财信国际经济研究院
CHASING INTERNATIONAL ECONOMIC INSTITUTE

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 03 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。

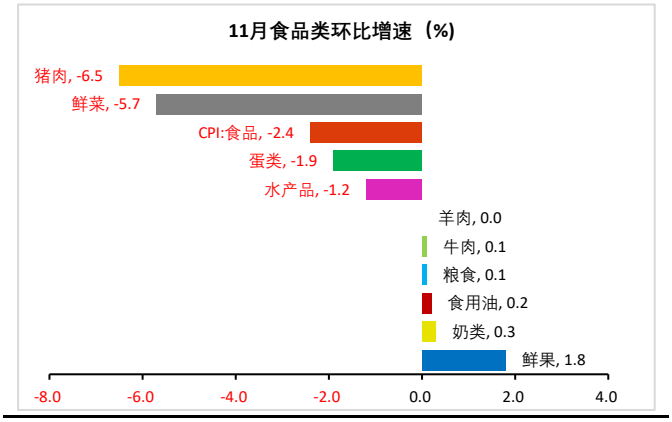
一、食品导致 CPI 同比负增长

（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）。

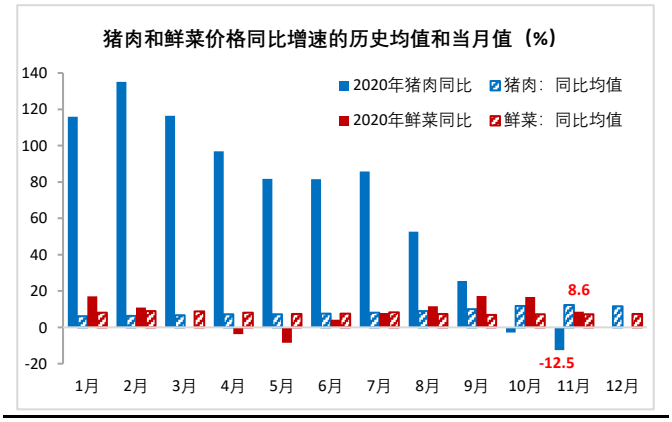
从同比看，11 月食品价格下降 2.0%，较上月回落 4.2 个百分点，影响 CPI 下降约 0.44 个百分点，是 CPI 由涨转跌的主要原因。在生猪产能恢复和去年基数较高共同影响下，猪肉价格同比下降 12.5%，降幅较上月扩大 9.7 个百分点，影响 CPI 回落 0.6 个百分点；鲜菜同比增长 8.6%，较上月回落 8.1 个百分点，影响 CPI 上涨约 0.2 个百分点（见图 2）。

图 1：11 月食品类价格环比增速



资料来源：WIND，财信研究院

图 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 3：食品各成分对 CPI 同比的贡献度（%）

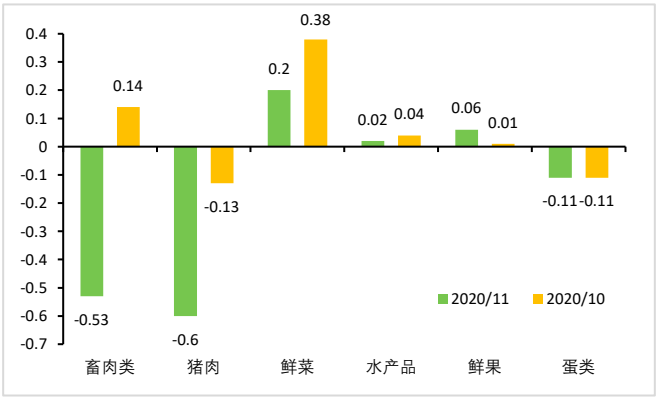
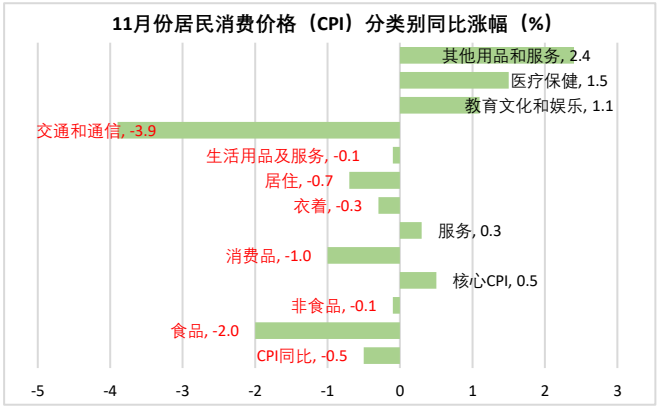


图 4：11 月份居民消费价格（CPI）分类别同比涨幅（%）



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

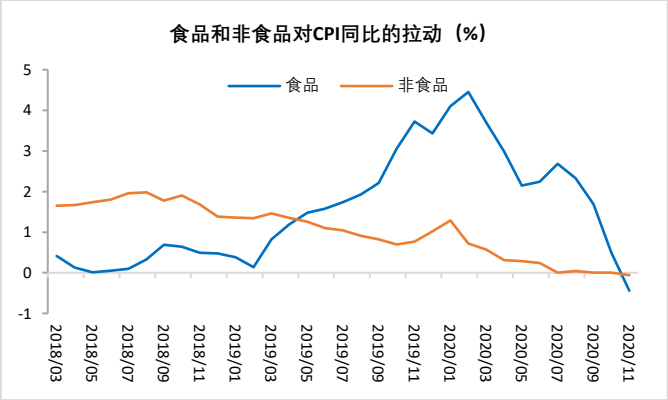
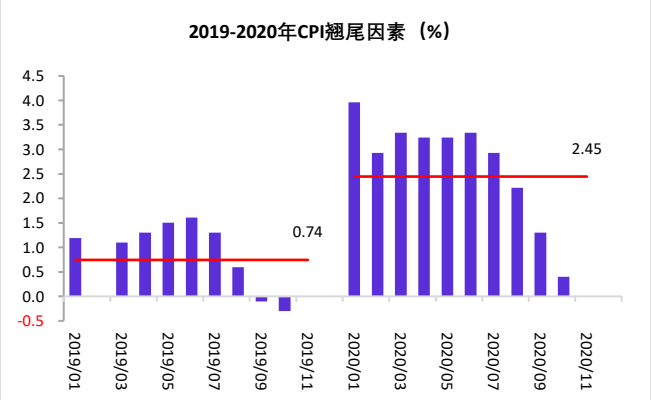


图 6：2020 年全年翘尾因素提高



资料来源：WIND，财信研究院

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。

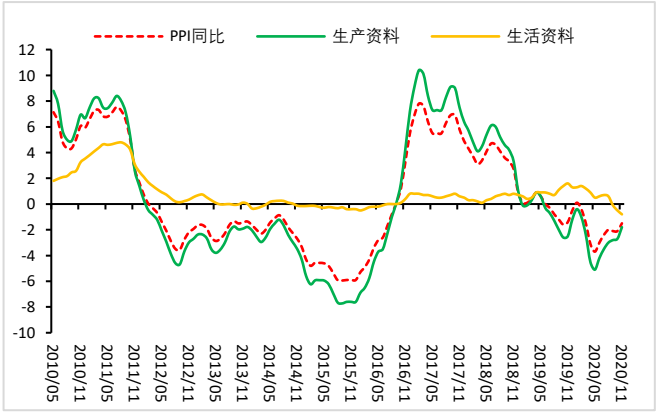
三、预计 12 月 PPI 增长-1.1%左右，全年约增长-1.9%

（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。

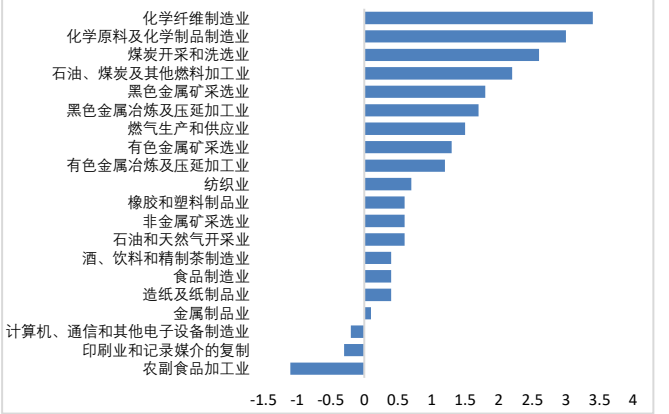
从行业看，中上游行价格上涨幅度明显高于下游行业。疫苗投放预期下国际大宗商品价格普遍回暖，叠加国内工业需求持续释放，国内中上游行业出厂价格提高较多，如化学纤维制造业、化学原料和化学制品制造业等行业出厂价格涨幅靠前；但受制于国内消费和制造业需求恢复偏慢，下游工业企业出厂价格涨跌互现，且价格回升行业上涨幅度也不及中上游行业。

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

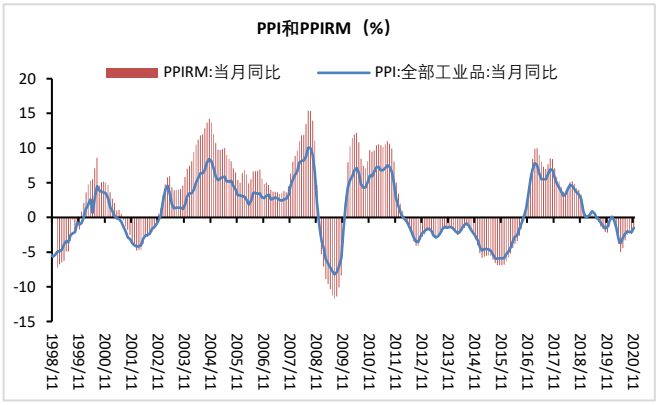
图 8：11 月主要行业工业生产者出厂价格变动（%）



资料来源：WIND，财信研究院

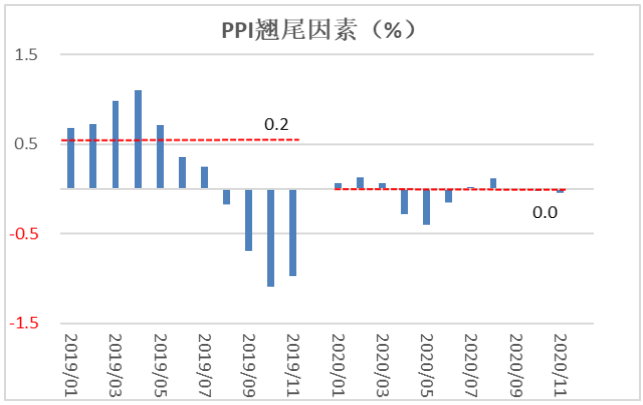
从原材料购进价格（PPIRM）对 PPI 的影响看，前者涨跌变化直接左右后者的同向变动（见图 9）。由于我国编制的 PPIRM 所调查的产品包括燃料动力、黑色金属、有色金属、化工、建材等九大类，调查涵盖 900 多个基本分类的 10000 多种工业产品价格，因此 PPIRM 既受人民币汇率和海外大宗商品价格（CRB）的影响，也受国内需求等基本面因素的约束。但由于中国是全球大宗商品的最大需求方，所以 PPIRM 最重要的决定因素还是中国需求，PPI 和 PPIRM 基本同步波动。11 月 PPIRM 同比增长-1.6%，降幅较上月收窄 0.8 个百分点，与 PPI 走势一致，反映出疫后国内需求的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

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%

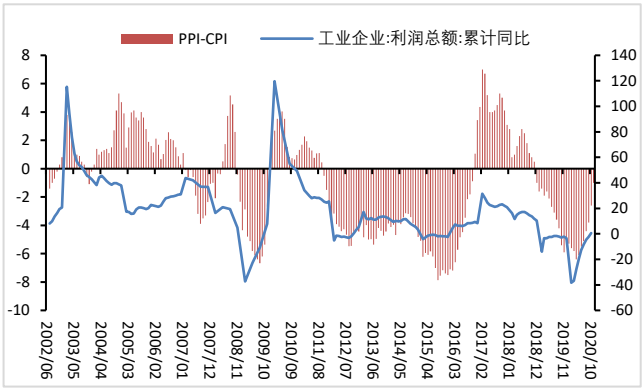
预计 12 月 PPI 同比增长-1.1%左右，全年约增长-1.9%。**一是**从技术层面看，翘尾因素降低 0.2 个百分点，从 2019 年的 0.2%降至 2020 年的 0.0%（见图 10）。**二是**未来需求修复尤其是基建和房地产投资需求的释放，将对国内工业品价格形成支撑，但整体需求依然弱于去年，支撑作用不强。三是发达经济体疫苗投入使用预期增强下，全球大宗商品价格有所回暖，但全球疫情二次爆发下，短期内大宗商品上涨幅度不宜高估。

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

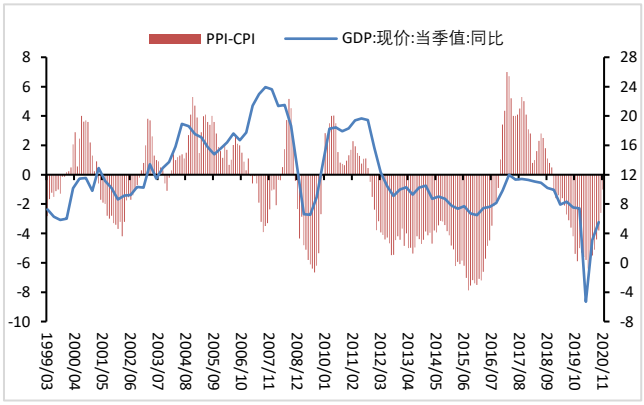
CPI 和 PPI 是我国价格指标体系的核心组成部分，其中 CPI 是居民购买生活消费品和服务的价格，而 PPI 是工业产品出厂价格指数。因此，PPI 和 CPI 剪刀差在一定程度上反映了工业企业盈利空间的变化。历史数据表明，PPI 和 CPI 剪刀差与工业企业利润和名义 GDP 增速存在显著正相关关系（见图 11-12）。11 月份 PPI 和 CPI 的剪刀差为-1.0%，较上月收窄 1.6 个百分点，连续 7 个月有所收窄，但持续为负，预示着我国工业企业利润将边际修复，但经济尚未恢复至疫情前水平。

图 11：PPI 与 CPI 剪刀差转负预示企业盈利能力下降



资料来源：WIND，财信研究院

图 12：PPI 与 CPI 剪刀差转负预示名义 GDP 增速下降



资料来源：WIND，财信研究院

免责声明

本报告由财信研究院提供，仅供本公司员工和客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告所提供信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。

本报告所载信息仅反映本公司初次公开发布该报告时的判断，我司保留在不发出通知的情形下，补充、更正和修订相关信息的权利，报告阅读者应当自行关注相关的更新或修改。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载内容仅供参考，不构成对任何人的投资建议。报告阅读者的一切商业决策不应将本报告作为投资决策唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断，在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的直接或间接后果承担任何责任。

本报告所有表述是基于分析师本人的知识和经验客观中立地做出，并不含有任何偏见，投资者应从严格经济学意义上理解。我司和分析师本人对任何基于偏见角度理解本报告所可能引起的后果，不承担任何责任，并保留采取行动保护自身权益的一切权利。

本报告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复制、发表、引用或传播。如征得本公司同意进行引用、刊发，需注明出处为财信研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本公司对本免责声明条款具有修改和最终解释权。