

固收点评 20200115

12月物价数据点评：猪价回落 CPI 受控，油价回升 PPI 大增

2020年01月15日

事件

- **段落提要：**2020年1月9日，国家统计局公布2019年12月份CPI和PPI相关数据：(1)12月CPI同比增长4.5%，预期4.7%，前值4.5%，与前值持平。(2)12月PPI同比下降0.5%，预期-0.4%，前值-1.4%，高于前值。

观点

- **CPI：同比持平环比下降，肉价涨幅暂时趋缓。**统计局公布的CPI数据显示：12月CPI同比4.5%，与11月持平，12月环比收于0.0%，增速较11月下降0.4个百分点。具体来看：从同比角度看：受到猪肉价格回落的影响，食品项同比为17.4%，较11月涨幅收窄1.7个百分点。非食品项同比为1.3%，较11月上行0.3个百分点。环比角度上：12月CPI环比回落0.4个百分点，环比持平，从大分类上来看，食品项的环比收于-0.4%，低于11月环比增速2.2个百分点。非食品项环比收于0.1%，由11月持平转为增幅0.1%。CPI呈现同比持平、环比下降的状态，猪价环比下行，通胀平稳。从分项来看，猪肉价格回落，12月出栏肥猪重量和数量明显增加，猪肉供需矛盾有所缓解，商业储备以及政府储备和井口增加猪肉陆续投放，猪肉产能已逐步恢复，猪肉价格12月环比下降5.6%，并带动禽肉类价格下降。受天气影响，蔬菜，鲜果储运成本增加，蔬菜价格上升，油价上调，推高CPI环比增幅。

- **PPI：PPI同比持续回升，油价回升助力高企。**12月PPI同比收于-0.5%（我们预测-略有回升但保持负值波动），较11月上行0.9个百分点。12月PPI环比收于0.0%，较11月持平，收窄0.1个百分点。从环比的行业分项观察，石油和天然气开采业和燃气生产和供应业涨幅进一步扩大，分别上涨3.8%和2.2%，主要国际和国内油价上涨所致；生产资料持平而生活资料下降，农副食品加工由涨转降，由于去年基数较低，1月PPI同比或继续上升。

- **展望后期：**CPI方面，通胀转为平稳，虽然12月猪肉价格下降拖累食品项是通胀平稳的主要因素，但春节临近，同时由于天气转冷因素鲜菜和鲜果价格上升，食品和服务在短期都有上行压力，但猪肉产能趋于稳定，春节期间猪肉供需有望总体平稳，通胀在1月达到高点后，短期内可能会趋于平稳。同时需要关注的是美伊冲突带动石油价格上调，石油价格或成为猪肉降温后CPI带动的主要因素。PPI方面：预计中美贸易关系改善有利于出口和制造业回暖，政策砝码增加，货币政策宽松对经济有一定的支撑，以及逆周期着力于基建投资，带动工业产品供需，促使PPI持续回升。

- **风险提示：**猪价环比下降，美伊关系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、《固收周报 20200112：一周策略：地缘政治冲突加剧，CPI同比趋于平稳（2020年第2期）》2020-01-13
- 2、《固收周报 20200112：非农数据不及预期，美伊冲突影响有限》2020-01-12
- 3、《固收周报 20200111：利率债周报：（2020年第2期）》2020-01-12
- 4、《固收周报 20200112：本周股市持续震荡，关注可转债投资机会》2020-01-12
- 5、《固收周报 20200112：国债、中短期各类信用债收益率下降，信用债信用利差整体扩大》2020-01-12

对此，我们的点评如下：

1. 同比持平环比下降，肉价涨幅暂时趋缓

统计局公布的 CPI 数据显示：12 月 CPI 同比 4.5%，与 11 月持平，12 月环比收于 0.0%，增速较 11 月下降 0.4 个百分点。具体来看：从同比角度看：受到猪肉价格回落的影响，食品项同比为 17.4%，较 11 月涨幅收窄 1.7 个百分点。非食品项同比为 1.3%，较 11 月上行 0.3 个百分点。环比角度上：12 月 CPI 环比回落 0.4 个百分点，环比持平，从大分类上来看，食品项的环比收于-0.4%，低于 11 月环比增速 2.2 个百分点。非食品项环比收于 0.1%，由 11 月持平转为增幅 0.1%。CPI 呈现同比持平、环比下降的状态，猪价环比下行，通胀平稳。从分项来看，猪肉价格回落，12 月出栏肥猪重量和数量明显增加，猪肉供需矛盾有所缓解，商业储备以及政府储备和井口增加猪肉陆续投放，猪肉产能已逐步恢复，猪肉价格 12 月环比下降 5.6%，并带动禽肉类价格下降。受天气影响，蔬菜，鲜果储运成本增加，蔬菜价格上升，油价上调，推高 CPI 环比增幅。

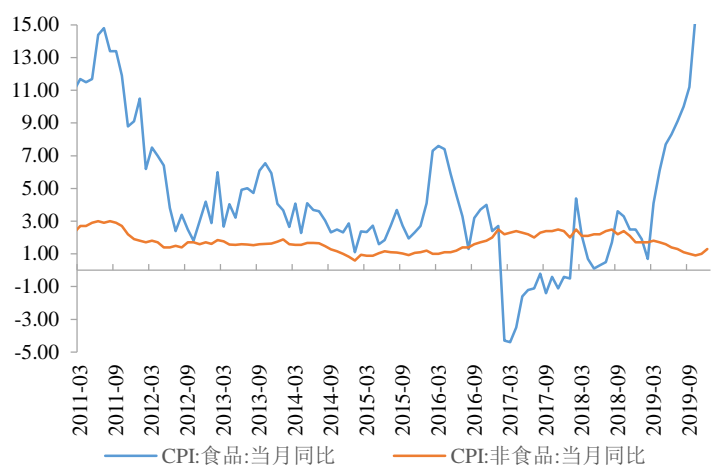
CPI：从同比角度来看，统计局公布 CPI 食品以及非食品的同比以及各自对 CPI 同比变动的贡献。12 月 CPI 同比与 11 月持平，从数据上来看主要系猪肉价格下行所引致。在各分项中：食品分项中，受冷空气和降雪影响，蔬菜、鲜果成本上升，分别上升 10.6% 和 0.6%。非食品项中，医疗保健上行 2.1%，教育文化和娱乐上行 1.8%，衣着上行 0.8%，主要由于降温换季和春节影响，交通和通信项下行幅度收窄同比收于-0.7%，主要由于 12 月国际油价上涨导致国内成品油价格上调，其中交通工具用燃料同比上行 0.6%。

从环比来看，根据我们的模型测算：根据我们的模型测算：12 月食品中猪肉、蛋类对 CPI 环比呈负向影响。具体来说：猪肉、蛋类价格下降 5.6 和 4.7 个百分点，根据模型测算拉动 12 月 CPI 环比下降 0.17 和 0.04 个百分点（统计局公布数据为 0.27 和 0.03 个百分点），鲜菜价格上涨 10.6%，鲜果价格上涨 0.6%，根据模型测算分别拉动 12 月 CPI 环比上涨 0.27 和上涨 0.01 个百分点（统计局公布数据为上涨 0.25 和上涨 0.01 个百分点）。非食品项中：多数分项对 CPI 的环比正向影响，其中居住、生活用品及服务和教育文化和娱乐分别影响 CPI 环比上涨 0.01、0.02 和 0.01 个百分点（统计局公布数据为 0.01、0.01 和 0.0 个百分点），衣着、交通和通信和其他用品及服务为负向影响，分别影响 CPI 环比下降 0.02、0.04 和 0.01 个百分点（统计局公布数据为-0.1、0.2 和-0.1 个百分点），根据统计局数据，交通和通信环比转涨 0.2%，油价上涨导致交通工具用燃料环比有明显提高，对非食品项产生拉动。

环比角度，11 月猪肉分项权重升至 4.82%，畜肉类分项升至 7.37%，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，与我们上个月判读一致，但由于 12 月猪价环比由增转降，因此权重的增加带来对环比整

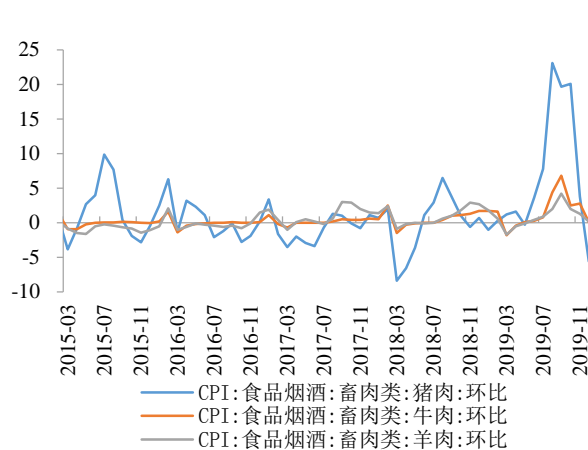
体的负向影响。根据模型预计 2020 年 1 月猪肉环比权重将有所回落，但目前 1 月公布猪价显示猪价有所回升，因此对 1 月环比而言，猪价的贡献预计为正。

图 1：食品项与非食品项同比比较（单位：%）



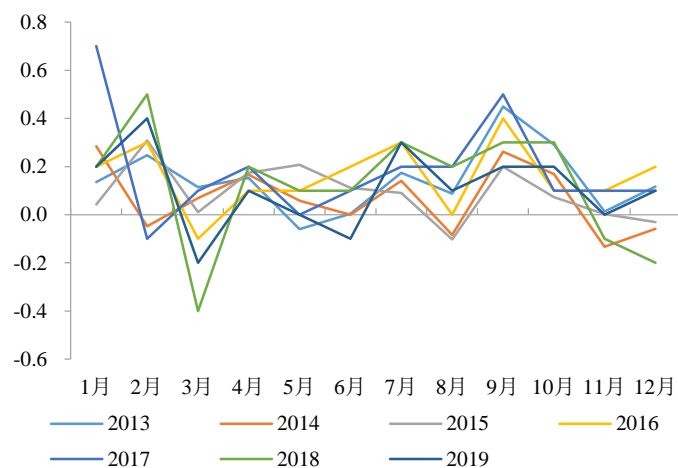
数据来源：Wind, 东吴证券研究所

图 2：肉类价格环比变动（单位：%）



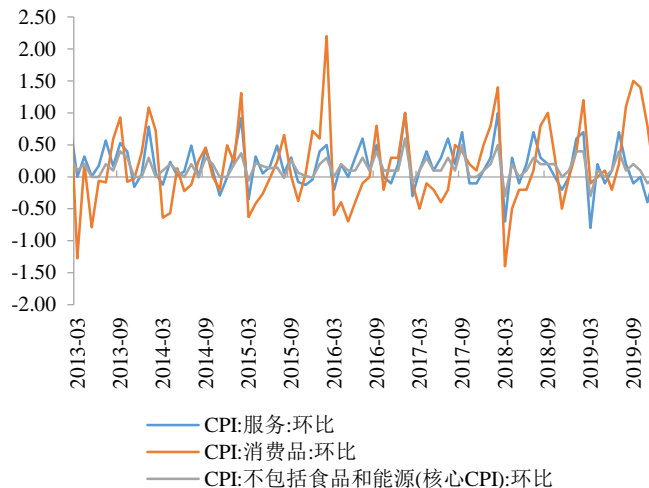
数据来源：Wind, 东吴证券研究所

图 3：非食品价格各月环比涨幅年度对比（单位：%）



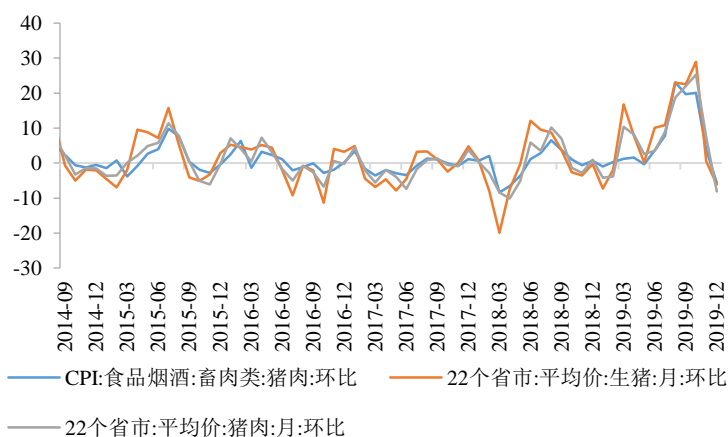
数据来源：Wind, 东吴证券研究所

图 4：核心 CPI、消费品、服务环比变动（单位：%）



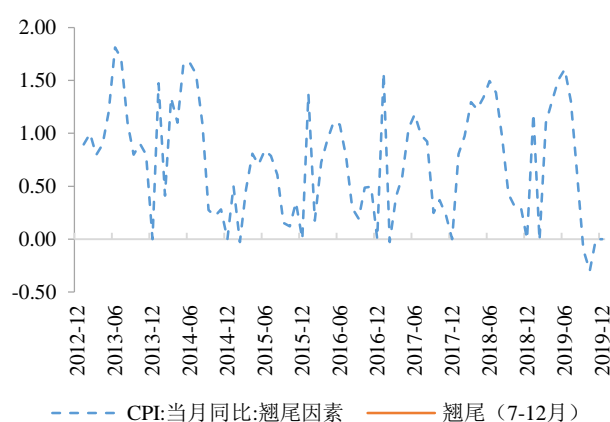
数据来源：Wind, 东吴证券研究所

图 5：猪肉价格变动与 CPI 分项关系（单位：%）



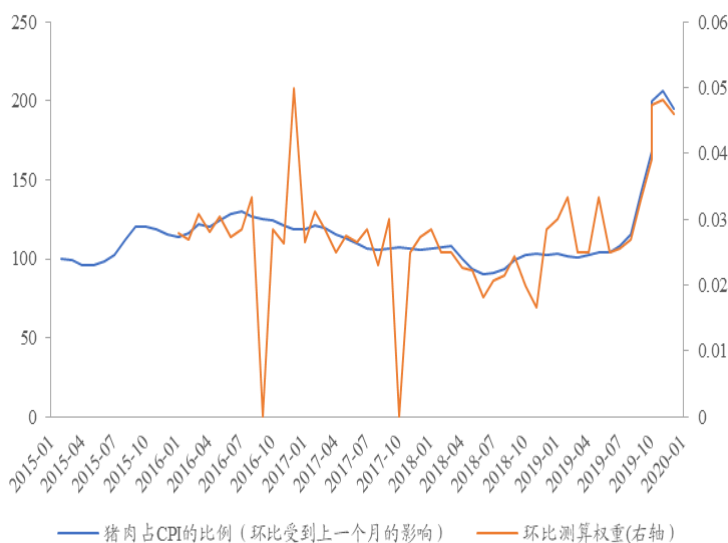
数据来源：Wind, 东吴证券研究所

图 6：翘尾因素变动趋势（单位：%）



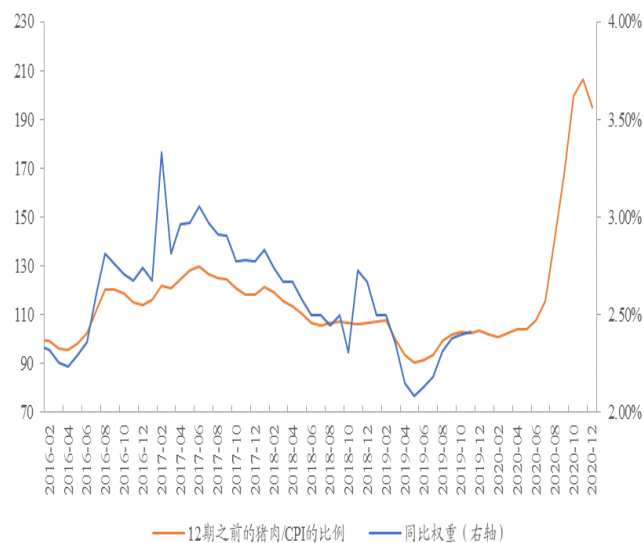
数据来源：Wind, 东吴证券研究所

图 7：2020 年 1 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

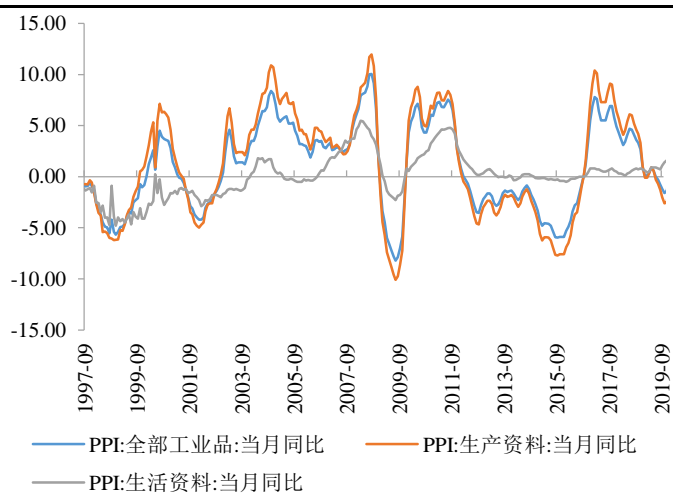
2. PPI 同比持续回升，油价回升助力高企

12月PPI同比收于-0.5%（我们预测-0.4%），较11月上行0.9个百分点。12月PPI环比收于0.0%，较11月持平，收窄0.1个百分点。

从同比上看：PPI下降0.5%，降幅比上月的收窄0.9个百分点。其中，生产资料价格下降1.2%，降幅比上月收窄1.3个百分点；生活资料价格上涨1.3%，涨幅比上月缩小0.3个百分点。部分主要行业同比增幅有所扩大，增幅比较大的有石油和天然气开采业、黑色金属矿采选业、医药制造业、通用设备制造业，分别为5.8%、8.8%、0.9%和0.4%，其中石油和天然气开采业增幅最大，涨幅扩大了17个百分点。

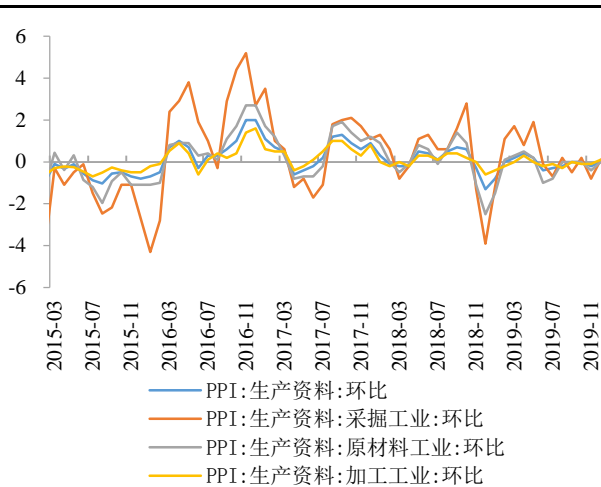
从环比上看：12月PPI环比收于0.0%，较11月持平，收窄0.1个百分点。从环比的行业分项观察，石油和天然气开采业和燃气生产和供应业涨幅进一步扩大，分别上涨3.8%和2.2%，主要国际和国内油价上涨所致；生产资料持平而生活资料下降，农副产品加工由涨转降，由于去年基数较低，1月PPI同比或继续上升。

图9：PPI、PPI生产资料、生活资料同比（单位：%）



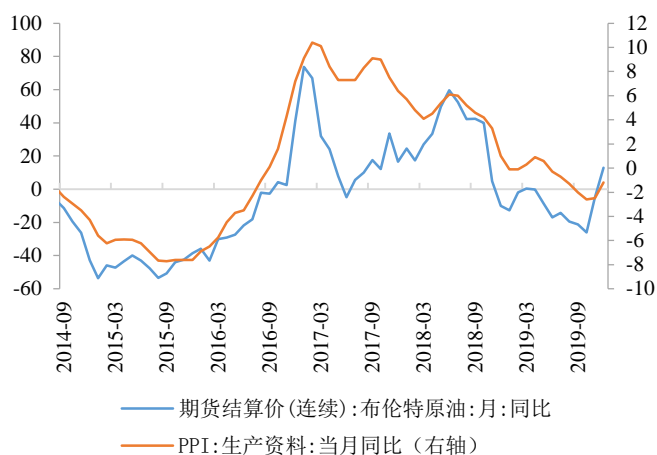
数据来源：Wind, 东吴证券研究所

图10：PPI生产资料分项环比（单位：%）



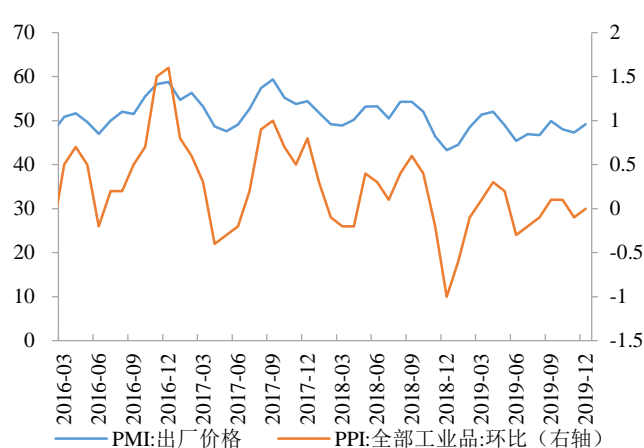
数据来源：Wind, 东吴证券研究所

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. 肉价拖累通胀平稳, 油价助力 PPI 回升

整体而言, 12 月物价指数变化符合预期, CPI 的涨幅略低于预判, PPI 的降幅与预判一致。

CPI 方面: 通胀转为平稳, 虽然 12 月猪肉价格下降拖累食品项是通胀平稳的主要因素, 但春节临近, 同时由于天气转冷因素鲜菜和鲜果价格上升, 食品和服务在短期都有上行压力, 但猪肉产能趋于稳定, 春节期间猪肉供需有望总体平稳, 通胀在 1 月达到高点后, 短期内可能会趋于平稳。同时需要关注的是美伊冲突带动石油价格上调, 石油价格或成为猪肉降温后 CPI 带动的主要因素。

PPI 方面: 目前布伦特原油期货价格收于 65.44 美元/桶, 高于 12 月均值, 对 PPI

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_7774

