



证券研究报告·宏观研究报告
2020年1月10日

首创宏观“茶”： “猪油共振向上”概率较低，通货膨胀不是 2020年货币政策的掣肘

——12月通胀数据点评

研究发展部宏观策略组

王剑辉
宏观策略分析师
电话：010-56511920
邮件：wangjianhui1@sczq.com.cn
执业证书：S0110512070001

主要观点：

- 12月CPI当月同比4.50%，预期4.70%，前值4.50%；12月PPI当月同比-0.50%，预期-0.40%，前值-1.40%；12月PPIRM当月同比-1.30%，前值-2.20%。我们点评如下：
- 一、猪价与油价“一上一下”，12月CPI当月同比持平于前值；
- 二、PPI当月同比大幅回升符合预期；
- 三、PPIRM当月同比降幅收窄；
- 四、2020年“猪油共振向上”概率较低
- 五、通货膨胀不是2020年货币政策的掣肘，1月20日央行大概率下调LPR报价。

目录

一、猪价与油价“一上一下”，12月CPI当月同比持平于前值.....	4
二、PPI当月同比大幅回升符合预期.....	5
三、PPIRM当月同比降幅收窄.....	6
四、2020年“猪油共振向上”概率较低.....	7
五、通货膨胀不是2020年货币政策的掣肘，1月20日央行大概率下调LPR报价.....	10

图表目录

图 1：猪价与油价“一上一下”，12 月 CPI 当月同比持平于前值（%）	5
图 2：12 月 PPI 当月同比大幅回升符合预期（%）	6
图 3：农副产品类 PPIRM、食品类 PPI 与食品 CPI 彼此联通（%）	7
图 4：纺织原料类 PPIRM、衣着类 PPI 与 CPI “一脉相承”（%）	7
图 5：9 月极有可能是能繁母猪存栏同比的低点（%）	8
图 6：WTI 原油同比在 2019 年 1 季度逐月上行（%）	9
图 7：工业企业亏损家数累计同比与亏损额累计同比创近新高（%）	11

事件：12月CPI当月同比4.50%，预期4.70%，前值4.50%；12月PPI当月同比-0.50%，预期-0.40%，前值-1.40%；12月PIRM当月同比-1.30%，前值-2.20%。

点评：

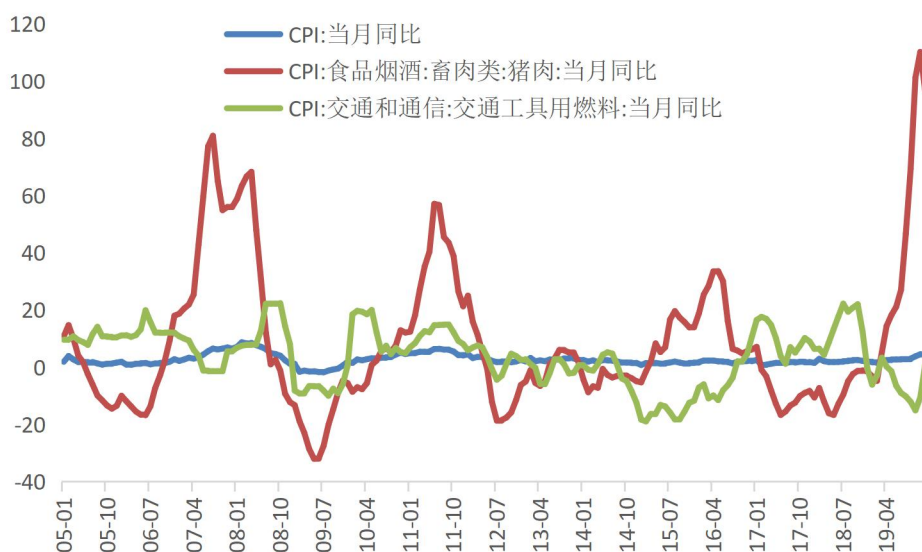
一、猪价与油价 “一上一下”，12月CPI当月同比持平于前值

12月CPI当月同比为4.50%，低于预期0.2个百分点，持平于前值。其中，食品CPI当月同比为17.40%，较前值下行1.70个百分点，止步“九连升”；非食品CPI当月同比为1.30%，较前值上行0.30个百分点，在前期“八连降”之后迎来“两连升”。核心CPI当月同比为1.40%，持平于前值，较2018年2月的2.5%的高点下行1.10个百分点，为2016年3月以来低点，表明实体经济需求依旧疲弱。消费品CPI当月同比为6.40%，较前值下行0.10个百分点，同样止步“九连升”，而服务CPI当月同比为1.20%，持平于前值，自2019年1月以来持续单边下行。

CPI当月同比的8大分项连续9个月“7升1降”。其中，食品烟酒、其他用品和服务、医疗保健、教育文化和娱乐、衣着、居住、生活用品及服务的CPI当月同比分别为12.90%、4.40%、2.10%、1.80%、0.80%、0.50%、0.40%，分别较前值上行-1.00、-0.10、0.10、0.10、-0.30、0.10、0个百分点，而交通和通信的CPI当月同比为-0.70%，在10月触底的情况下，12月较11月大幅上行2.10个百分点，主因是在国际油价大幅上行的背景下，交通工具用燃料当月同比录得0.60%，较前值大幅上行11.20个百分点，时隔7个月之后“转正”，与之相呼应的是，水电燃料当月同比录得0.10%，较前值上行0.60个百分点，同步实现“转正”。

在31个最细项上，猪肉、牛肉、羊肉、鲜菜、蛋类、食用油CPI当月同比分别为97.00%、20.40%、11.50%、10.80%、6.20%、4.80%，分别较前值上行-13.20、-1.80、-2.80、6.90、-3.90、-0.20个百分点，是12月CPI当月同比的主要支撑项，而鲜果、通信工具、交通工具、家用器具、通信服务、快递服务CPI当月同比分别为-8.00%、-4.50%、-1.70%、-1.40%、-0.70%、-0.60%，分别较前值下行1.20、0.70、0.30、0.20、0、0个百分点，是12月CPI当月同比的主要拖累项。从最细项上看，对12月CPI当月同比形成支撑的还是“猪肉系”为首的食品烟酒项，而通信工具、交通工具、家用器具、通信服务、快递服务CPI当月同比较前值下行，预示宏观经济的需求较为疲弱。值得注意的是，如果剔除国际油价同比大幅上行的拉动，12月CPI当月同比较11月下行。

图 1：猪价与油价 “一上一下”，12 月 CPI 当月同比持平于前值（%）

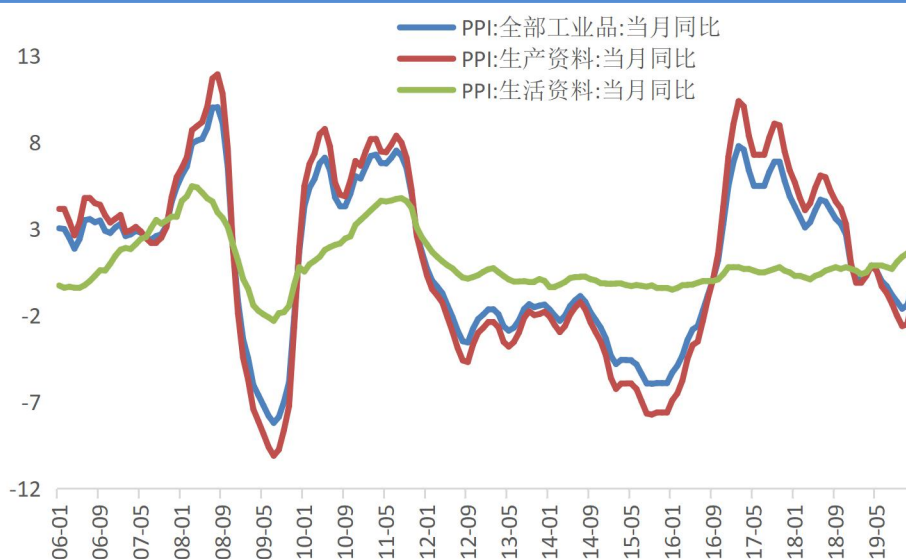


资料来源：wind，首创证券研究发展部

二、PPI 当月同比大幅回升符合预期

12月PPI当月同比-0.50%，低于预期0.1个百分点，较前值上行0.9个百分点。12月PPI当月同比大幅回升符合预期：一是从PMI数据看，12月PMI数据中的主要原材料购进价格指数为51.80，较前值上行2.80个百分点，且跃至荣枯线之上，而出厂价格指数49.20，较前值上行1.90个百分点；二是从主要影响因素国际油价看，国际油价在12月出现攀升，而在2019年同期基数快速下跌，国际油价同比大幅攀升，此外，受2020年铜冶炼企业减产计划的影响，12月沪铜上涨3.81%；三是从翘尾因素的经验看，PPI当月同比的走势与其翘尾因素的走势吻合度较高，2019年也不例外，12月PPI翘尾因素较11月上行，相应地12月PPI当月同比较11月上行。具体看，生产资料PPI当月同比-1.20%，较前值大幅上行1.30个百分点，生活资料PPI同比1.30%，较前值下行0.30个百分点，二者的“剪刀差”出现收窄。生产资料PPI中，采掘工业、原材料工业、加工工业PPI当月同比分别为2.60%、-2.60%、-0.90%，分别较前值上行4.00、2.40、0.70个百分点，其中，采掘工业PPI当月同比反弹力度较大，且录得正增长。生活资料PPI当月同比中，食品类、衣着类、一般日用品类、耐用消费品类PPI当月同比分别为5.00%、-0.10%、0.10%、-2.40%，分别较前值下行0.40、0.40、0、0.30个百分点。值得提醒的是，通过生活资料PPI当月同比，PPI当月同比与CPI当月同比实现传导：一是食品类PPI当月同比与食品CPI当月同比走势相近；二是衣着类PPI当月同比与衣着CPI当月同比走势相近；三是耐用消费品类PPI当月同比与家用器具CPI当月同比走势相近。

图2：12月PPI当月同比大幅回升符合预期（%）

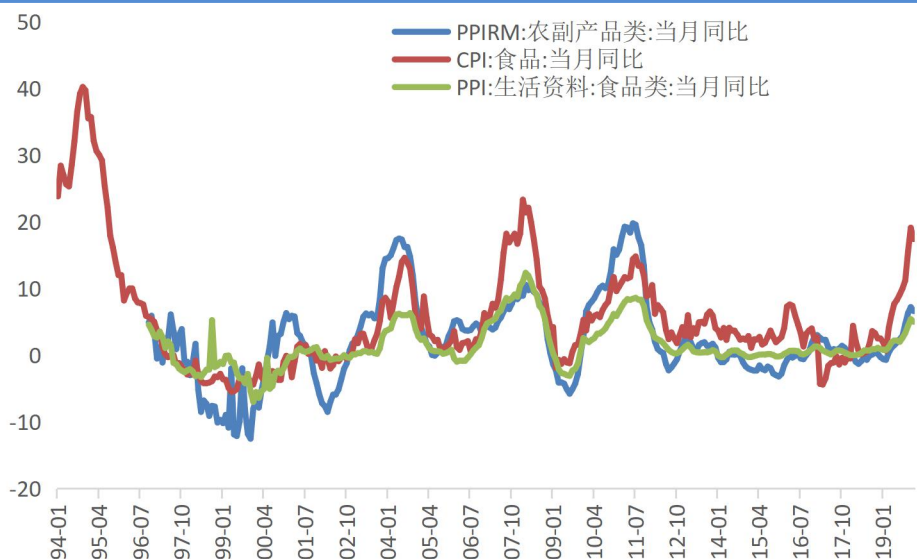


资料来源：wind，首创证券研究发展部

三、PIRM 当月同比降幅收窄

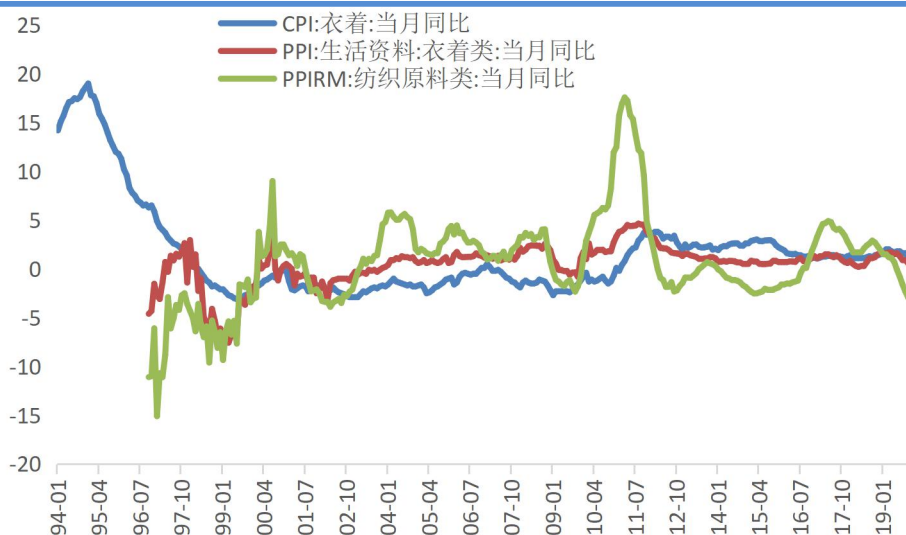
12月PIRM当月同比-1.30%，较前值上行0.90个百分点。PIRM当月同比的9大分项“3升6降”。其中，农副产品类、建筑材料类、黑色金属材料类PIRM当月同比分别为6.60%、2.80%、0.90%，分别较前值上行-0.60、-0.10、1.40个百分点，化工原料类、燃料动力类、木材及纸浆类、纺织原料类、有色金属材料类、其他工业原材料及半成品类PIRM当月同比分别为-7.40%、-3.30%、-3.10%、-2.90%、-1.90%、-0.40%，分别较前值上行1.00、2.50、0.60、0、0.40、0个百分点。其中，受基建投资力度加大以及房地产调控边际放松预期的影响，黑色金属材料类PIRM当月同比在11月短暂进入负值区间后，12月反弹至正值区间。与此同时，建筑业PIRM当月同比保持在高位。受国际油价同比大幅攀升的影响，化工原料类、燃料动力类PIRM当月同比的降幅均收窄，而纺织原料类PIRM当月同比则“多空相抵”，最终持平于前值，一方面国际油价上行推升成本进而推高价格，但是另一方面需求下行压低价格。农副产品类PIRM当月同比则跟随食品类PPI当月同比与食品类CPI当月同比高位回落，从中期趋势看大概率随着猪肉当月同比的下行继续下行。值得注意的是，PIRM、PPI、CPI是宏观经济价格体系的三大环节，其中，食品类与衣着类贯穿价格体系上中下游：农副产品类PIRM当月同比、食品类PPI当月同比与食品CPI当月同比彼此联通，而纺织原料类PIRM当月同比、衣着类PPI当月同比与CPI当月同比则“一脉相承”。我们可以在上中下游价格的联动之间寻找投资机会。

图 3：农副产品类 PPIRM、食品类 PPI 与食品 CPI 彼此联通（%）



资料来源：wind，首创证券研究发展部

图 4：纺织原料类 PPIRM、衣着类 PPI 与 CPI “一脉相承”（%）



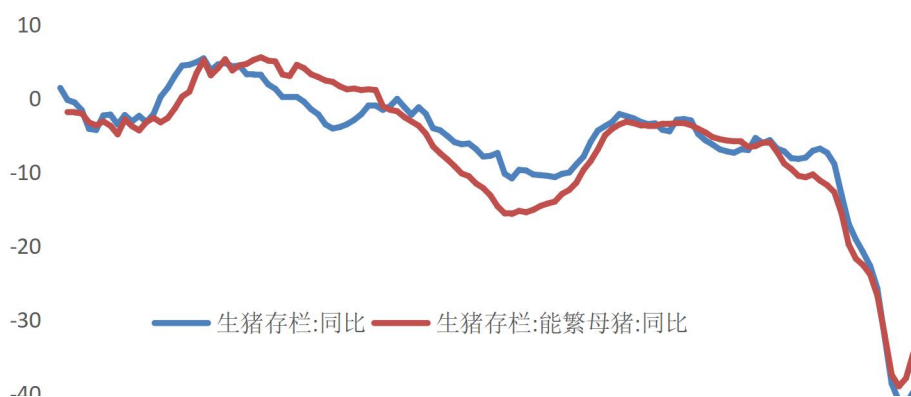
资料来源：wind，首创证券研究发展部

四、2020 年“猪油共振向上”概率较低

“猪油共振”，确切地说，“猪油向上共振”是目前市场关注的焦点之一。12月CPI数据的显著特征是：一方面，受猪肉当月同比下行的影响，食品项当月同比较前值下行，另一方面，受国际油价同比攀升的影响，非食品项当月同比较前值上行。“猪油”二者“多空”相抵，使得12月CPI当月同比持平于前值。因此，12月不存在“猪油向上共振”的现象。展望2020年，我们的观点是“猪油共振向上”概率较低。

首先看1季度猪价同比走势。2019年1-3月猪肉CPI当月同比分别录得-3.20%、-4.80%以及5.10%，尤其是1-2月基数较低，预计2020年1月猪肉CPI同比会有一个跳升，叠加1月春节错位效应，2020年1月CPI当月同比存在破“5”的可能，而2月受基数效应影响，CPI当月同比预计也不低，3月CPI当月同比大概率较2月下行。展望2-4季度，从生猪产能看，2019年9月、10月、11月能繁母猪存栏同比分别为-39.00%、-37.90%、-34.57%，降幅连续2个月出现收窄，目前看9月极有可能是能繁母猪存栏同比的低点。考虑到能繁母猪存栏同比领先生猪出栏10个月左右，意味着2020年7月左右可能是猪肉价格的高点。但是我们认为猪肉价格的高点有望提前至2季度，理由如下：党的十九届四中全会全会强调，我国国家制度和治理体系具有多方面的显著优势，其中之一是“坚持全国一盘棋，调动各方面积极性，集中力量办大事的显著优势”。面对物价这一关系国计民生的大事，中央高度关注，多措并举稳定猪肉价格，包括投放储备猪肉，大力增加进口，以及鼓励农户扩大产能等。在“集中力量办大事”的背景下，预计猪肉价格的高点可能比预期的要提前。考虑到2019年4月起猪肉CPI当月同比启动攀升进程，预计在猪肉绝对价格下行，叠加基数走强，2020年1-4季度CPI当月同比大概率“逐季下行”。

图 5：9月极有可能是能繁母猪存栏同比的低点（%）



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_7863

