



分析师 李怀军

证书编号: S1080510120001

电话: (010) 63197789

邮箱: lihuaijun@fcsc.com

2020 年的通胀压力仍不应低估

2020 年 1 月 10 日

摘要:

- 2019 年 12 月 CPI 同比指数为 4.5%，与上月持平，低于市场预期；由于受到猪肉和鸡蛋价格反季节波动的影响，12 月 CPI 环比为 0，低于往年同期水平。但我们不能据此就掉以轻心，想当然地认为猪周期的影响已是强弩之末，结构性通胀被证实。
- 从 2019 年全年看，CPI 同比为 2.9%，显得并不高，并低于 3% 的年初目标值，关键在于非食品价格在 2019 年出现下跌，抵消了食品价格的上涨，这是与 01 年以来的前三次通胀周期的最大的不同之处。从具体项目看，2019 年非食品价格同比为 1.4%，低于 1.4% 有子项目主要包括主要有三类：一类是能源类，包括水电燃料和交通工具用燃料，与国际原油价格相关；第二类是服务类，包括通信服务和邮递服务，与劳动力价格相关；第三类是一些必需消费品，包括鞋类、家用器具和通信工具。
- 从去年 12 月环比涨跌幅看，上述子项目的涨跌幅除鞋类外均高于或等于年度涨跌幅，特别是与能源相关的交通工具用燃料价格，12 月环比为 1.4%，显示国际油价上涨对国内的传导明显，而原油价格往往滞后于经济增速，在经济下滑的前 1-2 年价格往往也会出现上涨，目前美国页岩油产量已经开始呈现下跌走势，今年原油供求将是紧平衡状态；与劳动力相关的子项目，服务价格的下跌，这与中美贸易摩擦导致巴拉萨-萨缪尔森效应失效有关，随着中美贸易战降温而使关税减少甚至取消，在人口红利减少的背景下服务价格下跌必是一种短暂现象，今年服务价格将在今年低基数的基础上出现上涨。
- 非食品价格与 PPI 同比成高度正相关，2019 年 12 月 PPI 同比为 -0.5%，较 11 月上涨 0.9 个百分点。由于 19 年 1 月环比为 -0.6%，不出意外的话，今年 1 的 PPI 同比将由负转正。PPI 同比的快速上升，将对今年非食品价格的上涨形成带动作用。

请参阅 2019 年 11 月 18 日报告：

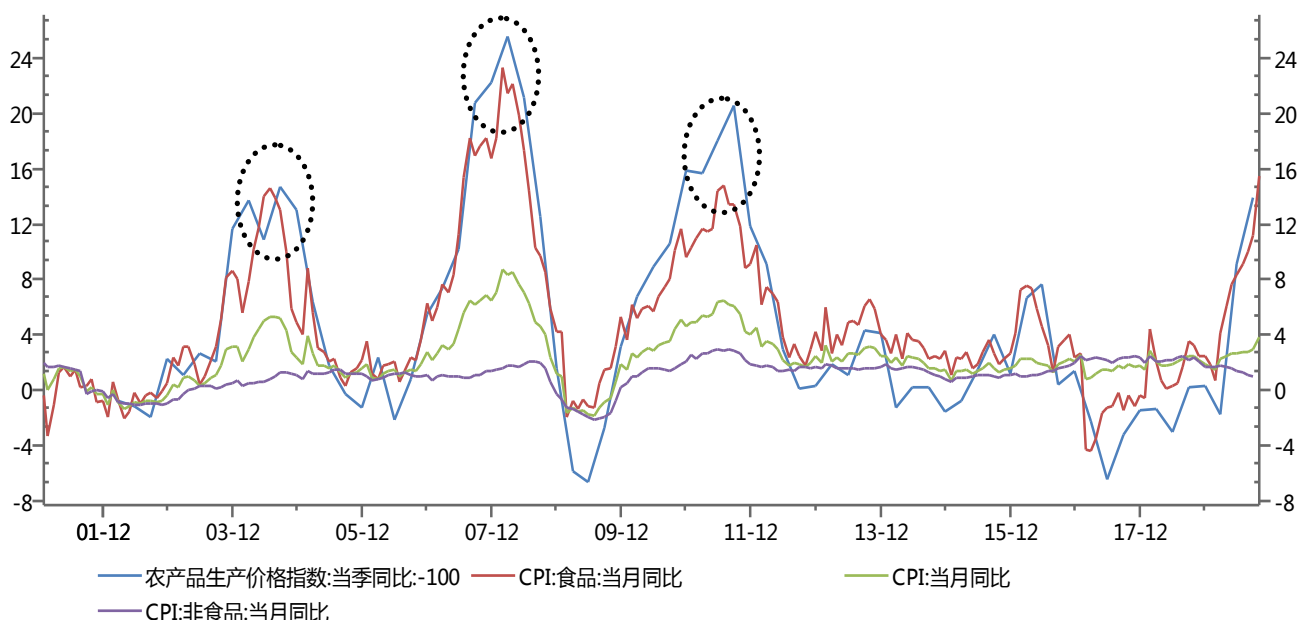
“明年通胀压力难解，优化供给侧改革是关键”

一、非食品价格成为影响 CPI 同比的关键因素

2019 年 12 月 CPI 同比为 4.5%，与上月持平，是 12 年以来的最高水平。但从 2019 年全年看，CPI 同比为 2.9%，显得并不高，并低于 3% 的年初目标值。由于受到猪肉和鸡蛋价格反季节波动的影响，12 月 CPI 环比为 0，低于往年同期水平。但我们不能据此就掉以轻心，想当然地认为猪周期的影响已是强弩之末，结构性通胀被证实。

从 01 年以来明显的三轮通胀周期看，03-04 年、07-08 年和 11-12 年农产品价格指数与食品价格同比，带动 CPI 同比达到 4-5% 水平。而 2019 年 CPI 同比之所以不高于 3%，关键在于非食品价格在 2019 年出现下跌，抵消了食品价格的上涨，这是与前三次通胀周期的最大的不同之处（图 1 所示）。

图 1 2019 年食品价格与非食品价格出现相反走势



数据来源：Wind

资料来源：WIND 第一创业整理

从具体项目看，2019 年非食品价格同比为 1.4%，低于 1.4% 有子项目主要包括鞋类、水电燃料、家用器具、交通工具、交通工具燃料、通信工具、通信服务和邮递服务。因此。拖累非食品价格的因素主要有三类：一类是能源类，包括水电燃料和交通工具用燃料，与国际原油价格相关；第二类是服务类，包括通信服务和邮递服务，与劳动力价格相关；第三类是一些必需消费品，包括鞋类、家用器具和通信工具。

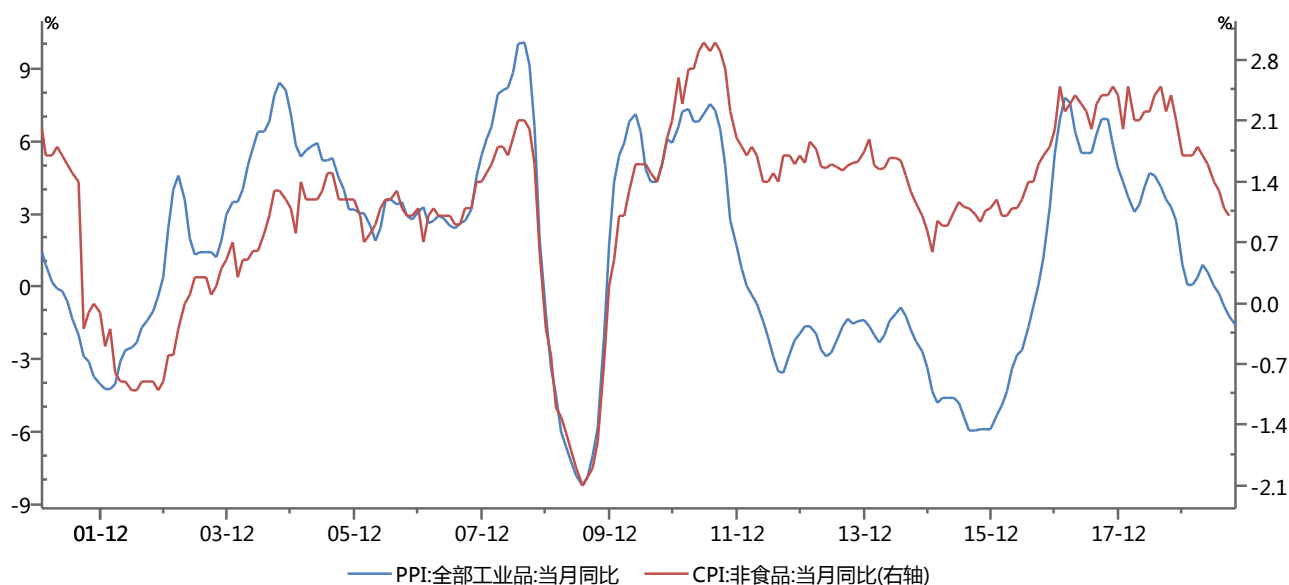
表 1 2019 年及 12 月非食品价格同比与环比涨跌幅

	12 月环比涨跌幅 (%)	12 月同比涨跌幅 (%)	2019 年涨跌幅 (%)
二、衣着	-0.1	0.8	1.6

服 装	-0.2	0.9	1.8
衣着加工服务费	0.3	3.7	4.1
鞋 类	-0.1	0.2	0.9
三、居住	0.1	0.5	1.4
租赁房房租	-0.1	0.8	1.8
水电燃料	0.6	0.1	0.6
四、生活用品及服务	0.1	0.4	0.9
家用器具	0.1	-1.4	-0.6
家庭服务	0.5	4.1	4.8
五、交通和通信	0.2	-0.7	-1.7
交通工具	-0.3	-1.7	-1.5
交通工具用燃料	1.4	0.6	-6
交通工具使用和维修	0.3	2.1	2.3
通信工具	-0.1	-4.5	-2
通信服务	0	-0.7	-1
邮递服务	0	-0.6	-0.2
六、教育文化和娱乐	0	1.8	2.2
教育服务	0	2.8	3.1
旅 游	0.3	1.2	1.8
七、医疗保健	0.2	2.1	2.4
中 药	0.1	3.1	4.7
西 药	0.1	3.2	4.3
医疗服务	0.3	1.8	1.6
八、其他用品和服务	-0.1	4.4	3.4

资料来源：WIND 第一创业整理

图2 2001年以来的非食品价格与PPI同比高度正相关



数据来源：Wind

资料来源：WIND 第一创业整理

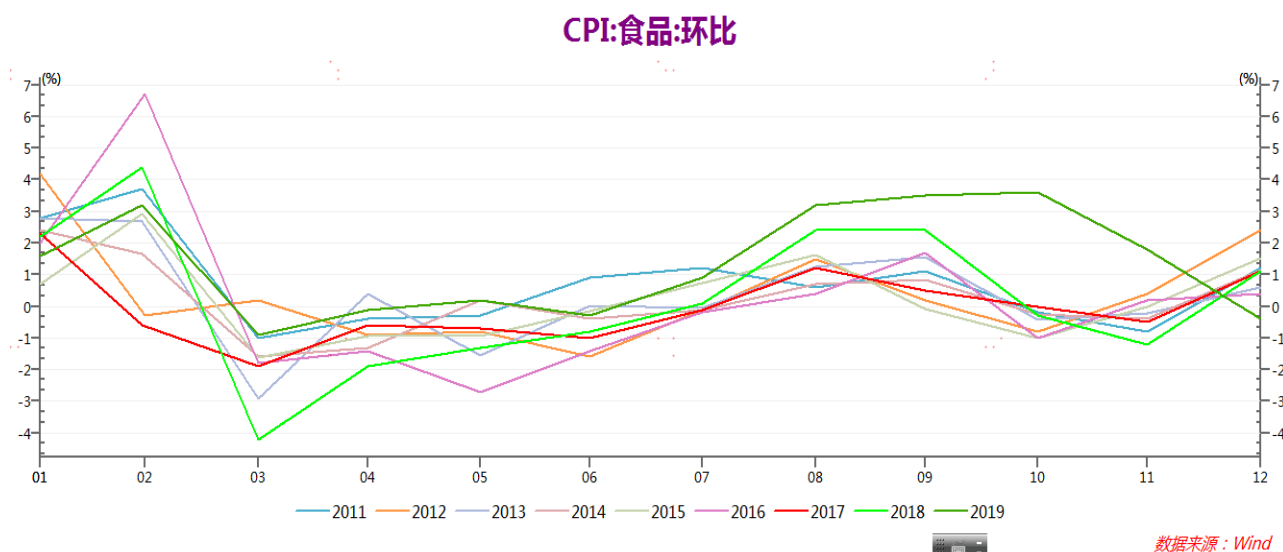
从去年 12 月环比涨跌幅看，上述子项目的涨跌幅除鞋类外均高于或等于年度涨跌幅，特别是与能源相关的交通工具用燃料价格，12 月环比为 1.4%，显示国际油价上涨对国内的传导明显，而原油价格往往滞后于经济增速，在经济下滑的前 1-2 年价格往往也会出现上涨，目前美国页岩油产量已经开始呈现下跌走势，今年原油供求将是紧平衡状态；与劳动力相关的子项目，服务价格的下跌，这与中美贸易摩擦导致巴拉萨-萨缪尔森效应失效有关，随着中美贸易战降温而使关税减少甚至取消，在人口红利减少的背景下服务价格下跌必是一种短暂现象，明年服务价格将在今年低基数的基础上出现上涨。

从图 2 中，我们可以看出，非食品价格与 PPI 同比成高度正相关。2019 年 12 月 PPI 同比为 -0.5%，较 11 月上涨 0.9 个百分点。由于 19 年 1 月环比为 -0.6%，不出意外的话，今年 1 的 PPI 同比将由负转正。PPI 同比的快速上升，将对今年非食品价格的上涨形成带动作用。

二、2020 年食品价格环比将出现反季节性的特征

食品价格的环比走势，有明显的季节性特征，一般是春节前上涨，春节后下跌，到 7-9 月又上涨，然后再下跌，年底又上涨。由于这次猪周期是一个超级猪周期，猪肉价格（包括禽肉和鸡蛋）波动的季节性，显然与往年有较大差异，表现在食品价格环比上，就是 2019 年 10 月的反季节性上涨、以及 11-12 月的反季节性下跌（图 3 所示）。

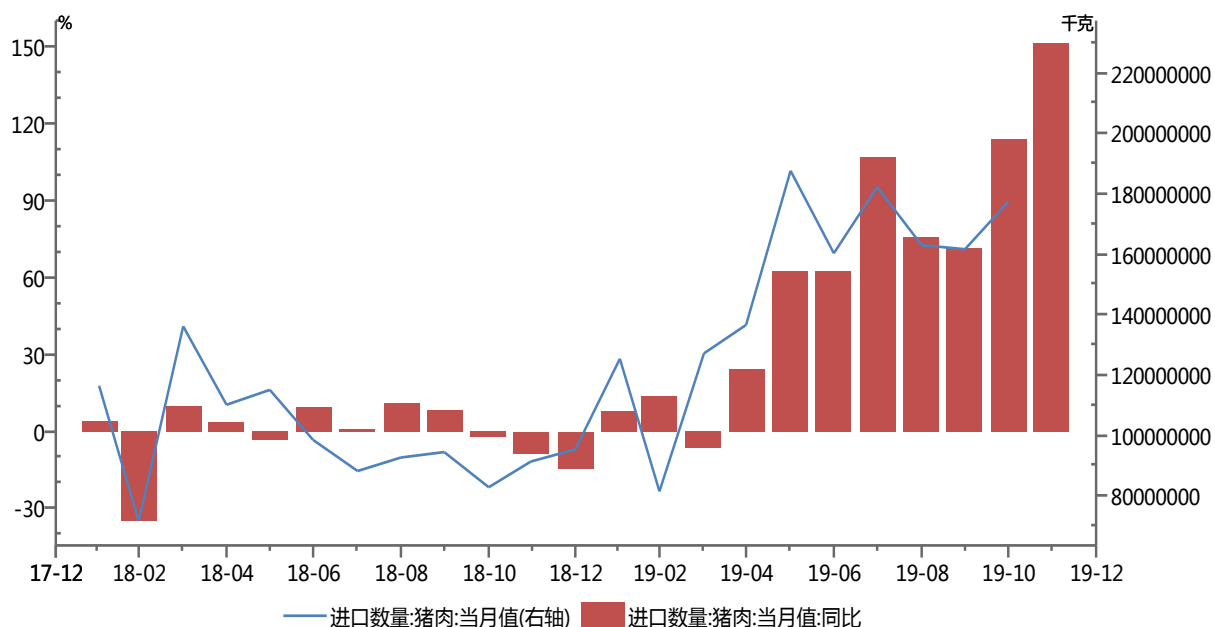
图 3 CPI 中食品价格环比趋势的季节性特征十分明显



资料来源: WIND 第一创业整理

今年春节前对猪肉价格的调控十分有力，1 月 9 日，商务部新闻发言人高峰在商务部例行新闻发布会上表示，商务部会同相关部门开展了第六批投放中央储备冻猪肉 2 万吨的工作。同时，各地加大了地方储备肉的投放力度，根据初步的了解，目前有 20 个地方已经或者正在投放地方储备猪肉 9 万多吨，春节前，还有一些地区将陆续安排投放地方储备猪肉。与此同时，2019 年下半年开始，国内加大了对猪肉进口的力度，同比增速从年中的零左右上升到 150% 左右（图 4 所示），这有力地保障了猪肉的供给，也是猪肉价格在去年 12 月出现反季节下跌的原因所在。但是，这些措施并不能一直保持高强度，国家的储备肉规模有限，而进口猪肉在整个消费中的占比又太低。

图 4 2019 年下半年起国内加大了对猪肉进口力度

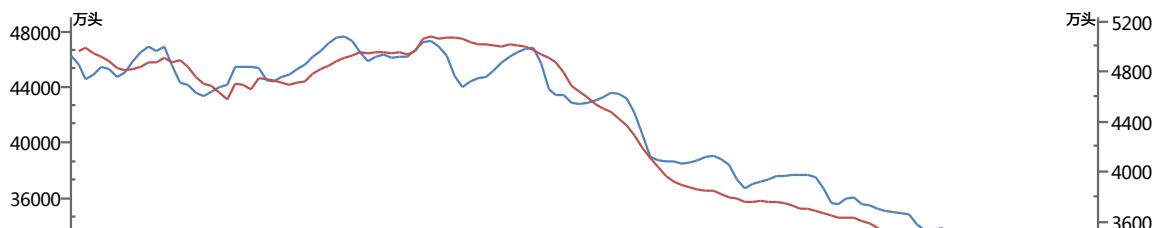


数据来源: Wind

资料来源: WIND 第一创业整理

因此,从长期看关键还是国内的存栏的恢复,虽然近期的存栏有止跌回升的态势;但由于非洲猪瘟和其它原因的影响,生猪存栏和能繁衍母猪的存栏量下跌太多,不到历史最高水平的 50%。考虑到猪存栏的恢复需要较长时间,2020 年猪肉供应的压力仍较大(图 5 显示)。

图 5 目前生猪存栏和能繁衍母猪的存栏量只有最高水平的 50%



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_7834

