

预计 CPI 继续上涨 PPI 降幅继续收窄

——2019年11月CPI和PPI数据的点评

宏观点评

投资要点:

- **食品推动 CPI 上行，非食品贡献率继续下降。**在食品中，大量储备肉投放市场，猪肉供需缺口暂时性缓解，猪肉价格环比涨幅回落 16.3 个百分点至 3.8%。但受去年同期基数较低影响，猪肉同比涨幅扩大至 110.2%，其对 CPI 同比的拉动较上月提高 0.21 个百分点。同时冬季气温转冷，鲜菜价格环比和同比均由跌转涨，鲜菜对 CPI 的拉动较上月提升 0.36 个百分点，两者合计拉动 CPI 上涨 0.57 个百分点，是 CPI 同比上涨的主要贡献力量。非食品同比涨幅小幅回升，但整体仍呈下降趋势，表明居民消费需求的不足，其对 CPI 的贡献率继续回落。受国际油价上涨影响，11 月国内成品油油价两次上调，交通通信项同比降幅有所收窄，是本月非食品同比小幅提高的原因。
- **预计 12 月 CPI 增长 5.1% 左右，较 11 月提高 0.7 个百分点。**一是预计 12 月食品价格环比将继续季节性上涨。根据农业部高频数据，预计 12 月猪肉价格在储备肉投放力度加大、进口肉增加的背景下，将保持整体稳定，但蔬菜和水果价格将有所上涨；二是 10 月份以来国际油价有所上涨，但大宗商品需求国——中国国内需求较弱，国际油价不具备长期上涨基础，预计非食品价格增速上涨空间不大；三是 12 月份 CPI 翘尾因素为 0%，较上月提高 0.05 个百分点。
- **预计 2019 年 CPI 约增长 3.0%，较去年提高 0.9 个百分点。**一是预计猪周期将推升 CPI 上涨约 0.8% 左右，四季度尤其是明年一季度 CPI 将在猪肉价格的推动下“破 4 升 5”；二是预计增值税下调将拉低 CPI 中枢 0.2%~0.3%；三是服务类项目价格刚性特征明显，易涨难跌；四是国内基本面仍弱，不支撑物价的大幅上涨；五是 2019 年 CPI 翘尾因素较去年下降约 0.3%。
- **PPI 降幅收窄，但工业需求仍显不足。**7 月份以来，生产资料和生活资料走势出现明显分化，生产资料价格回落是 PPI 负增长的主因。分行业看，受 10 月份以来国际油价波动上行影响，石油产业链降幅收窄；食品尤其是猪肉价格上涨或扩散至下游行业上，部分下游行业出厂价格有所提高；但反映工业投资需求的行业如黑色金属采矿业、有色金属采选业等行业的出厂价格涨幅继续回落。
- **PPI 的下降，实质上是中国内需不足的反映。**年初以来工业生产者购进价格指数 (PPIRM) 和 PPI 的下降走势，一定程度上是我国内需下降在价格上的反映。由于我国编制的 PPIRM 所调查的产品包括燃料动力、黑色金属、有色金属、化工、建材等九大类，涵盖 900 多个基本分类的 10000 多种工业产品价格，因此 PPIRM 既受人民币汇率和海外大宗商品价格 (CRB) 的影响，也受国内需求等基本面因素的约束。由于中国是全球大宗商品的最大需求方，所以中国需求是 PPIRM 最重要的决定因素。PPI 和 PPIRM 的下降态势，实质上反映的是中国内需尤其是工业投资需求的不足。
- **预计 12 月 PPI 降幅将继续收窄，约增长 -0.5%，全年增长 -0.2% 左右。**2019 年 PPI 将在基数效应减弱和周期性力量弱化的双重作用下趋于下行。预计全年 PPI 增长 -0.2% 左右，12 月份 PPI 增长 -0.5% 左右。
- **PPI 和 CPI 剪刀差有所扩大，反映工业企业盈利压力较大。**历史数据表明，PPI 和 CPI 剪刀差与工业企业利润和名义 GDP 增速存在显著正相关关系。11

伍超明

财信国际经济研究院 副院长
财富证券 首席经济学家

李沫

宏观经济研究中心 高级研究员
电话：010-68080380
邮箱：limo.ye@163.com



财信宏观经济研究中心微信号

月份剪刀差较上月扩大 0.5 个百分点，连续 12 个月为负，反映我国工业企业利润下降态势仍将延续。展望未来，我们预计未来剪刀差或将继续为负，经济下行压力较大。

- **猪肉价格高涨的背后，难掩经济下行风险。**受猪肉价格大幅上涨影响，年初以来 CPI 价格持续上涨，预计明年一季度将达到新的高点。但剔除猪肉价格的 CPI 增速仍低于 2%，且 PPI 进入负增长阶段，工业企业利润和工业生产增速亦同步下行，经济下行压力加大。因此，经济形势表面看来存在“滞涨”问题，即经济增长压力加大，但通胀水平上行，但实质上处于猪周期掩盖下的经济下行。为此，逆周期政策力度不是应该减弱，而是在防止大水漫灌的前提下，增加稳需求的力度。

目 录

一、食品是 CPI 上涨的主要贡献力量	4
(一) 猪肉和鲜菜共同导致 CPI 同比继续上涨	4
(二) 非食品同比小幅上涨，但对 CPI 的贡献率持续下降	5
二、预计 12 月份 CPI 大概率“破 5”，全年约增长 3.0%	6
(一) 预计 2019 年 12 月 CPI 同比增长 5.1% 左右	6
(二) 预计 2019 年全年 CPI 约增长 3.0%	6
三、预计 12 月 PPI 增长-0.5% 左右，全年约增长-0.2%	7
(一) 国内需求仍显不足，PPI 降幅扩大	7
(二) 预计 2019 年 PPI 中枢在-0.2% 左右，12 月份增长-0.5% 左右	8
(三) PPI 和 CPI 剪刀差持续为负，预示经济下行压力较大	9
四、猪肉价格高涨的背后，难掩经济下行风险	10

正文：

事件：2019年11月份全国居民消费价格指数（CPI）环比增长0.4%，涨幅较上月回落0.5个百分点，同比上涨4.5%，较上月提高0.7个百分点；工业生产者出厂价格指数（PPI）环比下降0.1%，较上月下降0.2个百分点，同比增长-1.4%，降幅较上月收窄0.2个百分点。

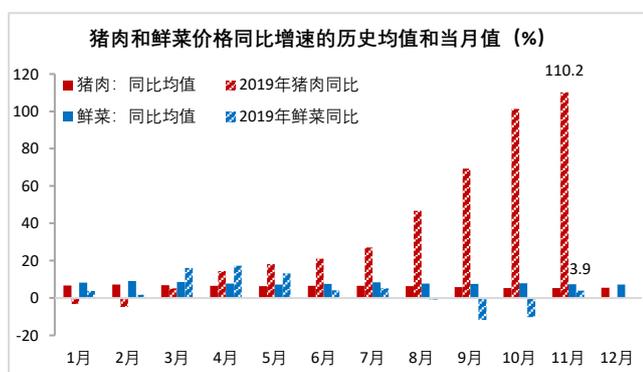
一、食品是CPI上涨的主要贡献力量

（一）猪肉和鲜菜共同导致CPI同比继续上涨

从同比看，11月食品价格上涨19.1%，较上月提高3.6个百分点，涨幅连续9个月扩大，影响CPI上涨约3.72个百分点。其中，鲜菜价格上涨3.9%，较上月提高14.1个百分点，影响CPI上涨约0.09个百分点；猪肉价格上涨110.2%，较上月提高8.9个百分点，影响CPI上涨约2.64个百分点（见图1）；鲜果价格下降6.8%，降幅较上月扩大6.5个百分点，影响CPI下降约0.12个百分点。

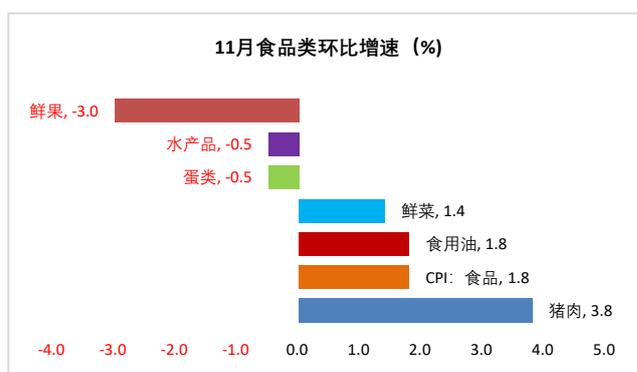
从环比看，食品价格上涨1.8%，涨幅较上月收窄1.8个百分点。其中，大量储备肉投入市场，猪肉供需缺口暂时性缓解，猪肉价格环比涨幅回落较多，但仍是环比上涨最快的食品分项；受天气转凉和需求增加影响，蔬菜价格由跌转涨；由于市场供应充足，鲜果、蛋类价格环比均有所下跌（见图2）。综上，猪肉和蔬菜是食品价格环比继续上涨的主要贡献力量。

图 1：11 月鲜菜和猪肉价格同比增速



资料来源：WIND，财信国际经济研究院

图 2：11 月食品类价格环比增速



资料来源：WIND，财信国际经济研究院

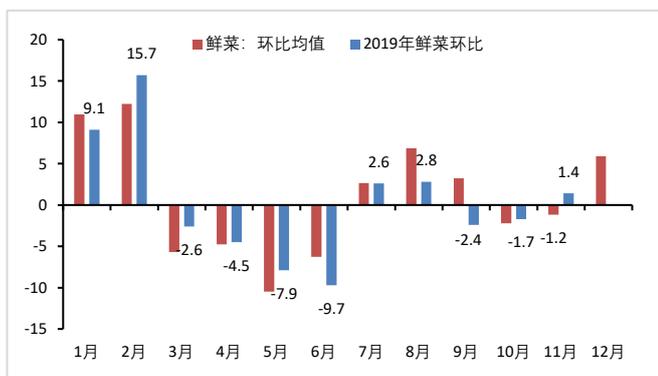
11 月份鲜菜价格同比环比均由负转正。进入冬季，鲜菜生产及储运成本增加，11 月份鲜菜价格环比上涨 1.4%，由跌转涨，较历史同期均值高 2.6 个百分点（见图 3）。11 月份鲜菜价格同比上涨 3.9%，较上月提高 14.1 个百分点，结束了连续三个月的下跌（见图 1）。

11 月份猪肉同比涨幅继续扩大，环比涨幅回落。11 月猪肉价格环比上涨 3.8%，较上月回落 16.3 个百分点；但由于去年同期基数较低，同比增长 110.2%，较上月提高 8.9 个百分点，猪肉同比已经连续 9 个月上涨，且涨幅持续扩大（见图 1），符合我们前期对

猪周期提前启动，同比涨幅或超以往的判断。

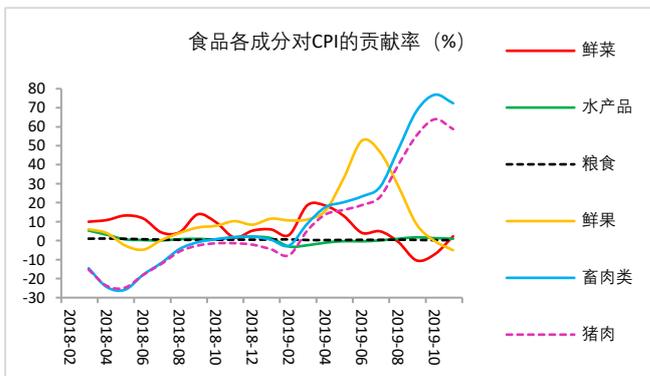
从 CPI 各成分的同比贡献率看，11 月猪肉贡献率有所下降，但仍处在高位区间，鲜菜对 CPI 的贡献率回升较多（见图 4）。总体看，11 月份猪肉和蔬菜是 CPI 同比涨幅提高的主因。

图 3：11 月鲜菜价格环比增速高于历史均值



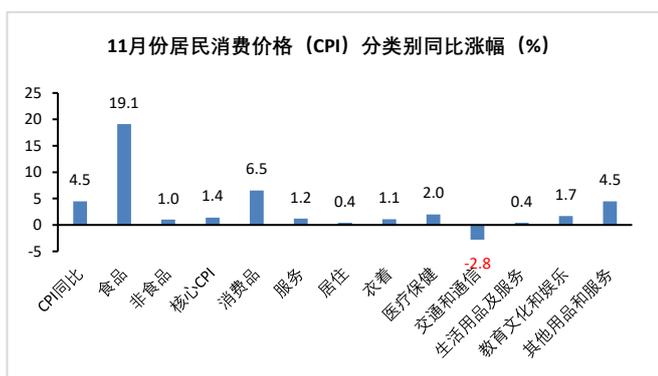
资料来源：WIND，财信国际经济研究院

图 4：食品各成分对 CPI 贡献率



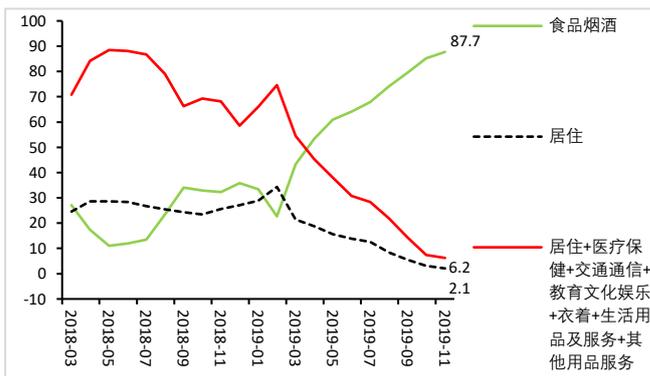
资料来源：WIND，财信国际经济研究院

图 5：非食品尤其是服务类项目价格涨幅平稳



资料来源：WIND，财信国际经济研究院

图 6：服务类项目贡献率有所下降



资料来源：WIND，财信国际经济研究院

（二）非食品同比小幅上涨，但对 CPI 的贡献率持续下降

11 月非食品价格同比上涨 1.0%，较上月提高 0.1 个百分点，影响 CPI 上涨约 0.77 个百分点。其中，医疗保健类、交通和通信、教育文化和娱乐类、居住类价格分别上涨 2.0%、-2.8%、1.7%、0.4%（见图 5），分别较上月变动-0.1%、0.7%、-0.2%和-0.1%。11 月国内成品油价格两次上调，其中，汽油和柴油价格同比分别下降 10.8%和 11.3%，降幅较上月 4.6 和 4.9 个百分点，交通与通信项同比降幅有所收窄，是今年非食品同比波动的主要贡献力量。

2016 年以来，医疗保健、交通和通信、教育文化和娱乐、生活用品及服务、其他用品及服务等服务类项目对 CPI 的贡献率高企，但今年 2 月份以来，服务类项目贡献率下降较快，主要原因在于今年以来猪肉、蔬菜、水果等食品价格轮番上涨，导致食品类贡献率快速上升，服务类项目贡献率下降。11 月份服务类项目贡献率降至 6.2%（见图 6）。

但从中长期看，随着我国经济结构调整和收入水平的提高，预计服务类项目对CPI的贡献率依然会回归高位，传统食品烟酒等项目的贡献率则趋于下降，服务类项目对物价的影响将成为一种“常动力”。

二、预计12月份CPI大概率“破5”，全年约增长3.0%

(一) 预计2019年12月CPI同比增长5.1%左右

预计12月消费者物价指数(CPI)增长5.1%左右，较11月提高0.6个百分点。理由如下：

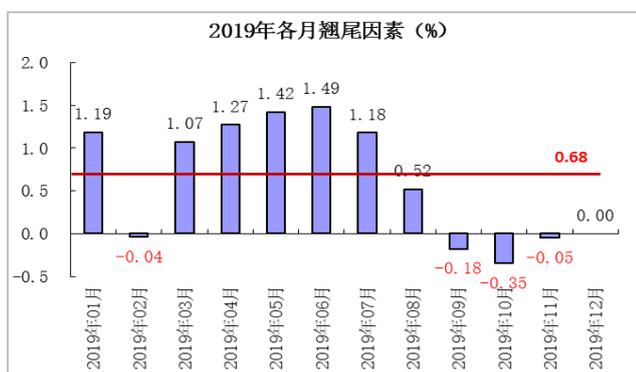
一是预计12月食品价格将继续上涨。历史经验表明，12月份食品价格环比涨幅将有所扩大，如历史均值将由11月的0.04%升至12月的1.4%。从食品分项高频数据看，我们预计12月猪肉价格环比将由正转负，截止到12月9日，猪肉价格环比下跌7.8%，但由于去年基数较低，猪肉同比将继续高位震荡。同时随着天气转冷和春节临近需求增加影响，12月蔬菜和水果价格将有所上涨，截止到12月9日，28种重点监测蔬菜和7种重点监测水果的价格环比分别提高8.1%和1.3%。综合看，预计食品环比价格将继续上涨。

二是预计非食品价格增速上涨空间不大。与食品价格波动幅度较大相比，非食品价格尤其是服务类价格受我国消费升级对服务需求提高影响，价格刚性特征明显，波动幅度较小。但受经济下行压力加大和需求下降影响，工业生产资料价格尚无大幅上涨的动能，不利于非食品价格增速的提高。同时鉴于大宗商品的最终需求方——中国国内需求的疲弱，国际油价不具备长期上涨基础，不利于非食品价格同比的企稳提高。

三是今年12月份CPI的翘尾因素将变为0%，较上月提高0.05个百分点(见图7)。

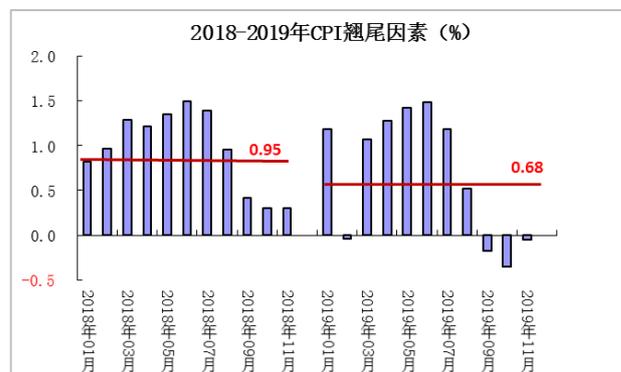
综合上述各方面的影响，预计12月CPI增长5.1%左右，较11月提高0.6个百分点。

图7：2019年CPI翘尾因素



资料来源：WIND，财信国际经济研究院

图8：2019年全年翘尾因素下降



资料来源：WIND，财信国际经济研究院

(二) 预计2019年全年CPI约增长3.0%

预计2019年全年CPI增长3.0%左右，较2018年提高0.9个百分点，通胀压力有所

加大。

一是猪肉价格上行周期启动，预计拉动 CPI 上涨 0.8 个百分点左右。根据当前猪肉价格的上涨幅度以及我们对 CPI 猪肉同比的假设，我们预计此轮猪周期在非洲猪瘟的助推下或拉动 CPI 上涨 0.8% 左右。

二是增值税税率下调将使 CPI 中枢下降 0.2~0.3 个百分点。自 4 月 1 日起我国增值税税率进行下调，由于 CPI 统计调查的是社会产品和服务项目的最终价格，是含税价格，而增值税属于价外税，理论上企业所缴纳的增值税款会直接由下游客户承担，最终消费者是税负的实际承担者，即不含税售价保持不变，增值税税率的下调会降低最终消费品的价格，将最终导致 CPI 下降。据测算，我们预计增值税税率下调会使 CPI 中枢下降 0.2~0.3%。

三是服务类项目价格刚性特征明显。随着人口老龄化，总需求结构将逐步从传统制造业向养老、医疗等服务产业转移，这一方面导致 PPI 下降压力增加，但另一方面服务类项目价格存在上涨压力，加上服务类项目价格刚性特征明显，易涨难跌，对物价的影响具有持久性。因此，预计服务价格对 CPI 仍有较强支撑作用，导致 PPI 和 CPI 的分化变化。

四是国内基本面需求较弱，不支撑物价大幅上涨。从中长期看，2019 年我国经济增长仍处于新旧动能转换期，供给侧改革使传统动能去化进入尾声，对经济增长的推动力减弱，但同时新动能尚处于培育发展中，其对经济增长的推动力难以弥补去化掉的传统动能，新旧动能换挡导致国内需求不足的局面短期内难有大幅改善，物价缺乏大幅上涨的基础。

五是 2018 年物价上涨对 2019 年 CPI 的影响，即翘尾因素将下降约 0.3%（见图 8）。

综合上述因素，我们预计全年通胀压力依然温和，全年增长 3.0% 左右。

三、预计 12 月 PPI 增长-0.5%左右，全年约增长-0.2%

（一）国内需求仍显不足，PPI 降幅扩大

11 月份，工业生产者出厂价格同比下降 1.4%，较上月提高 0.2 个百分点，连续 5 个月负增长。其中，生产资料同比下降 2.5%，较上月收窄 0.1 个百分点，其波动与 PPI 基本一致，是导致 PPI 变化的主要原因；生活资料上涨 1.6%，较上月提高 0.2%（见图

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_8507

