾飞》2020-12-08
2、《固收点评 20201208：2020 年 11 月进出口数据点评—出口超预期增长，密切关注持续性》2020-12-08
3、《固收月报 20201208：11 月经济数据前瞻月报：CPI 达到年内低点，消费、投资稳定增长》2020-12-08
4、《固收点评 20201207：北陆转债：对比剂行业的龙头企业，持续布局精准医疗领域》2020-12-07
5、《固收点评 20201207：润建转债：通信技术领先企业，业绩营收稳定增长》2020-12-07

请务必阅读正文之后的免责声明部分

对此，我们的点评如下：

CPI 同比环比均由涨转降，PPI 降幅缩窄，接近市场普遍预期。统计局公布的 CPI 数据显示：11 月 CPI 同比增速-0.5%，今年以来首次出现负值。11 月 CPI 环比增速-0.6%，降幅扩大 0.3%个百分点。从分项数据来看，食品价格下降是带动 CPI 由涨转降的主要原因，11 月食品价格由上月上涨 2.2%转为下降 2.0%，影响 CPI 下降约 0.44 个百分点。非食品价格 11 月由上月持平转为下降 0.1%，拖动 CPI 下降约 0.06 个百分点。扣除食品和能源价格的核心 CPI 继续保持稳定，同比上涨 0.5%，已连续 5 个月涨幅相同。11 月 PPI 同比增速-1.5%，降幅小幅收窄。其中，生产资料价格下降 1.8%，降幅收窄 0.9 个百分点；生活资料价格下降 0.8%，降幅扩大 0.3 个百分点。PPI 整体通缩压力依然存在，需继续关注后续反弹周期。

1. CPI：11 月 CPI 同比由涨转降，供给端为主导因素

统计局公布的 CPI 数据显示：中国 11 月 CPI 同比下降 0.5%，前值增长 0.5%；CPI 环比下降 0.6%,前值下降 0.3%。CPI 变动幅度接近预期。

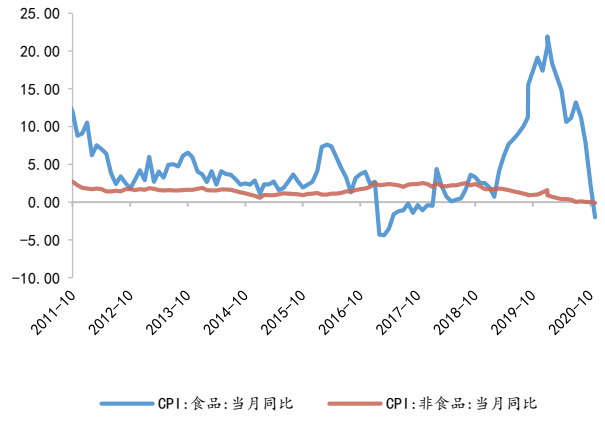
去年同期对比基数较高，翘尾因素较少，同时供给端供给充足、需求端恢复速度弱于供给端，CPI 同比下降 0.5%。食品价格下降是带动 CPI 由涨转降的主要原因，11 月食品价格由上月上涨 2.2%转为下降 2.0%，影响 CPI 下降约 0.44 个百分点。食品分项中，猪肉价格同比大幅下降 12.5%，较上期降幅扩大 9.7 个百分点，影响 CPI 下降约 0.60 个百分点；鸡蛋、鸡肉和鸭肉价格分别下降 19.1%、17.8%和 10.8%，降幅均有扩大；鲜菜价格上涨 8.6%，涨幅回落 8.1 个百分点；鲜果价格上涨 3.6%，涨幅扩大 3.2 个百分点。非食品价格由上月持平转为下降 0.1%，影响 CPI 下降约 0.06 个百分点。非食品中，交通和通信价格下降 3.9%，其中汽油和柴油价格下降明显，分别下降 17.9%和 19.6%；医疗保健价格上涨 1.5%；教育文化和娱乐价格上涨 1.0%。扣除食品和能源价格的核心 CPI 继续保持稳定，同比上涨 0.5%，连续 5 个月涨幅相同。

从环比角度看，11 月份，食品烟酒类价格环比下降 1.6%，影响 CPI 下降约 0.52 个百分点。由于生产逐步恢复，民生商品供应充足，食品类价格进一步下降。鲜菜价格下降 5.7%，影响 CPI 下降约 0.15 个百分点；畜肉类价格下降 4.7%，影响 CPI 下降约 0.33 个百分点，其中猪肉价格下降 6.5%，影响 CPI 下降约 0.29 个百分点；水产品价格下降 1.9%，影响 CPI 下降约 0.03 个百分点；蛋类价格下降 1.4%，影响 CPI 下降约 0.01 个百分点。非食品项中，冬装上市，衣着价格上涨 0.3%；居住、生活用品及服务、医疗保健价格均持平；教育文化和娱乐、其他用品和服务、交通和通信价格分别下降 0.8%、0.6%和 0.3%。

总体来看，11 月食品烟酒类价格预期内下降主要由于供给稳定恢复，民生商品供应充足，同时需求的缓慢恢复为价格支撑提供韧性；而非食品类供给变化相对较小，主要

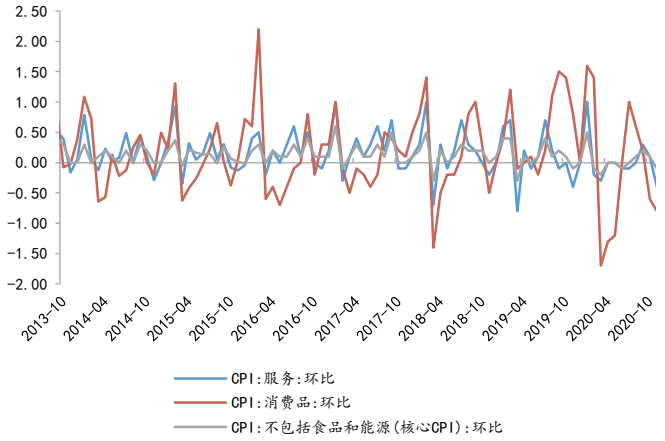
是由于居民可选消费意愿随着疫情的恢复有所回暖，需求的恢复是主导因素。

图 1：食品项与非食品项同比比较（单位：%）



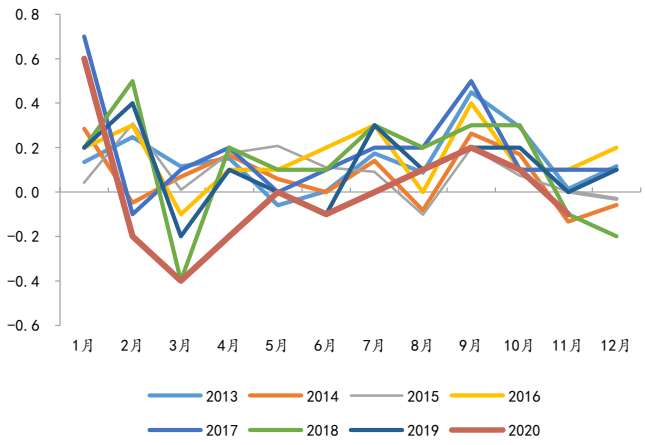
数据来源：Wind,东吴证券研究所

图 2：肉类价格环比变动（单位：%）



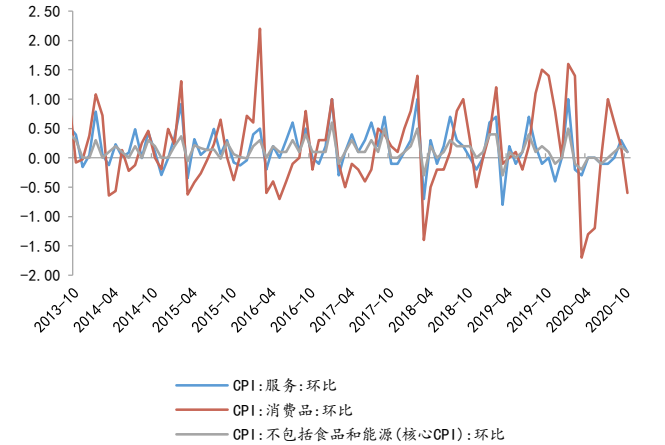
数据来源：Wind,东吴证券研究所

图 3：非食品价格各月环比涨幅年度对比（单位：%）



数据来源：Wind,东吴证券研究所

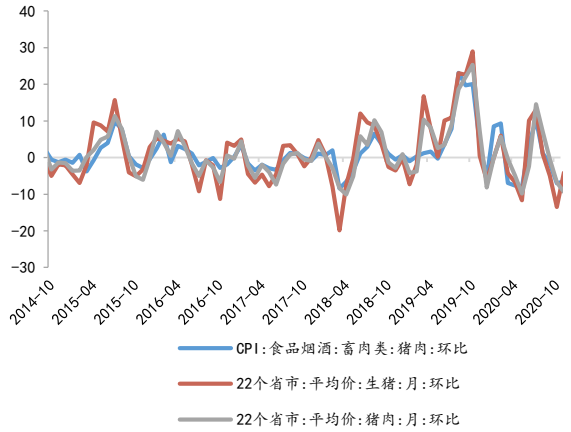
图 4：核心 CPI、消费品、服务环比变动（单位：%）



数据来源：Wind,东吴证券研究所

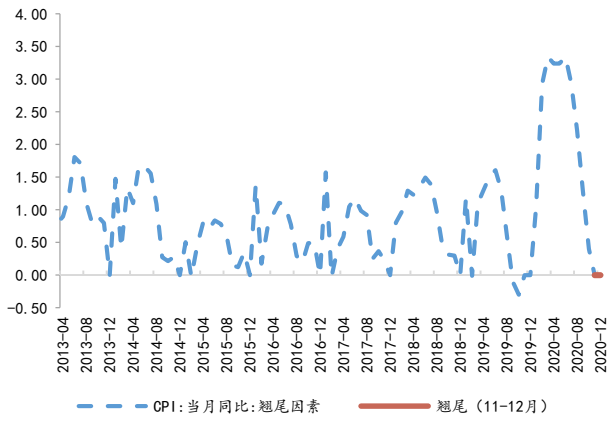
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 5：猪肉价格变动与 CPI 分项关系（单位：%）



数据来源：Wind,东吴证券研究所

图 6：翘尾因素变动趋势（单位：%）



数据来源：Wind,东吴证券研究所

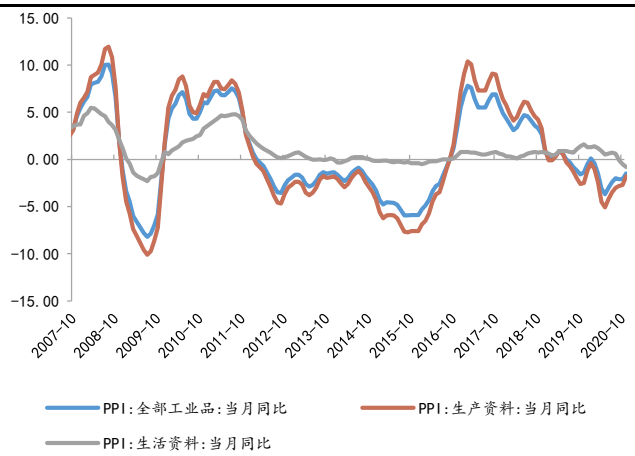
2. 11 月 PPI 降幅缩窄，工业生产稳定恢复、市场需求回暖

从同比角度来看，11 月 PPI 同比下降 1.5%，较上月降幅收窄 0.6 个百分点。其中，生产资料价格下降 1.8%，降幅收窄 0.9 个百分点；生活资料价格下降 0.8%，降幅扩大 0.3 个百分点。从环比看，PPI 由上月持平转为上涨 0.5%。其中，生产资料价格上涨 0.7%，涨幅比上月扩大 0.6 个百分点；生活资料价格由上月下降 0.1%转为上涨 0.1%。

从行业分项角度来看，40 个工业行业大类中，价格上涨的有 24 个，比上月增加 12 个。疫苗利好消息刺激国际原油价格上涨，受国际原油价格上涨等因素影响，化学原料和化学制品制造业价格上涨 2.2%，化学纤维制造业价格上涨 1.9%，石油、煤炭及其他燃料加工业价格上涨 1.7%，石油和天然气开采业价格上涨 0.9%。同时，受国内供暖需求影响，燃气生产和供应业、煤炭开采和洗选业价格分别上涨 2.8%和 2.2%。金属相关行业价格由降转涨，黑色金属冶炼和压延加工业价格上涨 1.5%，有色金属冶炼和压延加工业价格上涨 1.1%。此外，非金属矿物制品业、造纸和纸制品业、纺织业价格分别上涨 0.7%、0.5%和 0.5%，涨幅均有所扩大。

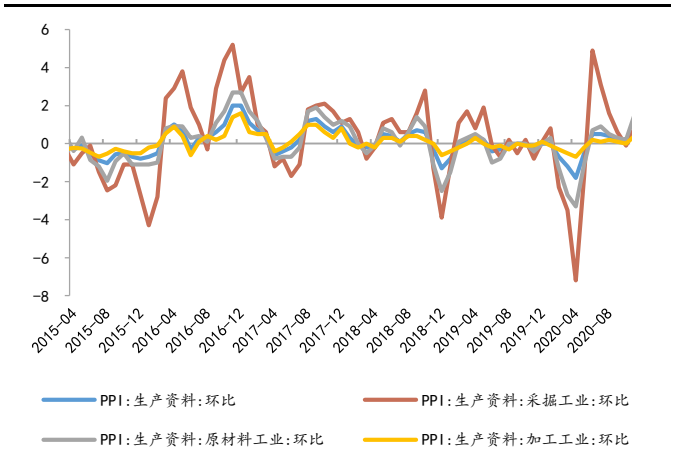
PPI 降幅缩窄，通缩压力存在，但依然处于回升通道。随着市场需求回暖，短期 PPI 依然在负值区间但降幅逐步缩窄。未来英国脱欧、疫苗利好消息或将刺激原油价格进一步上升，但疫情反复或抑制国际原油价格的上涨，对 PPI 的影响仍存在不确定性。11 月物价指数符合市场预期，但未来仍然存在不确定性。

图 7：PPI、PPI 生产资料、生活资料同比（单位：%）



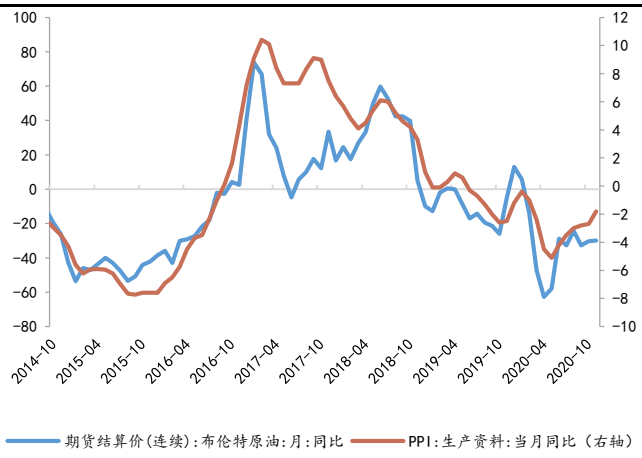
数据来源：Wind,东吴证券研究所

图 8：PPI 生产资料分项环比（单位：%）



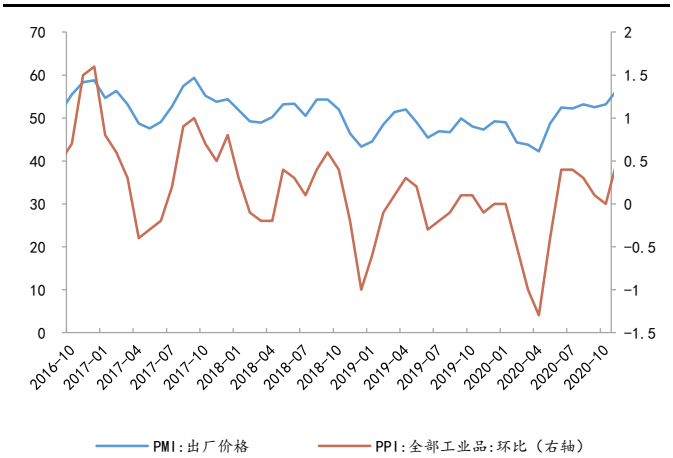
数据来源：Wind,东吴证券研究所

图 9：布伦特原油价格和 PPI 生产资料的关系（单位：%）



数据来源：Wind,东吴证券研究所

图 10：PMI 价格分项与 PPI 环比关系（单位：%）



数据来源：Wind,东吴证券研究所

3. CPI 预计继续下跌，PPI 降幅继续收窄

展望后期：CPI 方面预计 12 月继续下跌，但跌幅有限。11 月以来，CPI 受供给端影响由涨转降。猪肉、鸡蛋、鸡肉、鸭肉等等重要民生产品生产不断恢复，需求端恢复速度较慢。供需错配下，价格跌幅进一步扩大。鲜菜生产产能恢复，价格同比上涨 8.6%，涨幅大幅回落 8.1 个百分点。受应季水果上市因素影响，鲜果价格同比增长 3.6%，涨幅扩大 3.2 个百分点。非食品项方面，旅游淡季到来，飞机票、旅游和宾馆住宿价格或将出现进一步下跌。同时冬装上市，服装价格出现上涨趋势。预计 12 月 CPI 继续下跌，但随着年末到来，需求端逐步恢复，CPI 跌幅有限。

PPI 方面，预计工业品物价进一步反弹，12 月 PPI 降幅继续收窄。工业生产持续恢复，市场需求逐步回暖，带来部分工业品物价反弹。分项来看，受疫苗研制进度利好消息等因素影响，国际原油价格上涨，化学原料和化学制品制造业价格，化学纤维制造业价格，石油、煤炭及其他燃料加工业价格，石油和天然气开采业价格出现上涨。国内供暖需求季节性增加，燃气生产和供应业、煤炭开采和洗选业价格出现上涨。从库存周期来看，目前是被动去库存阶段，供给端稳定恢复，需求进一步回暖，未来对 PPI 形成一定的支撑。此外，英国脱欧或将刺激原油价格出现进一步上涨。我们预测，12 月的 PPI 的同比降幅有望继续小幅收窄。

表 1：CPI 以及 PPI 各项环比及二者翘尾效应汇总

	2019 年	2020 年											
环比	12 月	1 月	2 月	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月	9 月	10 月	11 月	变动
CPI:环比	0.00	1.40	0.80	-1.20	-0.90	-0.80	-0.10	0.60	0.40	0.20	-0.30	-0.60	降
CPI:食品	-0.40	4.40	4.30	-3.80	-3.00	-3.50	0.20	2.80	1.40	0.40	-1.80	-1.60	升
CPI:猪肉	-5.60	8.50	9.30	-6.90	-7.60	-8.10	-0.10	10.30	1.20	-1.60	-7.0	-6.50	升
CPI:鲜菜	10.60	15.30	9.50	-12.20	-8.00	-12.50	2.80	6.27	6.40	2.40	-2.10	-5.70	降
CPI:鲜果	0.60	5.50	4.80	-0.20	-2.20	-0.80	-7.60	-4.40	-0.40	7.30	1.80	0	降
CPI:非食品	0.10	0.60	-0.20	-0.40	-0.20	0.00	-0.10	0.00	0.10	0.20	0.10	-0.10	降
CPI:衣着	-0.10	-0.50	-0.30	-0.10	-0.10	0.20	0.10	-0.48	-0.20	0.90	0.40	0.30	降
CPI:交通和通信	0.20	1.40	-1.50	-2.50	-1.20	-0.20	-0.30	0.31	0.30	-0.10	-0.20	-0.30	降
CPI:医疗保健	0.20	0.60	0.10	0.20	0.20	0.00	0.00	0.01	0.10	0.00	0.10	0.10	平
CPI 同比:翘尾因素	0.00	1.04	2.93	3.34	3.24	3.24	3.30	2.93	2.22	1.30	0.40	0	降
PPI 环比	0.00	0.00	-0.50	-1.00	-1.30	-0.40	0.40	0.40	0.30	0.10	0	0.5	升
PPI:生产资料	0.00	0.00	-0.70	-1.20	-1.80	-0.50	0.50	0.50	0.40	0.20	0.10	0.7	升
PPI:生活资料	-0.20	0.00	0.00	-0.20	-0.10	-0.30	0.10	0.10	0.10	-0.10	-0.10	0.1	升
PPI 同比:翘尾因素	0.00	0.00	0.10	0.00	-0.30	-0.50	-0.20	0.00	0.10	0.00	-0.10	0	升

数据来源：Wind,东吴证券研究所

4. 风险提示

风险提示：疫苗研发超预期，经济复苏速度超预期。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址： http://www.dwzq.com.cn