

分析师: 王哲

执业证书编号: S0730516120001

wangzhe@ccnew.com 021-50586798

研究支持: 白江涛

baijt@ccnew.com 021-50586982

CPI 暂停继续冲高, 货币空间打 开

——宏观点评

证券研究报告-宏观点评

发布日期: 2020 年 01 月 14 日

相关研究

- 1 《宏观报告: 央行降准旨在支持实体经济-央行降准点评》 2020-01-01
- 2 《宏观报告: 今年成果“来之不易”, 明年“决胜”充满信心-中央经济工作会议解读》 2019-12-13
- 3 《宏观报告: 12 月政治局会议提前部署明年经济任务-宏观专题》 2019-12-07
- 4 《宏观报告: 12 月政治局会议提前部署明年经济任务-宏观专题》 2019-12-07
- 5 《宏观报告: 下行周期嵌套叠加明斯基效应, 决胜之年期待逆周期政策拨云见日-宏观定期》 2019-12-02

联系人: 李琳琳

电话: 021-50586983

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道 1600 号 18 楼

邮编: 200122

物价数据:

根据国家统计局 1 月 9 日发布 12 月份全国居民消费价格指数(CPI)和工业生产者出厂价格指数(PPI)数据显示, 1 月 CPI 同比升 4.5%, 持平上月, 维持 2012 年以来新高, 预期 4.7%, 前值 4.5%。中国 12 月 PPI 同比-0.3%, 修复 0.9 个百分点, 预期-0.5%, 前值-1.4%。

点评要点:

- 12 月 CPI 持平上月, 主因有二: 一是油价上涨推高交通运输成本对非食品项传导; 二是猪价受宏观调控作用同比回调, 食品项增速放缓。春节将近, 预计 1 月 CPI 同比增速进一步攀高至 4.7%。
- 从 CPI 的食品分项看, 12 月受部分地区冬季极端气候影响, 叠加油价上涨鲜果蔬菜运输成本加成走高, 但是由于猪肉价格受政府冷藏供给对冲, 同比回落抑制食品项上涨, 食品项对 CPI 贡献从 5.38%降至 4.91%; 从非食品项看, 价格同比 1.3%, 较上月回升 0.3%。因冬季节节性因素影响以及国际环境影响, 油气产品价格上涨, 水电燃料和交通燃料同比降幅收窄。
- PPI 指标上看, 12 月 PPI 同比下降 0.5%, 较前值修复 0.9 个百分点。分项上看: 受中东局势影响以及上游建材, 例如水泥、钢材还有煤炭价格的上涨影响, 12 月生产资料价格修复 1.3 个百分点; 生活资料价格增速回落为 1.3%, 放缓 0.3 个百分点。进入 12 月, 此前在双 11 和双旦提振下消费改善, 但对 12 月订单有替代效果, 内需仍弱对生活资料价格产生拖累, 预期 1 月在翘尾因素转正的带动下, PPI 延续向上修复。
- 从 12 月物价指数的结构上看, CPI 与 PPI 剪刀差收窄, 预计春节因素作用下对猪肉的需求进一步提升, CPI 或者 1 月达到年内高位; PPI 方面, 翘尾因素走高叠加逆周期调节政策发力带动生产资料需求回暖, 1 月份 PPI 有望转正。12 月通胀暂停进一步冲高, 一季度后物价上行动能或回落, 预示货币政策空间打开, 降息降准或在二季度迎来窗口期。

风险提示: 贸易战升级; 能源价格快速上涨; 滞胀预期扩大

内容目录

1. 食品项受猪肉拖累，CPI 暂停冲高.....	3
2. 国际油价推高交通成本	3
3. 油价叠加翘尾因素，PPI 延续修复.....	4
4. 预计：CPI 继续冲顶，PPI 开始转正.....	5
5. 对策建议:	5

图表目录

图 1: 12 月 CPI 食品分项主要价格同比增速.....	3
图 2: 12 月非食品项升，食品项降，核心 CPI 低平	3
图 3: 交通成本上涨	4
图 4: 非食品项同比涨幅对比	4
图 5: 12 月上游价格尤其是油价支撑生资价格反弹	4
图 6: 1 月翘尾正向贡献，PPI 大概率转正.....	4
图 7: 12 月生活资料价格分项同比下行.....	4
图 8: 生产资料分项均有上涨	4

未找到图形项目表。

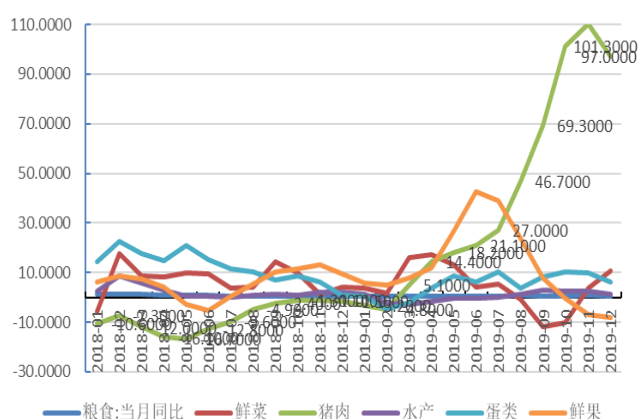
根据国家统计局 1 月 9 日发布 12 月份全国居民消费价格指数(CPI)和工业生产者出厂价格指数(PPI)数据显示,中国 12 月 CPI 同比持平于 4.5%,同比涨幅与 11 月持平。中国 12 月 PPI 同比大幅回升至-0.5%。

12 月 CPI 持平上月,主因有二:一是油价上涨推高交通运输成本对非食品项传导;二是猪价受宏观调控作用同比回调,食品项增速放缓。春节将近,预计 1 月 CPI 同比增速进一步攀高至 4.7%。

1. 食品项受猪肉拖累, CPI 暂停冲高

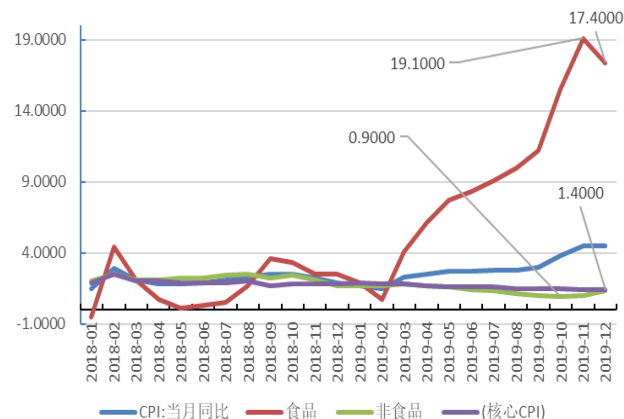
12 月 CPI 同比持平于 4.5%,同比涨幅与 11 月持平。食品项涨幅收窄,其中首要因素是猪肉价格回落。由于近期猪肉出栏增加、中央冻肉储备投放以及进口猪肉规模增大等因素,影响,12 月猪肉同比涨幅下降至 97%(前值 101.3%)。同时因季节性因素,使鲜菜的生产、采摘和运输成本增加,以及节前鲜菜需求增多,是鲜菜价格上涨,鲜菜 12 月同比涨幅由上月的 3.9%上升至 10.8%,对 CPI 起到了支撑作用。

图 1: 12 月 CPI 食品分项主要价格同比增速



资料来源: 中原证券, wind

图 2: 12 月非食品项升, 食品项降, 核心 CPI 低平



资料来源: 中原证券, wind

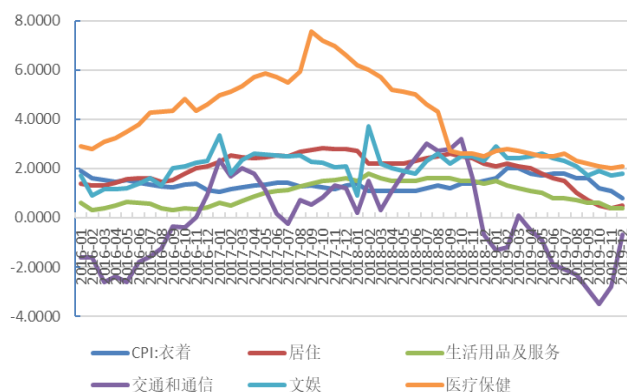
12 月食品项增速受部分冬季极端气候影响,叠加油价上涨鲜果蔬菜运输成本加成走高,但是由于猪肉价格受政府冷藏供给对冲,同比回落抑制食品项上涨,在共同作用下,最终,食品项对 CPI 贡献从 5.38%降至 4.91%。

2. 国际油价推高交通成本

从非食品项看,该分项价格同比 1.3%,较上月回升 0.3%。从分项上看,水、电、燃料和交通燃料同比降幅收窄,再叠加上游价格传导和食品项价格的波及,非食品项价格走高。分项中,文娱和医疗保健同比增速分别为 1.8%和 2.1%,增速较为显著。交通与通信同比增速修复,主要源于能源燃料价格增速从上月的-10.6%修复至 0.6%。

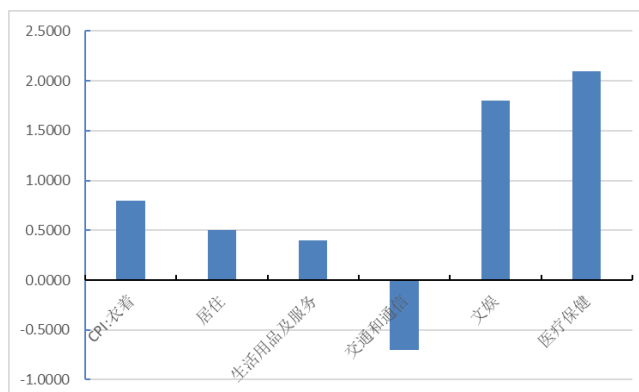
总体看食品与非食品项的 CPI 两大分项相互对冲,使得 CPI 增速持平上月,稳定了物价上涨的预期。

图 3: 交通成本上涨



资料来源: 中原证券, wind

图 4: 非食品项同比涨幅对比

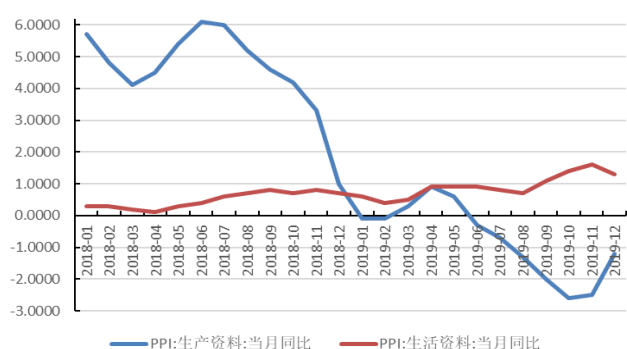


资料来源: 中原证券, wind

3. 油价叠加翘尾因素, PPI 延续修复

12 月 PPI 同比下降 0.5%, 较前值修复 0.9 个百分点。其中, 生产资料价格增长-1.2%, 修复 1.3 个百分点, 主因为地缘事件冲击叠加美元指数下行, 大宗商品尤其是原油价格修复, 12 月翘尾拖累因素归 0, PPI 延续底部向上趋势; 生活资料价格增速回落为 1.3%, 放缓 0.3 个百分点。进入 12 月, 此前在双 11 和双旦提振下消费改善, 但对 12 月订单有替代效果, 内需仍弱对生活资料价格产生拖累, 预期 1 月在翘尾因素转正的带动下, PPI 延续向上修复。

图 5: 12 月上游价格尤其是油价支撑生资价格反弹



资料来源: 中原证券, wind

图 7: 12 月生活资料价格分项同比下行

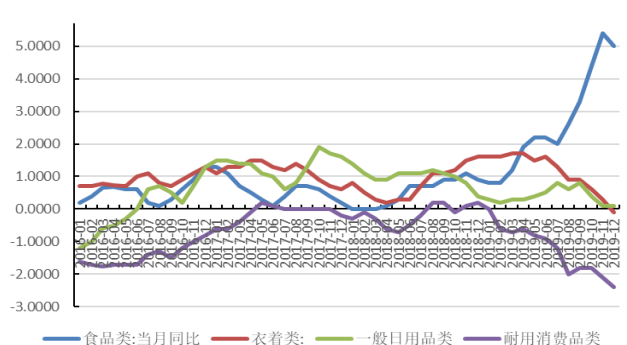
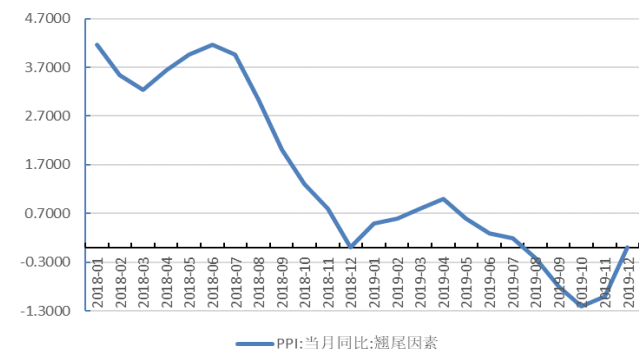
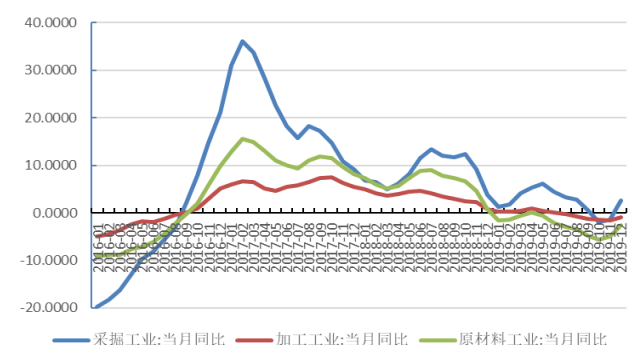


图 6: 1 月翘尾正向贡献, PPI 大概率转正



资料来源: 中原证券, wind

图 8: 生产资料分项均有上涨



国内方面：结合 PMI 库存与价格分项，12 月 PMI 上下游库存指数分化，11 月至今上游价格持续修复，但是库存表现去呈现差异，一方面，11 月的供给补库基本完成，12 月高频数据分化也反映出，季节性补库不代表库存周期开启，因为需求仍为弱势；另一方面，12 月的圣诞节对 11 的订单有较强提振作用，但假日经济不具持续性，同时会对之后月份产生替代。

再从价格上看，大宗商品价格修复，自上而下对生产上下游价格带来提振，对的上升也并不是因为供需关系，而是价格传导，订单指数回落也印证了市场对需求持续改善的疑虑，这也能解释 12 月价格指数上行，但整体看去库周期仍在延续，补库阶段并未开启。

物价数据映证了冬季上游补库，同时需求仍弱，核心 CPI 低平，PPI 修复不及市场预期，只有等到 1 月翘尾因素贡献才能摆脱负增速，CPI 若是剔除猪肉贡献，也将明显下行，正是出于对结构性通胀的时间把握，央行货币政策并不受 CPI4.5%的掣肘，量价配置降低融资成本。

国际方面：中美贸易第一阶段达成协议，1 月 13 日-15 日期间刘鹤副总理赴美洽谈，13 日美国财政部将人民币从汇率操纵国名单中剔除，随即人民币兑美元汇率中间价上 88BP，报 6.9236。对美进口农产品附加关税取消，豆粕价格面临进一步回落，猪粮比改善加快刺激生猪产能修复，预计未来将最终影响 CPI 食品项高位回落，有助于猪周期提前触顶；在 PPI 方面，美伊冲突提升了油价，坠机事件发酵，美国加快联合欧盟对伊朗增加经济制裁，削弱伊朗 80% 的原油销量，这也将进一步提升油价，对全球 PPI 产生输入性提价效果。此外，步入深冬季节，能源需求增强，尤其是北方环保压力增加对天然气供暖需求，南方则是电力供暖，都对燃气等能源价格起到提振，并最终影响到生产用能的价格。

4. 预计：CPI 继续冲顶，PPI 开始转正

从 12 月物价指数的结构上看，CPI 与 PPI 剪刀差收窄，季节因素对 CPI 进一步上行动能仍强，猪肉价格或进一步拉升；PPI 受到高油价提振，1 月采暖季也将提升能源需求，但由于工业企业利润收窄，工业生产偏弱，对 PPI 的拖累也将延续，预计 1 月 PPI 转正，CPI 继续冲

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_7782

