

## 宏观点评

# 2020年通胀展望及其经济信号——兼评12月物价

事件：12月CPI同比4.5%，前值4.5%；PPI同比-0.5%，前值-1.4%。

**1、猪价下、油价上，12月CPI高位走平。**12月CPI同比4.5%，持平11月并续传年内高点，低于市场预期（4.7%）但符合我们预期：其中食品项同比17.4%，较前值回落1.7个百分点；非食品项同比1.3%，较前值增加0.3个百分点。

1) 结构上看，CPI同比与剔除猪肉的CPI同比差值收敛，主因猪价下行、油价上行。一方面，随着储备肉陆续投放（12月12日至今，投放冻猪肉合计约15万吨）、进口增加、全国生猪出栏量环比止降回升，猪肉供给紧张阶段性缓解，带动CPI猪肉环比由11月的3.8%转为-5.6%，猪肉对CPI同比拉动也下降0.3个百分点。此外，替代品中牛羊肉环比涨幅也大幅缩窄，鸡鸭肉鸡蛋环比降价。另一方面，12月Brent原油均价环比上涨3.9%，低基数下同比大幅上涨13%。油价上涨对国内能源的调价，12月液化石油气、成品油价格均上涨，导致CPI水电燃料和交通工具燃料分项同比涨幅较上月扩大0.6和11.2个百分点。

2) 2020年CPI展望（图1）：全年类“倒U”型，2020年政府定CPI目标可能是3.5%左右。1月CPI有望是全年高点，可能超过5%，2月下行；采用修正后的环比权重动态调整法预测，上半年CPI同比中枢可能在4%以上，三季度之后再逐步回落。

3) 提示三大关注点：第一，1月猪价环比可能仍趋上涨，政策调控下猪肉涨幅可能小于生猪。12月企业透支部分出栏量预计导致1月出栏下降，同时猪肉库存也在减少，将引起1月供给的下滑，叠加春节猪肉需求回升，预计1月猪价转升，不过，降低冻猪肉进口关税和加大储备肉投放等政策对冲可能平抑部分涨幅。鉴于2019年三季度末存栏见底和年底出栏加速，2020年二季度猪价可能再面临一波上涨。第二，1月猪肉分项环比权重可能小幅下调0.1个百分点，但是二季度仍有回升压力。第三，非食品项CPI同比进入回升周期，不过回升幅度较有限。若美伊不全面开战，全年油价对CPI同比的拉动大概率不超过0.2个百分点。

**2、PPI同比改善主因翘尾回升，高频指标指向内外需短期改善，需持续观察PPI环比能否回正。**12月PPI同比-0.5%，高于前值（-1.4%），略低于我们预期（-0.3%）。

1) 分部门看，生产资料跌幅收窄1.3个百分点，生活资料涨幅缩窄0.3个百分点。分行业看，石化产业链PPI分项同比较上月大幅改善（主因国际油价同比抬升），黑色略升，煤炭、纺服、食品加工业同比涨幅不及前值。综合看近月PMI原材料价格、CRB工业原料价格、南华工业品指数、生产资料价格、原油价格，内外需确有一定改善，后续可能跟踪PPI环比能否回正（12月PPI环比-0.1%，持平11月）。

2) 2020年PPI展望（图2）：1月PPI同比将继续回升，一季度有望在0上下波动，能否维持在0上方取决于生产资料价格改善幅度和补库存力度。全年看，2020年PPI同比中枢将高于2019年，有望回升至0上方。节奏上一季度基本走平，二季度先降后升，下半年持续回升。

**3、关注2020年通胀走势的三大经济信号：**

信号1：2020年广义通胀将走高，指向GDP名义增速抬升、利率承压。综合看，2020年GDP平减指数或者说广义通胀有望显著高于2019年（图3），也预示2020年经济大概率是GDP实际增速下降、但GDP名义增速走平甚至上升，而鉴于近年来10年国债收益率和GDP名义增速高度正相关，预计利率水平将承压，尤其今年一季度。

信号2：2020年核心通胀可能止跌，指向经济结构改善可期。12月核心CPI走平至1.4%，2019年全年则呈回落态势。鉴于CPI和PPI双升，2020年核心通胀有望企稳。

信号3：通胀非强制约，稳增长和降成本实属硬要求，后续再降准“降息”仍可期。降准方面，会再降但空间有限（主因当前我国综合准备金率已接近美欧水平），重点预计落在定向降准；降息方面，春节前若再操作TMLF，利率大概率跟随下调，MLF将继续放量续作，LPR也有可能下调；展望2020全年，MLF利率预计至少再降10-20BP，最快二三月份，同时OMO利率也有望下调，进而共同引导LPR下降。

**风险提示：**政策效果大幅超预期或不及预期。

### 作者

分析师 熊园

执业证书编号：S0680518050004

邮箱：xiongyuan@gszq.com

研究助理 何宁

邮箱：hening@gszq.com

研究助理 刘新宇

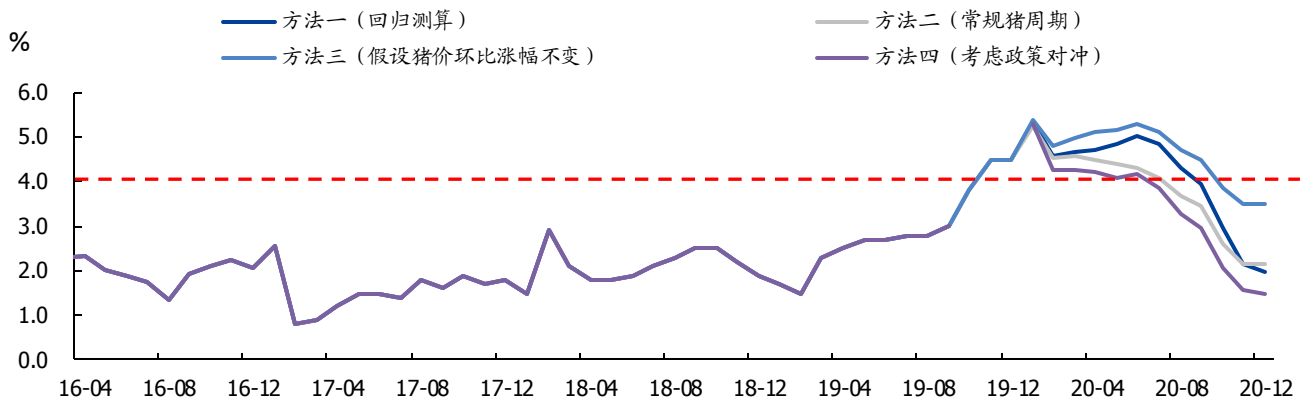
邮箱：liuxinyu@gszq.com

### 相关研究

- 1、《油价如何影响通胀？——兼评美伊局势》2020-01-06
- 2、《如期降准了，“降息”呢？大类资产怎么走？》2020-01-01
- 3、《利率定价都盯LPR，对银行、企业、个人有何影响？》2019-12-29
- 4、《从通胀到人民币“内贬外升”——兼评11月物价》2019-12-11
- 5、《月内三度“降息”，后续还会怎么降？》2019-11-20
- 6、《猪价涨会持续扩散么？非食品呢？——兼评10月通胀》2019-11-10

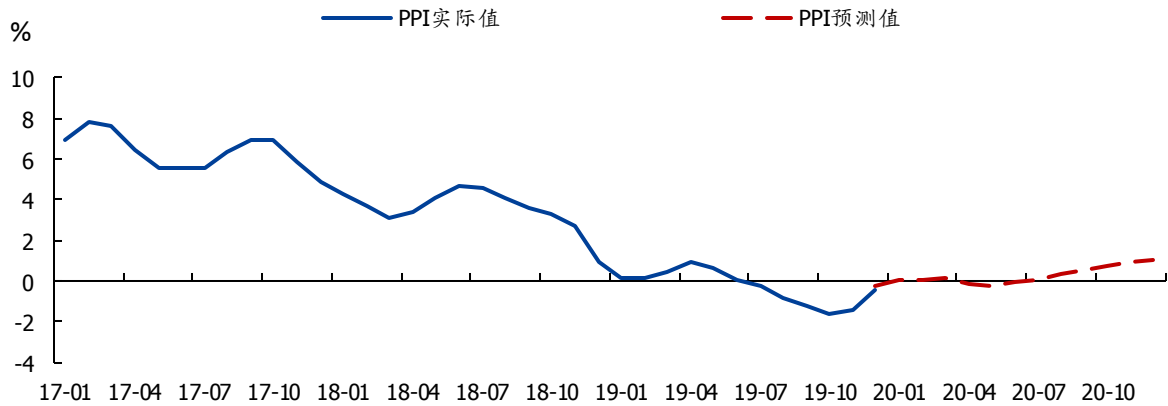


图表 1: 2020 年 CPI 预测



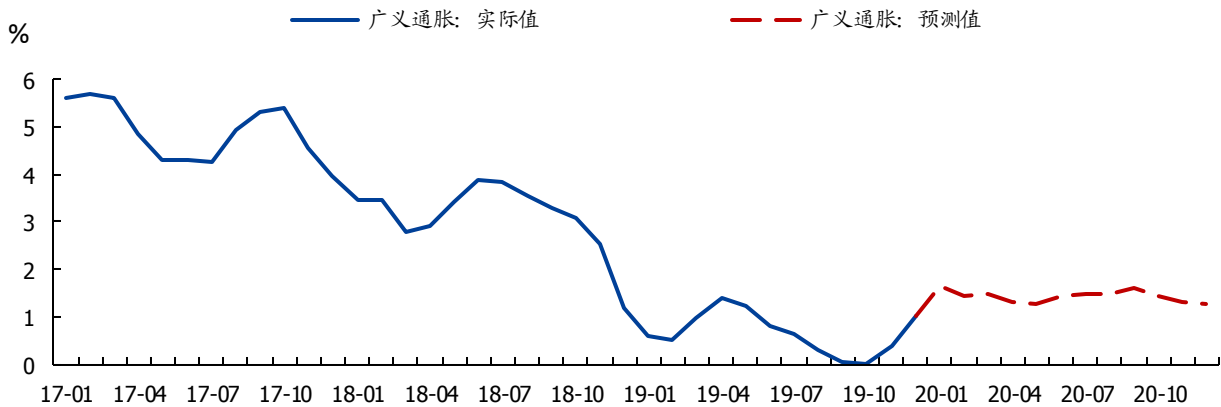
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 2: 2020 年 PPI 预测



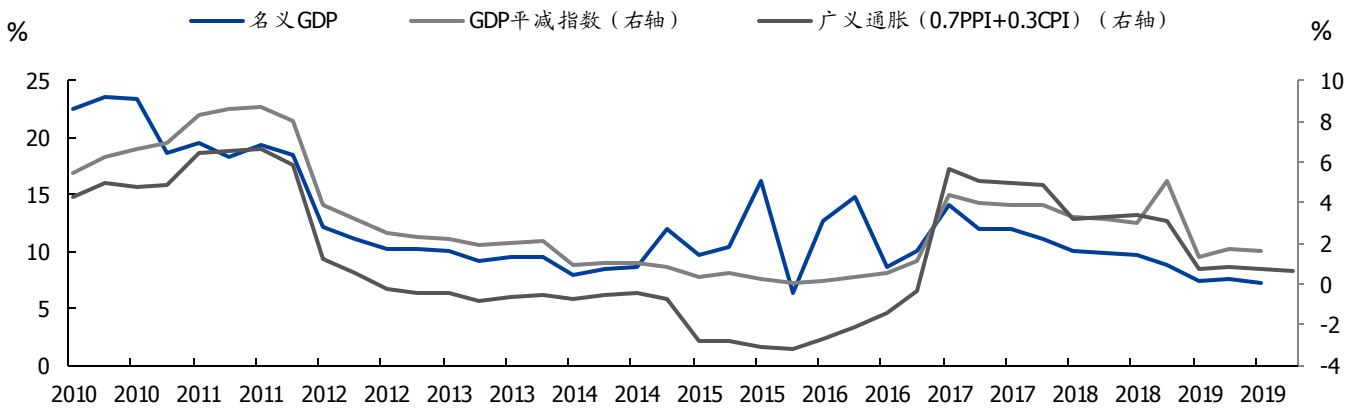
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 3: 2020 年广义通胀 (0.7PPI+0.3CPI) 预测



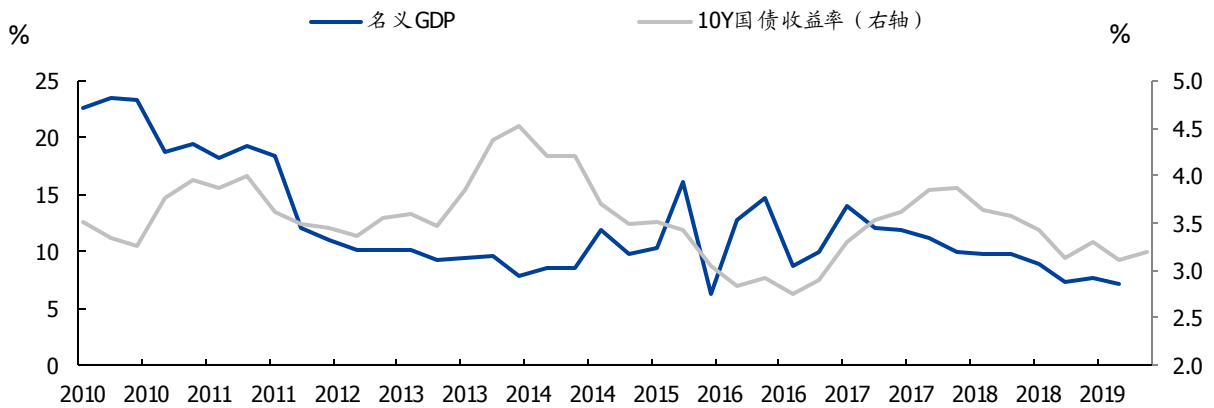
资料来源: Wind, 国盛证券研究所注: 此处广义通胀中的 CPI 和 PPI 为当月同比。

图表 4: 名义 GDP 增速与 GDP 平减指数、广义通胀走势相同



资料来源: Wind, 国盛证券研究所注: 名义 GDP 为季度累计同比, 广义通胀中的 CPI 和 PPI 均为季度末累计同比。

图表 5: 10 年期国债收益率与名义 GDP 增速总体正相关



资料来源: Wind, 国盛证券研究所注: 其中名义 GDP 为季度累计同比, 10Y 国债收益率为季度平均值。

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告所涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

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\\_7884](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_7884)

