CPI 转负之后怎么看？

2020 年 12 月 09 日

事件

- 国家统计局公布 11 月通胀数据，CPI 同比-0.5%，前值 0.5%；PPI 同比-1.5%；前值-2.1%。

观点

- **11 月 CPI 为何大幅转负？**11 月 CPI 同比下降 0.5%，较 10 月份大幅回落了 1 个百分点，且是 2009 年 10 月份以来 CPI 首次转负。两分法拆分来看，猪价带动的食品价格转负是主要拖累，但非食品项亦出现转负。11 月 CPI 食品项和非食品项同比分别为-2%(前值+2.2%，下同)和-0.1%（0%）。食品项中，猪肉价格同比降幅从 10 月份的 2.8%扩大至 11 月份的 12.5%，对 CPI 同比的拖累在 11 月份达到 0.6 个百分点；除此以外，其他畜肉产品价格跟随猪价下降、鲜菜价格涨幅回落也拖累了食品价格整体的疲弱，食品烟酒对 CPI 同比的拉动相较 10 月份回落了 1 个百分点（10 月份为+0.76%，11 月份为-0.24%）。三分法拆分来看，非食品中服务价格稳定，继续持平在 0.3%，而非食品消费品降幅有小幅扩大。综合来看，**在 11 月份 CPI 同比 1 个百分点的降幅中，猪价贡献了 50%，猪周期（猪肉及其替代消费品）贡献了近 70%，鲜菜价格回落贡献了 20%左右。**

- **明年 CPI 怎么看？**我们在此前 2021 年通胀年度展望中提出，可以从食品、非食品消费品和服务三分法的角度对 2021 年通胀形势进行展望。无疑，在猪周期的下行过程中，2021 年食品项全年通缩是确定性事件，并导致 CPI 同比中枢下行至 1.0%-1.5%之间；结构上，非食品消费品在 PPI 的传导下，在明年上半年存在较强的上行压力，导致 CPI 同比整体呈现“N”型走势，年中为全年高点，但食品项拖累下高点不高，中性情景下 CPI 高点仍然在 2%以内。**猪周期下行趋势中，CPI 整体数据指示意义不大，货币政策将更加关注非食品和核心 CPI 走势。**

- **PPI 加快向走出通缩迈进。**11 月 PPI 同比下降-1.5%，相较 10 月份大幅回升了 0.6 个百分点。结构上，CPI 的回落拖累了生活资料价格，PPI 生活资料同比下降 0.8%，降幅较前值加大 0.3 个百分点；大宗商品价格上涨支撑 PPI 生产资料价格回升，PPI 生产资料同比由 10 月份的-2.7%大幅回升至 11 月份的-1.8%。从行业来看，煤炭、黑色金属、有色金属、非金属矿、纺织、化工、化纤均呈现出涨幅扩大或降幅明显收窄的走势。展望后市，尽管疫苗和疫情的不确定性仍然会对 PPI 的回升构成影响，但在当前全球经济共振复苏、低基数的共同作用下，PPI 将加速走出通缩，预计在明年一季度 PPI 重回正增长并向年中的全年高点冲击。

- **风险提示：**非洲猪瘟疫情反复超预期、国际原油供给出现超预期变化、全球疫情反复拖累大宗商品需求、预测模型与实际值之间存在预测误差。

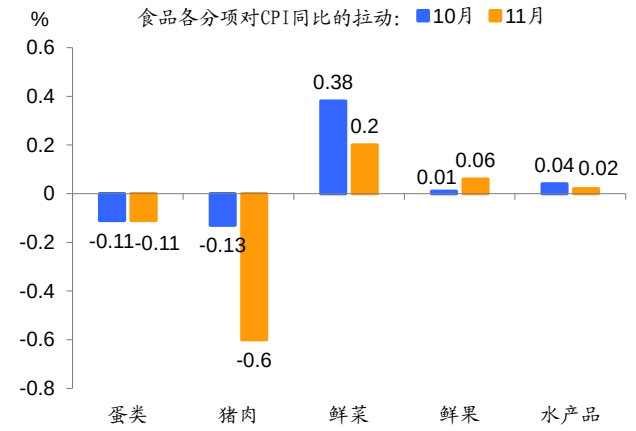
证券分析师　陶川
执业证号：S0600520050002
010-66573671
taoch@dwzq.com.cn
证券分析师　王丹
执业证号：S0600520050003
010-66573671
wangdan@dwzq.com.cn
研究助理　赵艺原
zhaoyy@dwzq.com.cn

相关研究

1、《宏观点评 20201207：11 月出口为何如此强？》2020-12-07
2、《宏观专题报告 20201202：新框架看 2021 年中国消费》2020-12-02
3、《宏观专题报告 20201129：新框架看 2021 年中国通胀》2020-11-30
4、《宏观专题报告 20201124：新框架看 2021 年中国制造业投资》2020-11-24
5、《宏观专题报告 20201122：新框架看 2021 年中国出口》2020-11-22

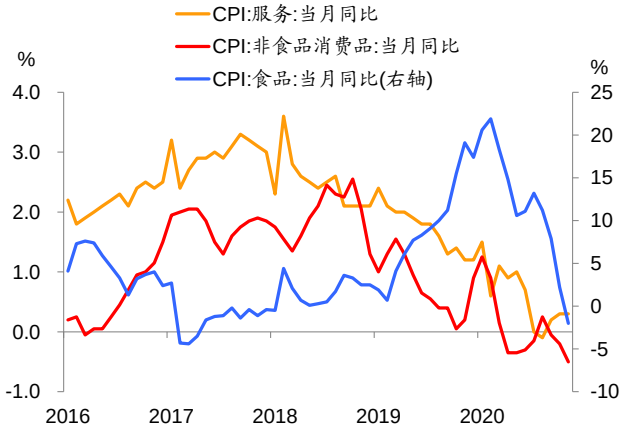
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 1：食品各分项对 CPI 同比的拉动



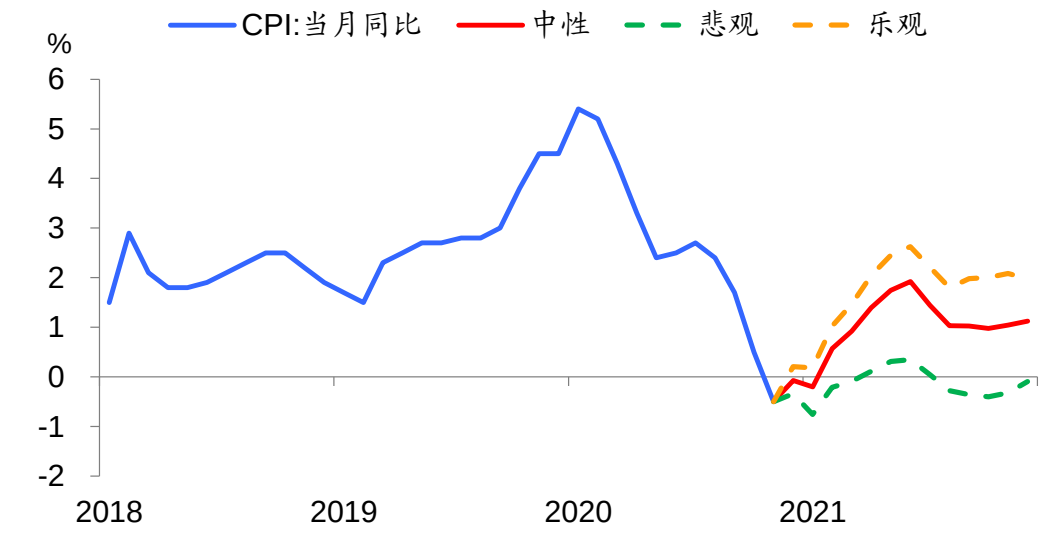
数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

图 2：从三分法看 CPI 结构变化



数据来源：Wind，东吴证券研究所（2019 年 12 月=100）

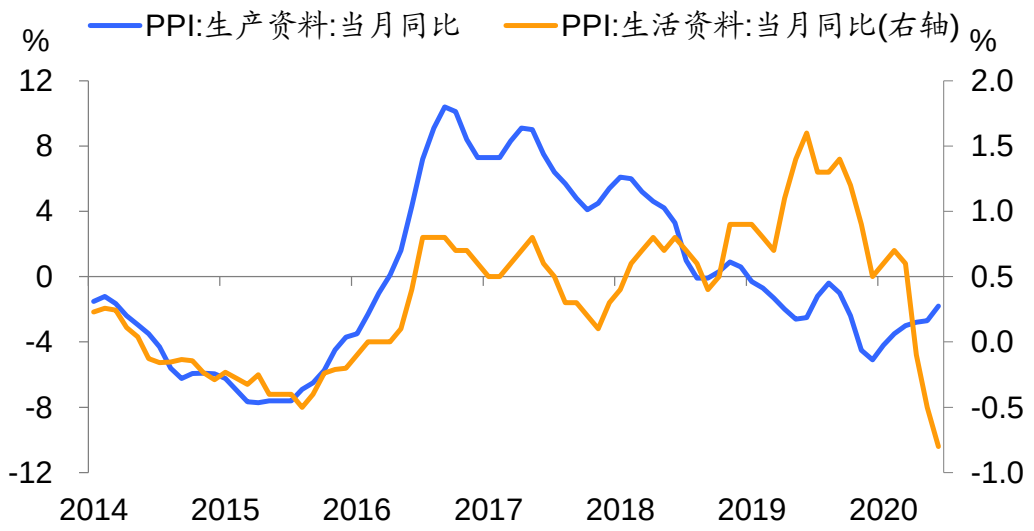
图 3：2021 年 CPI 走势预测



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 4：11 月 PPI 回升主要是生产资料涨价



数据来源：Wind，东吴证券研究所

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

