

食品领域通胀压力会外溢吗

——评 2019 年 11 月物价数据

摘要

11 月 CPI 同比继续上涨至 4.5%。虽然 11 月猪肉价格出现下跌，但这种下跌更多反映了季节性因素的影响，未来猪价仍有上涨的压力。2019 年下半年，在猪价同比快速攀升的同时，服务 CPI 同比回落，一定程度上减轻了 CPI 上行的压力。然而，历史经验表明，食品领域通胀是否会扩散至服务领域主要取决于就业形势的变化。随着库存周期从主动去库存向被动去库存切换，就业有望企稳，服务领域价格或将随之企稳。

在翘尾回升的提振下，11 月 PPI 同比为 -1.4%，降幅小幅收窄。其中石油及其下游的化学工业是拖累 11 月 PPI 的主要因素。展望 12 月，随着油价的回升和翘尾的提高，12 月 PPI 同比有望继续上升。

关键词：CPI，PPI

宏观研究部

郭于玮

分析师

电话：021-22852641

邮箱：guoyw@cib.com.cn

鲁政委

兴业银行 首席经济学家

华福证券 首席经济学家



扫描下载兴业研究 APP
获取更多研究成果

事件:

2019 年 11 月 CPI 同比 4.5%，前值 3.8%，市场预期 4.2%，我们的预测值为 4.4%。PPI 同比-1.4%，前值-1.6%，市场预期-1.5%，我们的预测值为-1.5%。

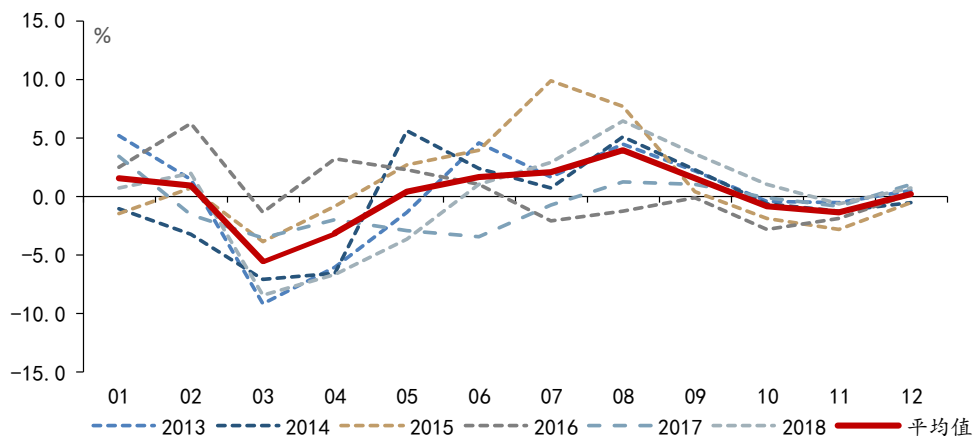
点评:

1、CPI: 食品领域通胀压力会外溢吗

11 月 CPI 同比涨幅进一步扩大 0.7 个百分点至 4.5%。其中猪肉价格上涨 110.2%，影响 CPI 上涨约 2.6 个百分点，是引发 CPI 上涨的重要原因。虽然 11 月猪价同比涨幅进一步扩大，但由于 11 月猪肉价格一度大幅下滑，猪肉价格环比涨幅从 10 月的 20.1%显著下降至 11 月的 3.8%。

11 月猪肉价格大跌后，市场猜测猪肉价格上涨的风险可能已经减轻。然而，历史数据显示，猪肉价格有鲜明的季节性特征。由于入冬降温后生猪容易发病、养殖户倾向于减少压栏，且北猪南运交通受阻、拉低北方猪价，历年 11 月容易出现猪肉价格下跌的现象。到 12 月猪肉价格通常企稳回升。从高频数据来看，12 月初生猪价格已经企稳。考虑到 2020 年春节较早，且 11 月养殖户减少压栏、加快生猪出栏，可能使生猪存栏下降，短期内猪肉供给仍将偏紧，猪价上涨的压力仍然存在。

图表 1 猪肉 CPI 环比的季节性特征

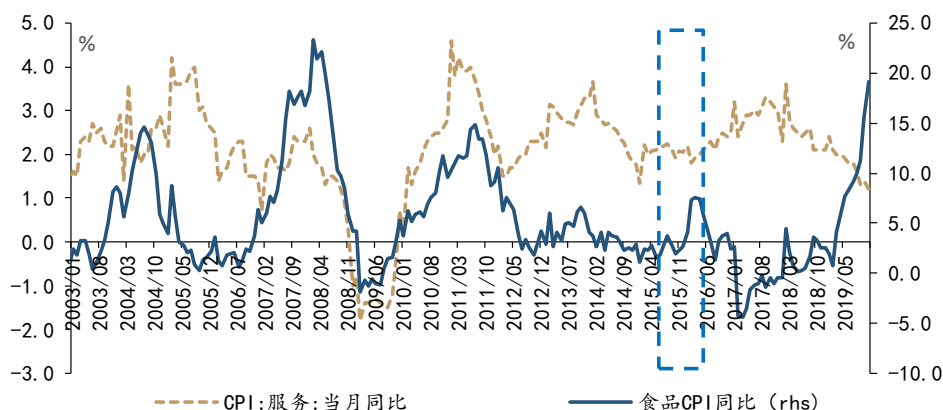


资料来源: WIND, 兴业研究

8 月以来，虽然猪肉价格快速攀升，但服务 CPI 同比呈现下降的趋势，一定程度上对冲了食品领域的通胀压力。在食品 CPI 同比提高至 19.1%的同时，11 月服务 CPI 同比进一步下降 0.2 个百分点至 1.2%。那么，未来食品领域的通胀风险会向其他领域扩散吗？历史经验表明，食品和服务价格的变动通常较为一致，仅 2015 年 5 月至 2016 年 3 月出现过例外。受猪肉价格上涨的影响，食品 CPI 同比从 2015 年 5 月的 1.6%上升到 2016 年 3 月的 7.6%。同期服务 CPI

同比在 1.8%至 2.2%的区间之内窄幅波动，并未随食品价格而上涨。

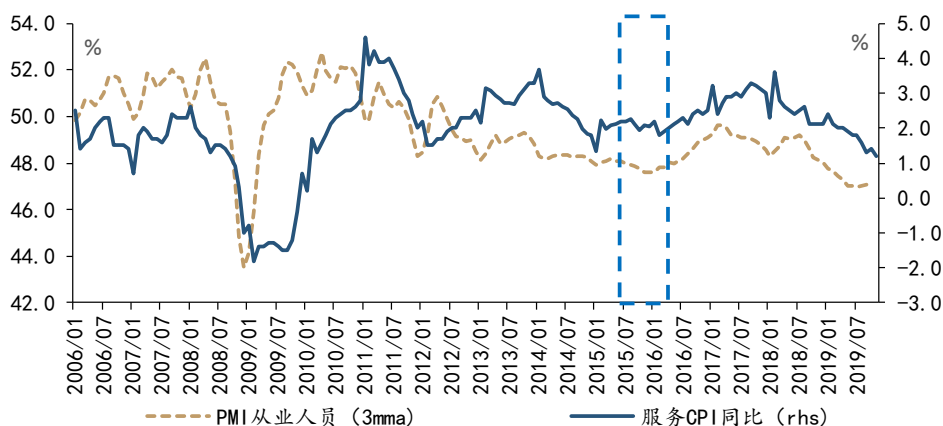
图表 2 服务 CPI 与食品 CPI



资料来源：WIND，兴业研究

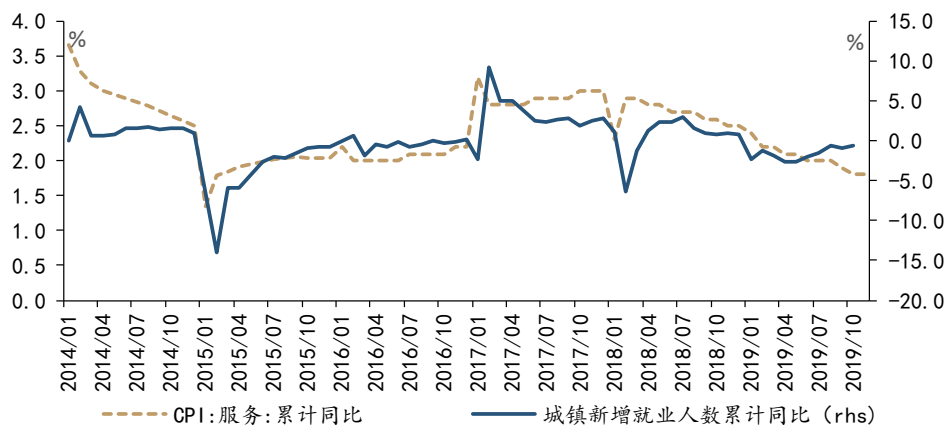
究其原因，在于当时就业形势低迷。在充分就业的情况下，食品价格上涨可能使劳动者要求更高的收入，进而带动服务价格和工资上涨，引发成本推动型的通胀。然而，在就业形势较为低迷的环境下，劳动者议价能力较低，食品价格上涨对服务价格的影响有限。数据显示，服务 CPI 同比与制造业从业人员 PMI 密切相关。2015 年 5 月至 2016 年 3 月制造业从业人员 PMI 处于低位，导致服务价格上涨乏力。而在 2010 年、2013 年和 2017 年，制造业从业人员 PMI 都出现了企稳回升的迹象，同期服务 CPI 同比也出现上升。城镇新增就业人数与服务 CPI 的关系可以进一步验证这一点（参见图表 4）。

图表 3 就业与服务 CPI



资料来源：WIND，兴业研究

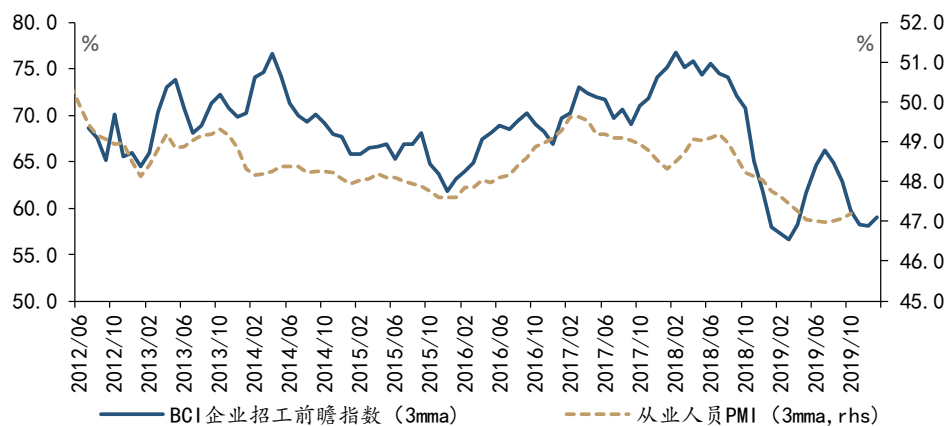
图表4 城镇新增就业与服务CPI



资料来源: WIND, 兴业研究

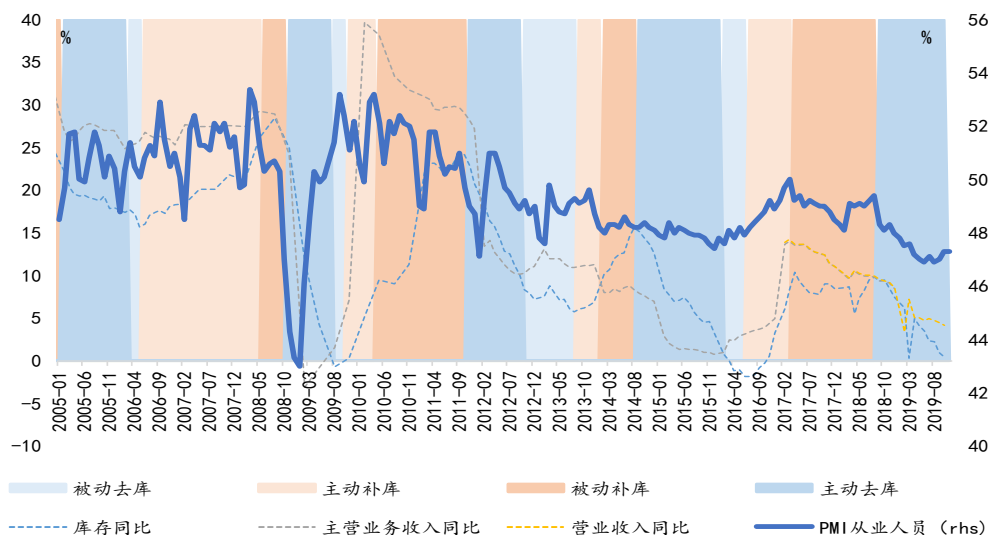
因此, 食品领域的通胀压力是否会外溢, 取决于就业形势能否改善。从领先指标来看, 由于BCI企业招工前瞻指数见底通常领先于制造业从业人员PMI, 且招工前瞻指数已经出现温和回升的迹象, 未来制造业从业人员PMI有可能企稳。从库存周期来看, 当经济从主动去库存向被动去库存切换后, 制造业就业有望企稳。随着新订单PMI的回升和全球制造业景气的改善, 我国可能将从主动去库存阶段转为被动去库存, 进而带动就业形势趋于稳定。由此来看, 随着制造业就业企稳, 食品领域价格的上涨有向服务领域传导的风险。

图表5 企业招工前瞻指数与制造业从业人员PMI



资料来源: WIND, 兴业研究

图表6 库存周期与就业

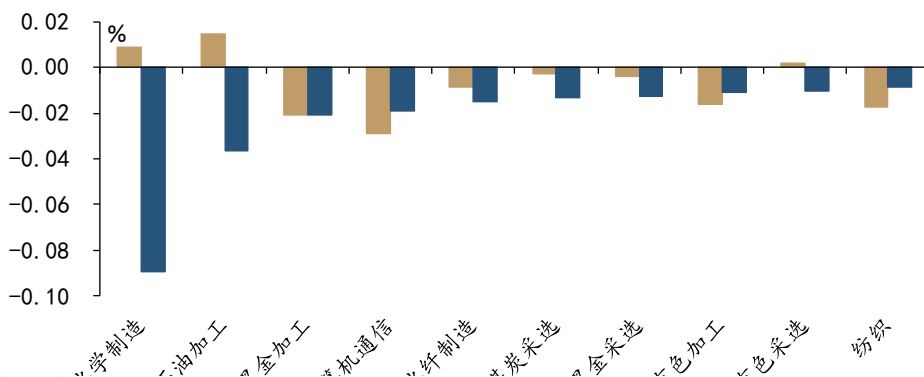


资料来源：WIND，兴业研究

2、PPI：触底回升

11月PPI环比由正转负至-0.1%，但受翘尾因素回升的拉动，PPI同比小幅回升0.2个百分点至-1.4%。在主要工业行业中，石油及其下游的化学工业对PPI环比的拖累较强。

图表7 部分行业对PPI环比的拉动



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_8448

