

日期：2020年12月09日



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：

高基数下的伪“通缩”

——2020年11月物价数据点评

■ 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

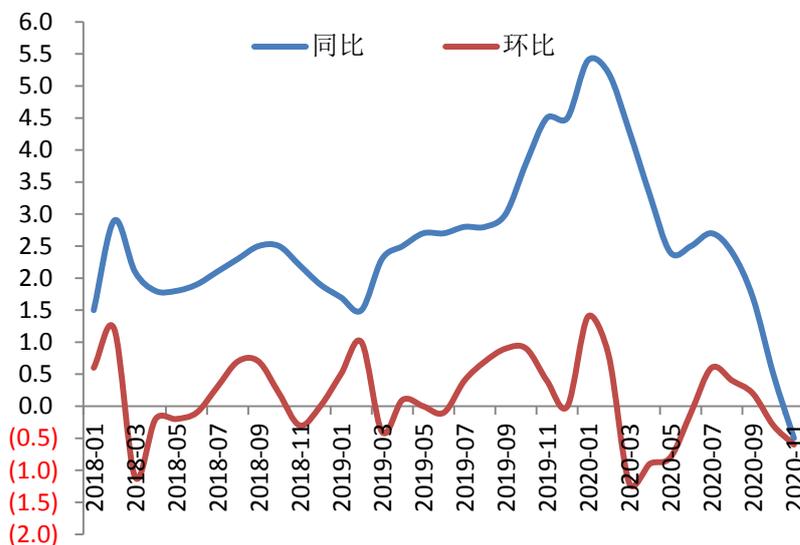
1. 高基数下CPI转负

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。

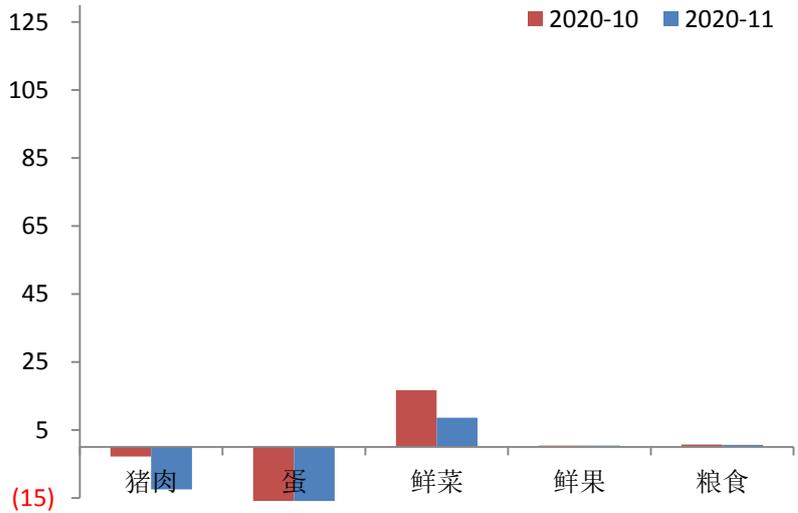
图 1：CPI 同比、环比 (%)



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。

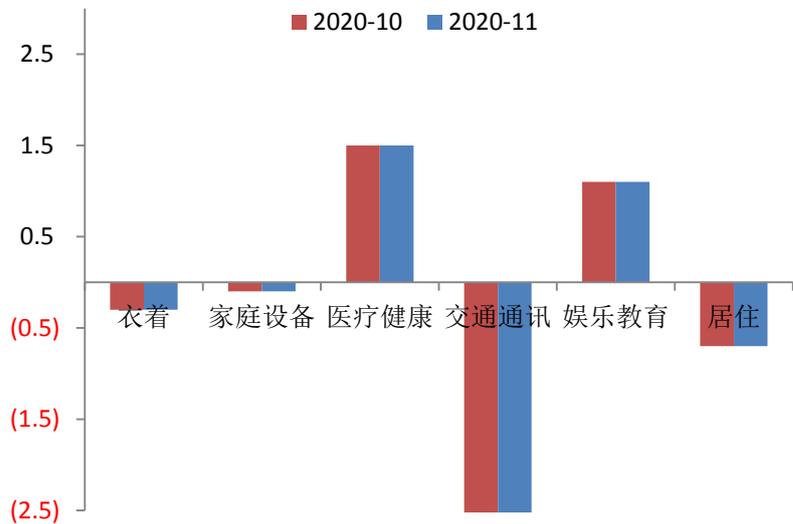
图 2：食物价格分项同比 (%)



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

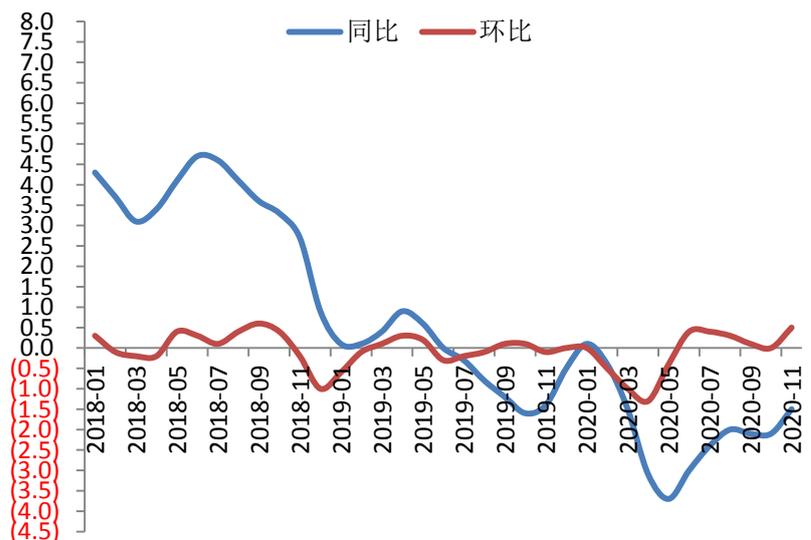
2. PPI 跌幅收窄

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

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 (%)

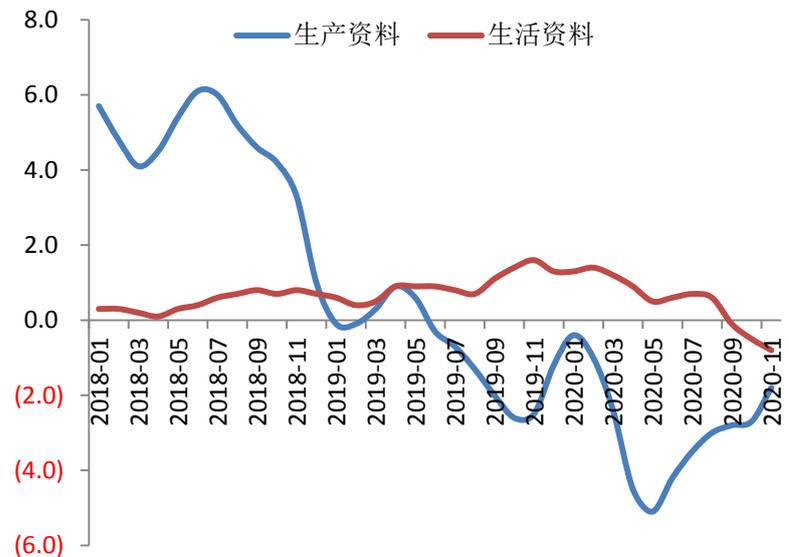


数据来源: wind, 上海证券研究所

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%。

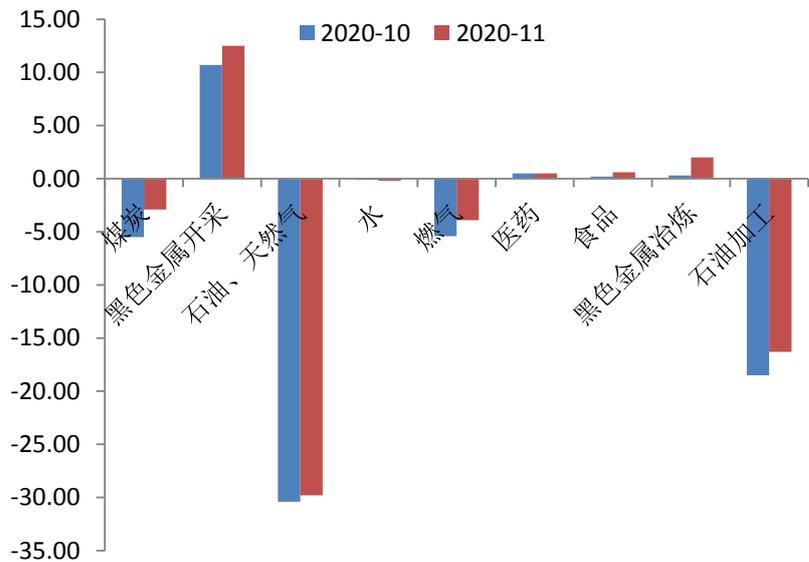
图 1：生产资料和生活资料价格指数（%）



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

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_994



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn