日期：2020 年 12 月 09 日

高基数下的伪“通缩”

——2020 年 11 月物价数据点评

分析师： 陈彦利
Tel： 021-53686170
E-mail： chenyanli@shzq.com
SAC 证书编号： S0870517070002

报告编号：

相关报告：

■ 主要观点：

CPI 加速下跌转负，工业品价格回升

CPI 加速下跌转负。从环比看，CPI 下降 0.6%，降幅扩大 0.3 个百分点。其中，食品价格下降 2.4%，影响 CPI 下降约 0.53 个百分点，是 CPI 下降的主因。从同比看，受去年同期对比基数较高影响，CPI 下降 0.5%。其中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，是带动 CPI 由涨转降的主要原因。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。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%，涨幅已连续 5 个月相同。工业品价格回升，PPI 跌幅收窄。从环比看，PPI 由上月持平转为上涨 0.5%。11 月随着国际原油价格的回升，主要大宗商品价格均有所上涨。在调查的 40 个工业行业大类中，价格上涨的有 24 个，比上月增加 12 个，上涨面达六成。从同比看，PPI 下降 1.5%，降幅比上月收窄 0.6 个百分点。主要行业中，价格涨幅扩大的有有色金属冶炼和压延加工业、黑色金属冶炼和压延加工业。价格降幅收窄的有石油和天然气开采业和石油、煤炭及其他燃料加工业、化学原料和化学制品制造业、煤炭开采和洗选业。

资本市场逐步回暖

海内外疫情不同的防控态势，改变了中国经济运行的格局：外需持续强劲为中国经济增添了新动力。“直达实体”的货币政策使得稳健货币政策基调下，金融领域的“宽信用”仍有望得到发展，货币边际收紧和宽信用发展将同步呈现。海外疫情第二波对资本市场的影响趋于弱化，美国大选尘埃落定；中国经济回暖延续和政策平稳的预期下，前期资本市场运行表现平稳中偏软的态势将改变，逐渐回暖将成趋势。资本市场短期受货币政策变化带来的心理冲击，有所波动，尤其是债券市场受到影响较为明显，而信用风险暴露导致债市调整较多，但随着事件平息，市场情绪的修复，流动性预期改善，债市有望走稳。

高基数下的伪“通缩”

11月CPI再度超预期下降，主要由于食品价格回落以及高基数影响。这也再次印证了我们的判断——经济低迷时期通货紧缩才是主要趋势。不过当前的体现在同比值上的“通缩”是伪通缩，是对去年过高基数的修正，实际上体现为环比的当前物价运行平稳。受基数影响，未来1-2Q的CPI同比值都将处于负值状态。PPI则已走稳回升，随着大宗商品价格企稳，预计2021年1Q能转正。整体看，更能体现物价真正运行态势的核心CPI稳定，物价走势平稳。物价“通缩”态势，有利于未来货币政策的结构化调整，使得货币当局降成本、下压利率曲线高度的空间增大，也使得货币政策没有转向收紧的基础。货币政策正常化不可避免，但流动性整体宽松格局不变。政策将更加注重灵活适度，强调政策的精准导向以及直达性，维持正常的货币政策空间。

事件：11 月 CPI、PPI 数据公布

国家统计局数据显示，2020 年 11 月份，全国居民消费价格同比下降 0.5%。其中，城市下降 0.4%，农村下降 0.8%；食品价格下降 2.0%，非食品价格下降 0.1%；消费品价格下降 1.0%，服务价格上涨 0.3%。扣除食品和能源价格的核心 CPI 同比上涨 0.5%。1—11 月，全国居民消费价格比去年同期上涨 2.7%。11 月份，全国居民消费价格环比下降 0.6%。其中，城市下降 0.6%，农村下降 0.6%；食品价格下降 2.4%，非食品价格下降 0.1%；消费品价格下降 0.8%，服务价格下降 0.4%。2020 年 11 月份，全国工业生产者出厂价格同比下降 1.5%，环比上涨 0.5%；工业生产者购进价格同比下降 1.6%，环比上涨 0.7%。1—11 月平均，工业生产者出厂价格比去年同期下降 2.0%，工业生产者购进价格下降 2.5%。

表 1：11 月 CPI、PPI 数据（%）

	实际值	上月值	去年同期
CPI 同比	-0.5	1.7	4.5
PPI 同比	-1.5	-2.1	-1.4

数据分析：数据特征和变动原因

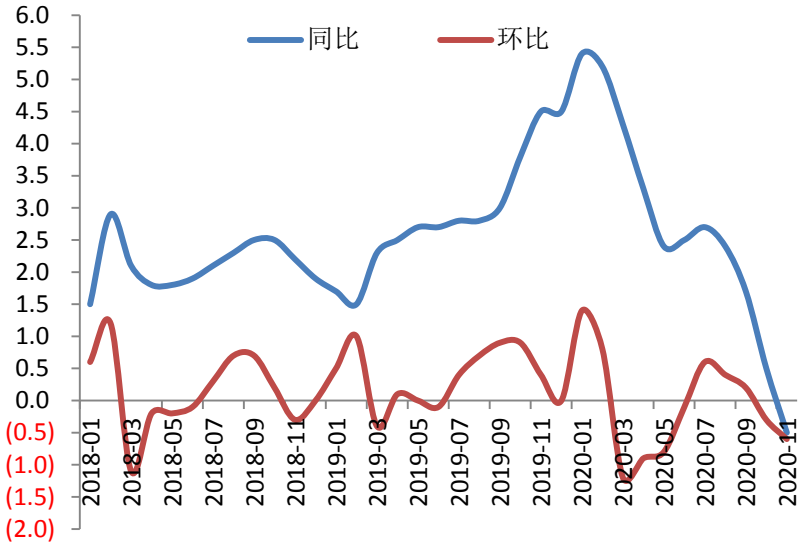
1. 高基数下 CPI 转负

从环比看，CPI 下降 0.6%，降幅扩大 0.3 个百分点。其中，食品价格下降 2.4%，影响 CPI 下降约 0.53 个百分点，是 CPI 下降的主因。食品中，由于供给的改善，猪肉价格继续下降 6.5%，降幅收窄 0.5 个百分点；鲜菜和鸡蛋供应充足，价格分别下降 5.7%和 1.6%；非食品价格由上月上涨 0.1%转为下降 0.1%，影响 CPI 下降约 0.09 个百分点。非食品中，旅游淡季出行减少，飞机票、旅游和宾馆住宿价格分别下降 15.6%、4.4%和 3.4%；冬装新品上市，服装价格上涨 0.4%。

从同比看，受去年同期对比基数较高影响，CPI 下降 0.5%。其中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，是带动 CPI 由涨转降的主要原因。食品中，猪肉价格下降 12.5%，降幅比上月扩大 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%，涨幅已连续 5 个月相同。据测算，在 11 月份 0.5%的同比降幅中，去年价格变动的翘尾影响约为 0，新涨价影响约为-0.5 个百分点。

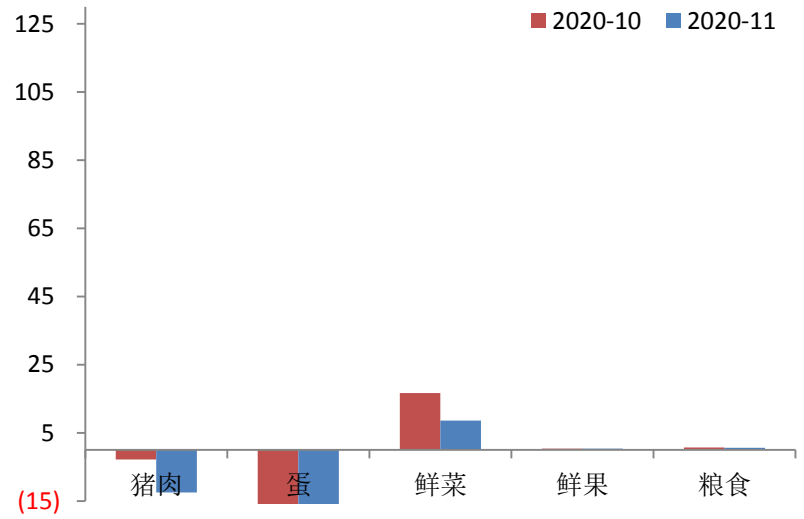
图 1：CPI 同比、环比(%)



数据来源： wind，上海证券研究所

11 月份，食品烟酒类价格同比下降 0.7%，影响 CPI（居民消费价格指数）下降约 0.24 个百分点。食品中，蛋类价格下降 17.1%，影响 CPI 下降约 0.11 个百分点；畜肉类价格下降 7.3%，影响 CPI 下降约 0.53 个百分点，其中猪肉价格下降 12.5%，影响 CPI 下降约 0.60 个百分点；鲜菜价格上涨 8.6%，影响 CPI 上涨约 0.20 个百分点；鲜果价格上涨 3.6%，影响 CPI 上涨约 0.06 个百分点；水产品价格上涨 1.0%，影响 CPI 上涨约 0.02 个百分点。

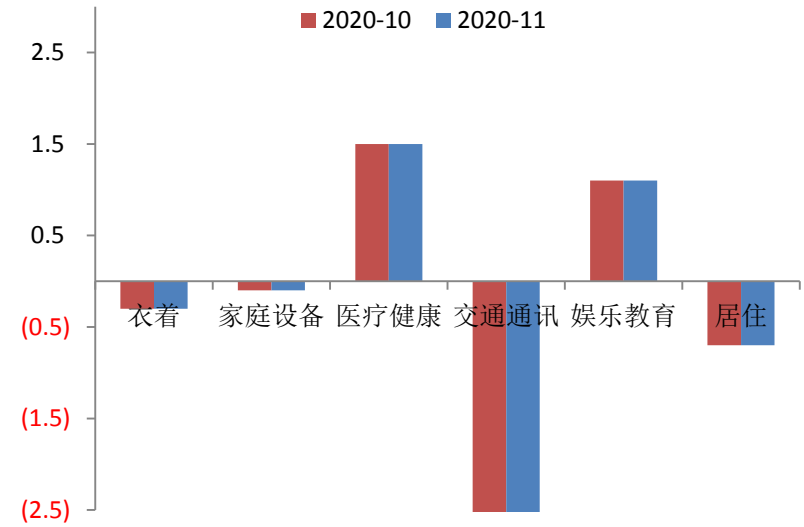
图 2：食物价格分项同比（%）



数据来源： wind，上海证券研究所

11 月，其他七大类价格三涨一平三降。其中，其他用品和服务、医疗保健、教育文化和娱乐价格分别上涨 2.5%、1.5%和 1.0%；生活用品及服务价格持平；交通和通信、居住、衣着价格分别下降 3.9%、0.6%和 0.3%。

图 3：非食物分项同比（%）



数据来源：wind，上海证券研究所

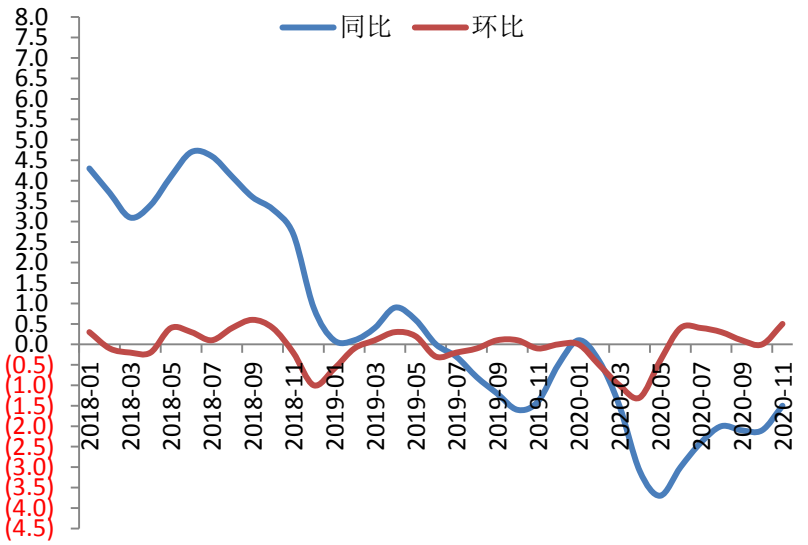
2. PPI 跌幅收窄

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%。11 月由于国际原油价格的回升，带动主要大

宗商品价格均有所上涨。在调查的 40 个工业行业大类中，价格上涨的有 24 个，比上月增加 12 个，上涨面达六成。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%。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。

从同比看，PPI 下降 1.5%，降幅比上月收窄 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。主要行业中，价格涨幅扩大的有有色金属冶炼和压延加工业，上涨 4.1%，扩大 1.2 个百分点；黑色金属冶炼和压延加工业，上涨 2.0%，扩大 1.7 个百分点。价格降幅收窄的有石油和天然气开采业，下降 29.8%，收窄 0.6 个百分点；石油、煤炭及其他燃料加工业，下降 16.3%，收窄 2.2 个百分点；化学原料和化学制品制造业，下降 3.0%，收窄 3.0 个百分点；煤炭开采和洗选业，下降 2.9%，收窄 2.6 个百分点。据测算，在 11 月份 1.5%的同比降幅中，去年价格变动的翘尾影响约为 0，新涨价影响约为-1.5 个百分点。

图 4：PPI 同比、环比（%）

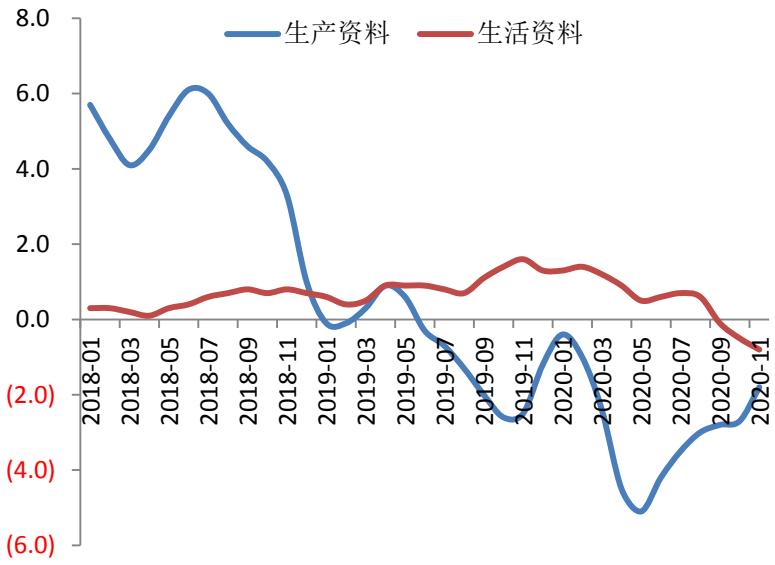


数据来源：wind，上海证券研究所

工业生产者出厂价格中，生产资料价格下降 1.8%，降幅比上月收窄 0.9 个百分点，影响工业生产者出厂价格总水平下降约 1.34 个百分

点。其中，采掘工业价格下降 3.6%，原材料工业价格下降 4.2%，加工工业价格下降 0.8%。生活资料价格下降 0.8%，降幅比上月扩大 0.3 个百分点，影响工业生产者出厂价格总水平下降约 0.20 个百分点。其中，食品价格上涨 0.1%，衣着和耐用消费品价格均下降 1.8%，一般日用品价格下降 0.5%。

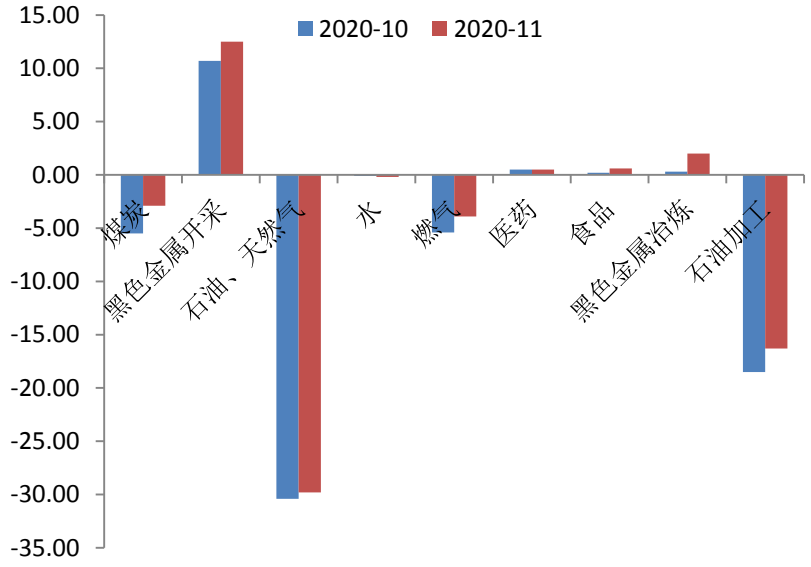
图 1：生产资料和生活资料价格指数（%）



数据来源：wind，上海证券研究所

工业生产者主要行业出厂价格中，煤炭开采和洗选业价格同比下降 2.9%，降幅收窄 2.6 个百分点；黑色金属矿采选业上涨 12.5%，涨幅扩大 1.8 个百分点；石油和天然气开采业下降 29.8%，降幅收窄 0.6 个百分点；石油、煤炭及其他燃料加工业下降 16.3%，降幅收窄 2.2 个百分点；黑色金属冶炼和压延加工业上涨 2%，涨幅扩大 1.7 个百分点。

图 6：PPI 细项（%）



数据来源：wind，上海证券研究所

事件影响：对经济和市场

CPI 加速下跌转负，工业品价格回升

CPI 加速下跌转负。从环比看，CPI 下降 0.6%，降幅扩大 0.3 个百分点。其中，食品价格下降 2.4%，影响 CPI 下降约 0.53 个百分点，是 CPI 下降的主因。食品中，由于供给的改善，猪肉价格继续下降 6.5%，降幅收窄 0.5 个百分点；鲜菜和鸡蛋供应充足，价格分别下降 5.7%和 1.6%。从同比看，受去年同期对比基数较高影响，CPI 下降 0.5%。其中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，是带动 CPI 由涨转降的主要原因。食品中，猪肉价格下降 12.5%，降幅比上月扩大 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%，涨幅已连续 5 个月相同。据测算，在 11 月份 0.5%的同比降幅中，去年价格变动的翘尾影响约为 0，新涨价影响约为-0.5 个百分点。

工业品价格回升，PPI 跌幅收窄。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%。11 月由

于国际原油价格的回升，带动主要大宗商品价格均有所上涨。在调查的 40 个工业行业大类中，价格上涨的有 24 个，比上月增加 12 个，上涨面达六成。从同比看，PPI 下降 1.5%，降幅比上月收窄 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。主要行业中，价格涨幅扩大的有有色金属冶炼和压延加工业，上涨 4.1%，扩大 1.2 个百分点；黑色金属冶炼和压延加工业，上涨 2.0%，扩大 1.7 个百分点。价格降幅收窄的有石油和天然气开采业，下降 29.8%，收窄 0.6 个百分点；石油、煤炭及其他燃料加工业，下降 16.3%，收窄 2.2 个百分点；化学原料和化学制品制造业，下降 3.0%，收窄 3.0 个百分点；煤炭开采和洗选业，下降 2.9%，收窄 2.6 个百分点。据测算，在 11 月份 1.5%的同比降幅中，去年价格变动的翘尾影响约为 0，新涨价影响约为-1.5 个百分点。

资本市场逐步回暖

海内外疫情不同的防控态势，改变了中国经济运行的格局：外需持续强劲为中国经济增添了新动力。“直达实体”的货币政策使得稳健货币政策基调下，金融领域的“宽信用”仍有望得到发展，货币边际收紧和宽信用发展将同步呈现。海外疫情第二波对资本市场的影响趋于弱化，美国大选尘埃落定；中国经济回暖延续和政策平稳的预期下，前期资本市场运行表现平稳中偏软的态势将改变，逐渐回暖将成趋势。资本市场短期受货币政策变化带来的心理冲击，有所波动，尤其是债券市场受到影响较为明显，而信用风险暴露导致债市调整较多，但随着事件平息，市场情绪的修复，流动性预期改善，债市有望走稳。

趋势预测分析：

高基数下的伪“通缩”

11 月 CPI 再度超预期下降，主要由于食品价格回落以及高基数影响。这也再次印证了我们的判断——经济低迷时期通货紧缩才是主要趋势。不过当前的体现在同比值上的“通缩”是伪通缩，是对去年过高基数的修正，实际上体现为环比的当前物价运行平稳。受基数影响，未来 1-2Q 的 CPI 同比值都将处于负值状态。PPI 则已走稳回升，随着大宗商品价格企稳，预计 2021 年 1Q 能转正。整体看，更能体现物价真正运行态势的核心 CPI 稳定，物价走势平稳。物价“通缩”态势，有利于未来货币政策的结构化调整，使得货币当局降成本、下压利率曲线高度的空间增大，也使得货币政策没有转向收紧的基础。货币政策正常化不可避免，但流动性整体宽松格局不变。

政策将更加注重灵活适度，强调政策的精准导向以及直达性，维持正常的货币政策空间。

分析师声明

陈彦利

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

债券投资评级：

从安全性、收益性、流动性的三个角度，我们对债券投资价值的分类评级如下：

附表：上海证券债券投资价值评级分类

类型 内容	两全级	配置级	投资级	回避级
安全性	高	高	全分布	低
收益性	高	高	高	低
流动性	高	低	高	全分布

资料来源：上海证券研究所整理

按照我们的投资评级定义，由于机构投资特性的差异，不同债券的投资评级是适应不同机构需求的，对应关系有：

两全级--全序列机构：银行、保险、基金、券商、专业投资者；

配置级--配置主需求型机构：银行、保险；

投资级--收益主需求型机构：基金、券商、专业投资者。

投资评级基准：

安全性判断--主体评级+债项评级，经营、财务前景前瞻

收益性判断--市价与中债估值差距、STW。

流动性判断--融资适当性、交易规模（市场深度和广度）。投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司（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。本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。