

11 月份物价数据点评：

CPI 通胀高点渐至，短期货币宽松受限

■ 核心摘要

1) 11 月 CPI 同比上涨 4.5%，高于上月 0.7 个百分点，食品价格是主要推升因素。环比来看，食品项中猪肉价格上涨 3.8%，涨幅明显回落；受消费旺季及替代需求影响，其它肉类仍在上涨；进入冬季，鲜菜生产及储运成本增加，价格上涨 1.4%。

2) 由于 2019 年 1 月的低基数以及春节效应，2020 年 1 月有望成为本轮 CPI 的高点，CPI 同比增速可能会达 5% 左右。但考虑到在节假日之前，政府会大量投放冻猪肉来平抑猪肉价格的大幅上涨，2020 年 1 月 CPI 同比增速破 6% 的概率不大，但 2020 年一季度有望维持在 4.5% 左右的高位

3) 当前非食品项无论环比还是同比都没有出现上涨迹象，通胀预期可控。在当前总需求具有向下的压力和就业压力增大的环境下，很难引发全面的通胀。但较高的 CPI 读数可能会牵制货币政策宽松操作的幅度和节奏，预计 2020 年二、三季度货币政策宽松的空间才会逐渐打开。

4) 11 月份 PPI 同比增速回升 0.2 个百分点至 -1.4%，环比由升转降。自 8 月份以来 CPI 同比增速的快速上涨带动 PPI 生活资料同比增速的上行部分对冲 PPI 生产资料的下行压力，PPI 同比降幅的收窄并非源自总需求的改善，整体工业品价格仍处于负区间。2018 年 12 月 PPI 较低的基数叠加生活资料 PPI 同比有望延续改善，短期有助于 PPI 增速的回升。

12 月 10 日，国家统计局公布了 11 月物价数据：11 月份 CPI 同比 4.5%（上期 3.8%），环比 0.4%；PPI 同比 -1.4%（上期 -1.6%），环比 -0.1%。

■ CPI 通胀再超预期，肉类仍是主要推动

11 月 CPI 同比上涨 4.5%，达到 2012 年 2 月以来最高涨幅，高于上月 0.7 个百分点，超出市场预期；环比上涨 0.4%，较上月下降 0.5 个百分点。食品价格是导致 CPI 继续攀升的主要因素。从环比看，11 月份食品价格环比上涨 1.8%，涨幅回落 1.8 个百分点，但影响 CPI 上涨约 0.39 个百分点，仍是推动 CPI 环比变化的主要因素；非食品价格较上月下降 0.2 个百分点至 0.0%。食品中，猪肉价格上涨 3.8%，涨幅明显回落 16.3 个百分点；受消费旺季及替代需求影响，牛肉、羊肉、鸡肉和鸭肉价格有所上涨，涨幅在 1.3%—4.3% 之间；进入冬季，鲜菜生产及储运成本增加，价格上涨 1.4%；鲜果价格下降 3.0%，起到一定的对冲作用。非食品中，受换季影响，服装价格略涨 0.5%；旅游淡季出行减少，飞机票、旅行社收费和宾馆住宿价格分别下降 11.0%、4.4% 和 3.8%。

扣除食品和能源价格的核心 CPI 环比 -0.1%，较上月回落 0.2 个百分点；同比上涨 1.4%，涨幅较上月回落 0.1 个百分点。核心 CPI 自年初以来震荡下行，显示经济总需求依然较弱。

■ CPI 通胀高点渐至，短期货币宽松幅度受限

导致 11 月份猪肉价格环比涨幅回落的原因包括猪肉价格的持续上涨导致鲜肉消费量下降大约 20%、前期在猪肉价格持续上涨预期下的压栏转为集中出栏以及东北、华北养殖密度增大后疫情复发，集中抛售小猪等因素。

从高频数据来看，12月首周猪肉等食品价格再次转为回升。根据中国政府网数据，10月份生猪存栏同比增速较9月继续下滑0.4个百分点至-41.4%，生猪存栏的断崖式下降意味着将来的生猪出栏增速会进一步大幅下行，猪肉价格未来还有上涨压力。由于2019年1月的低基数以及春节效应，2020年1月有望成为本轮CPI的高点，CPI同比增速可能会达5%左右。但考虑到在节假日之前，政府会大量投放冻猪肉来平抑猪肉价格的大幅上涨，2020年1月CPI同比增速破6%的概率不大，但2020年一季度有望维持在4.5%左右的高位。

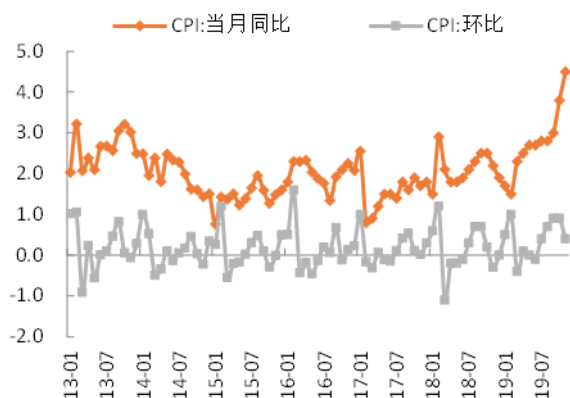
我们认为在经济基本面依然存在下行压力、核心CPI增速低迷、PPI同比仍徘徊在负区间，面对仅由猪肉价格大幅上涨带来的CPI结构性通胀，不会导致货币政策转向收紧。从过去三轮的猪周期来看，06-07、10-11年的猪肉价格上涨引发了非食品的上涨；15-16年猪肉的上涨没有引发非食品的上涨。引发通胀预期发散的很重要的渠道是通过引发工资的上涨带动其它非食品项上涨，当前非食品项无论环比还是同比都没有出现上涨迹象。在当前总需求具有向下的压力和就业压力增大的环境下，很难引发全面的通胀。但较高的CPI读数可能会牵制货币政策宽松操作的幅度和节奏，**预计2020年二、三季度货币政策宽松的空间才会逐渐打开。短期预测12月CPI环比增速0.2%，同比增速4.7%。**

■ PPI环比由涨转降，工业品价格继续在负区间徘徊

11月份PPI同比增速回升0.2个百分点至-1.4%；PPI-CPI裂口进一步扩大到-5.9%，物价搭配显示经济向下的压力依然在增大。PPI环比增速-0.1%，较上月回落0.2个百分点。其中，生产资料价格回落0.2个百分点至-0.2%；生活资料价格上涨0.3%，与上月持平。从调查的40个工业行业大类看，价格上涨的有12个，比上月减少5个；下降的19个，增加3个；持平的9个，增加2个。工业品价格整体仍处于下行趋势，主要行业中由涨转降的有有色金属矿采选业，下降1.6%；石油、煤炭及其他燃料加工业，下降1.0%；化学原料和化学制品制造业，下降1.0%。降幅扩大的有化学纤维制造业，下降1.9%，扩大0.8个百分点；黑色金属矿采选业，下降1.6%，扩大1.1个百分点；煤炭开采和洗选业，下降0.5%，扩大0.4个百分点。此外，石油和天然气开采业价格上涨0.1%，涨幅比上月回落0.7个百分点。

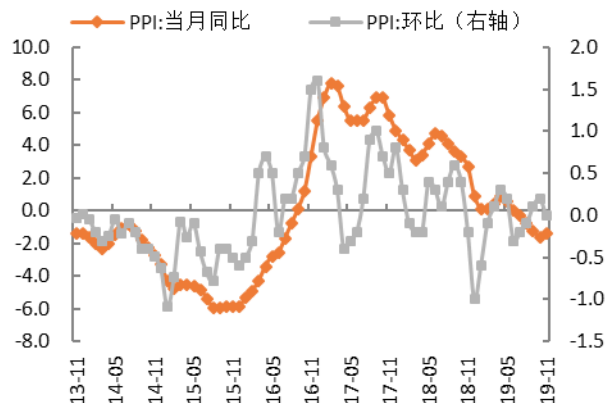
自8月份以来CPI同比增速的快速上涨带动PPI生活资料同比增速的上行部分对冲PPI生产资料的下行压力，PPI同比降幅的收窄并非源自总需求的改善，整体工业品价格仍处于负区间。2018年12月PPI较低的基数叠加生活资料PPI同比有望延续改善，短期有助于PPI增速的回升。预计12月PPI环比增速0.0%，同比增速-0.6%。

图表1 CPI同环比走势（%）



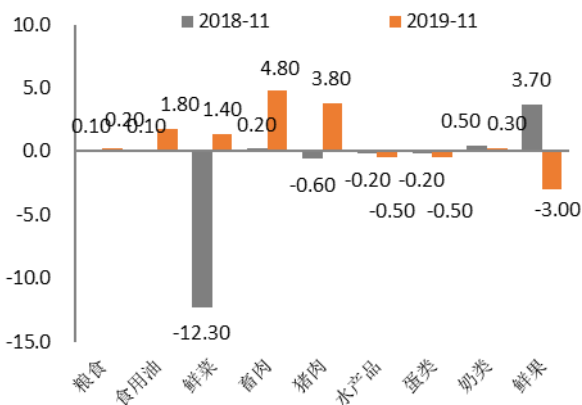
资料来源：WIND，平安证券研究所

图表2 PPI同环比走势（%）



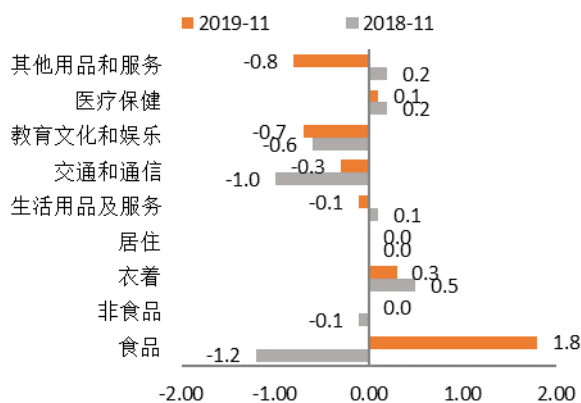
资料来源：WIND，平安证券研究所

图表3 CPI 食品价格分项环比涨幅 (%)



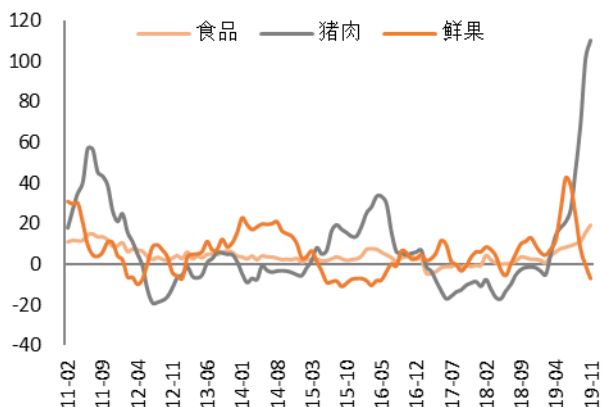
资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表4 CPI 非食品价格分项环比涨幅 (%)



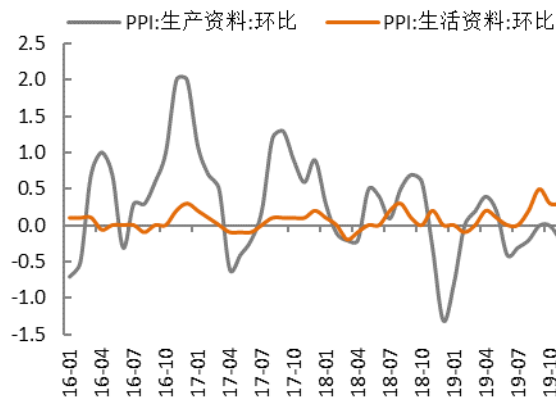
资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表5 猪肉价格同比涨幅突破前高 (%)



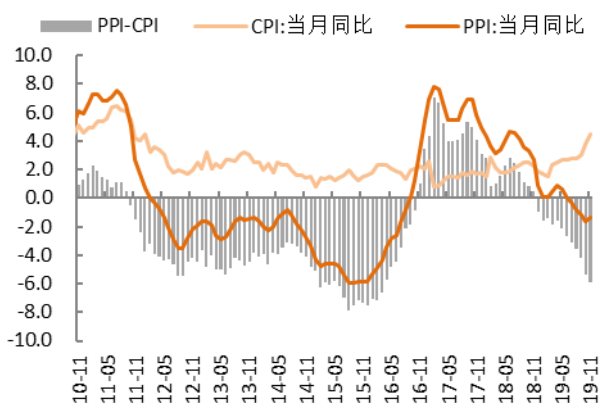
资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表6 PPI 生产资料和生活资料环比变化 (%)



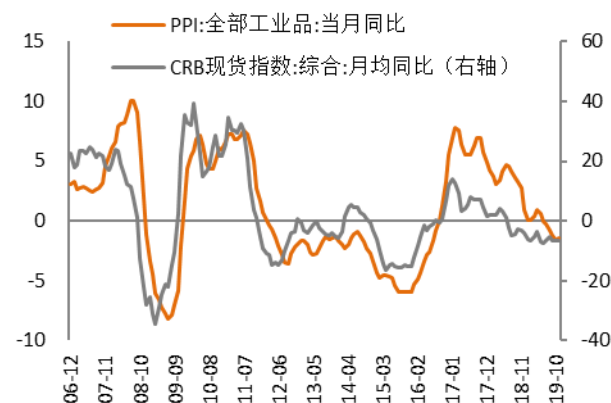
资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表7 PPI-CPI 负裂口进一步扩大 (%)



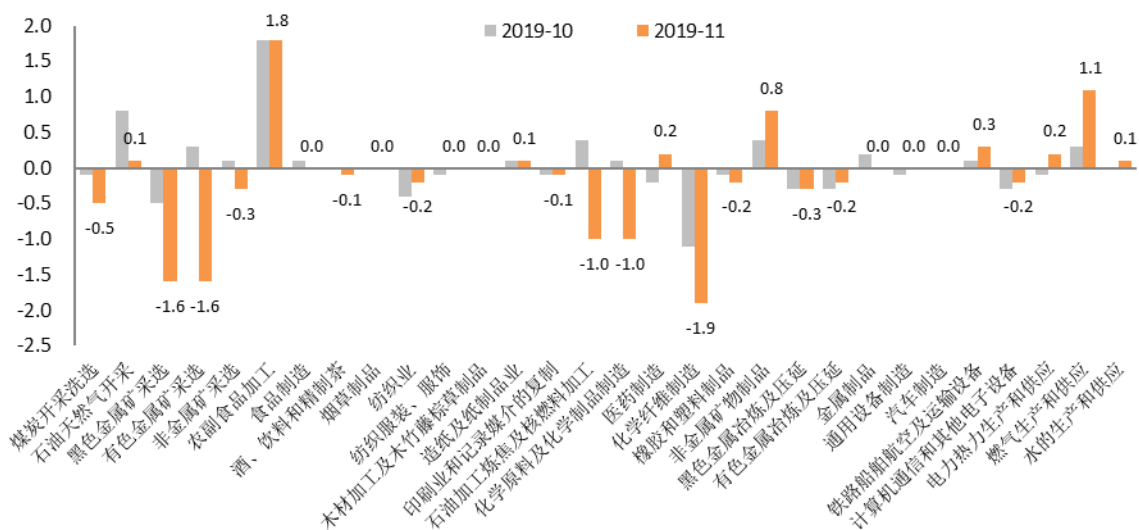
资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表8 CRB 指数低迷拖累 PPI 走势 (%)



资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表9 分行业 PPI 环比情况 (%)



资料来源: WIND, 平安证券研究所

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_8495

