

CPI 低于预期，1 月 CPI 同比或仍处“4 时代”

——12 月通胀数据点评

宏观数据点评

2019 年 01 月 09 日

报告摘要：

12 月份 CPI 同比升 4.5%（前值 4.5%），预期 4.7%；核心 CPI 同比升 1.4%（前值 1.4%）；PPI 同比下降 0.5%（前值-1.4%），预期-0.3%。

● CPI 低于预期，PPI 降幅收窄

CPI 不及预期主要因为猪肉价格短暂回落。根据高频数据，1 月份猪肉价格环比止跌回升，蔬菜水果价格维持平稳，预计 1 月 CPI 环比上涨 0.77%，同比上涨 4.8%。

PPIRM 反弹主要受大宗商品价格上涨影响，预计 1 月 PPIRM 降幅将继续收窄至 -0.8%。

PPI 回落主要受能源、原材料价格回升影响。近期美伊冲突加剧，国际油价上涨，叠加去年基数较低，预计 1 月 PPI 将转正至 0.1%。

● 货币政策将再次成为逆周期调节的主要担当

央行四季度货币政策委员会例会继续强调，保持 M2 和社融增速与名义 GDP 增速相匹配。我们测算，2020 年需要降准两次才能达到这一目标。此外，按照用市场化改革办法促进实际利率水平明显降低的要求，我们预计 2020 年政策利率有 20bp 的下降空间，LPR 有 30bp 的下降空间。总体看，给定财政收入增速放缓的约束，2020 年财政政策空间受到一定限制，货币政策将再次成为逆周期调节的主要担当。

● 风险提示：油价上涨超预期，猪价和鲜菜价格协同上涨。

民生证券研究院

分析师：解运亮

执业证号：S0100519040001

电话：010-85127730

邮箱：xieyunliang@mszq.com

研究助理：毛健

执业证号：S0100119010023

电话：021-60876720

邮箱：maojian@mszq.com

研究助理：付万丛

执业证号：S0100119080008

电话：010-85127730

邮箱：fuwancong@mszq.com

相关研究

目录

一、CPI 低于预期，PPI 降幅收窄	3
（一）猪肉价格短暂回落导致 CPI 低于预期	3
（二）大宗商品价格反弹，PPIRM、PPI 降幅收窄	4
二、货币政策将再次成为逆周期调节的主要担当	5
风险提示	5

12 月份 CPI 同比升 4.5%（前值 4.5%），预期 4.7%；核心 CPI 同比升 1.4%（前值 1.4%）；PPI 同比下降 0.5%（前值-1.4%），预期-0.3%。

我们认为：

1、CPI 不及预期主要因为猪肉价格短暂回落。根据高频数据，1 月份猪肉价格环比止跌回升，蔬菜水果价格维持平稳，预计 1 月 CPI 环比上涨 0.77%，同比上涨 4.8%。

2、PPIRM 反弹主要受大宗商品价格上涨影响，预计 1 月 PPIRM 降幅将继续收窄至 -0.8%。

3、PPI 回落主要受能源、原材料价格回升影响。近期美伊冲突加剧，国际油价上涨，叠加去年基数较低，预计 1 月 PPI 将转正至 0.1%。

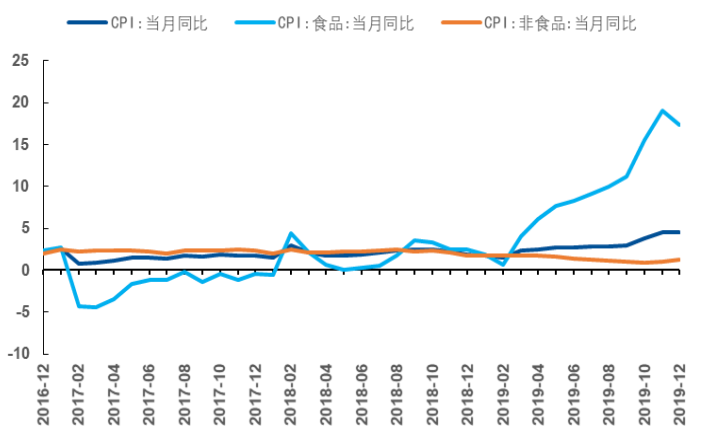
4、货币政策将再次成为逆周期调节的主要担当。央行四季度货币政策委员会例会继续强调，保持 M2 和社融增速与名义 GDP 增速相匹配。我们测算，2020 年需要降准两次才能达到这一目标。此外，按照用市场化改革办法促进实际利率水平明显降低的要求，我们预计 2020 年政策利率有 20bp 的下降空间，LPR 有 30bp 的下降空间。总体看，给定财政收入增速放缓的约束，2020 年财政政策空间受到一定限制，货币政策将再次成为逆周期调节的主要担当。

一、CPI 低于预期，PPI 降幅收窄

（一）猪肉价格短暂回落导致 CPI 低于预期

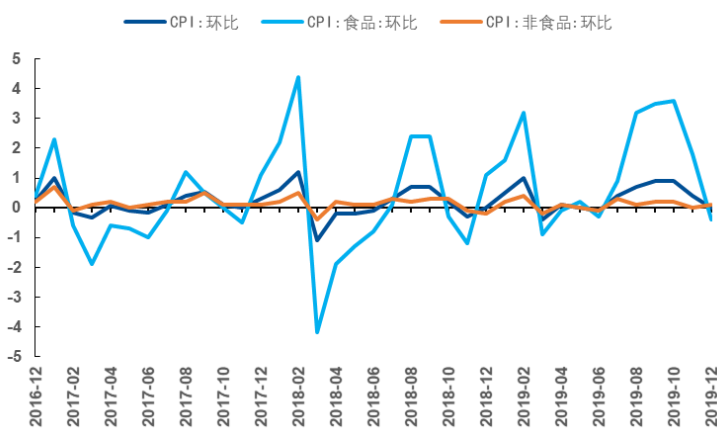
食品价格涨幅回落使得 CPI 涨幅低于预期。12 月份 CPI 上涨 4.5%，涨幅与上月持平，低于市场预期的 4.7%。其中，食品价格上涨 17.4%，涨幅回落 1.7 个百分点，影响 CPI 上涨约 3.43 个百分点；非食品价格上涨 1.3%，涨幅扩大 0.3 个百分点，影响 CPI 上涨约 1.07 个百分点。消费品价格上涨 6.4%，涨幅比上月回落 0.1 个百分点；服务价格上涨 12%，涨幅与上月持平。将同比增速分解为翘尾因素和新涨价因素。12 月 CPI 翘尾因素为 0%，新涨价因素为 4.5%。

图 1：12 月 CPI 同比增长 4.5%（%）



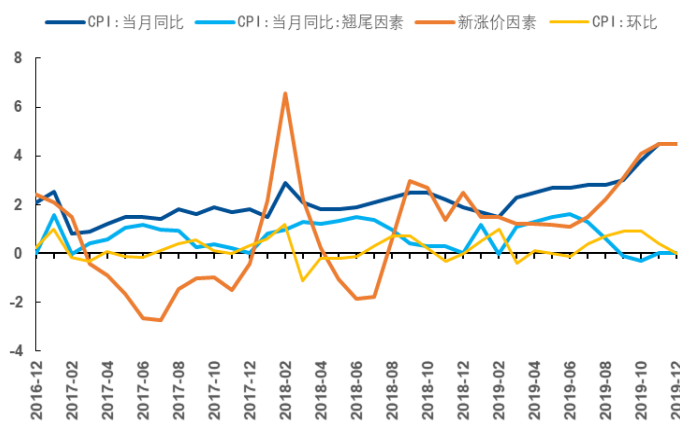
资料来源：WIND，民生证券研究院

图 2：12 月 CPI 食品环比回落（%）



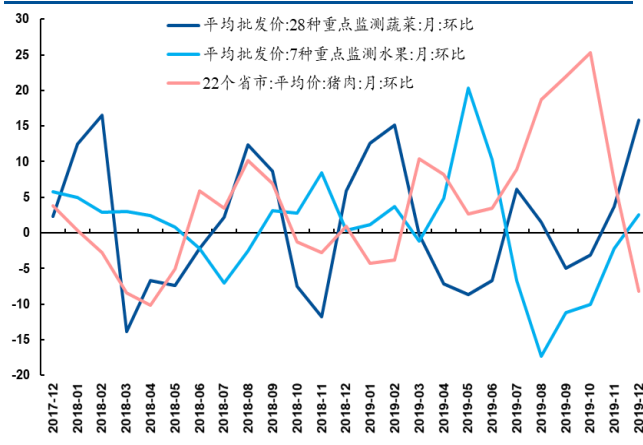
资料来源：WIND，民生证券研究院

图 3：12 月 CPI 食品项涨价因素分解 (%)



资料来源：WIND，民生证券研究院

图 4：重点食品高频环比数据 (%)



资料来源：WIND，民生证券研究院

猪肉价格回落带动食品价格涨幅回落。环比来看，在食品中，虽然鲜菜价格环比上涨 10.6%，涨幅较上月扩大 9.2 个百分点，影响 CPI 上涨约 0.25 个百分点。但是，猪肉价格下降 5.6%，涨幅较上月回落 9.4 个百分点，影响 CPI 下降约 0.27 个百分点。同比来看，在食品中，虽然鲜菜价格上涨 10.8%，涨幅较上月扩大 6.9 个百分点，影响 CPI 上涨约 0.26 个百分点。但是，猪肉价格上涨 97.0%，涨幅较上月回落 13.2 个百分点，影响 CPI 上涨约 2.34 个百分点。

根据高频数据，1 月份猪肉价格环比止跌回升，蔬菜水果价格维持平稳，预计 1 月 CPI 环比上涨 0.77%，同比上涨 4.8%。

（二）大宗商品价格反弹，PPIRM、PPI 降幅收窄

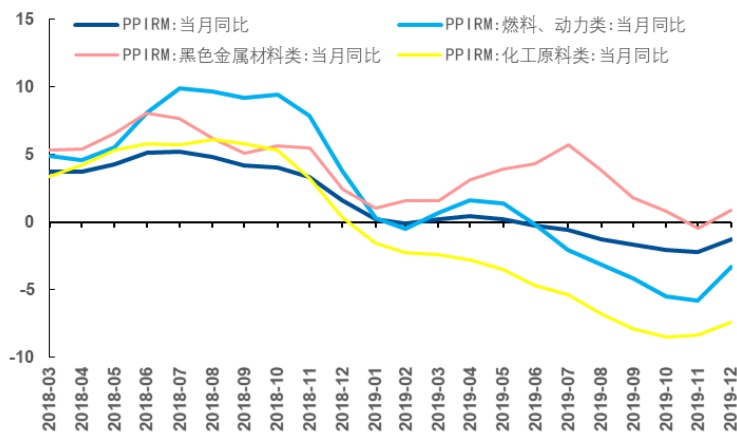
大宗商品价格带动 PPIRM 反弹。12 月工业生产者购进价格同比回落 1.3%，降幅较上月收窄 0.9 个百分点。其中，黑色金属材料类价格同比上涨 0.9%，涨幅较上月扩大 1.4 个百分点。化工原料类价格下降 7.4%，降幅较上月收窄 1.0 个百分点。燃料动力类价格下降 3.3%，降幅较上月收窄 2.5 个百分点。预计 2020 年 1 月 PPIRM 将继续反弹至 -0.8%。

生产资料价格带动 PPI 反弹。12 月 PPI 同比下降 0.5%，降幅较上月收窄 0.9 个百分点。分大类来看，生产资料价格同比下降 1.2%，降幅较上月收窄 1.3 个百分点，影响工业生产者出厂价格总水平下降约 0.87 个百分点；生活资料价格同比上涨 1.3%，涨幅较上月回落 0.3 个百分点，影响工业生产者出厂价格总水平上涨约 0.34 个百分点。近期美伊冲突加剧，国际油价上涨，叠加去年基数较低，预计 1 月 PPI 将转正至 0.1%。

能源、原材料价格带动 PPI 反弹。主要行业中，主要行业中，涨幅扩大的有黑色金属矿采选业，上涨 8.8%，比上月扩大 0.5 个百分点；有色金属冶炼和压延加工业，上涨 1.1%，扩大 0.6 个百分点。降幅收窄的有化学原料和化学制品制造业，下降 5.4%，收窄 1.0 个百分点；石油、煤炭及其他燃料加工业，下降 1.8%，收窄 8.1 个百分点；黑色金属冶炼和压延加工业，下降 0.7%，收窄 4.6 个百分点。石油和天然气开采业由降转涨，

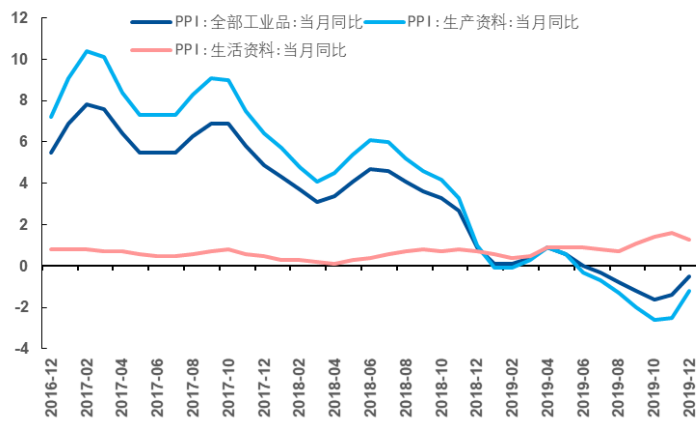
上涨 5.8%。煤炭开采和洗选业下降 3.6%，降幅扩大 0.8 个百分点。

图 5：大宗商品带动 PPIRM 反弹 (%)



资料来源：WIND，民生证券研究院

图 6：PPI 降幅收窄 (%)



资料来源：WIND，民生证券研究院

二、货币政策将再次成为逆周期调节的主要担当

单一通胀从来不是宽松的阻碍。在猪肉涨价带动下，市场普遍预期 1 月份是 CPI 高点，上半年 CPI 也将处于高位。结构性通胀真的会制约货币政策吗？2015Q2 货币政策执行报告早已表示，货币政策并不针对个别商品价格变化进行调整。何况当前中国物价形势是结构性通胀和工业品通缩的组合，这一组合之下，货币小幅宽松是合情合理的选项。

货币政策将再次成为逆周期调节的主要担当。央行四季度货币政策委员会例会继续强调，保持 M2 和社融增速与名义 GDP 增速相匹配。我们测算，2020 年需要降准两次才能达到这一目标。此外，按照用市场化改革办法促进实际利率水平明显降低的要求，我们预计 2020 年政策利率有 20bp 的下降空间，LPR 有 30bp 的下降空间。总体看，给定财政收入增速放缓的约束，2020 年财政政策空间受到一定限制，货币政策将再次成为逆周期调节的主要担当。

风险提示

油价上涨超预期，猪价和鲜菜价格协同上涨。

插图目录

图 1: 12 月 CPI 同比增长 4.5% (%)	3
图 2: 12 月 CPI 食品环比回落 (%)	3
图 3: 12 月 CPI 食品项涨价因素分解 (%)	4
图 4: 重点食品高频环比数据 (%)	4
图 5: 大宗商品带动 PPIRM 反弹 (%)	5
图 6: PPI 降幅收窄 (%)	5

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_7901

