

债券研究报告

东北固收 12 月物价数据点评：猪肉回落高通胀结束？CPI 1 月或将破 5

报告摘要：

事件：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%，持平 11 月。（2）12 月 PPI 同比-0.5%。前值-1.4%，降幅持续收窄。

整体而言，12 月 CPI 持续 11 月高位态势，保持在 4.5%。虽然猪肉环比转跌 5.6%，同比降至 97%，但仍是 CPI 持续保持高位的主要原因。本月内猪肉价回落主要是由于中央和地方储备猪肉的投放，但春节将至，对猪肉需求将大幅增加，预计 1 月猪肉价格上涨趋势不变。此外，由于天气持续寒冷，全国大范围降雪，鲜菜鲜果对 CPI 贡献有所回升。由于春节临近天气寒冷等因素，预计 1 月 CPI 有破 5 风险。PPI 同比跌幅持续收窄，连续 6 个月处于负值区间，主要原因有基数较低翘尾因素以及国际油价总体上行等。此次生产资料环比普遍上行，生活资料除一般日用品类则普遍下行，受两方面因素共同影响 PPI 同比收负环比收于 0。

展望后期：CPI 方面，CPI 延续上月高位态势 4.5%，略低于预期，主要是由于猪肉价格的超预期回落。本轮通胀主要是由于肉类价格的普遍上涨以及鲜菜涨幅的回升。本月 CPI 虽未再次突破最高水平，但并不意味价格水平上涨的终结。对 20 年 1 月来说，由于春节因素将导致各种肉类需求激增，与之对应的是供给持续不足，势必导致价格上涨，促使 CPI 上升至近年最高水平，预计 20 年 1 月 CPI 将破 5。自此之后，CPI 或将在 5%-4% 的区间高位运行两个季度。

PPI 方面：18 年 12 月 PPI 为全年最低水平，意味 19 年 12 月同比基数较低，有利于提高 PPI 增速，加上最近国际油价波动上升，生产回暖，逆周期政策调节发力，预计 1 月份 PPI 同环比可能同时转正。

债市影响：1. CPI 持续高位和 PPI 降幅收窄，CPI 高位维持市场已有预期，从债市走势看，债市对于通胀的影响逐步弱化。2. 临近春节，虽然由于储备猪肉及中美贸易缓和因素预计降低供给端压力，但仍难满足巨大需求，猪肉价格仍面临上涨压力，但更主要是 1 月非食品项可能也会因为春节环比增速回升，这导致通胀压力持续上升。3. 近期市场消息庞杂，利多面有美伊局势动荡，原油价格上行导致避险资产受到青睐，中美贸易摩擦持续常态等。利空面有经济筑底进一步确认，生产恢复，中美阶段性协议签订。多种因素共同作用下债市动荡在所难免。4. 如何理解央行年初的降准及一系列的降息预期，需要考虑的一点是，18 年是稳经济而货币政策主要发力的一年，19 年是财政政策发力的一年（减税降费 23000 亿），20 年在经济工作会议中，更加强调货币与财政政策的配合。这或许意味着货币政策较 19 年更为宽松。

风险提示：通胀从猪肉向其他品种蔓延

相关报告

《东北证券 11 月物价指数点评及债市分析：猪肉短暂回落如何解读？PPI 年底同环比转正》

2019-12-10

《东北证券 10 月物价指数点评及债市分析：分化的物价指数如何解读？》

2019-11-10

《东北证券 9 月物价指数点评及债市分析：CPI 破三仅是开始，PPI 将触底回升年底望转正》

2019-10-10

《东北证券 8 月物价指数点评及债市分析：猪肉通胀方兴未艾，广义价格的回升是债市未来的风险》

2019-9-10

《东北证券 7 月物价指数点评及债市分析：CPI 高位攀升已至顶点，PPI 同比转负仍有下行压力》

2019-8-10

《东北证券 6 月物价指数点评及债市分析：CPI 高位维持不变，PPI 同比收零仍有下行空间》

2019-7-10

证券分析师：刘辰涵

执业证书编号：S0550517100001

010-58034582 liuchenh@nesc.cn

目 录

1. 猪肉降蔬菜升相抵，CPI 高位维持.....	3
1.1. 同比角度.....	3
1.2. 环比角度.....	4
2. PPI 同比仍未转正，生产资料普遍上行.....	5
2.1. 同比角度.....	5
2.2. 环比角度.....	5
3. 物价展望：CPI 高位维持 1 月或破 5， PPI 或同环转正.....	6
4. 债市影响.....	7

事件:

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%,持平11月。(2)12月PPI同比-0.5%。前值-1.4%,降幅持续收窄。

对此,我们点评如下:

1. 猪肉降蔬菜升相抵, CPI 高位维持

统计局公布的CPI数据显示:12月CPI同比增长4.5%,高位维持,与上月持平。12月CPI环比收于0.00%,较上月回落0.4个百分点。

从同比角度看:12月CPI同比收于4.5%,与上月持平,其中食品同比收于17.4%,较上月下行1.7个百分点,非食品同比收于1.3%,较上月上行0.3个百分点。本次CPI延续高位4.5%,依然是结构性高企, **食品项同比虽有所回落,但仍是保持CPI保持高位的主要原因**,食品项整体同比为66.4%,其中猪肉项同比97%,价格有所回落,禽肉类与上月持平。鲜菜项收于10.8%,与上月相比大幅上行6.9%,为支撑食品项高位的主要原因。本月核心CPI(不包括食品和能源)收于1.4%,与上月持平。

环比角度上:12月CPI环比收于0.00%,较上月回落0.4个百分点。主要是由于食品项环比收于-0.4%,较上月下行2.2个百分点,食品项环比下行的主要原因是食品项中畜肉类价格的下行,其中猪肉环比收于-5.6%,较上月下行9.4个百分点。牛羊肉价格小幅环比增长但是增幅较上月分别下行2.7%与1.1%。除此之外,鲜菜的价格涨幅较为明显,环比增长10.6%,较上月环比上行9.2个百分点,是食品项高位支撑的重要原因。

1.1. 同比角度

同比来看,12月CPI延续11月高位水平4.5%,主要原因依然是畜肉类价格的高位同比,其中猪肉拉动CPI 2.34个百分点,畜肉类总计拉动CPI 2.94个百分点。此外值得注意的是,本月猪肉价格由涨转跌,鲜菜大幅上行6.9%,仍难抵猪肉下行,食品项同比总体下行。

食品项各分项中:猪肉当月同比收于97%,较上月下行13.2个百分点,同比增幅大幅下降;牛肉当月同比收于20.4%,较上月下行1.8个百分点;羊肉当月同比收于11.5%,较上月下行2.8个百分点。畜肉类整体当月同比收于66.4%,较上月大幅下行8.1个百分点,对CPI同比拉动2.94个百分点。本月猪肉价格虽有所回落,但仍处于本年度较高水平,对此我们认为,主要是由于中央和地方储备猪肉投入市场,供给短期有所提升,同时由于近期猪肉价格大幅上行压抑需求,供给增加需求减少共同促使价格回落。但是,长期来看,猪肉价格仍面临较大上涨压力。尤其是临近春节,由于习俗等因素,其他肉类对猪肉的替代效应有所减弱,全国范围内对猪肉的需求都将大幅增加,导致猪肉价格再次面临上行趋势压力。

除此之外,鲜菜价格的大幅上行也需要关注,本月鲜菜同比收于10.8%,较上月上行6.9个百分点,主要是由于天气转寒蔬菜供应开始减少。多个分项共同作用下,12月CPI食品同比收于17.4%,较上月下行1.7个百分点。

非食品项中,交通和通信当月同比收于-0.7%,较上月上行2.1个百分点,同比跌幅缩小,其主要原因是交通工具用燃料分项的同比收于0.6%,较上月上行11.2个百分点,其主要原因是12月以来原油价格上行,油价同比跌幅收窄。

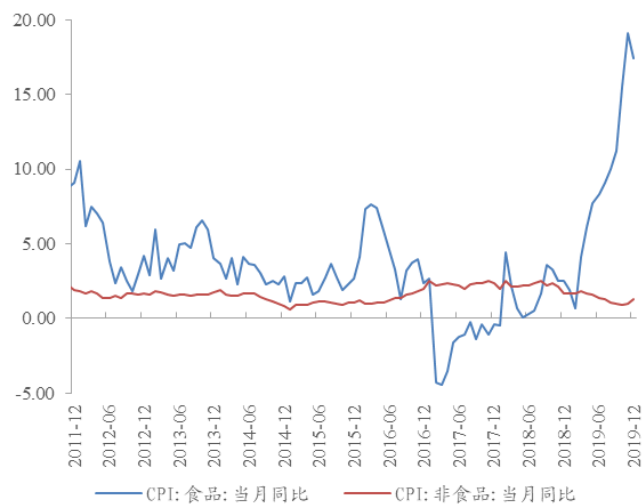
1.2. 环比角度

环比来看，12月CPI环比收于0.00，较上月环比下行0.4个百分点，从大分类上来看，食品项环比收于-0.4%，较上月下行2.2个百分点，非食品项环比收于0.1%，较上月上行0.1个百分点。本次CPI环比增速回落主要是由于猪肉价格的止涨回落。

在食品项各分项中，猪肉环比下跌5.6%，较前值下行9.4个百分点，猪肉价格由涨转降，主要是由于暂时性的猪肉供应增加，受此影响，牛肉环比收于0.1%，较前值下降2.7个百分点；羊肉环比收于0.2%，较前值下行1.1个百分点；禽肉环比无增长，与上月持平。本月食品较上月下行1.7个百分点，肉类价格普遍回落，通胀压力有一定缓解。但是1月份面临春节，肉类需求将会由于春节因素激增，预计肉类价格涨幅的普遍放缓将会有所改变，尤其是猪肉经过一段时间的集中出栏、冻肉投放等现象后，供应预计将会有所压力，加之惜售情况导致下行的供给与激增的需求双重刺激下，肉类价格的增长将会再现。除此之外，鲜菜的环比增长收于10.6%，较上月大幅上行9.2个百分点，涨幅扩大，一定程度抵消了猪肉价格下行对通胀的缓解；鲜果环比收于0.6%，较上月上行3.6个百分点，预计春节愈发临近且天气继续寒冷，鲜果鲜菜价格将会继续回升。多因素作用下，12月CPI食品项环比收于-0.4%，有所回落。

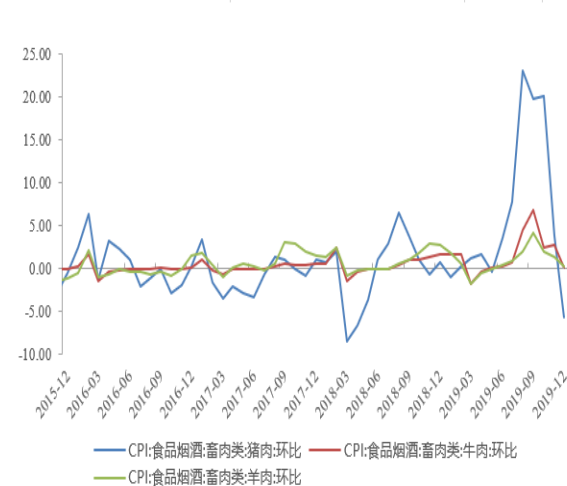
在非食品各分项中，旅游环比增速收于0.3%，较上月上行4.2个百分点，涨幅由降转升，主要是由于年末节假日来临，与我们预测一致。除此之外，交通工具燃料环比收于1.4%，较上月上行1.1个百分点，主要是由于原油价格的上行。

图 1：食品项与非食品项同比比较（单位：%）



数据来源：东北证券，Wind

图 2：猪肉环比上行（单位：%）



数据来源：东北证券，Wind

图 3：非食品价格各月环比涨幅年度对比（单位：%）



数据来源：东北证券，Wind

图 4：核心 CPI、消费品、服务环比变动（单位：%）



数据来源：东北证券，Wind

2. PPI 同比仍未转正，生产资料普遍上行

12 月 PPI 同比-0.5%，较前值（-1.4%）上行 0.9 个百分点。12 月 PPI 环比收于 0.00，较前值上行 0.1 个百分点。

2.1. 同比角度

从同比上看：PPI 同比收于-0.5%，较前值回升 0.9 个百分点，跌幅延续上月继续收窄，但是仍然位于负值区间。其中生产资料同比收于-1.2%，较上月上行 1.3 个百分点，生产资料各分项普遍上行；生活资料同比收于 1.3%，较前值下行 0.3 个百分点。生活资料中食品类同比收于 5%，较上月下行 0.4 个百分点；衣着类同比收于-0.1%，较上月下行 0.4 个百分点；一般日用品类收于 0.1%，与上月持平；耐用消费品类收于-2.4%，较上月下行 0.3 个百分点。生活资料各分项总体呈下行趋势，共同拉动生活资料当月同比下行 0.3 个百分点。二者因素叠加，本月 PPI 同比跌幅收窄。

各分项中生产资料的同比跌幅收窄主要是因为三个分项同比均较上月有所上行，其中采掘工业上行 4 个百分点，原材料工业上行 2.4 个百分点，加工工业上行 0.7 个百分点。其中采掘工业的同比由正转负，主要是由于石油天然气较去年同期价格的回暖。加工工业一改近期下行趋势，较前值上行 0.7 个百分点，收于-0.9%。主要行业中石油和天然气开采行业同比涨幅最大，较上月上行 17 个百分点。煤炭开采和洗选业当月同比收于-3.6%，较前值下行 0.8 个百分点，主要是由于煤炭价格的下行，本月煤炭价格环比下行-0.29%，同比下行 7.46%。

生活资料当月同比下降主要是各分项的综合影响，本月食品类同比收于 5%，较前值下行 0.4 个百分点；衣着类同比收于-0.1%，较 11 月下行 0.4 各百分点；耐用消费品类同比收于-2.4%，较前值下行 0.3 个百分点。

2.2. 环比角度

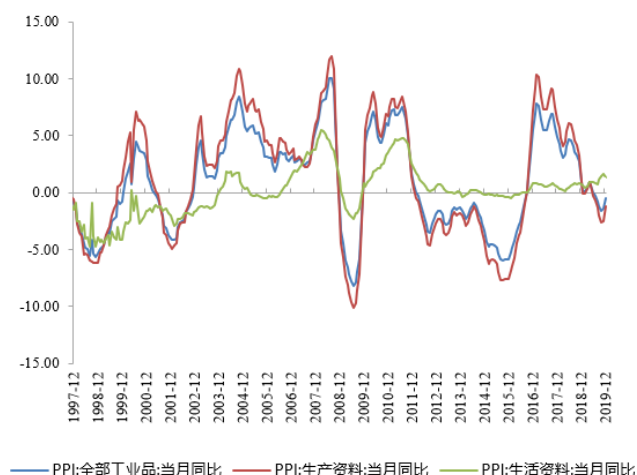
从环比上看：PPI 环比收于 0，较前值上行 0.1 个百分点。此次 PPI 环比由负转 0 主要是受生产资料环比上行的影响，即煤炭石油等生产资料的价格上行导致。与此同时生活资料环比收于-0.2%，较前值下行 0.5 个百分点。

生产资料各分项全线上行，其中采掘工业环比 0.1，较前值上行 0.9 个百分点；原材料工业环比收于 0，较前值上行 0.4 个百分点；加工工业环比收于 0.1，较前

值上行 0.2 个百分点。其中原材料工业环比上行主要是由于石油和天然气价格上行所致。

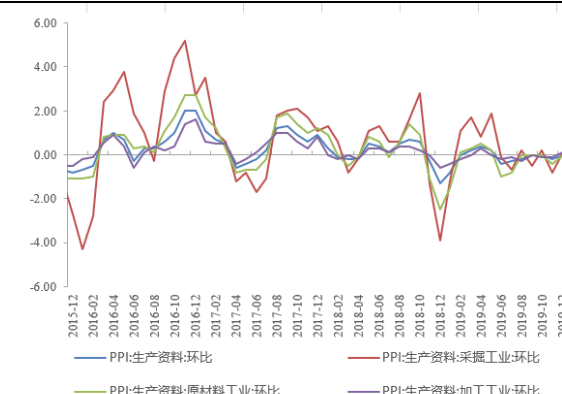
生活资料各项普遍下行，其中食品类环比收于-0.3%，较上月下行 1.4 个百分点，主要是由于猪肉价格回落，是生活资料环比下行的主要因素。一般消费品环比收于-0.1%，较前值上行 0.2 个百分点；耐用消费品的环比收于-0.3%，较前值下行 0.1 个百分点。

图 5: PPI、PPI 生产资料、生活资料同比



数据来源：东北证券，Wind

图 6: PPI 生产资料分项环比



数据来源：东北证券，Wind

3. 物价展望：CPI 高位维持 1 月或破 5， PPI 或同环转正

整体而言，12 月 CPI 持续 11 月高位态势，保持在 4.5%。虽然猪肉环比转跌 5.6%，同比降至 97%，但仍是 CPI 持续保持高位的主要原因。本月内猪肉价回落主要是由于中央和地方储备猪肉的投放，但春节将至，对猪肉需求将大幅增加，预计 1 月猪肉价格上涨趋势不变。此外，由于天气持续寒冷，全国大范围降雪，鲜菜鲜果对 CPI 贡献有所回升。由于春节临近天气寒冷等因素，预计 1 月 CPI 有破 5 风险。PPI 同比跌幅持续收窄，连续 6 个月处于负值区间，主要原因有基数较低翘尾因素以及国际油价总体上行等。此次生产资料环比普遍上行，生活资料除一般日用品类则普遍下行，受两方面因素共同影响，PPI 同比收负环比收于 0。

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_7856

