

冬天里，关心猪肉和蔬菜

——11月物价数据点评

宏观事件点评

2019年12月11日

报告摘要：

11月CPI小幅超预期，主要是肉类和蔬菜双双涨价的结果。短期内猪肉和蔬菜价格可能继续上涨，CPI存在继续冲高压力，货币政策应对以结构性工具为主。

● **重要信息一：12月猪肉和蔬菜可能会继续上涨，维持明年1月CPI破5%的预测**

11月22个省市猪肉价格曾连续4周下降，与前期养殖户惜售和市场投机导致猪肉价格出现超涨有关。伴随近期国家加大生猪供给调整，猪肉价格向合理水平回归。但生猪产能恢复需要较长时间，叠加入冬后猪肉需求迎来高峰，预计猪肉价格短暂调整后仍将恢复上涨，可以看到12月以来猪肉重新开始上涨。受寒潮影响，12月以来鲜菜价格较11月明显上升，12月第一周28种重点监测蔬菜平均价格较上月累计上涨7.43%。12月CPI同比预计在4.5%-5%之间。中长期来看，11月河南等地区出现新疫情，这些地区生猪存栏有一定去化，预计明年上半年猪肉仍会继续冲高。

● **重要信息二：PPI环比为负，工业品通缩压力依然存在**

11月PPI同比回升主要是去年同期低基数造成的，但环比来看，PPI环比由上月上涨0.1%转为下降0.1%，重新进入下行通道。生产资料价格则由上个月的持平转为下降0.2%。核心CPI则从上个月的1.5%下降至1.4%。中期来看中国经济下行压力较大，内部来看，在商品房成交量没有大幅起色的情况下，房地产投资增速有下降可能；外部来看，逆全球化以及全球债务周期或导致明年全球经济增长下行，这对PPI有较大拖累。

● **重要信息三：OPEC原油减产协议对物价影响取决于其落实程度**

沙特和俄罗斯上周五牵头达成一项减产协议，即在2020年一季度增加减产50万桶/日。这在短期内有抬升油价的可能。但区别于需求端拉动引起的油价上涨，供给端拉动引起的油价上涨更多会加重企业生产成本，损害实体经济生产效率。即便短期内油价带动原材料价格小幅反弹，但中长期来看这会进一步拖累全球经济增长，猪油共振也可能会加剧我国CPI上行幅度，造成CPI与PPI进一步背离。具体走势应关注未来减产协议落实程度。

● **未来展望：预计短期内货币政策应对以结构性工具为主**

11月物价数据进一步确认，当前我国正处于结构性通胀和工业品通缩的复杂局面，货币政策应对难度加大。日前央行相关人士表示，下一步央行将进一步精准滴灌，加大结构调整引导力度，引导中小银行回归基层、服务实体，支持民营、小微企业发展，我们预计短期内货币政策总量工具空间有限，结构性工具将发挥更大作用。中长期来看我国更多面临工业品通缩风险，明年年中之后CPI和PPI剪刀差有望收窄。明年1月份CPI高点过后，总量工具施展空间将加大，政策利率有望再次下调。

● **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：010-85127665

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

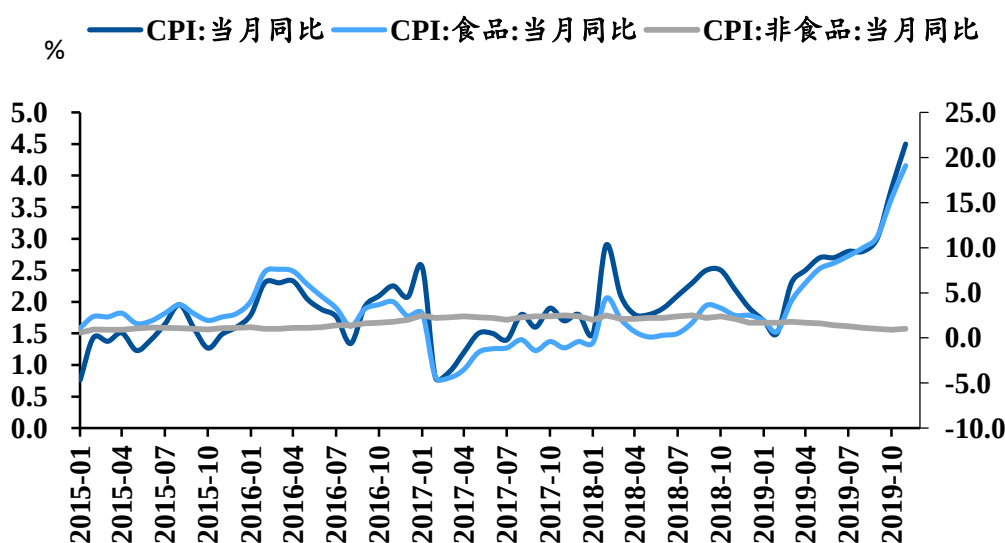
相关研究

一、数据表现：CPI 破 4.5，PPI 同比回升环比下降

（一）受猪肉上涨影响 CPI 同比涨幅扩大，环比涨幅缩小

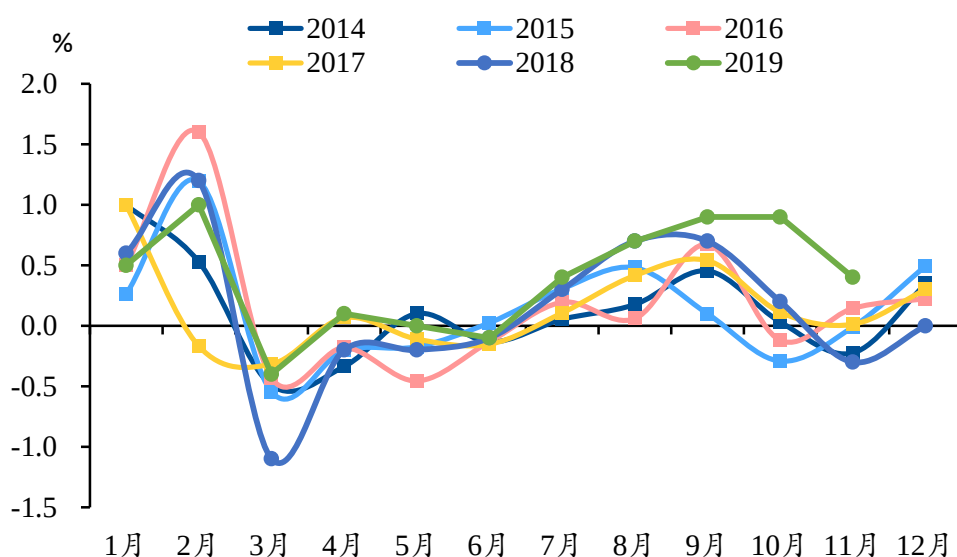
11 月 CPI 同比涨幅扩大，环比涨幅缩小。11 月，CPI 同比上涨 4.5%，涨幅较上月扩大 0.7%。其中，城市上涨 4.2%，农村上涨 5.5%；食品价格上涨 19.1%，非食品价格上涨 1.0%；消费品价格上涨 6.5%，服务价格上涨 1.2%。1—11 月平均，CPI 比去年同期上涨 2.8%。从环比看，11 月 CPI 上涨 0.4%，涨幅较上月下降 0.5%。其中，城市上涨 0.3%，农村上涨 0.5%；食品价格上涨 1.8%，非食品价格持平；消费品价格上涨 0.8%，服务价格下降 0.4%。

图 1：11 月 CPI 同比上升至 4.5%，创 2013 年以来新高



资料来源：Wind，民生证券研究院

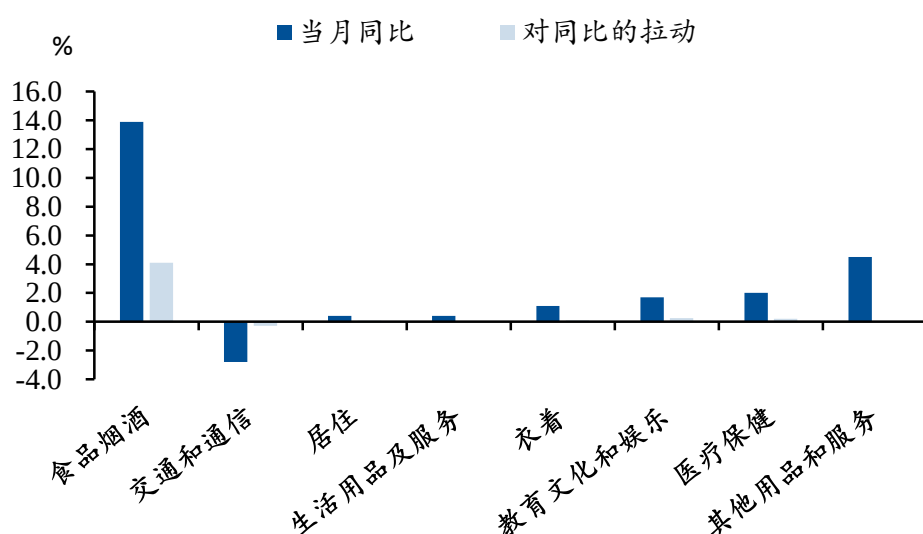
图 2：环比来看，11 月 CPI 高于往年同期



资料来源：Wind，民生证券研究院

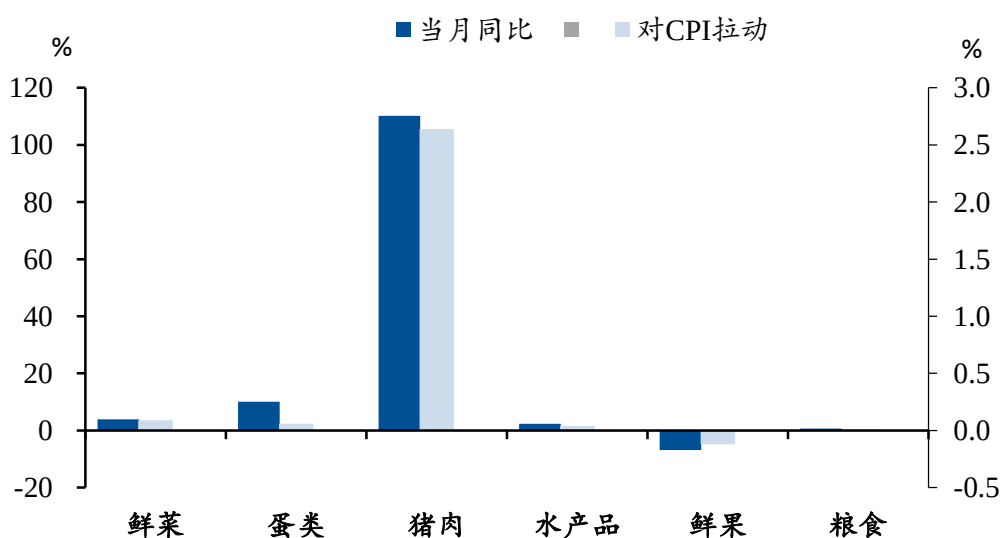
从大类同比看，食品烟酒上涨是 CPI 上涨的主要推动力：（1）11 月份，食品烟酒类价格同比上涨 13.9%，影响 CPI 上涨约 4.10 个百分点。食品中，畜肉类价格上涨 74.5%，影响 CPI 上涨约 3.27 个百分点，其中猪肉价格上涨 110.2%，影响 CPI 上涨约 2.64 个百分点；蛋类价格上涨 10.1%，影响 CPI 上涨约 0.06 个百分点；鲜菜价格上涨 3.9%，影响 CPI 上涨约 0.09 个百分点；水产品价格上涨 2.4%，影响 CPI 上涨约 0.04 个百分点；粮食价格上涨 0.7%，影响 CPI 上涨约 0.01 个百分点；鲜果价格下降 6.8%，影响 CPI 下降约 0.12 个百分点。（2）其他用品和服务、医疗保健、教育文化和娱乐价格各上涨 4.5%、2.0%和 1.7%，分别拉动 CPI 上涨 0.04%、0.21%、0.24%；衣着、居住、生活用品及服务价格各上涨 1.1%、0.4%和 0.4%，分别拉动 CPI 上涨 0.09%、0.08%、0.02%；交通和通信价格下降 2.8%，拉动 CPI 下降 0.29%。

图 3：11 月食品烟酒是拉动 CPI 上涨的根本原因



资料来源：Wind，民生证券研究院

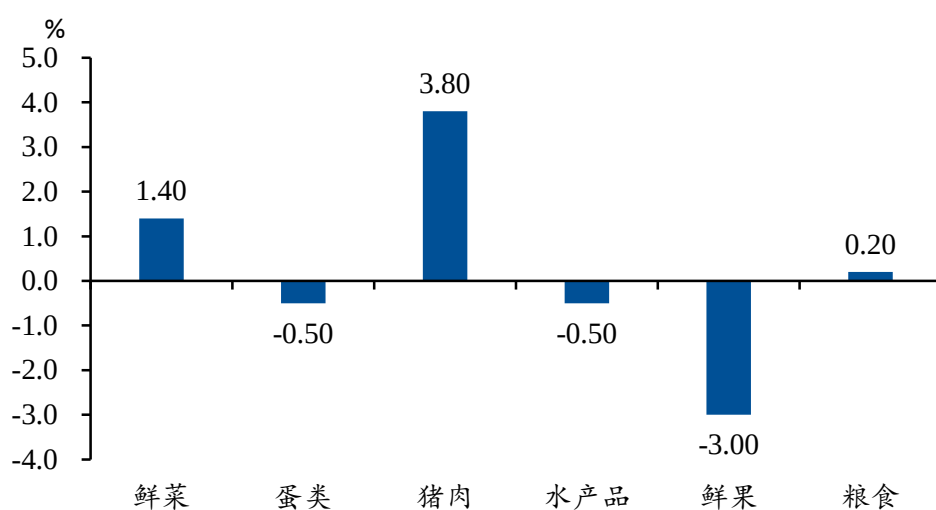
图 4：猪肉是拉动 CPI 上升的主要原因



资料来源：Wind，民生证券研究院

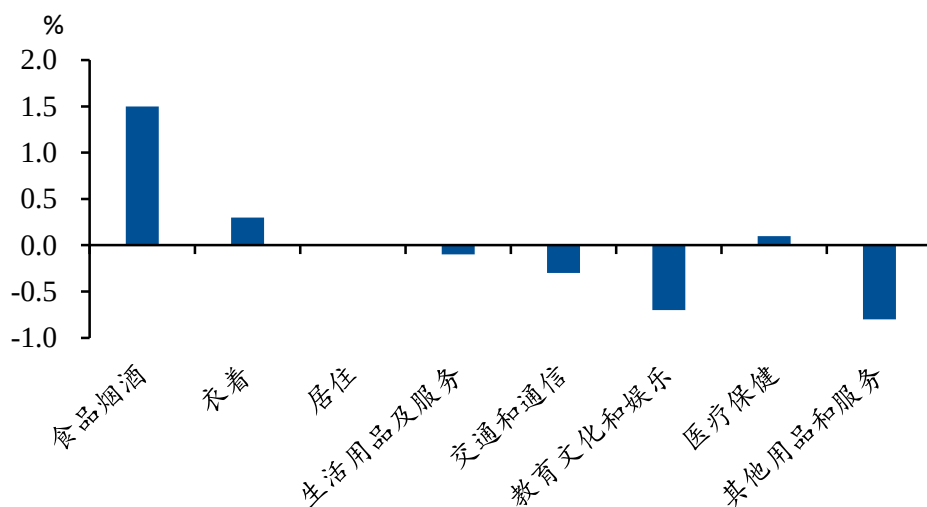
从大类环比看，受猪肉带动，食品烟酒上升最为明显：（1）食品：9月食品食品价格上涨3.5%。猪肉供应偏紧，价格继续上涨19.7%；受天气转凉需求增加和消费替代影响，牛肉、羊肉、鸡肉、鸭肉和鸡蛋价格上涨4.0%—7.7%；鲜菜供应充足，价格下降2.4%；苹果、梨等水果大量上市，鲜果价格下降7.6%；水产品 and 粮食价格变动不大。（2）非食品：教育服务价格上涨0.1%；受换季影响，衣着上涨0.8%；暑期过后出行人数减少，交通和通信下跌0.4%；居住、医疗保健、其他用品和服务分别上涨0.1%、0.1%和0.9%。（3）食品CPI环比处于过去5年历史高位，非食品CPI处于过去5年历史低位，表面消费者物价指数呈现结构性上涨的现象，食品类尤其是猪肉价格上涨是消费者物价指数上涨主要推动力。

图5：11月食品类环比分项情况



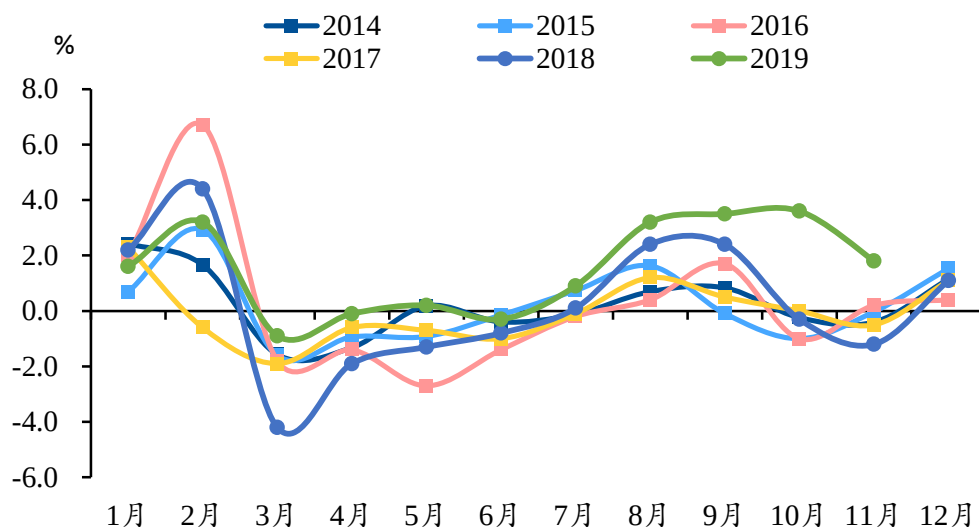
资料来源：Wind，民生证券研究院

图6：11月CPI环比分项



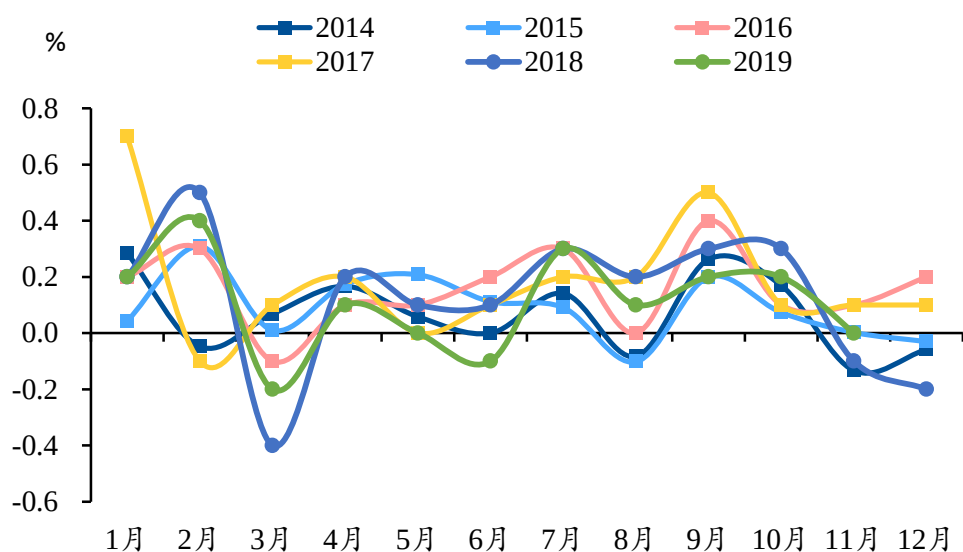
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 7：11 月 CPI 食品环比处于历史同期高位



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 8：11 月 CPI 非食品环比处于历史中间水平

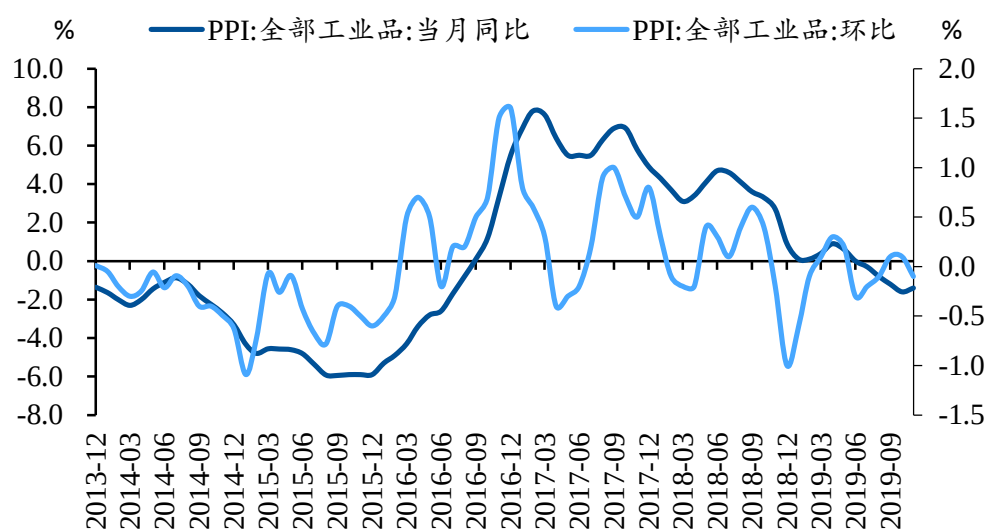


资料来源：Wind，民生证券研究院

（二）PPI 同比有所回升，环比下降

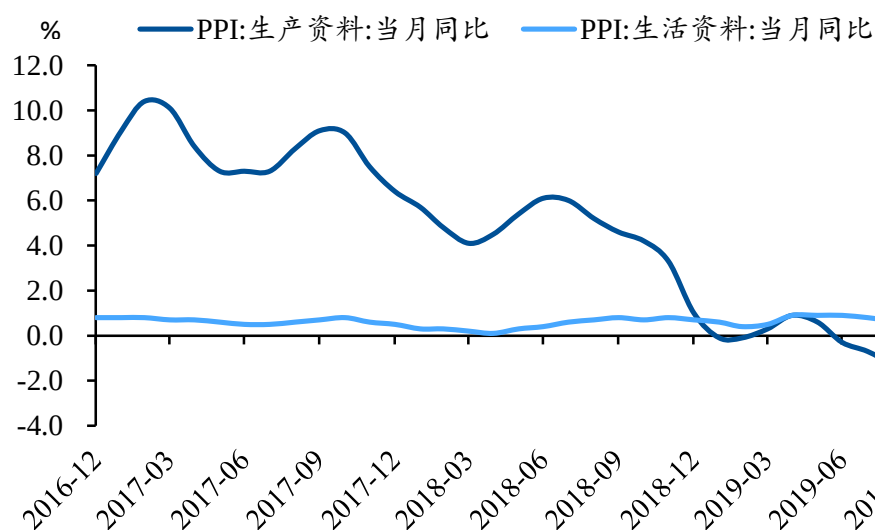
PPI 生产资料和生活资料价格裂口加大：11 月，PPI 同比下降 1.4%，较上月回升 0.2%，环比下降 0.1%；PPIRM 同比下降 2.2%，环比下降 0.1%。1—11 月平均，PPI 比去年同期下降 0.3%，PPIRM 下降 0.7%。工业生产者出厂价格中，生产资料价格同比下降 2.5%，降幅比上月收窄 0.1 个百分点，影响 PPI 总水平下降约 1.84 个百分点。生活资料价格同比上涨 1.6%，涨幅比上月扩大 0.2 个百分点，影响 PPI 总水平上涨约 0.40 个百分点。12 月，受去年同期基数下降的影响，PPI 同比有望反弹，但中长期来看，受全球经济前景低迷的影响，明年全年 PPI 可能处于负增长状态。

图 9：11 月 PPI 同比有所回升，环比继续为负



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 10：11 月生产资料同比继续下降，生活资料同比上涨，工业品通缩压力依然存在



资料来源：Wind，民生证券研究院

从同比看： 生产资料中，采掘工业价格下降 1.4%，原材料工业价格下降 5.0%，加工工业价格下降 1.6%。生活资料中，食品价格上涨 5.4%，衣着价格上涨 0.3%，一般日用品价格上涨 0.1%，耐用消费品价格下降 2.1%。主要行业中，涨幅扩大的有农副食品加工业，上涨 7.5%，比上月扩大 1.6 个百分点；有色金属冶炼和压延加工业，上涨 0.5%，扩大 0.3 个百分点。降幅扩大的有化学原料和化学制品制造业，下降 6.4%，扩大 0.2 个百分点；煤炭开采和洗选业，下降 2.8%，扩大 1.8 个百分点。

从环比看： 生产资料价格环比下降 0.2%，影响工业生产者出厂价格总水平下降约 0.15 个百分点。其中，采掘工业价格下降 0.8%，原材料工业价格下降 0.4%，加工工业价格下降 0.1%。生活资料价格环比上涨 0.3%，涨幅与上月相同，影响工业生产者出厂价格总水平上涨约 0.08 个百分点。其中，食品价格上涨 1.1%，衣着价格持平，一般日用品价格下降 0.3%，耐用消费品价格下降 0.2%。

二、重要信息：结构性通胀和工业品通缩并存，OPEC 原油减产协议或加大经济类滞胀风险

重要信息一，未来猪肉和蔬菜可能会继续上涨，维持明年 1 月 CPI 破 5% 的预测。 11 月 22 个省市猪肉价格曾连续 4 周下降，与前期养殖户惜售和市场投机导致猪肉价格出现超涨有关。伴随近期国家加大生猪供给调整，猪肉价格向合理水平回归。但生猪产能恢复需要较长时间，叠加入冬后猪肉需求迎来高峰，预计猪肉价格短暂调整后恢复上涨，可以看到 12 月以来猪肉重新开始上涨。受寒潮影响，12 月以来鲜菜价格较 11 月明显上升，12 月第一周 28 种重点监测蔬菜平均价格较上月累计上涨 7.43%，12 月 CPI 同比预计在 4.5%-5% 之间。中长期来看，11 月河南等地区出现新疫情，这些地区生猪存栏有一定去化，预计明年上半年猪肉仍会继续冲高。

重要信息二，PPI 环比为负，工业品通缩压力依然存在。 11 月 PPI 同比回升主要是去年同期低基数造成的，但环比来看，PPI 环比由上月上涨 0.1% 转为下降 0.1%，重新进入下行通道。生产资料价格则由上个月的持平转为下降 0.2%。核心 CPI 则从上个月的 1.5% 下降至 1.4%。中期来看中国经济下行压力较大，内部来看，在商品房成交量没有大幅起色的情况下，房地产投资增速有下降可能；外部来看，逆全球化以及全球债务周期或导致明年全球经济增长下行，这对 PPI 有较大拖累。

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_8482

