

固收点评 20191210

11月物价数据点评：CPI破四符合预期，PPI缩窄需关注

2019年12月10日

事件

- **段落提要：**2019年12月10日，国家统计局公布2019年11月份CPI和PPI相关数据：(1)11月CPI同比增长4.5%，预期4.4%，前值3.8%，高于前值。(2)11月PPI同比下降1.4%，预期-1.4%，前值-1.6%，高于前值。

观点

- **CPI：同比上升环比下降，猪价仍是影响关键。**统计局公布的CPI数据显示：11月CPI同比4.5%，高于10月（我们预测为4.4%，基本一致），11月环比收于0.4%，增速较10月下降0.5个百分点。具体来看：从同比角度看：食品项同比为19.1%，较10月上行3.6个百分点。非食品项同比为1%，较10月上行0.1个百分点，食品项系主要上行分项。环比角度上：11月CPI环比0.4%，从大分类上来看，食品项的环比收于1.8%，低于10月环比增速1.8个百分点。非食品项环比收于0%，由10月涨幅0.2%转为持平。CPI呈现同比上升、环比下降的状态，食品项对CPI上行的驱动力增强。从分项来看，猪肉价格仍为11月CPI的主要驱动分项，同时由于消费旺季以及猪肉造成的其他肉类替代需求效果依然明显，其他肉类价格均有所上涨，尽管11月猪价增速呈现下行趋势，可能系生产链有所恢复，缺口有所缓解所致，猪肉价格均值环比保持正值，且节日将近，肉类需求旺盛，综合作用下推升食品项价格抬升，助力CPI回升。

- **PPI：油价回升基数减退，PPI缩窄值得关注。**11月PPI同比收于-1.4%（我们预测-1.4%，与预测值一致），较10月上行0.2个百分点。11月PPI环比收于-0.1%，较10月由涨转降，收窄0.2个百分点。从环比的行业分项观察，涨幅扩大的有燃气生产和供应业，上涨1.1%，比上月扩大0.8个百分点，主要国际和国内油价上涨所致；由涨转降的有有色金属矿采选业、石油、煤炭及其他燃料加工业等19个，总体下降的工业行业比上月增加三个，上升的减少五个，工业品下行压力依然较大。

- **展望后期：**根据我们的预判12月CPI环比收于0.21%的附近，根据历史经验：鲜菜、鲜果对12月CPI环比贡献均较大，预计12月CPI收于4.7%-4.8%的水平，本轮CPI回升的高点将在2020年1月出现。目前布伦特原油期货价格收于64.09美元/桶，高于11月均值，对PPI有一定助力。根据历史经验判断，预计12月PPI环比将好于11月水平，预计其同比将在-0.5%-0.7%之间波动，PPI的同比降幅将进一步收窄，债券市场需谨慎关注。

- **风险提示：**猪价超预期回升、地缘政治风险驱动油价超预期回升、经济下行压力较大。

证券分析师 李勇

执业证号：S0600519040001

010-66573671

liyong@dwzq.com.cn

研究助理 付昊

010-66573671

fuh@dwzq.com.cn

相关研究

- 1、《固收点评 20191209：2019年11月进出口数据点评—进口回升符合预期，出口下行压力依旧》2019-12-09
- 2、《固收周报 20191208：稳增长依旧是主线，全球经济有所回暖》2019-12-08
- 3、《固收点评 20191208：“六稳”仍是主基调，防风险需着重关注》2019-12-08
- 4、《固收周报 20191208：利率债周报（2019年第25期）重要政策奠定基调，货币政策依旧呵护》2019-12-08
- 5、《海外周报 20191208：非农增速凸显韧性，小阳春格局仍可期》2019-12-08

对此，我们的点评如下：

1. 同比上升环比下降，猪价仍是影响关键

统计局公布的 CPI 数据显示：11 月 CPI 同比 4.5%，高于 10 月（我们预测为 4.4%，基本一致），11 月环比收于 0.4%，增速较 10 月下降 0.5 个百分点。具体来看：从同比角度看：食品项同比为 19.1%，较 10 月上行 3.6 个百分点。非食品项同比为 1%，较 10 月上行 0.1 个百分点，食品项系主要上行分项。环比角度上：11 月 CPI 环比 0.4%，从大分类上来看，食品项的环比收于 1.8%，低于 10 月环比增速 1.8 个百分点。非食品项环比收于 0%，由 10 月涨幅 0.2% 转为持平。CPI 呈现同比上升、环比下降的状态，食品项对 CPI 上行的驱动力增强。从分项来看，猪肉价格仍为 11 月 CPI 的主要驱动分项，同时由于消费旺季以及猪肉造成的其他肉类替代需求效果依然明显，其他肉类价格均有所上涨，尽管 11 月猪价增速呈现下行趋势，可能系生产链有所恢复，缺口有所缓解所致，猪肉价格均值环比保持正值，且节日将近，肉类需求旺盛，综合作用下推升食品项价格抬升，助力 CPI 回升。

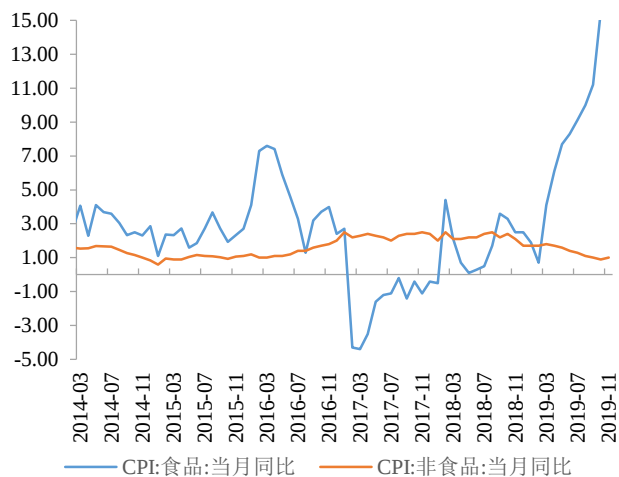
CPI：从同比角度来看，统计局公布 CPI 食品以及非食品的同比以及各自对 CPI 同比变动的贡献。11 月 CPI 同比超预期收于 4.5%，高于前值，从数据上来看主要系食品项上行所引致。在各分项中：食品分项中，鲜果下行 6.8%，为唯一的下行分项。非食品项中，医疗保健上行 2.0%，教育文化和娱乐上行 1.7%，衣着上行 1.1%，主要由于降温换季和购物节影响，但交通和通信项下行 2.8% 成为主要下行分项，其中交通工具用燃料和通信服务下降幅度最大，分别下行 10.6% 和 3.8%。

从环比来看，根据我们的模型测算：11 月食品中大部分分项对 CPI 呈正向影响，蛋类、鲜果和水产品对 CPI 环比呈负向影响。具体来说：猪肉价格上涨 3.8%，根据模型测算拉动 11 月 CPI 环比 0.12 个百分点（统计局公布数据为 0.18 个百分点），鲜果价格下降 3.0%，鲜菜价格上涨 1.4%，根据模型测算分别拉动 11 月 CPI 环比下降 0.05 和上涨 0.04 个百分点（统计局公布数据为下降 0.05 和上涨 0.03 个百分点）。非食品项中：多数分项对 CPI 的环比为负向影响，其中衣着、医疗保健为正向影响，分别影响 CPI 环比为 0.3 和 0.1 个百分点，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 个百分点，交通和通信、生活用品及服务价格分别下降 0.3 和 0.1 个百分点，虽然收窄幅度相对减小，油价上涨导致交通工具用燃料环比有所提高。

权重部分来看，同比角度权重变化不大，猪肉分项与 10 月变化趋于一致。而环比角度，11 月猪肉分项权重升至 4.74%，畜肉类分项升至 7.08%，均高于 10 月水平，印证了我们之前判断分项权重与前一期分项价格与 CPI 之比同向变动的判断。有鉴于此，我们预计 12 月猪肉分项环比权重将进一步调升，12 月权重有可能升至于 5%，强化猪

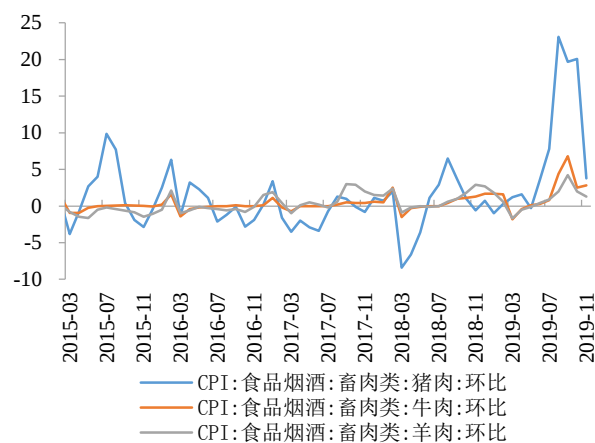
肉价格对 CPI 的影响。

图 1：食品项与非食品项同比比较（单位：%）



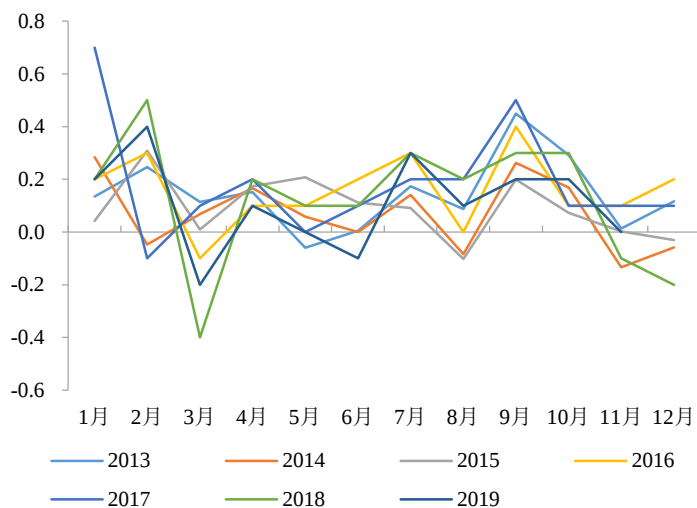
数据来源：Wind, 东吴证券研究所

图 2：肉类价格环比变动（单位：%）



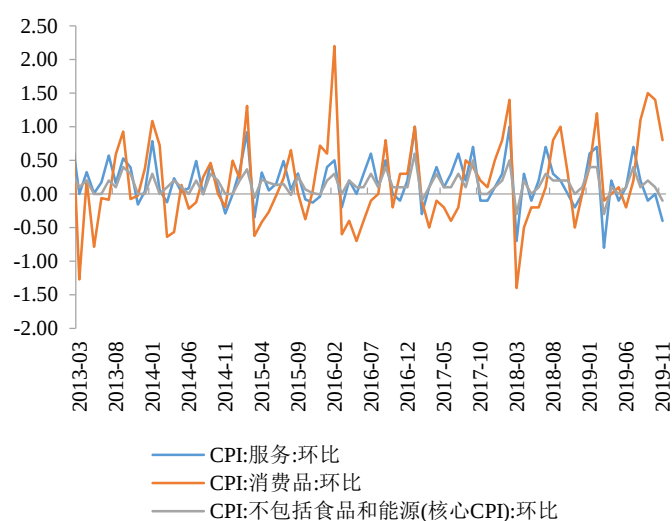
数据来源：Wind, 东吴证券研究所

图 3：非食品价格各月环比涨幅年度对比（单位：%）



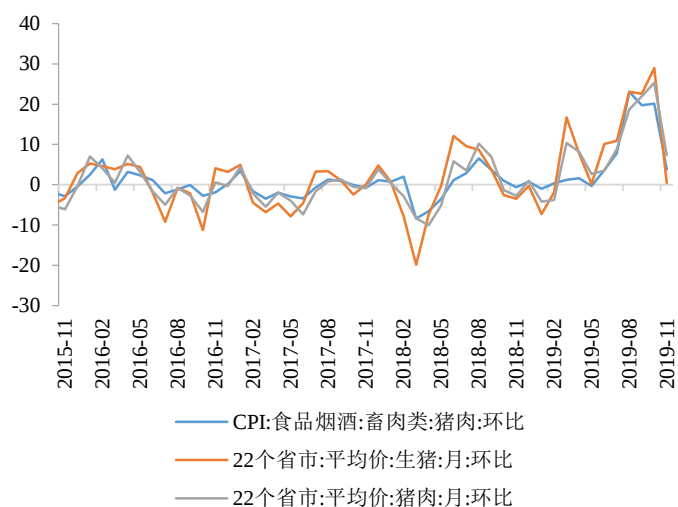
数据来源：Wind, 东吴证券研究所

图 4：核心 CPI、消费品、服务环比变动（单位：%）



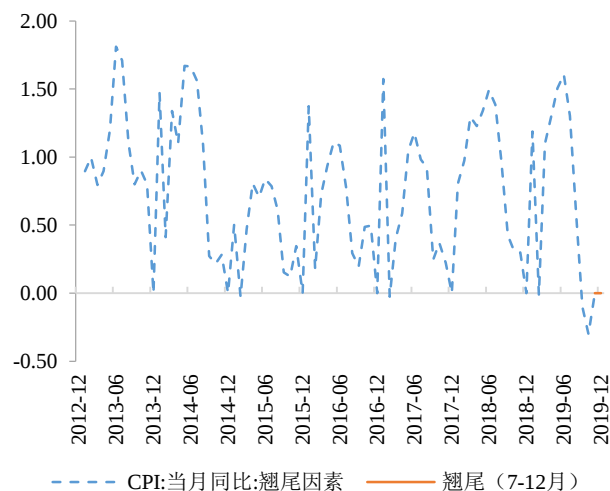
数据来源：Wind, 东吴证券研究所

图 5: 猪肉价格变动与 CPI 分项关系 (单位: %)



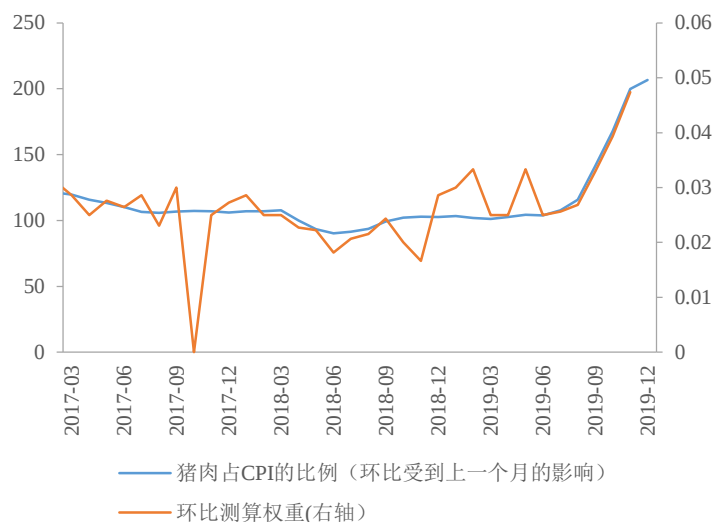
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 6: 翘尾因素变动趋势 (单位: %)



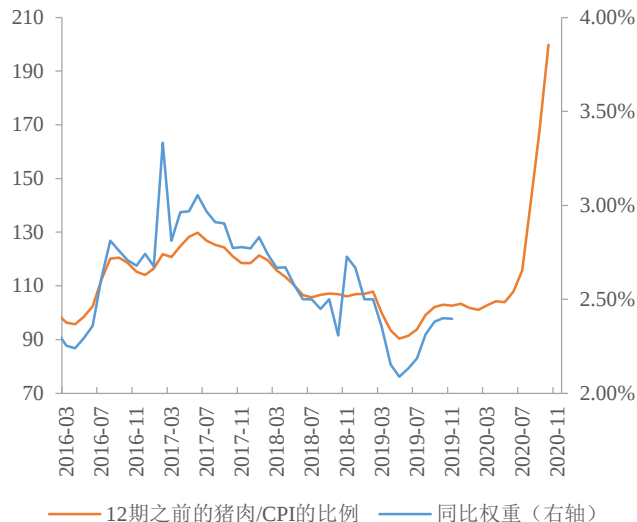
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 7: 12 月猪肉环比权重预判 (单位: %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 8: 猪肉同比权重变化预判 (单位: %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

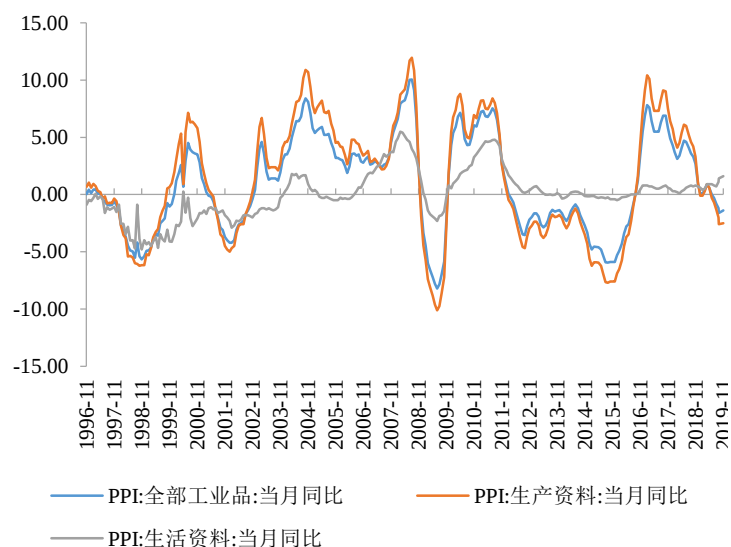
2. 油价回升基数减退，PPI 缩窄值得关注

11 月 PPI 同比收于-1.4%（我们预测-1.4%，与预测值一致），较 10 月上行 0.2 个百分点。11 月 PPI 环比收于-0.1%，较 10 月由涨转降，收窄 0.2 个百分点。

从同比上看：PPI 下降 1.4%，降幅比上月的收窄 0.2 个百分点。其中，生产资料价格下降 2.5%，降幅比上月收窄 0.1 个百分点；生活资料价格上涨 1.6%，涨幅比上月扩大 0.2 个百分点。部分主要行业同比下降有所收窄，跌幅比较大的有石油和天然气开采业、化学纤维制造业、化工原料类和石油、煤炭及其他燃料加工业，分别为-11.2%、-12.6%、-8.4%和-9.9%，与 10 月比收窄分别为 6.7、1.0、0.1 和 2.1 个百分点。

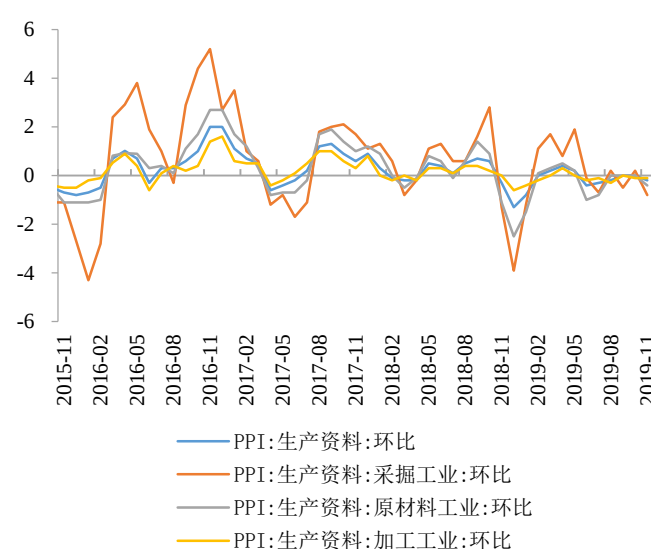
从环比上看：11 月 PPI 环比收于-0.1%，较 10 月由涨转降，收窄 0.2 个百分点。从环比的行业分项观察，涨幅扩大的有燃气生产和供应业，上涨 1.1%，比上月扩大 0.8 个百分点，主要国际和国内油价上涨所致；下降的有有色金属矿采选业、石油、煤炭及其他燃料加工业等 19 个，总体下降的工业行业比上月增加三个，上升的减少五个，工业品下行压力依然较大。

图 9：PPI、PPI 生产资料、生活资料同比（单位：%）



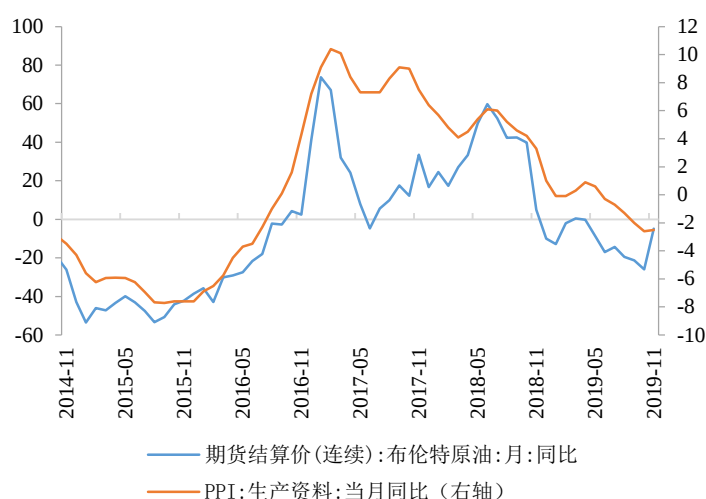
数据来源：Wind, 东吴证券研究所

图 10：PPI 生产资料分项环比（单位：%）



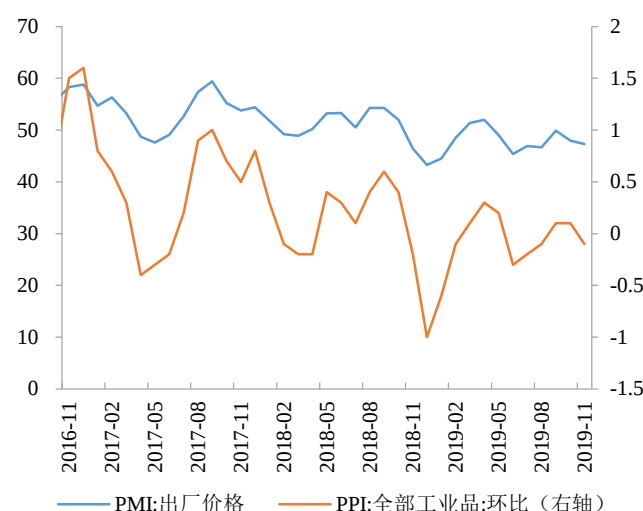
数据来源：Wind, 东吴证券研究所

图 11: 布伦特原油价格和 PPI 生产资料的关系 (单位: %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 12: PMI 价格分项与 PPI 环比关系 (单位: %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

3. CPI 破四符合预期, PPI 缩窄需要关注

整体而言, 11 月物价指数变化符合预期。

CPI 方面: 11 月猪肉价格持续上涨成为 CPI 的主要支撑因素, 同时由于天气转冷因素和替代效应引致其他肉类价格上涨, 考虑到猪价供给端前瞻指标例如能繁母猪存栏数的探底回升, 生猪的生产正在趋于稳定, 长期来看有利于猪肉价格的回落, 短期来看尽管猪肉价格有所回落, 且春节将至需求旺盛, 12 月到春节前猪肉价格仍存上涨空间; 且更值得关注的使受季节性因素, 冬季储存成本上升, 鲜菜、鲜果价格均有回升的可能, 根据我们的预判 12 月 CPI 环比收于 0.21% 的附近, 根据历史经验: 鲜菜、鲜果对 12 月 CPI 环比贡献均较大, 预计 12 月 CPI 收于 4.7%-4.8% 的水平, 本轮 CPI 回升的高点将在

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_8487

