

## 12月CPI同比上涨4.5%，不及预期

### 事件：

- 2019年12月份，全国居民消费价格同比上涨4.5%。12月份，食品烟酒类价格同比上涨12.9%，影响CPI（居民消费价格指数）上涨约3.82个百分点。食品中，畜肉类价格上涨66.4%，影响CPI上涨约2.94个百分点，其中猪肉价格上涨97.0%，影响CPI上涨约2.34个百分点；鲜菜价格上涨10.8%，影响CPI上涨约0.26个百分点；蛋类价格上涨6.2%，影响CPI上涨约0.04个百分点；水产品价格上涨1.3%，影响CPI上涨约0.02个百分点；粮食价格上涨0.6%，影响CPI上涨约0.01个百分点；鲜果价格下降8.0%，影响CPI下降约0.15个百分点。

### 点评：

#### 本轮通胀仍是结构性，难阻政策宽松取向

本轮通胀主要是结构性的通胀，CPI的上行主要由猪肉涨价引起，2019年9月份至今猪肉价格的上涨对于CPI涨幅的贡献度均在50%以上。核心CPI仍然处于较低水平，2018年2月至今延续下行趋势，2019年12月份的核心CPI为1.4%。2020年1月1日，人民银行决定于2020年1月6日下调金融机构存款准备金率0.5个百分点，释放资金约8000亿元。同时近期国家高层表示国家将进一步研究采取降准和定向降准、再贷款和再贴现等多种措施，推动小微企业融资难融资贵问题明显缓解，未来降准降息仍可期待，结构性的通胀难阻政策宽松取向。

#### 预测1月份CPI仍将处于高位，大概率超12月CPI

近几个月CPI同比的大幅上涨和猪肉价格的大幅上涨有密切关系。猪肉对于CPI的影响权重较大，根据国家统计局公布的数字可反推出，2019年猪肉的权重占CPI的2.4%左右。进入一月份，猪肉平均批发价格较12月份有所上涨，1月2日至1月8日的猪肉批发平均价格为45.17元/kg(农业部口径)，较2019年12月份均值环比增加3.9%。鉴于基数较小，2019年1月份猪肉价格均值小于2018年12月份均值，同时考虑到一月份春节效应，猪肉价格大概率继续走高，因此我们认为1月份CPI将继续走高，大概率超12月CPI。

#### 一季度后CPI或将迎来向下拐点

当前各部门已经采取多项措施增加生猪养殖、加大猪肉进口、并投放储备猪肉稳定市场。但由于政策落地执行需要时间，从猪周期的角度看，当前能繁母猪和生猪存栏量大幅减少，完全恢复产能需从增加能繁母猪开始，能繁母猪到仔猪再到育肥需要的周期较长，预计到2020年下半年供需矛盾缓解，届时猪肉价格可能迎来拐点向下。同时考虑到2019年1月之后猪肉价格基数不断升高，且一月份有春节效应，1月份大概率为CPI的年内高点，之后将不断下行(前提是猪瘟不再大范围发生)。

投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1289号

研究院 FICC组

研究员

蔡劭立

☎ 0755-82537411

✉ caishaoli@htfc.com

从业资格号：F3063489

投资咨询号：Z0014617

高聪

☎ 021-60828524

✉ gaocong@htfc.com

从业资格号：F3063338

### 相关研究：

美伊冲突不断，金价再度飙涨

2020-01-05

降准预期兑现 风险偏好改善

2020-01-02

央行意外“降息”，农产品受益

2019-12-19

商品策略年报：雪干云净见遥岑，  
春风吹柳万黄金——把握经济复苏  
下的商品结构性机会

2019-12-07

宏观大类月报：猪价引领农产品行情  
把握QE政策主线

2019-11-03

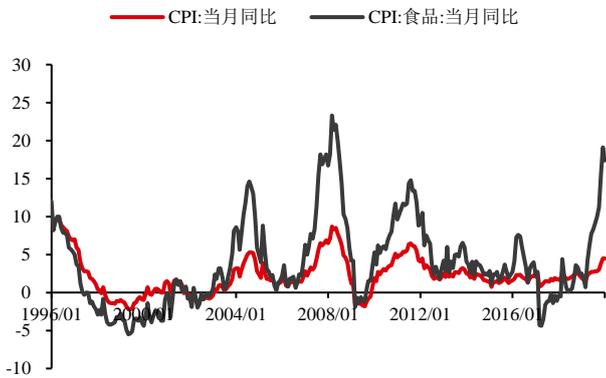
### 原油价格近期虽有上涨，但预计对于国内 CPI 影响有限

原油占 CPI 的权重比较低，油价会对 CPI 中的交通工具用燃料以及居民的水电燃料分项有影响，但是这两项所占权重较低。目前美国页岩油的增产以及 OPEC 国家的减产使得油价稳定在一个波动区间之内。2019 年 12 月初，OPEC+ 再次达成了深化减产的协议，此次协议决定延长减产至 2020 年一季度，并且在 120 万桶/天的基础上再次增加 50 万桶/天的减产额度，与此同时，沙特将继续额外减产 40 万桶/天，总规模将在 2018 年 10 月的基础上减少 210 万桶/天，达成十年来最大力度的减产协议。根据 EIA 的预测，2020 年美国原油产量将会增长 52 万桶/天，OPEC 报告预计美国原油产量在 2020 年有望增长接近 100 万桶/天。当原油价格上涨时，美国页岩油会大幅增产，当原油价格下降时，OPEC 则会通过减产来应对。油价对于未来 CPI 的影响较小。

### 高通胀下可重点关注农产品类和贵金属

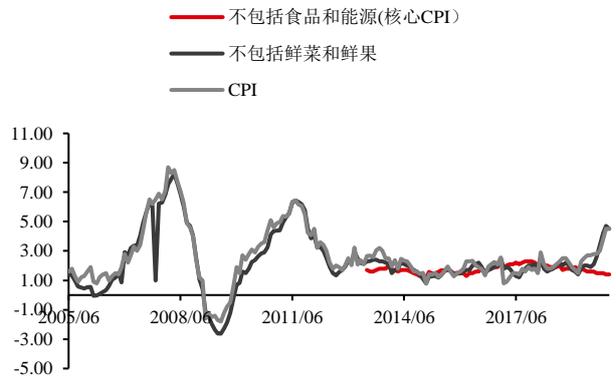
在当前高通胀环境下，贵金属和农产品受益。首先，我们通过回溯历史数据发现，在通胀处于较高位置时，贵金属和农产品的表现优于其他品种。其次，此前根据农业部公布的数据显示，生猪及能繁母猪存栏已于 11 月开启补栏的趋势，而往年的生猪养殖周期是仔猪育肥需要 6 个月，母猪受孕到分娩要 4 个月，可以预见在 2019 年 11 月往后的至少 10 个月时间内，生猪饲料需求将呈现持续走强的趋势，利好饲料养殖板块，以及玉米、豆粕、菜粕等饲料商品。

图 1: CPI 以及 CPI 食品分项 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 2: 各种 CPI 单位: %



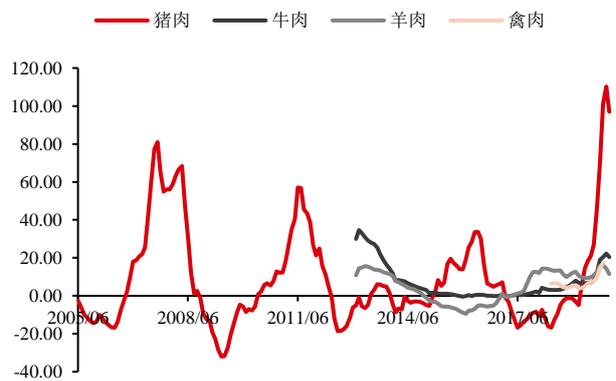
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 3: CPI 各分项情况 单位: %



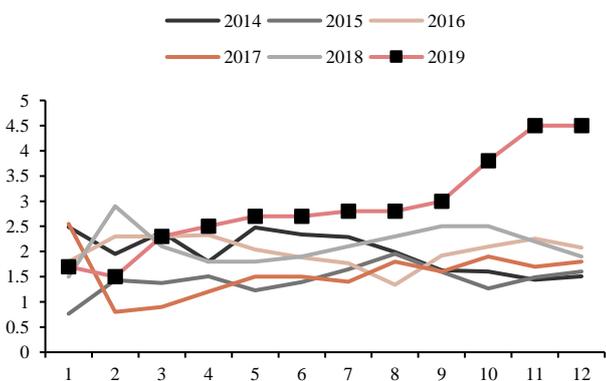
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 4: CPI 中肉类涨跌幅 单位: %



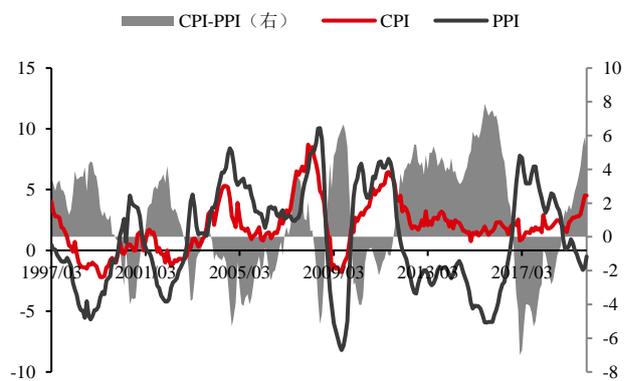
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 5: CPI 季节性规律 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 6: CPI 中肉类涨跌幅 单位: %



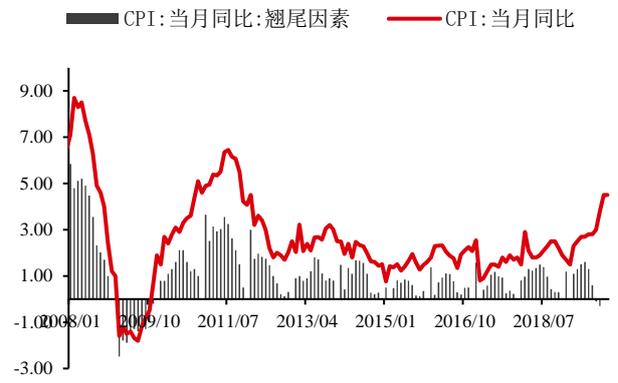
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 7: CPI 预测值 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 8: CPI 与其翘尾因素 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 9: CPI 与中债收益率 单位: %



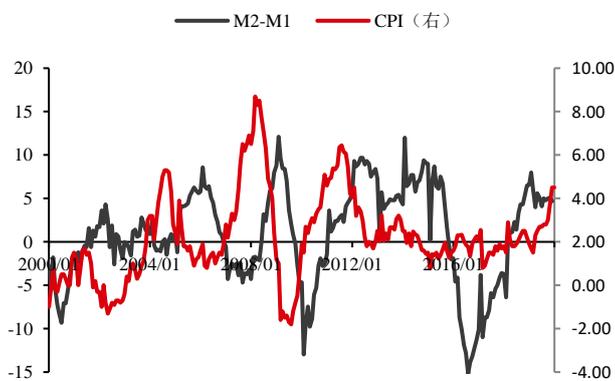
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 10: 中债收益率与核心 CPI 单位: %



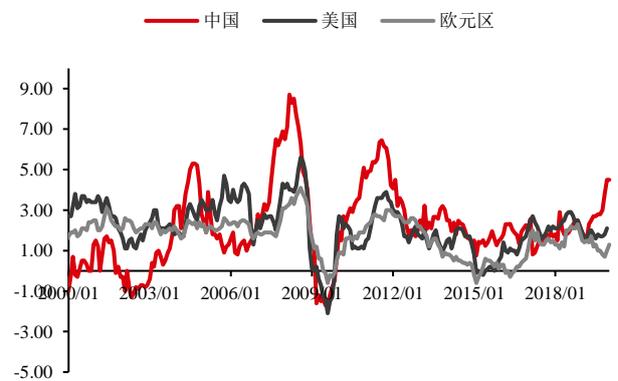
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 11: M1/M2 之差与核心 CPI 单位: %



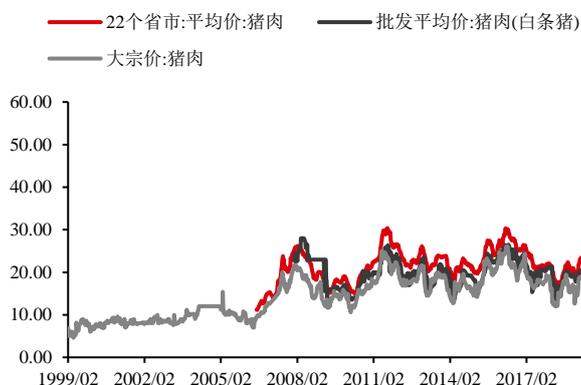
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 12: 主要地区 CPI 变化 单位: %



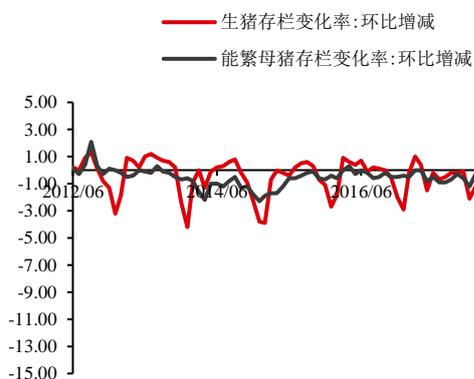
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 13: 猪肉价格-周度 单位: 元/kg



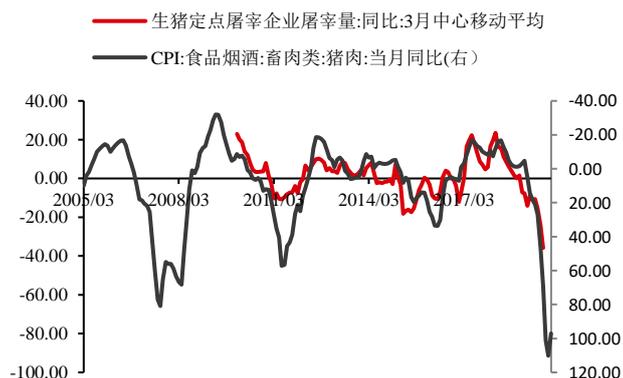
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 14: 存栏环比是重要的信号 单位: %



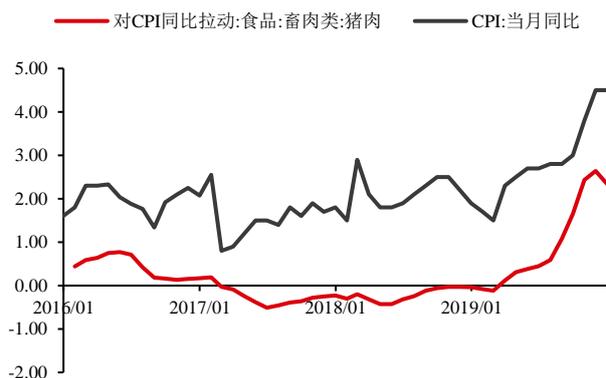
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 15: 生猪屠宰量与 CPI 猪肉项为同比项 单位: %, 元/kg



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 16: 猪肉对 CPI 拉动起关键作用 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 17: CPI 非食品和 CRB 现货价格指数 单位: 点, %

图 18: CPI 中的消费品和服务 单位: %

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\\_7881](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_7881)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn