

猪油共振是杞人忧天，CPI拐点春节后将至

——2019年12月物价指数点评

2020年1月9日

宏观经济 事件点评

首席宏观分析师	王宇鹏	电话：010-66554151	邮箱：wangyp_yjs@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480519070003
研究助理	杨城弟	电话：010-66555383	邮箱：yangchd@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480119070054

事件：

2019年12月CPI同比上涨4.5%，预期4.7%，前值4.5%，与前值持平；12月PPI同比下跌0.5%，预期-0.3%，前值-1.4%，上升0.9个百分点。2019年CPI同比上涨2.9%，为2011年以来最大年度涨幅；PPI同比下跌0.3%，前值3.5%。

观点：

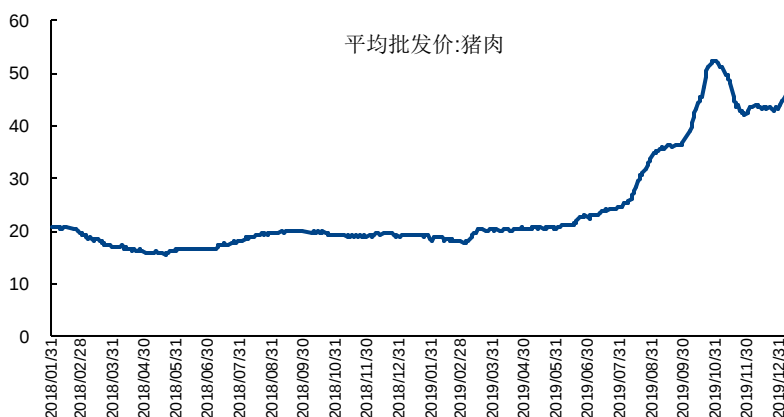
1. 猪肉价格回落，核心CPI仍然疲弱

12月CPI同比上涨4.5%，环比涨幅为0。食品价格同比上涨17.4%，环比下跌0.4%。猪价环比下跌5.6%；牛、羊、鸡、鸭肉和鸡蛋均有不同程度回落。水果环比上涨0.6%，蔬菜环比上涨10.6%。非食品价格同比上涨1.3%，环比上涨0.1%；核心CPI同比上涨1.4%，涨幅与上月持平。

12月CPI略低于预期主要源于猪肉价格回落；12月猪肉价格较为平稳，CPI猪肉分项环比由上涨3.8%转为下降5.6%，商务部禽类价格指数环比下跌；猪肉产能正在逐渐恢复，全国能繁母猪存栏环比增长2.2%，连续3个月环比增长，12月全国生猪出栏量环比大增14.1%，8月以来首次正增长。受冷空气及大范围降雪影响，鲜菜、鲜果生产和储运成本增加，食品项蔬菜、水果上涨较多，属于正常的季节性波动，剔除蔬菜和水果的CPI涨幅为4.5%，较11月回落0.2个百分点。

1月CPI同比大概率再创高点；19年1月CPI同比基数较低，此外春节期间需求上升，猪肉和食品分项环比增长将回升，农业部日频数据显示1月以来猪肉批发价结束12月平稳趋势，进入上升区间。历史经验显示春节后猪肉需求回落，价格将再次进入下跌阶段。

图 1.1 月猪肉价格回升



资料来源：wind，东兴证券研究所

2. 全球工业周期回暖推动PPI企稳上行

12 月 PPI 同比下跌 0.5%，略低于预期。其中生产资料价格同比下跌 1.2%，环比涨幅为 0，生活资料价格同比上涨 1.3%，环比下跌 0.2%。12 月 OPEC 减产导致石油价格上升，石油开采和加工行业出厂价涨幅扩大。PPI 企稳进入上行期基本符合预期，但从环比来看上行拉动力量较弱，采掘、原材料和加工工业环比涨幅分别为 0.1%、0%、0.1%。

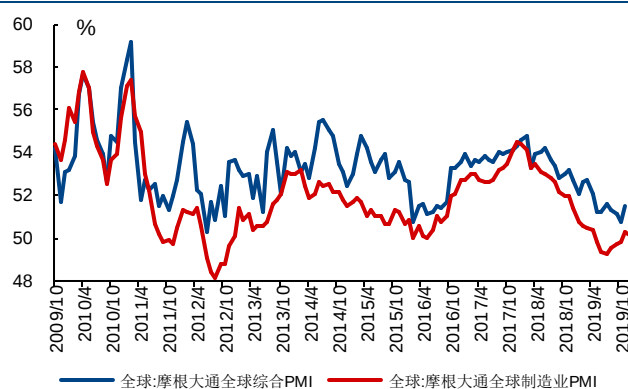
11 月以来全球及国内 PMI 景气度缓慢回升，基本面出现企稳迹象，总需求逐步回暖；1 月原油及工业品价格指数高频数据均上升，叠加低基数因素，预计 1 月 PPI 大概率延续企稳趋势，环比涨幅或将转正，同比降幅继续收窄。

图 2:12 月原油价格上涨



资料来源: wind, 东兴证券研究所

图 3:全球制造业景气度回升



资料来源: wind, 东兴证券研究所

3. 猪油共振的可能性不大

近日美国伊朗冲突升级引发油价上涨，猪油共振的担忧再次出现，原油在现代工业中的地位独特，是大宗商品之母，油价是商品中价格的先行者和引导者，油价上涨短期容易推动石化化工品价格预期及 PPI 预期上涨。猪肉和石油是食品项和非食品项的主要驱动因素，一起进入上行周期可能导致通胀预期强化、持续上行。我们认为当前猪油共振的可能性较低，首先，美国伊朗冲突持续升级甚至演变为战争不符合两国当前的利益诉求，9 号特朗普发表演说表示冲突进一步升级可能性极小，当前其对石油价格影响更多源于市场风险偏好和预期改变。其次，在全球经济弱复苏阶段，总需求依然疲弱，物价指数不存在全面上涨的必要条件。

从历史上看，2007 年 12 月至 2008 年 3 月和 2010 年 10 月至 2011 年 4 月为两轮较为典型的猪油共振推动的通胀上升；2007 年油价上涨，供需平衡偏紧，叠加美元贬值和游资炒作油价；随后金融危机爆发，游资撤离导致油价下跌，2010 年则源于世界经济显著回升拉动需求增长，两轮猪油共振的共同背景是总需求过热或回暖。

4. 春节后 CPI 迎来拐点，PPI 上行确认

春节后 CPI 继续回落，预计 3、4 季度回落至 1-2%，全年 2% 左右；2020 年翘尾因素对 CPI 影响逐级降低，1 月翘尾因素贡献达 3.9%，2 月至 8 月翘尾因素贡献在 2%-3.3% 之间，在新涨价因素稳定的假设前提下，预计 8 月 CPI 回归 2% 区间内。随着猪肉供给稳定，2020 年 2 月开始猪价将进入下行区间，考虑到 3 月以后猪肉价格基数较大，猪肉跌幅将逐步扩大，食品项将拉低 CPI 涨幅。

非食品项与 PPI 相关度较高，随着 PPI 企稳回升，下半年非食品项同比将回升，但非食品价格波动相对平稳，预计对 CPI 涨幅拉升有限。

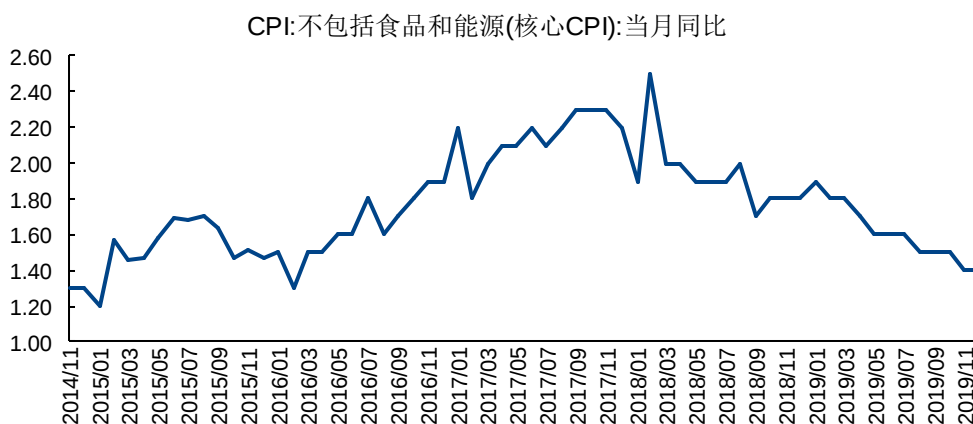
2020 年底库存 PPI 企稳回升的概率较大，全年 2-3% 左右。19 年 10 月 PPI 底部确认，4 季度以来总需

求弱复苏，PPI 缓慢回升。2020 年随着基建发力，制造业回暖，全球经济景气度回升，生产资料价格迎来弱复苏，并逐渐向下游传递。此外 OPEC 减产油价上升也将拉升部分行业 PPI 回升。

5. 物价难以制约政策宽松

当前核心 CPI 反映的需求依然较为疲弱，CPI、PPI 大概率不会对货币政策形成制约；在核心 CPI 未出现明显回升之前，财政及货币政策仍将保持适度宽松以实现稳增长目标。

图 4:核心 CPI 仍然较低



资料来源: wind, 东兴证券研究所

风险提示: 地缘冲突恶化，猪肉价格超预期波动

分析师简介

王宇鹏

中科院博士，东兴证券首席宏观分析师，曾就职于国家发改委经济研究所和中信证券研究部，曾获国家发改委研究课题一等奖，在《国际金融研究》、《统计研究》、《经济评论》、《中国人口科学》等国内核心学术期刊发表学术文章数十篇，具有 8 年中国宏观经济和资产配置研究经验。

研究助理简介

研究助理：杨城弟

中国人民大学金融学硕士，本科毕业于外交学院；2019 年加入东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

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_7890

