



# 【华西固收研究】猪肉继续“领跑”，PPI 拐点仍待观察

## ——11月通胀数据点评 20191210

### 事件概述：

12月10日统计局公布11月份通胀数据，CPI同比上涨4.5%，预期4.3%，前值3.4%，环比上涨0.4%较上月放缓0.5pct；PPI同比下降1.4%，预期-1.4%，前值-1.6%，环比下降0.1%较上月低0.2pct。

### 分析与判断：

#### ▶ 猪肉价格继续“领跑”，鲜菜价格季节性上涨，核心CPI当月同比回落0.1pct。

在CPI一级子项目中，除交通和通信项继续负增长外，其余项同比均保持上涨；同时，除食品烟酒、交通和通信项目同比增速边际提升外，其余项同比增速均出现了不同程度的放缓。其中食品烟酒项同比上涨13.9%，较上月扩大2.5pct；交通和通信项目同比下降2.8%，降幅较上月收窄0.7pct。猪肉价格呈现出了“同比增速提升，环比增速放缓”的状态，猪肉项CPI当月同比上涨110.2%，较上月提升8.9pct，拉动CPI同比上涨2.64pct；环比上涨3.8%，较上月大幅回落16.3pct，拉动CPI环比上涨0.18pct。在猪肉价格边际回落的情况下，同比增速继续走高主要受到去年基数影响，而环比回落则主要受到国家加大储备冻肉投放以及猪肉进口规模扩大的影响。从海关总署近期披露的数据来看，10月猪肉进口数量同比、环比增速分别为113.9%、9.63%，较9月分别提升42.31、10.30pct，从近期发改委、农业部等会议口径来看，预计11月仍然将保持猪肉及其替代品较大规模地投放和进口。

11月猪肉价格对替代价格的带动作用有所减弱，除牛肉价格同比增速继续提升1.8pct外，羊肉、蛋类价格同比增速则放缓1.8、0.3pct。鲜果价格受到秋冬水果成熟上市的影响，价格继续回落，且降幅出现较为明显的扩大，鲜果项11月同比录得-6.8%，较上月下降6.5pct。鲜菜价格则受到季节性影响较大，在冬季供给趋紧，运输成本走高的影响下，鲜菜项11月同比由负转正，录得3.9%，较上月大幅提升14.1pct。能源价格虽然仍处于下行通道中，但降幅有所收窄，交通工具用燃料同比下降-10.6%，较上月收窄4.5pct；从高频数据看，国内95号、92号汽油以及柴油价格11月跌幅持续收窄，截至11月末同比增速分别为-9.09%、-7.69%和0.54%，分别较10月底提升14.84、14.43、17.00pct。剔除掉食品和能源后，核心CPI同比录得1.4%，较上月小幅下降0.1pct。

#### ▶ 猪肉供给短期难见改善，警惕石油价格冲击。

11月猪肉价格的边际下跌主要受到冻肉投放以及进口扩大影响，但考虑到进口及储备肉数量相对较小（2019年1-9月进口猪肉数量仅占国内产量的4.17%），猪肉价格回归正常水平仍然需要等待国内生产的恢复。由于本轮减产存在非洲猪瘟、环保限产以及自然周期三重因素的影响，因此生产恢复的周期预计将长于此前几轮猪周期。从领先指标看，截至2019年10月，能繁母猪存栏1924万头，较9月增加11万头，环比增长0.58%，自2018年4月以来首次环比正增长，能繁母猪存栏初现企稳势头。考虑到猪肉价格拐点较生猪供给拐点往往滞后约4-12个月，叠加年关临近需求走强，因此预计猪肉价格仍将保持上涨态势，相关替代品仍有跟随上涨的可能。果蔬方面，仍需警惕冬季供给下降造成的价格反弹。非食品项受到猪肉价格影响仍然较小，但考虑到国际原油受减产预期带动有所上涨，或将对国内成品油价格产生影响，需警惕石油价格对通胀的冲击。

#### ▶ 上中游PPI降幅收窄，下游PPI降幅小幅扩大，PPI拐点有待观察。

PPI同比下降1.4%，降幅较上月收窄0.2pct，符合市场预期，但环比则由正转负，下降0.1%。生产资料价格同比下降2.5%，降幅收窄0.1pct，拉动PPI同比下跌1.84pct，降幅连续六个月超过PPI。生活资料价格维持稳定上涨趋势，同比增速回升0.2pct，拉动PPI同比上涨0.40pct。生产资料三个分项出现了一定的分化，采掘工业、原材料工业降幅分别收窄0.5、0.6pct，而下游的加工工业降幅则继续扩大0.1pct。我们认为，PPI趋势性的上行拐点仍然有待进一步观察。一方面，从历史数据来看，PPI趋势性的拐点往往出现在采掘工业PPI下穿或上穿原材料工业、加工工业PPI之后，体现出需求波动以及库存周期在产业链上的传导，当前这一条件仍未满足，不支持PPI趋势性反弹；另一方面，去年价格对11月PPI的翘尾影响约为-0.9pct，而上月则为-1.2pct，即11月PPI同比降幅

收窄主要受到翘尾因素影响，而新涨价对 PPI 同比的负向影响仍在进一步加大，随着 12 月翘尾因素消失，预计 PPI 仍将继续承压。

**投资策略：货币政策预计保持稳健，警惕油价对债市的扰动。**

尽管 CPI 再次超出市场预期，但当前猪肉价格的影响仍然仅停留在食品项层面，并未形成对非食品项的冲击，结构性通胀向全面通胀衍变的风险仍然可控。**对债市而言，当前存在两个方面的不确定性：**一是今年以来央行货币政策在预期管理方面有所加强，虽然货币政策对解决猪肉价格问题的贡献有限，但出于稳定通胀预期的角度，结合近期央行研究局副局长张雪春有关“珍惜货币政策空间”等的表述，货币政策或在短时间内难以出现大幅度的宽松；二是 12 月 6 日 OPEC+、俄罗斯、沙特均表示达成新的减产协议，到 2020 年 3 月日均减产 210 万桶，**预计将对国际原油价格产生一定边际提振作用，或将为通胀变化增加新的变量。**我们继续维持货币政策在短期内保持“难紧难松”的判断，同时近期处于政策密集出台期，影响因素较多，**利率债短期操作难度较大；中长期随着名义 GDP 增速的放缓，利率债仍将存在机会和空间，但近期市场预期趋于一致，需要警惕一致预期导致的节奏前置。**

**风险提示**

政策不确定性可能加大；宏观经济下行可能超预期。

**分析师：樊信江**

邮箱：fanxj@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519100006

联系电话：010-59775359

**研究助理：颜子琦**

邮箱：yanzq@hx168.com.cn

联系电话：021-20227900

**研究助理：孙嘉伦**

邮箱：sunjl@hx168.com.cn

联系电话：010-59775371

**研究助理：张伟**

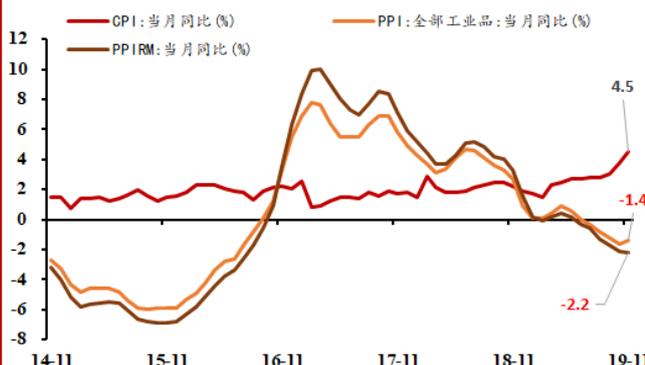
邮箱：yanzq@hx168.com.cn

联系电话：010-59775334

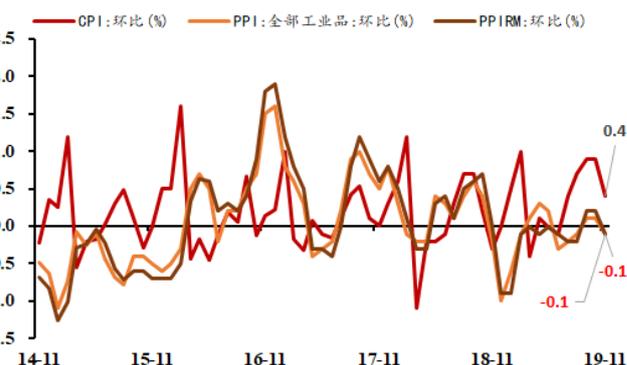
**【华西固收研究】2019年11月通胀数据一览**

联系人：樊信江/颜子琦/孙嘉伦/张伟/杨锦明

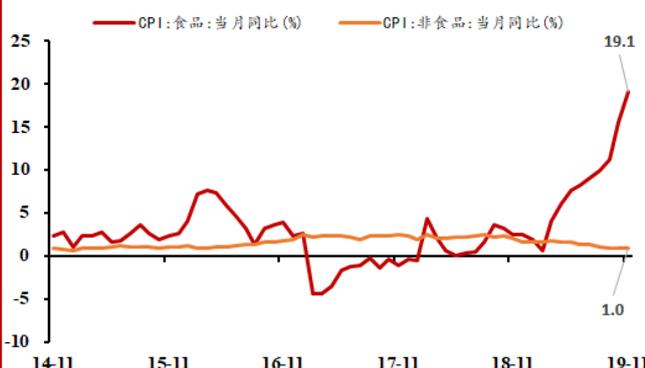
**图1：CPI同比4.5%涨幅超预期，PPI同比边际回升0.2pct**



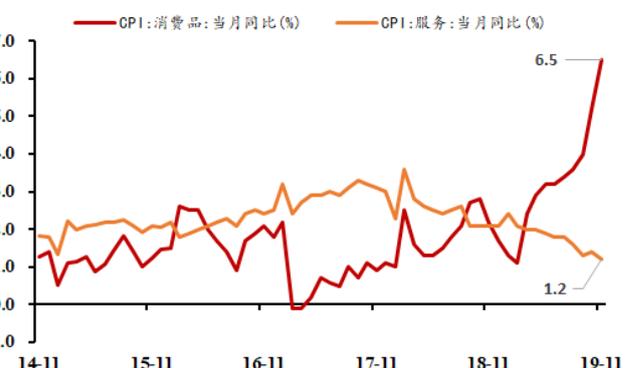
**图2：CPI/PPI/PPIRM环比出现不同程度回落**



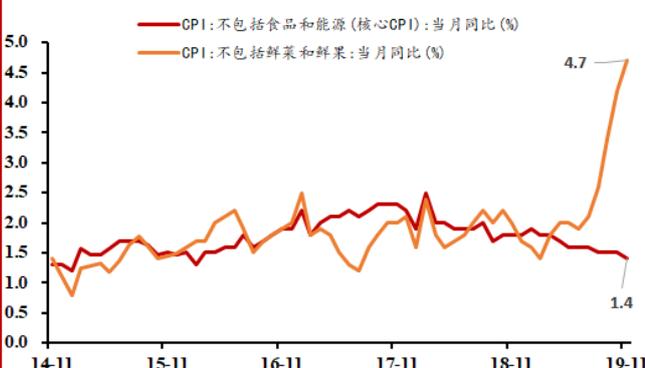
**图3：CPI食品项同比录得19.1%，较上月走高3.6pct**



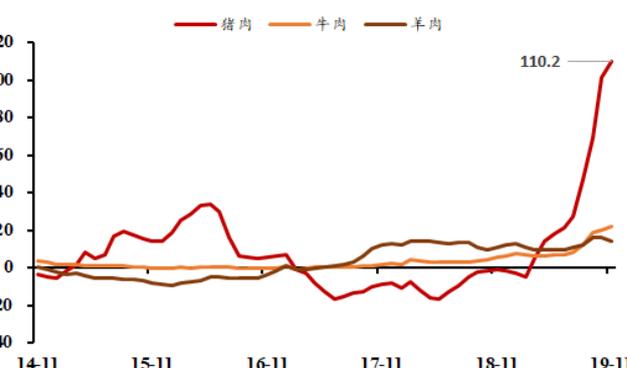
**图4：CPI消费品项同比继续走高，与服务项背离加大**



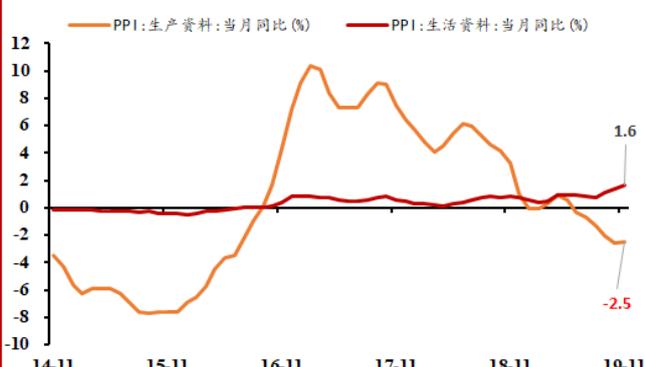
**图5：核心CPI同比较上月回落0.1pct**



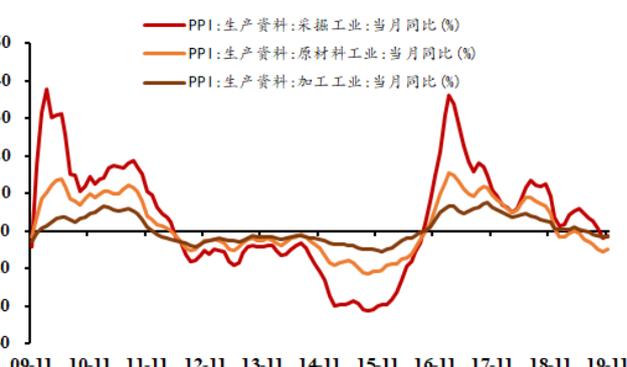
**图6：猪肉项同比录得110.2%，牛肉涨幅走高，羊肉涨幅放缓**



**图7：生产资料降幅收窄0.1pct，生活资料增速提升0.2pct**



**图8：上中游PPI降幅收窄，下游PPI降幅小幅扩大0.1pct**



资料来源：国家统计局，华西证券研究所  
免责声明：本信息仅面向华西证券的专业投资机构客户，仅供在新媒体背景下研究观点的及时交流。在任何情况下，本信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。华西证券及华西证券研究所也不对任何人因为使用本信息所引致的任何损失负任何责任。本信息内容的版权归华西证券所有，华西证券对本信息保留一切法律权利。未经华西证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。

### 分析师与研究助理简介

樊信江，固定收益方向首席分析师，CFA，清华大学工程管理硕士。2年证券研究经验，3年央企海外燃煤、燃机电站工程总承包开发及执行经验，2年国内基础设施融资租赁和PPP投资经验；曾任职于民生证券研究院，2019年加入华西证券。

颜子琦，新加坡南洋理工大学金融工程硕士，曾任卡耐基梅隆大学助理研究员，拥有2年证券研究经验。2019年加入华西证券研究所，主要从事债券交易、利率债、城投债、非标资产研究。

孙嘉伦：约翰霍普金斯大学金融硕士。1年券商研究所工作经验，2019年加入华西证券，主要参与产业债、境外债与地方政府债研究。

张 伟：对外经济贸易大学金融学硕士。2019年加入华西证券，主要参与可转债、财政政策、宏观经济研究。

### 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

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\\_8492](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_8492)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn