

国开证券
CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

分析师:

杜征征

执业证书编号: S1380511090001

联系电话: 010-88300843

邮箱: duzhengzheng@gkzq.com.cn

CPI 仍有上升可能 PPI 短周期回暖

—11 月物价数据点评

2019 年 12 月 10 日

内容提要:

11 月 CPI 同比上涨 4.5%，预期 4.3%，前值 3.8%；PPI 同比回落 1.4%，预期回落 1.4%，前值回落 1.6%。

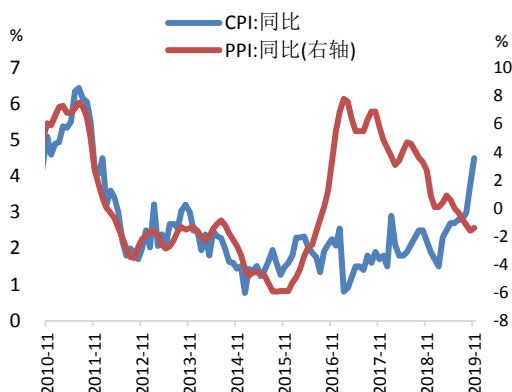
11 月 CPI 略高于市场预期。从环比看，食品类价格持续超季节性上涨，非食品价格则与季节性规律一致。食品中肉类涨幅仍然最大且有向其他食品扩散的迹象，其他食品中除鲜果价格走弱外均强于季节性。除去畜肉类的 CPI 仅上涨 1.2%，核心 CPI 也仅为 1.4%，需求不振的情况仍然较为明显。当前通胀持续显示出结构性特征（CPI 强与 PPI 弱、食品强与非食品弱、肉类强与其他食品弱），稳增长诉求则持续上升，但短期内通胀预期的扩散仍然是需要警惕的，而且 CPI 在 2020 年春节前后破 5% 的可能性尚存，未来货币政策松紧适度有利于引导预期。

PPI 符合市场预期，触底回升概率较大。大宗商品价格同比跌幅收窄有利于 PPI 同比触底回升。近期全球制造业 PMI 边际改善，叠加中国国内逆周期调节力度加大以及 2018 年 12 月基数走弱，大宗商品同比增速或有所反弹。但 2020 年初的表现，还要视基建与地产投资以及政策端情况而定，若需求不足而开工加大，则会造成库存回补行为的弱化，对 PPI 形成拖累。

综合来看，CPI 与 PPI 的分化持续加大，未来 CPI 破 5 的概率尚存。PPI 受需求偏弱及基数效应影响连续 5 个月负增长。虽然除去肉类之外的 CPI 较为低迷，但是通胀预期的扩散与强化是需要警惕的，而且其在现实中已有所显现，短期而言货币政策有放松可能但空间有限。

风险提示: 供给侧改革调整力度加大，央行超预期调控，贸易摩擦升温，猪肉与原油价格超预期上涨，经济下行压力增大，海外黑天鹅事件等。

CPI 与 PPI



核心 CPI



相关报告

1. 《内因外患下的变与不变—2019 年国内宏观经济展望》
2. 《通胀总体温和 利润分配转移—2019 年通胀形势展望》
3. 《经济下行压力尚存 疏通机制甚于放水—2019 年中期国内宏观经济展望》

事件: 国家统计局 12 月 10 日公布的数据显示, 11 月 CPI 同比上涨 4.5%, 预期 4.3%, 前值 3.8%; PPI 同比回落 1.4%, 预期回落 1.4%, 前值回落 1.6%。

点评: CPI 与 PPI 的分化持续加大, 未来 CPI 破 5 的概率尚存。PPI 受需求偏弱及基数效应影响连续 5 个月负增长。虽然除去肉类之外的 CPI 较为低迷, 但是通胀预期的扩散与强化是需要警惕的, 而且其在现实中已有所显现, 短期而言货币政策有放松可能但空间有限。

1、CPI 持续高于预期

11 月 CPI 略高于市场预期。从环比看, 食品类价格持续超季节性上涨, 非食品价格则与季节性规律一致。食品中肉类涨幅仍然最大且有向其他食品扩散的迹象, 其他食品中除鲜果价格走弱外均强于季节性。从同比看, 食品价格上涨 19.1% (9 月为 15.5%), 为 2008 年 6 月以来最高, 其中猪肉加速 8.9 个百分点至同比上涨 110.2%, 鸡蛋同比增速回落 0.3 个百分点至 10.1%, 鲜菜结束 3 连跌后转正, 鲜果连续 2 个月同比下跌; 非食品价格上涨 1.0% (10 月为 0.9%)。在 4.5% 的同比涨幅中, 翘尾因素和新涨价因素分别为 0 和 4.5 个百分点, 后者较前值扩大 0.4 个百分点。

食品价格环比表现持续超季节性, 肉类价格快速上涨的扩散效应有所显现。11 月食品价格环比上涨 1.8%, 强于 2011-2018 年均值 (-0.3%), 主要受猪肉等肉类价格大涨推动。同时, 在肉类价格或多或少的的影响下, 其他食品价格的环比表现逐步走强, 尤其是油脂类, 5-11 月持续强于季节性, 8-10 月趋势进一步增强, 平均高出季节性 1.3 个百分点; 鸡蛋与水产品表现亦持续高出季节性。

肉类价格持续上涨, 尤其是猪肉价格, 但环比涨幅有所放缓。其中, 11 月猪肉价格环比上涨 3.8%, 强于 2011-2018 年均值 (-1.7%), 此前连续 3 个月涨幅在 20% 左右, 同比上涨 110.2%, 较 10 月扩大 8.9 个百分点, 拉动 CPI 2.64 个百分点, 较 9 月扩大 0.24 个百分点; 肉禽及其制品环比上涨 4.8% (10 月为 14.7%), 同比上涨 74.5% (10 月为 66.8%)。关于猪肉价格走势有两个问题值得注意: 第一, 9-10 月能繁母猪与生猪存栏数有所加速, 前者在 10 月环比转正, 后者环比则大幅收窄至 -0.6%。生产的加快配合此前压栏数量的阶段性集中出栏, 有助于猪肉价格涨幅边际放缓。第二, 11 月以来多地猪肉价格出现回调, 22 个省市猪肉价格连续 5 周回落, 其同比涨幅从 165.6% 降至 126.3%, 但统计局公布的 11 月猪肉价格仍然环比上涨 3.8%。两者之间的背离或能用均值解释, 9-11 月前

者均值环比涨幅分别为 22.9%、25.3%、5.0%，后者则为 19.7%、20.1%、3.8%，两者趋势大体保持一致。第三，判断未来猪肉价格走势，供给是关键，需求也是重要因素。从需求端看，近几个月高肉价压制下的消费需求大概率平缓释放，但春节错期因素会推高猪肉价格以及 CPI 的同比涨幅；供给端方面，在存栏数实质走稳后 6 个月左右会见到供给较为明显的增加，目前看时间节点可能在 2020 年 2 季度后。短期而言，缺口难以有效弥补，猪肉价格仍有上涨空间。

鲜果价格连续 5 个月环比回落但跌幅逐步收窄。11 月鲜果价格环比回落 3.0，弱于 2011-2018 年均值（上涨 1.4%）；同比回落 6.8%，连续 2 个月下跌。

鲜菜价格小幅下跌但稍强于季节性规律。11 月鲜菜价格环比上涨 1.4%，强于 2011-2018 年均值（下跌 2.1%）；同比反弹 3.9%，结束此前连续 3 个月的下跌。

非食品价格走势温和。11 月非食品价格环比持平，与 2011-2018 年均值一致。分项数据 2 涨 1 平 4 降，其中衣着、医疗保健价格分别上涨 0.3% 和 0.1%；居住价格持平；其他用品和服务、教育文化和娱乐价格分别下降 0.8% 和 0.7%，交通和通信、生活用品及服务价格分别下降 0.3% 和 0.1%。

核心 CPI 低位徘徊。11 月除去食品与能源的核心 CPI 同比上涨 1.4%，为 2015 年 2 月以来最低；环比回落 0.1%，稍弱于 2013-2018 年均值（环比持平）。

综上，肉类尤其是猪肉价格的持续上涨是拉动近期食品价格同比超预期的主要因素，除去畜肉类的 CPI 仅上涨 1.2%，核心 CPI 也仅为 1.4%，需求不振的情况仍然较为明显。当前通胀持续显示出结构性特征（CPI 强与 PPI 弱、食品强与非食品弱、肉类强与其他食品弱），稳增长诉求则持续上升，但短期内通胀预期的扩散仍然是需要警惕的，而且 CPI 在 2020 年春节前后破 5% 的可能性尚存，未来货币政策松紧适度有利于引导预期。

2、PPI 触底回升

PPI 符合市场预期。11 月 PPI 环比回落 0.1%，与 2011-2018 年均值一致（若剔除 2017-2018 年异常值，则好于 -0.3% 的均值）；同比回落 1.4%，与市场预期一致，较 2018 年同期涨幅回落 4.1 个百分点。PPIRM 环比回落 0.1%，同比回落 2.2%，后者为近 40 个月最低。在 -1.6% 的同比涨幅中，翘尾因素约为 -0.9 个百分点，新涨价因素约为 -0.5 个百分点，后者较前值扩大 0.1 个百分点。

统计局的数据还显示，11月生产资料价格由持平转为下降0.2%；生活资料价格上涨0.3%，涨幅与上月相同，部分受食品价格上涨影响。主要行业中，非金属矿物制品业上涨0.8%，较上月扩大0.4个百分点；燃气生产和供应业上涨1.1%，扩大0.8个百分点；化学纤维制造业、黑色金属矿采选业、有色金属矿采选业下降幅度较大。

大宗商品价格同比跌幅收窄有利于PPI同比触底回升。11月CRB指数均值环比上涨2.7%，同比回落3.3%（10月为-11.0%，下同）；LME基本金属指数均值环比回落0.3%，同比回落3.6%（-5.7%），Brent原油价格均值环比上涨5.2%，同比回落4.9%（-26.0%）。近期全球制造业PMI边际改善，叠加中国国内逆周期调节力度加大以及2018年12月基数走弱，大宗商品同比增速或有所反弹。

从国内中观高频数据看，10月以来工业生产边际改善，发电日耗煤量基本保持在16%以上的较高增速，近期国内逆周期调整力度有所加大，有利于稳定基建投资与GDP，亦有助于大宗商品价格企稳。从价格看，螺纹钢和水泥表现较好；从库存看，钢铁库存持续去化，主要源于暖冬基建与地产开工情况较好。但2020年初的表现，还要视基建与地产投资以及政策端情况而定，若需求不足而开工加大，则会造成库存回补行为的弱化，对PPI形成拖累。

综上，初步预计12月PPI同比回落0.5%，2020年中枢有所上移。

风险提示：供给侧改革调整力度加大，央行超预期调控，贸易摩擦升温，猪肉与原油价格超预期上涨，经济下行压力增大，海外黑天鹅事件等。

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_8165

