

证券研究报告 / 宏观数据

## 油价影响不大，通胀依然看猪——12月物价数据点评

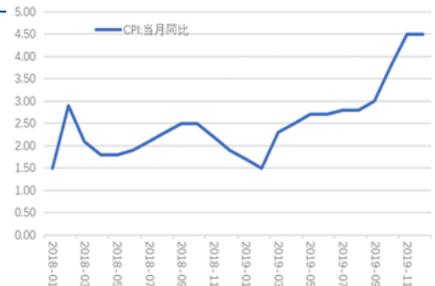
### 报告摘要：

2019年12月CPI同比上涨4.5%，低于市场预期4.7%，前值4.5%。去年下半年以来CPI走势基本由猪肉价格走势决定。12月份猪肉价格环比下降5.6%，减缓了CPI快速上升的趋势；但同比涨幅依然达到97.0%，影响CPI上涨约2.34个百分点。

12月份在国家投放冷冻猪肉及能繁母猪存栏和生猪存栏企稳回升的影响下，猪肉涨价预期得到有效控制，猪价持续回落。但由于存栏和出栏的滞后效应，我们预计猪肉供给的缺口还将在较长时间内存在，猪价今年仍然具备较强的上涨动力。高频数据来看，猪肉平均批发价在1月份以来又出现了快速上涨，预计1月份猪肉价格将会有较明显提升。美伊冲突的加剧也导致了近期油价大幅波动，但我们认为油价对CPI影响不会很大。今年春节在1月份，与去年春节的错位将导致1月CPI同比有较大幅度的提升。加之1月猪价重新上涨，我们预计今年1月CPI同比将突破5%。

12月PPI同比下降0.5%，降幅较11月缩窄0.9个百分点。PPI继续回升的原因有二：一是2018年12月基数较低；二是近期国内经济环境边际改善，12月PMI指数逆季节性企稳，原材料购进价格指数和出厂指数双双走高，指向四季度经济并不悲观，对工业品价格有一定支撑。我们认为1月PPI有望继续回升。生产资料来看，1月份油价居于高位，CRB工业原料指数近期也持续上升；生活资料来看，1月份CPI将继续走高。二者共同作用将推动PPI继续上升。PPI的回暖有助于企业盈利的回升，进而为补库周期提供动力。

12月数据来看，CPI虽然同比仍居4.5%的高位，但猪价的扩散效应仍不明显。结构性通胀之下，猪价不会成为制约货币政策的主要因素。12月核心CPI同比只有1.4%，处于2016年2月以来最低位。我们结合中国核心CPI数据与CIER就业景气度指数，发现二者在大多数年份较为吻合。CIER指数可以看作失业率的反向指标，即是说“中国版”的菲利普斯曲线有存在的根据。目前中国核心通胀率较低，就业问题也较为严峻，货币政策应该保持相对宽松的整体态度，LPR将维持慢下行趋势。需要警惕的是非洲猪瘟二次爆发的可能性。冬春季节是动物疫病的高发季节，若非洲猪瘟再度蔓延，将引起猪价继续飙升，则二季度通胀会再出现一个高点，届时将对货币政策空间产生较大制约。



### 相关报告

《四季度经济可以相对乐观——12月PMI数据点评》(20191231)

《11月经济如期修复，四季度企稳概率进一步提升——11月经济数据点评》(20191217)

《食品价格上涨有所扩散——11月物价数据点评》(20191211)

### 证券分析师：沈新风

执业证书编号：S0550518040001  
18917252281 shenxf@nesc.cn

### 研究助理：尤春野

执业证书编号：S0550118060022  
13817489814 youcy@nesc.cn

### 联系人：曹哲亮

执业证书编号：S0550119010010  
18010018933 caozl@nesc.cn

## 目 录

1. 主要数据 .....	3
2. CPI 同比低于预期，1 月仍将继续上涨.....	3
3. PPI 继续回暖，企业盈利有望改善 .....	4
4. 核心通胀仍低，慢降息周期不改.....	6

图 1: CPI 同比低于预期 .....	3
图 2: 食品价格是拉动 CPI 的主要因素 .....	3
图 3: 能繁母猪及生猪存栏量企稳 .....	4
图 4: 猪价 1 月份以来再度快速上涨 .....	4
图 5: 美伊冲突导致油价大幅波动 .....	4
图 6: 国内成品油波动幅度远小于国际油价 .....	4
图 7: PPI 同比回升 .....	5
图 8: PPI 生产资料与生活资料 .....	5
图 9: PPI 生产资料分项 .....	5
图 10: CRB 工业原料指数一路走高 .....	5
图 11: PPI 与企业盈利基本同步 .....	6
图 12: “中国版”的菲利普斯曲线 .....	6

## 1. 主要数据

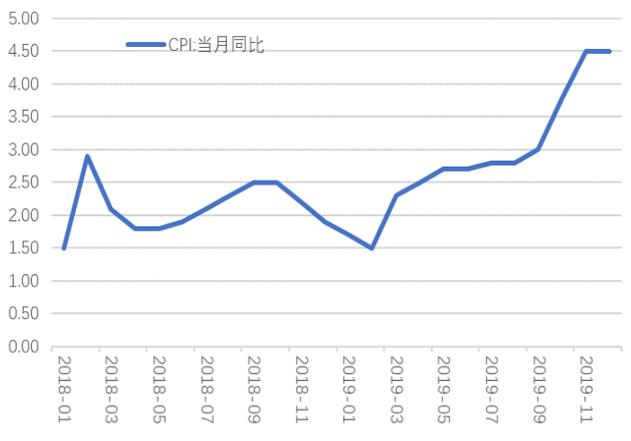
12月CPI同比上涨4.5%，预期涨4.7%，前值涨4.5%。

12月PPI同比下降0.5%，预期降0.3%，前值降1.4%。

## 2. CPI同比低于预期，1月仍将继续上涨

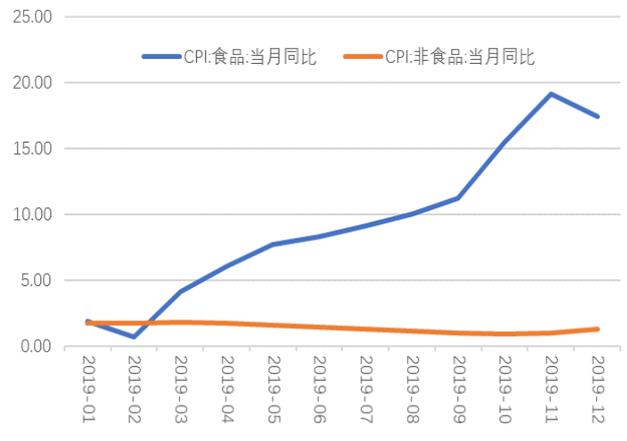
2019年12月CPI同比上涨4.5%，低于市场预期4.7%，前值4.5%。其中，食品价格上涨17.4%，非食品价格上涨1.3%。

图 1: CPI 同比低于预期



数据来源：东北证券，Wind

图 2: 食品价格是拉动 CPI 的主要因素

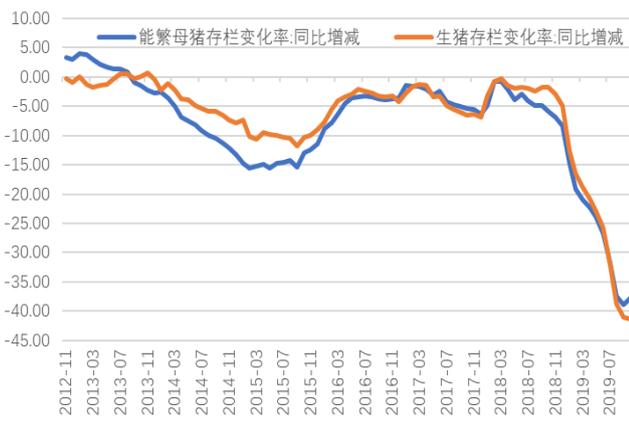


数据来源：东北证券，Wind

去年下半年以来 CPI 走势基本由猪肉价格走势决定。12 月份猪肉价格环比下降 5.6%，减缓了 CPI 快速上升的趋势；但同比涨幅依然达到 97.0%，影响 CPI 上涨约 2.34 个百分点。鲜菜价格上涨幅度亦较大，同比上涨 10.8%，影响 CPI 上涨约 0.26 个百分点。

12 月份在国家投放冷冻猪肉及能繁母猪存栏和生猪存栏企稳回升的影响下，猪肉涨价预期得到有效控制，猪价持续回落。但由于存栏和出栏的滞后效应，我们预计猪肉供给的缺口还将在较长时间内存在，猪价今年仍然具备较强的上涨动力。高频数据来看，猪肉平均批发价在 1 月份以来又出现了快速上涨，预计 1 月份猪肉价格将会有较明显提升。

图 3: 能繁母猪及生猪存栏量企稳



数据来源: 东北证券, Wind

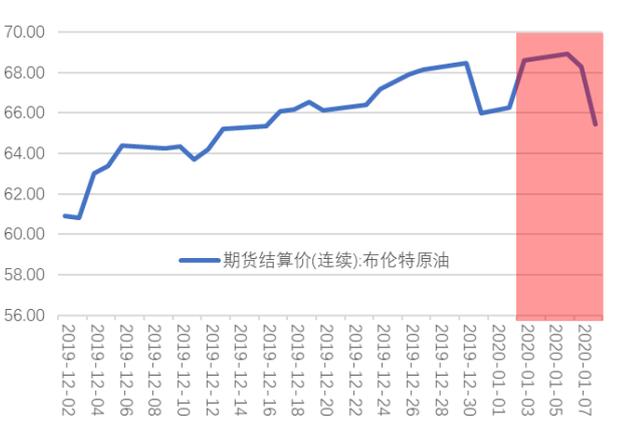
图 4: 猪价 1 月份以来再度快速上涨



数据来源: 东北证券, Wind

美伊冲突的加剧也导致了近期油价大幅波动,但我们认为油价对 CPI 影响不会很大。首先,油价对 CPI 影响主要通过交通工具用燃料一项传导。虽然从趋势上看,国内成品油和国际油价走势契合,但波动幅度远小于国际油价。通常国际油价波动 100%,国内成品油波动 30%,我们测算结果显示 CPI 对于油价相对钝化。其次,目前美伊双方冲突趋于平缓,我们认为双方爆发大规模战争的可能性较小。在伊朗对美国实施报复之后,特朗普发言确认美军无伤亡,并呼吁各方与伊朗达成新协议。美伊双方表态都很克制,后续油价继续大幅抬升的概率较低。所以我们认为油价近期波动虽大,但不会对 CPI 造成较强冲击。

图 5: 美伊冲突导致油价大幅波动



数据来源: 东北证券, Wind

图 6: 国内成品油波动幅度远小于国际油价



数据来源: 东北证券, Wind

今年春节在 1 月份,与去年春节的错位将导致 1 月 CPI 同比有较大幅度的提升。加之 1 月猪价重新上涨,我们预计今年 1 月 CPI 同比将突破 5%。

### 3. PPI 继续回暖,企业盈利有望改善

12 月 PPI 同比下降 0.5%,降幅较 11 月缩窄 0.9 个百分点。其中,生产资料价格同

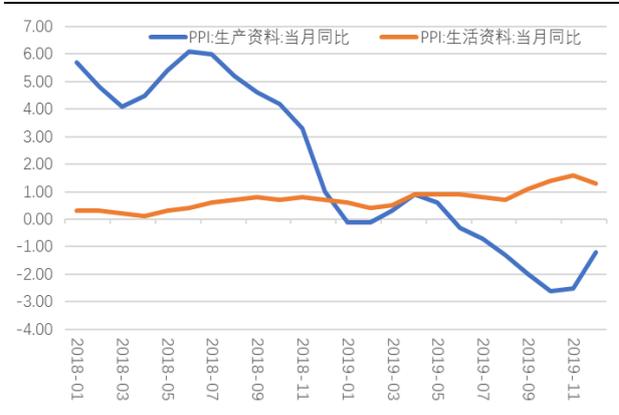
比下降 1.2%，降幅比上月收窄 1.3 个百分点；生活资料价格同比上涨 1.3%，涨幅比上月回落 0.3 个百分点。PPI 继续回升的原因有二：一是 2018 年 12 月基数较低；二是近期国内经济环境边际改善，12 月 PMI 指数逆季节性企稳，原材料购进价格指数和出厂指数双双走高，指向四季度经济并不悲观，对工业品价格有一定支撑。

图 7: PPI 同比回升



数据来源：东北证券，Wind

图 8: PPI 生产资料与生活资料

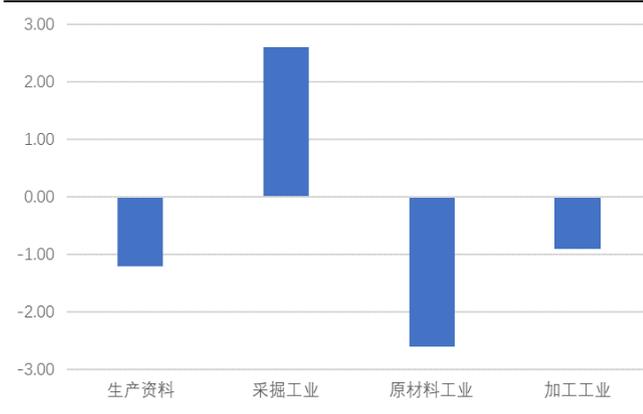


数据来源：东北证券，Wind

具体来看，采掘工业价格上涨 2.6%，原材料工业价格下降 2.6%，加工工业价格下降 0.9%。12 月国际油价一路走高，带动石油相关行业 PPI 走强，石油、煤炭及其他燃料加工业同比下降 1.8%，收窄 8.1 个百分点；石油和天然气开采业由降转涨，上涨 5.8%。黑色金属矿采选业、有色金属冶炼和压延加工业涨幅有所扩大。

我们认为 1 月 PPI 有望继续回升。生产资料来看，1 月份油价居于高位，CRB 工业原料指数近期也持续上升；生活资料来看，1 月份 CPI 将继续走高。二者共同作用将推动 PPI 继续上升。

图 9: PPI 生产资料分项



数据来源：东北证券，Wind

图 10: CRB 工业原料指数一路走高



数据来源：东北证券，Wind

PPI 的回暖有助于企业盈利的回升。历史经验来看，PPI 大多与企业盈利增速同步。近几个月 PPI 同比连续回升，且趋势有望延续，预计未来企业盈利增速也将有所回暖，进而为补库周期提供动力。

图 11: PPI 与企业盈利基本同步

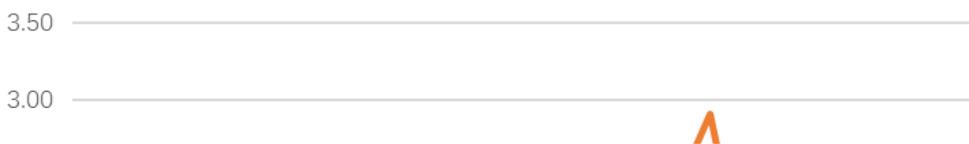


数据来源: 东北证券, Wind

#### 4. 核心通胀仍低, 慢降息周期不改

12月数据来看, CPI 虽然同比仍居 4.5% 的高位, 但猪价的扩散效应仍不明显。结构性通胀之下, 猪价不会成为制约货币政策的主要因素。12月核心 CPI 同比只有 1.4%, 处于 2016 年 2 月以来最低位。我们结合中国核心 CPI 数据与 CIER 就业景气度指数, 发现二者在大多数年份较为吻合。CIER 指数可以看作失业率的反向指标, 即是说“中国版”的菲利普斯曲线有存在的根据。目前中国核心通胀率较低, 就业问题也较为严峻, 货币政策应该保持相对宽松的整体态度, LPR 将维持慢下行趋势。

图 12: “中国版”的菲利普斯曲线



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\\_7864](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_7864)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn