



12月通胀点评

通胀可控，关注需求

猪肉供给紧张状况进一步缓解，对CPI的影响下降；PPI基数效应减退，1月有望同比增速回正。

- 12月CPI环比0%，同比增长4.5%，核心CPI同比增长1.4%。2019年CPI同比上升2.9%，为2011年以来最大年度涨幅。
- 食品价格波动依然是影响CPI的主导因素，但食品价格内部有所分化。猪肉供给紧张状况进一步缓解，价格由上月上涨3.8%转为下降5.6%，影响CPI下降约0.27个百分点。与历史同期相比，食品项目中当月环比明显高于历史走势的是鲜菜、奶类，明显低于历史环比涨幅的是畜肉、蛋、鲜果、水产品等。
- 关注房租价格连续三个月环比负增长。1月CPI可能是2020年全年高点，但同比涨幅不会超过5%。
- 12月PPI环比增长0%，同比增长-0.5%，其中生产资料同比增长-1.2%，生活资料同比增长1.3%，PPIRM同比增长-1.3%。
- 生活资料的价格环比走势较历史水平偏弱，食品类环比增长-0.3%，较11月大幅下降1.4个百分点，耐用消费品环比增长-0.3%，2019年中基本在历史环比区间的下方。
- 预计随着基数效应的消失，1月PPI同比增速有望回正，但受到需求疲弱和经济增速下行压力较大的影响，2020年PPI同比增速的上行空间比较有限。

风险提示：全球经济数据不达预期；国内通胀持续超预期。

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观及策略：宏观经济

张晓娇

(8621)2032 8517

xiaojiao.zhang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300514010002

朱启兵

(8610)66229359

qibing.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

CPI

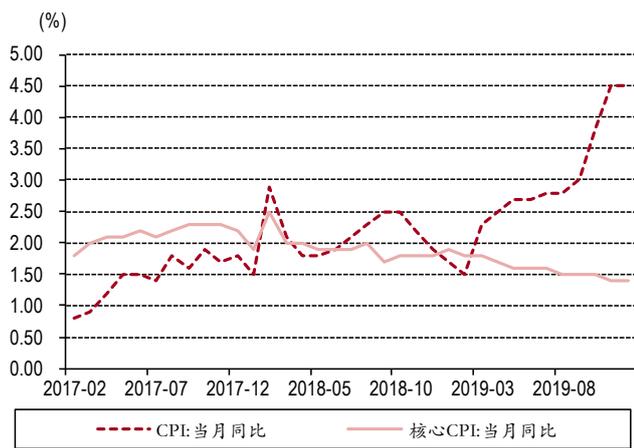
CPI 环比持平，同比走稳。12月CPI环比0%，同比增长4.5%，与11月持平。从分项看，交通通信环比增长0.2%，医疗保健环比增长0.2%，居住环比增长0.1%，生活用品及服务环比增长0.1%，环比下降的有食品烟酒环比-0.2%，衣着环比-0.1%，其他用品和服务环比-0.1%。12月核心CPI同比增长1.4%，与11月持平，服务价格同比增长1.2%，与11月持平，消费品价格同比增长6.4%，较11月同比增速小幅下降0.1个百分点。受到猪肉价格的主要影响，2019年CPI同比上升2.9%，为2011年以来最大年度涨幅，但控制在政策目标3%以内。

食品价格波动依然是影响CPI的主导因素，但食品价格内部有所分化。12月，随着生猪生产出现积极变化，中央和地方储备猪肉陆续投放，进口量有所增加，猪肉供给紧张状况进一步缓解，价格由上月上涨3.8%转为下降5.6%，影响CPI下降约0.27个百分点。在猪肉价格下降的影响下，牛肉和羊肉价格涨幅分别由2.8%和1.3%回落至0.1%和0.2%，鸡肉和鸭肉价格分别由上涨4.3%和3.6%转为下降4.9%和1.9%。鸡蛋供应充足，价格下降5.5%，降幅扩大4.8个百分点。受冷空气及大范围降雪影响，鲜菜、鲜果生产和储运成本增加，价格分别上涨10.6%和0.6%。与历史同期相比，食品项目中当月环比明显高于历史走势的是鲜菜、奶类，明显低于历史环比涨幅的是畜肉、蛋、鲜果、水产品等。其他CPI构成中，燃料、旅游、水电燃料的价格环比走势较强，服装、交通工具、西药价格表现较历史同期相对较弱。

关注房租价格连续三个月环比负增长。四季度当中房租连续三个月环比增长-0.1%，-0.3%和-0.1%，12月房租环比负增长幅度虽然有所收敛，但从历史数据来看，这是2011年以来首次出现连续三个月负增长。我们关注房租价格走弱背后是否存在需求走弱的情况。另外水电燃料价格自9月以来环比明显上升，从历史数据走势来看类似2013年，此后可能出现类似2014年和2015年持续走弱的情况。

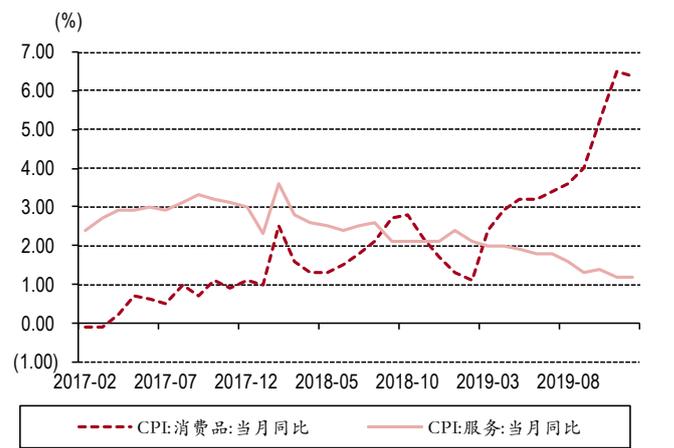
1月CPI可能是2020年全年高点。受到春节效应和基数效应的双重影响，2020年1月CPI同比增速可能较12月继续小幅上行，食品仍将是最大的扰动项，但预计猪肉储备投放和加大进口仍将继续缓解供给紧张的情况，因此预计CPI同比涨幅不会超过5%。此后全年CPI同比增速将维持前高后低的走势持续回落，至8月通胀压力明显缓解。

图表 1. CPI 和核心 CPI 同比走势



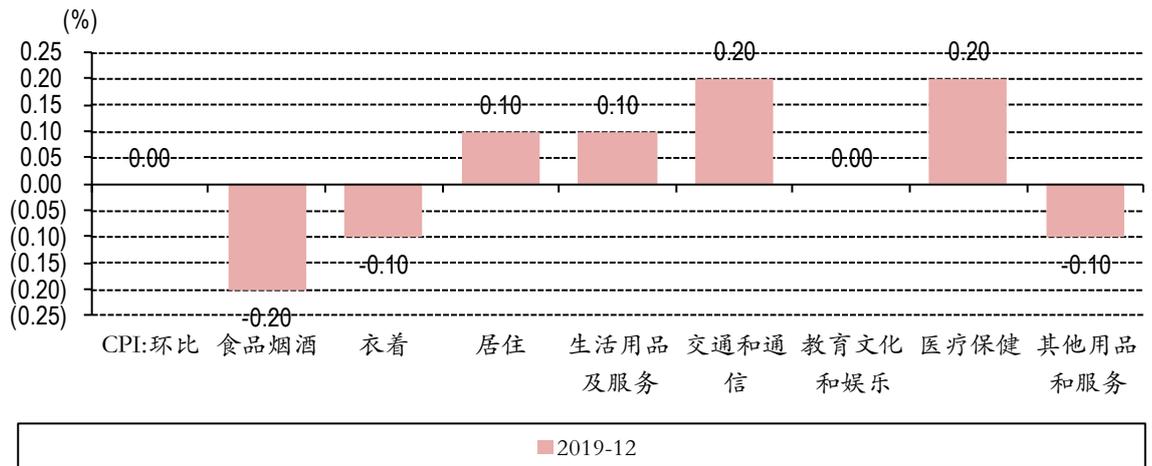
资料来源：万得，中银国际证券

图表 2. 消费品和服务 CPI 当月同比



资料来源：万得，中银国际证券

图表 3. CPI 环比走势



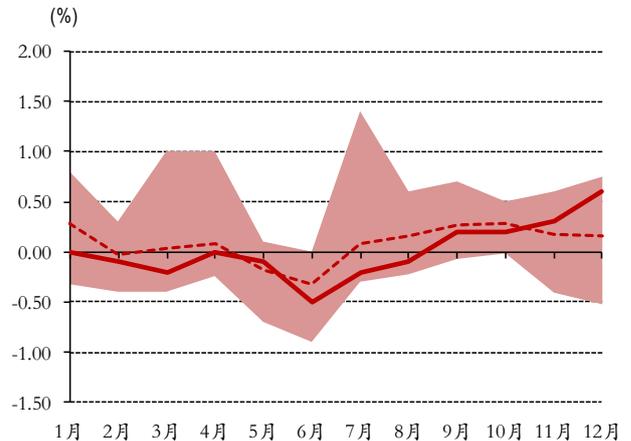
资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 4. 房租价格连续三个月环比负增长



资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 5. 水电燃料价格持续走强



资料来源: 万得, 中银国际证券

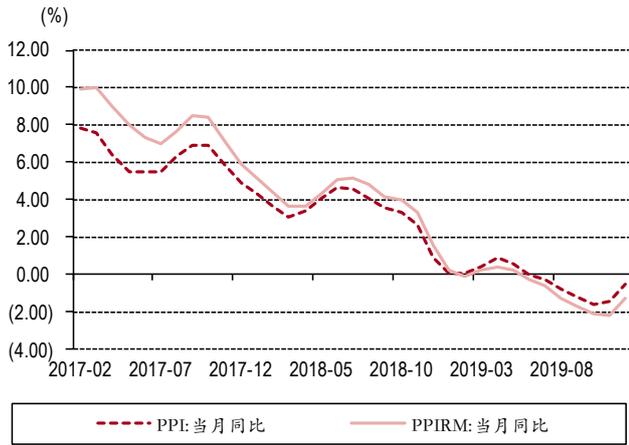
PPI

PPI 同比较 11 月回升, 基数效应减退。12 月 PPI 环比增长 0%, 其中生产资料环比增长 0%, 生活资料环比增长-0.2%。12 月 PPI 同比增长-0.5%, 较 11 月上升 0.9 个百分点, 其中生产资料同比增长-1.2%, 较 11 月上升 1.3 个百分点, 生活资料同比增长 1.3%, 较 11 月下降 0.3 个百分点。PPIRM 同比增长-1.3%, 较 11 月上升 0.9 个百分点, 从构成来看, 上涨的产品包括农副产品类增长 6.6%, 建筑材料类上涨 2.8%, 黑色金属材料类上涨 0.9%, 下跌较多的产品包括化工原料类增长-7.4%, 燃料动力类增长-3.3%, 木材及纸浆类增长-3.1%。

生活资料的价格环比走势较历史水平偏弱。12 月生活资料价格中, 食品类环比增长-0.3%, 较 11 月大幅下降 1.4 个百分点, 耐用消费品环比增长-0.3%, 较 11 月下降 0.1 个百分点。从历史规律来看, 食品和耐用消费品的出厂价格表现偏弱, 特别是耐用消费品出厂价格的环比增速, 2019 年中基本在历史环比区间的下方。

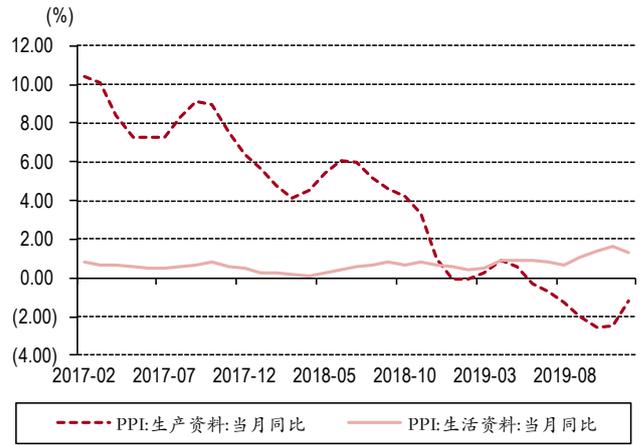
1 月 PPI 同比增速有望回正。2019 年 1 月 PPI 环比增长-0.6%, 对拉低 PPI 同比的影响较大。预计随着基数效应的消失, 1 月 PPI 同比增速有望回正。但受到需求疲弱和经济增速下行压力较大的影响, 2020 年 PPI 同比增速的上行空间比较有限。

图表 6. PPI 和 PPIRM 当月同比增长



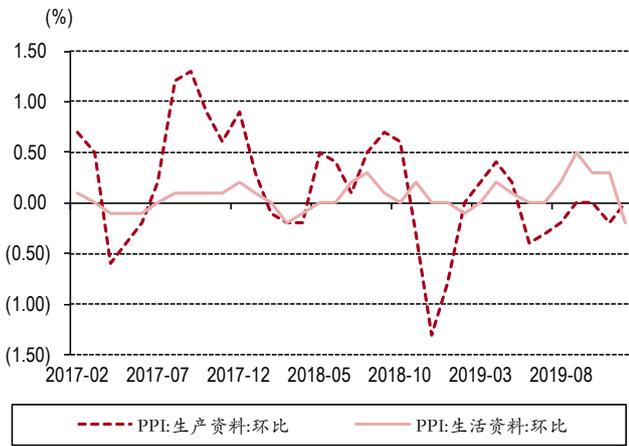
资料来源：万得，中银国际证券

图表 7. PPI 生产资料和生活资料当月同比走势



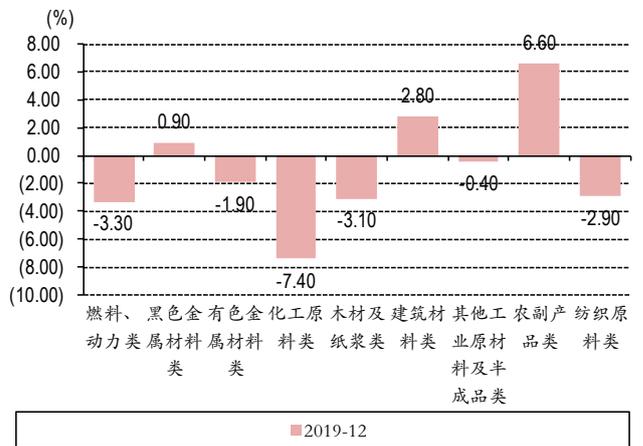
资料来源：万得，中银国际证券

图表 8. PPI 生产资料和生活资料环比走势



资料来源：万得，中银国际证券

图表 9. PPIRM 构成当月同比



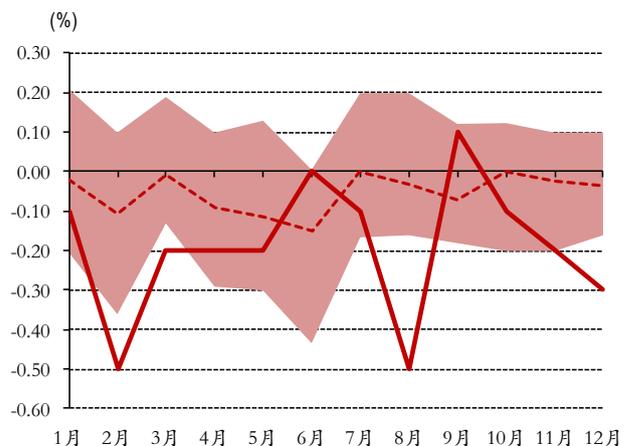
资料来源：万得，中银国际证券

图表 10. 生活资料中食品类价格在 12 月环比快速回落



资料来源：万得，中银国际证券

图表 11. 生活资料中耐用品类价格持续走弱



资料来源：万得，中银国际证券

风险提示：全球经济数据不达预期；国内通胀持续超预期。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

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_7892

