

## 通胀无虞，更应关注工业品价格走势

### 摘要

今日公布的物价数据显示CPI同比增速与上月持平，PPI跌幅显著收窄。虽然春节期间需求上升可能继续推升猪价，同样推升通胀，但这是季节性的，并非周期性。从趋势上来看，随着猪肉供给的改善，生猪存栏和能繁母猪连续几个月环比回升，猪肉价格已经告别趋势性上涨，12月环比回落，春节后或进入持续回落阶段。而近期中东地缘政治事件推升油价，但在美国页岩油潜在供给压力之下，石油供给难以大幅收紧，油价大幅上涨可能性有限。通胀无虞，春节后将持续回落。

相应的，应更为关注工业品价格走势。工业品价格一方面决定着企业盈利变化，是资本市场周期类资产较为直接的决定变量；另一方面，也直接反应着需求变化和经济企稳的幅度。12月PPI环比为零，同比略低于预期。但这并不意味着工业品价格将持续偏弱，随着1月初专项债集中发行，信贷社融集中投放，以及全球经济企稳带来的外需改善，总需求将逐步回暖，带动工业品价格回升。PPI同比预计将在1月转正，环比预计也将进入正增长区间，需密切关注工业品价格走势。通胀压力减轻，货币政策无需做较大反应，债券市场将延续震荡态势。

风险提示：经济放缓超预期。

### 西南证券研究发展中心

分析师：杨业伟  
执业证号：S1250517050001  
电话：010-57631229  
邮箱：yyw@swsc.com.cn

分析师：张伟  
执业证号：S1250519060003  
电话：010-57758579  
邮箱：zhwhg@swsc.com.cn

### 相关研究

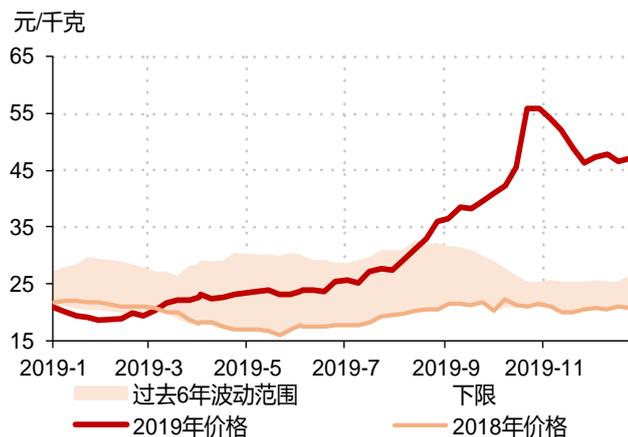
1. 顺应经济企稳的方向——月度经济预测 (2020-01-07)
2. 新年伊始，国际形势动荡国内经济继续企稳 (2020-01-05)
3. 企业景气度趋势向好，经济继续企稳回升 (2020-01-02)
4. 存量贷款换锚，降成本再下一城 (2019-12-30)
5. 量价齐升将驱动企业盈利继续改善 (2019-12-29)
6. 央行跟随降息，经济延续企稳 (2019-12-22)
7. 到底是库存决定需求，还是需求决定库存？ (2019-12-22)
8. 房地产韧性仍在，关注需求增长动力的切换 (2019-12-16)
9. 经济企稳外部风险下降，市场风险情绪将提升 (2019-12-15)
10. 如何看待中美达成第一阶段协议及其影响 (2019-12-15)

## 1 猪价趋于平稳，油价难以持续大涨，对通胀无需担忧

**猪价环比回落，通胀总体平稳。**12月通胀同比4.5%，与前值持平。猪肉价格环比由升转跌是通胀保持平稳的主要原因。12月猪肉价格环比录得-5.6%，增速较上月回落了9.4个百分点，拖累CPI环比下行0.27个百分点。猪肉对CPI同比的拉动较上月回落0.3个百分点至2.34%。猪肉价格回落带动其他畜肉价格涨幅收窄，其中牛肉、羊肉环比分别上涨0.1%、0.2%，较前值分别回落2.7和1.1个百分点。非食品环比回升0.1%，较前值提升了0.1个百分点，这主要受油价上行并带动国内成品油价格上调影响，其中水电燃料和交通工具用燃料环比增速分别较前值回升0.3和1.1个百分点。

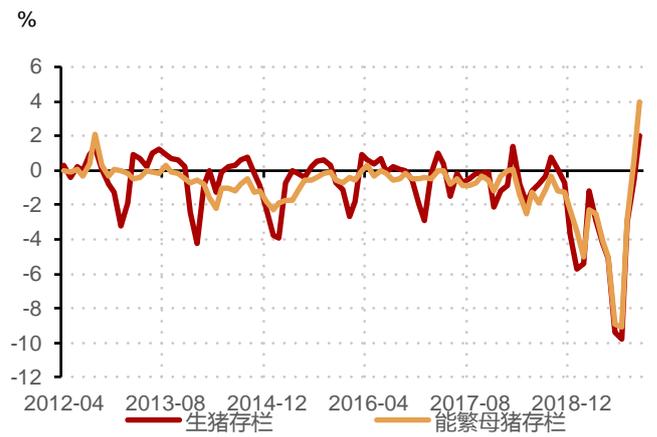
**猪肉供给稳步修复，节后猪价将持续下行并将带动通胀回落。**春节前猪肉需求旺盛并可能带动猪肉价格在1月环比回升，高频数据显示，1月初猪价环比出现回升。预计1月CPI将回升至4.9%左右。但当前猪肉供给已经在抓紧恢复，11月生猪存栏环比录得2%的正增长，是2018年10月以来首次录得正增长，能繁母猪存栏在10月至12月环比连续为正。伴随这猪肉供给的修复，猪肉价格有望在节后出现持续回落，并带动CPI下行。

图 1：22 省市猪肉价格



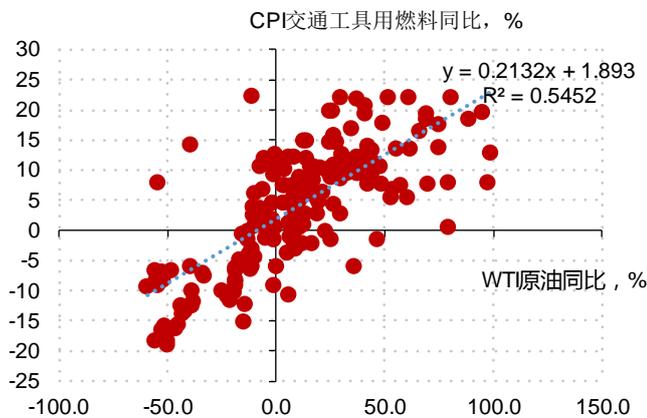
数据来源：wind、西南证券整理

图 2：生猪和能繁母猪存栏量环比在回升

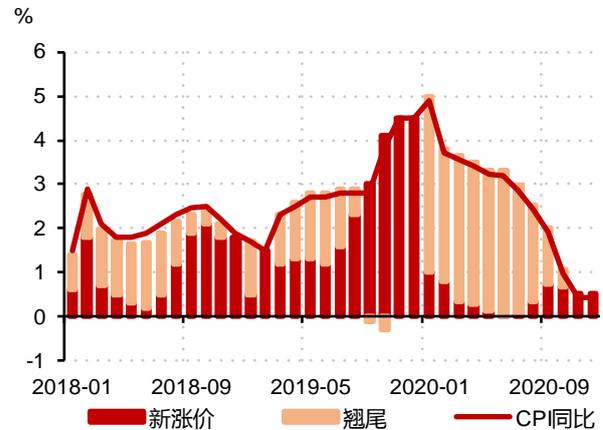


数据来源：wind、西南证券整理

**中东局势紧张短期推升油价，但油价难以持续回升，对通胀扰动有限。**近期美国“定点清除”伊朗三号人物苏莱曼尼，导致中东再度笼罩在战争阴云之中，也引发国际油价再度大幅上涨的担忧。但一方面在美国页岩油的供给压力下，油价难以持续大幅上涨。其次油价上涨对CPI的影响也有限。即使油价超过80美元/桶，根据油价与CPI分项中交通工具用燃料之间的历史关系以及交通工具用燃料的权重，对CPI的推升作用也仅为0.3-0.4个百分点。猪肉价格下行将带动通胀出现较明显回落，油价上涨不会改变通胀下行走势。

**图 3：油价与 CPI 中交通工具用燃料分项同比增速相关性**


数据来源：wind、西南证券整理

**图 4：通胀在 1 月冲高后将逐步回落**


数据来源：wind、西南证券整理

## 2 重点应关注工业品价格的回升

**PPI 跌幅收窄，化工链条对 PPI 继续构成拖累。**12 月 PPI 同比-0.5%，跌幅较上月收窄 0.9 个百分点。12 月 PPI 环比 0%，较上月回升 0.1 个百分点，略低于市场预期。分行业来看，钢铁、有色、原油价格增速回升，其中黑色金属冶炼和压延加工业、石油和天然气开采业、有色金属矿采选业分别较前值回升 0.7、3.9 和 0.7 个百分点至 0.4%、3.8%和-0.9%。非金融矿物制品业环比 0.7%，较上月回落 0.1 个百分点，但保持较高水平。化工产业链对 PPI 继续构成拖累，化学原料及化学制品业环比-0.8%，虽然较上月收窄 0.2 个百分点，但依然处于较低增速水平。

**1 季度 PPI 将持续回升，1 月将转正。**专项债发行节奏加快，1 月预计发行专项债 6000 亿元以上，同比多增 4500 亿元以上，并且主要投向基建领域，这将带动基建投资出现回升。而地产投资保持韧性，内需平稳趋升。另外，全球经济保持平稳，中美贸易摩擦边际缓和外需也将有所修复。伴随这需求的企稳，叠加当前库存水平保持低位，这将带动工业品价格出现回升。预计 PPI 将在 1 月回升至 0.4%左右。

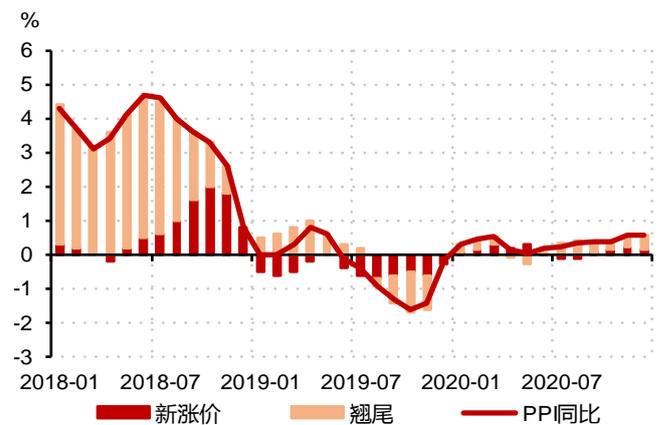
**PPI 回升带来企业盈利转暖，将支撑制造业投资，并利好权益市场。**企业盈利是制造业投资较好的领先指标，因而企业盈利改善将推动制造业投资出现企稳回升。工业企业盈利与上市非金融石化企业盈利增速基本同步，上市企业盈利改善利好其股价走势。

图 5：终端需求回升将推动 PPI 上行



数据来源：wind、西南证券整理

图 6：1 季度 PPI 将持续回升，1 月将转正



数据来源：wind、西南证券整理

### 3 货币政策着力宽信用，债市或继续震荡

通胀在 1 月冲高后将逐步下行，货币政策总体将保持宽松，并着力宽信用。通胀对货币政策掣肘有限，央行货币政策将保持宽松以发挥逆周期调节作用助力稳增长。央行政策将继续着力与扩大实体信用投放，通过降准等是配合金融机构向实体经济投放资金，我们预计除年初降准之外，20 年还有 2-3 次降准。同时，央行将继续通过引导 LPR 利率等来促进实体融资利率下行。我们预计央行在 20 年将继续调降 LPR 利率，调降频率和幅度大致为每个季度一次，即每个季度 5bps 左右。

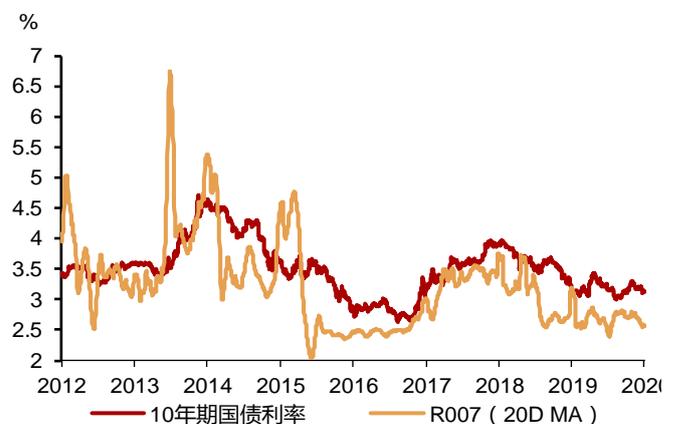
债券市场或继续震荡。流动性持续保持宽松导致债券市场在 12 月下旬经历了一小波回升。但需要看到的是，流动性难以持续保持季度宽松的状况，央行无意引导流动性过度宽松，因而利率难以持续下行。随着地方债集中发行，信贷社融投放以及春节前资金需求来临，资金面将再度回归相对平稳状况。资金面不会支持长端利率持续下行。但同时，考虑到支持实体信用投放，资金面也不会大幅收紧，否则将影响信贷社融投放，因而长端利率大幅调整可能性有限。总体来看，债券市场将维持震荡态势，在经济基本面未掉头之前，债券市场难以开启上行趋势。

图 7：20 年预计再降准 2-3 次



数据来源：wind、西南证券整理

图 8：债券利率将维持总体震荡



数据来源：wind、西南证券整理

**表 1：我国宏观经济指标预测**

|               |        | 2018-11 | 2018-12 | 2019-1 | 2019-2 | 2019-3 | 2019-4 | 2019-5 | 2019-6 | 2019-7 | 2019-8 | 2019-9 | 2019-10 | 2019-11 | 2019-12 | 西南预测     | 市场预期     |
|---------------|--------|---------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|---------|---------|----------|----------|
|               |        |         |         |        |        |        |        |        |        |        |        |        |         |         |         | 2019-12F | 2019-12F |
| CPI           | 同比%    | 2.2     | 1.9     | 1.7    | 1.5    | 2.3    | 2.5    | 2.7    | 2.7    | 2.8    | 2.8    | 3.0    | 3.8     | 4.5     | 4.5     | 4.4      | 4.7      |
| PPI           | 同比%    | 2.7     | 0.9     | 0.1    | 0.1    | 0.4    | 0.9    | 0.6    | 0.0    | -0.3   | -0.8   | -1.2   | -1.6    | -1.4    | -0.5    | -0.3     | -0.3     |
| 工业增加值真实增速     | 同比%    | 7.2     | 5.7     |        | 5.3    | 8.5    | 5.4    | 5.0    | 6.3    | 4.8    | 4.4    | 5.8    | 4.7     | 6.2     |         | 5.5      | 5.7      |
| 固定资产投资累积名义增速  | 同比%    | 5.9     | 5.9     |        | 6.1    | 6.3    | 6.1    | 5.6    | 5.8    | 5.7    | 5.5    | 5.4    | 5.2     | 5.2     |         | 5.3      | 5.2      |
| 消费品零售名义增速     | 同比%    | 8.1     | 8.2     |        | 8.2    | 8.7    | 7.2    | 8.6    | 9.8    | 7.6    | 7.5    | 7.8    | 7.2     | 8.0     |         | 7.8      | 7.8      |
| 新增人民币贷款       | 亿人民币   | 12500   | 10800   | 32300  | 8858   | 16900  | 10200  | 11800  | 16600  | 10600  | 12100  | 16900  | 6613    | 13900   |         | 11000    | 11375    |
| M2增速          | 同比%    | 8.0     | 8.1     | 8.4    | 8.0    | 8.6    | 8.5    | 8.5    | 8.5    | 8.1    | 8.2    | 8.4    | 8.4     | 8.2     |         | 8.4      | 8.4      |
| 一年期定存         | %      | 1.50    | 1.50    | 1.50   | 1.50   | 1.50   | 1.50   | 1.50   | 1.50   | 1.50   | 1.50   | 1.50   | 1.50    | 1.50    | 1.50    | 1.50     | 1.50     |
| 出口名义增速(美元计价)  | 同比%    | 5.4     | -4.4    | 9.1    | -20.7  | 14.2   | -2.7   | 1.1    | -1.3   | 3.3    | -1.0   | -3.2   | -0.9    | -1.1    |         | 5.0      | 4.0      |
| 进口名义增速(美元计价)  | 同比%    | 3.0     | -7.6    | -1.5   | -5.2   | -7.6   | 4.0    | -8.5   | -7.3   | -5.3   | -5.6   | -8.5   | -6.4    | 0.3     |         | 8.0      | 9.2      |
| 贸易顺差          | 亿美元    | 447.5   | 570.6   | 391.6  | 41.2   | 326.5  | 123.7  | 416.6  | 509.8  | 450.5  | 348.3  | 396.5  | 428.1   | 387.3   |         | 547.2    | 536.8    |
| 人民币兑美元汇率(月末值) | 人民币/美元 | 6.94    | 6.87    | 6.70   | 6.69   | 6.72   | 6.74   | 6.90   | 6.87   | 6.89   | 7.15   | 7.14   | 7.04    | 7.03    | 6.99    | 6.99     | 7.15     |
| 存款准备金率        | %      | 14.5    | 14.5    | 13.5   | 13.5   | 13.5   | 13.5   | 13.5   | 13.5   | 13.5   | 13.5   | 13.0   | 13.0    | 13.0    | 13.0    | 13.0     | 13.0     |

资料来源: CEIC, Wind, 西南证券

注: 市场预期为Wind 调查的市场预测均值, 其中汇率为即期汇率, 西南预测汇率为中间价

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\\_7866](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_7866)



云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>