

中国 12 月通胀数据点评——

猪价涨势得到有效抑制 通胀结构性矛盾趋于缓和

本期摘要：

统计局最新公布的数据显示我国 12 月同比来看，CPI 上涨 4.5%，PPI 下降 0.5%。据此，我们的观点是：

- 1、CPI 的上涨仍然主要受到食品价格上涨的影响，但是上涨势头得到有效遏止。畜肉同比涨幅依然居前，达到 66.4% (74.5%)。其中猪肉价格同比增速回落至 97.0%(110.2%)，带动牛肉、羊肉和禽肉价格在 12 月增速共同回落。针对猪肉养殖和进口等一系列精准调控措施如期起效，猪肉价格持续上涨的势头得到有效缓解。
- 2、PPI 分项来看，非食品和食品类仍有分化，但是二者之间的差距正在缩小。食品相关企业的相关价格与 CPI 食品板块保持一致，继续呈现上涨势头，但涨幅显著收窄；非食品企业的相关价格则存在不同程度的回升。产业链上游此前价格承压的状况出现显著缓和，关于这一点与制造业 PMI 的价格分项指标形成相互印证。这一数据暗示库存或已见底，需求端的好转令出厂价格的降幅显著收窄，且已经向上传导原料端。我们预计企业利润在明年一季度存在转好的可能性，且 PPI 与 CPI 之间的剪刀差届时也将继续收窄。
- 3、我国的货币政策导向与我们在年报中预测的路径保持了高度一致。随着针对猪肉价格的一系列精准调控政策起效，通胀风险有所缓和，央行得以继续保持稳定偏宽松的政策导向。我们依然维持央行的调控手段存在优先级的判断，新的利率机制正在形成，央行大概率会先引导 SLF 及 MLF 上行，释放流动性；近期存在跨年及双节的市场季节性因素，因此央行在年初实施了降准的措施，对流动性进行进一步补充；除非市场出现极端条件，对经济及金融市场造成重大的下行风险，央行则将会动用降息“大招”。

猪肉供应紧张状况显著缓解，CPI 增速持续上涨势头得以遏止

中国 12 月 CPI 同比增长 4.5%(前月 4.5%，下同)，环比持平 (0.4%)。剔除能源和食品的核心 CPI 增速同比录得 1.4% (1.4%)。

分项来看，食品烟酒价格同比增长 12.9% (13.9%)。畜肉同比涨幅依然居前，达到 66.4% (74.5%)。其中猪肉价格同比增速回落至 97.0%(110.2%)，带动牛肉、羊肉和禽肉价格在 12 月增速共同回落。同样作为蛋白类食品，水产品由于消费旺季已过，价格增速进一步降至 1.3% (2.4%)，而蛋类价格的增速回落到 6.2% (10.1%)，奶类价格同比增速小幅回升至 0.8% (0.7%)。鲜菜同比增速大幅升至 10.8% (3.9%)，鲜果同比降幅从前月的 6.8%继续扩大至 8%，这与天气转冷，苹果、柑橘等应季水果大量上市有关。

非食品类价格同比上涨 1.3% (1.0%)。其中医疗保健、教育文娱、衣着、居住分项保持上涨，同比增速分别为 2.1% (2.0%)、1.8% (1.7%)、0.8% (1.1%)、0.5%(0.4%)。交通和通信尽管同比下滑 0.7%，但是相比前月下滑 2.8%，降幅有所收窄，这与燃料价格在冬季的季节性回升有关，考虑到进入今年 1 月之后美伊关系对原油及相关能化品的影响力上升，因此我们认为该分项受此影响其增速将进一步收窄。

在过去三个月间，相关部门已经出台了诸如补贴养殖户、局部放松环保禁养限制等措施，规模化养殖对上述政策相对更敏感，但是注意到我国散养户占比大（养殖 500 头以下的养殖户占比高达 99.4%），面对非洲猪瘟疫情，对普惠性措施的响应度不高。对此，国务院常务会议要求政策精细化、因地制宜，落实好各省总负责及“菜篮子”市长负责制，利用玉米丰收等条件，保障饲料供应，加快恢复各地生猪生产、促进禽肉和牛羊生产，确保市场供应，遏制部分产品上涨过快势头。除国内生产外，海关总署和农

投资咨询业务资格：

证监许可【2012】669 号

宏观组：

研究员

尹丹

0755-23991697

yindan@citcifs.com

从业资格号 F0276368

投资咨询号 Z0011352

近期相关报告：

中国 11 月社会融资数据点评：企业及居民部门信心出现修复 社融数据显著反弹

2019-12-11

中国 11 月通胀数据点评：结构性通胀矛盾依旧凸显 但环比来看形势有所缓和

2019-12-10

2020 年全球宏观经济展望：央行宽松周期已再临 全球经济格局将重构

2019-11-27

中国 10 月通胀数据点评：结构性通胀矛盾突出 精准政策先行一步货币

政策徐徐图之

2019-11-19

中国 10 月经济数据点评：季节性影响叠加跨年效应，主要经济数据多数再承压

2019-11-14

中国 10 月社会融资数据点评：稳增长政策效应退潮 社融数据大幅回落

2019-11-11

业农村部解除美国禽肉对华出口限制事宜，并同意恢复接受加政府主管部门签发的输华肉产品卫生证书。这一系列举措，在 12 月取得了显著效果，猪肉价格持续上涨的势头得到有效缓解。

从内生周期而言，以 2018 年年中作为起点，预计到明年年中将出现本轮猪价的拐点。精准调控政策起效、进口及补栏力度超预期，有望将加速拐点的到来，但若非洲猪瘟或其他疫情再度出现反复、打击养殖户补栏意愿，则将延后这一拐点的到来。

制造业库存周期拐点或将出现，上下游价格增速差显著收窄

12 月 PPI 同比下降 0.5% (-1.4%)，环比持平 (-0.1%)。从产业链来看，生产资料价格同比下降 1.2% (-2.5%)，其中采掘工业由降转升，同比增长 2.6% (-1.4%)，原材料工业同比增速下滑趋势同样有所放缓，为 -2.6% (-5.0%)，加工工业同比增速下滑幅度收窄至 -0.9% (-1.6%)。生活资料同比增速回落至 1.3% (1.6%)，其中食品、衣着和一般日用消费品同比增速分别为 5.0% (5.4%)、-0.1% (0.3%) 和 0.1% (0.1%)，耐用消费品同比下降 2.4% (-2.1%)

从行业来看，涨幅扩大的有黑色金属矿采选业，上涨 8.8%，比上月扩大 0.5 个百分点；有色金属冶炼和压延加工业，上涨 1.1%，扩大 0.6 个百分点。降幅收窄的有化学原料和化学制品制造业，下降 5.4%，收窄 1.0 个百分点；石油、煤炭及其他燃料加工业，下降 1.8%，收窄 8.1 个百分点；黑色金属冶炼和压延加工业，下降 0.7%，收窄 4.6 个百分点。石油和天然气开采业由降转涨，上涨 5.8%。煤炭开采和洗选业下降 3.6%，降幅扩大 0.8 个百分点。

非食品和食品类仍有分化，但是二者之间的差距正在缩小。食品相关企业的相关价格与 CPI 食品板块保持一致，继续呈现上涨势头，但涨幅显著收窄；非食品企业的相关价格则存在不同程度的回升。

产业链上游此前价格承压的状况出现显著缓和，关于这一点与制造业 PMI 的价格分项指标形成相互印证：原材料价格分项回升至 51.8 (49.0)，从此前的萎缩重回扩张区间，出厂价格回升至 49.2 (47.3)。这一数据暗示库存或已见底，需求端的好转令出厂价格的降幅显著收窄，且已经向上传导原料端。我们预计企业利润在明年一季度存在转好的可能性，且 PPI 与 CPI 之间的剪刀差届时也将继续收窄。

精准政策起效，货币政策继续“放鸽”

我国的货币政策导向与我们在年报中预测的路径保持了高度一致。随着针对猪肉价格的一系列精准调控政策起效，通胀风险有所缓和，央行得以继续保持稳定偏宽松的政策导向。我们依然维持央行的调控手段存在优先级的判断，新的利率机制正在形成，央行大概率会先引导 SLF 及 MLF 上行，释放流动性；近期存在跨年及双节季节性因素，因此央行在年初实施了降准的措施，对流动性进行进一步补充；除非市场出现极端条件，对经济及金融市场造成重大的下行风险，央行则将会动用降息“大招”。

图1: CPI同比、环比表现

单位: %

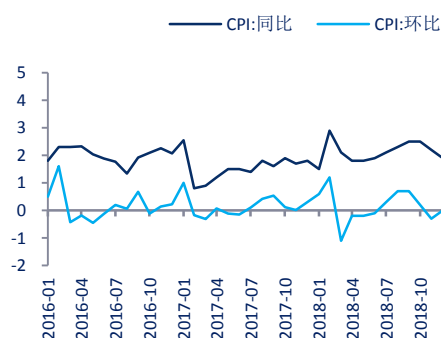
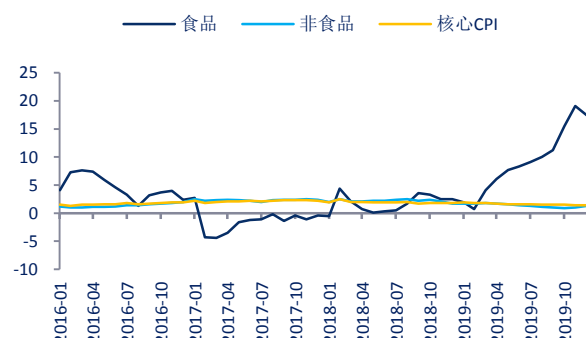


图2: 食品类、非食品类及核心CPI同比涨幅

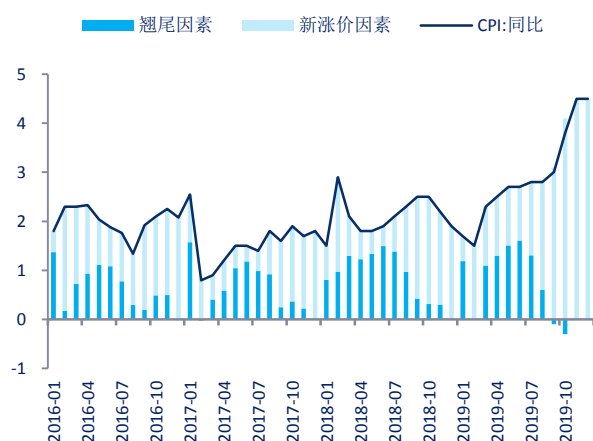
单位: %



资料来源: Wind 中信期货研究部

图3: CPI影响因素分析

单位: %



资料来源: Wind 中信期货研究部

图4: 对CPI拉动因素分析

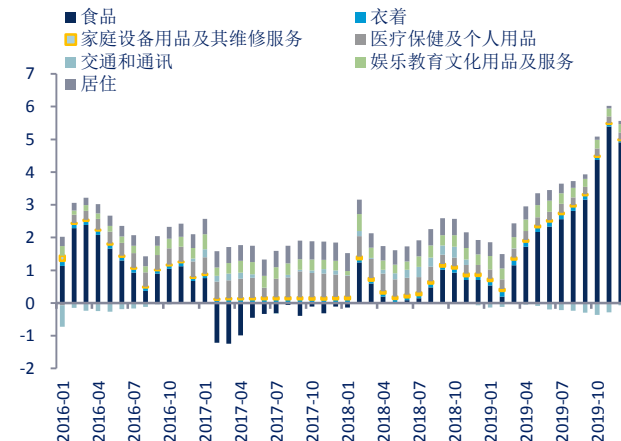
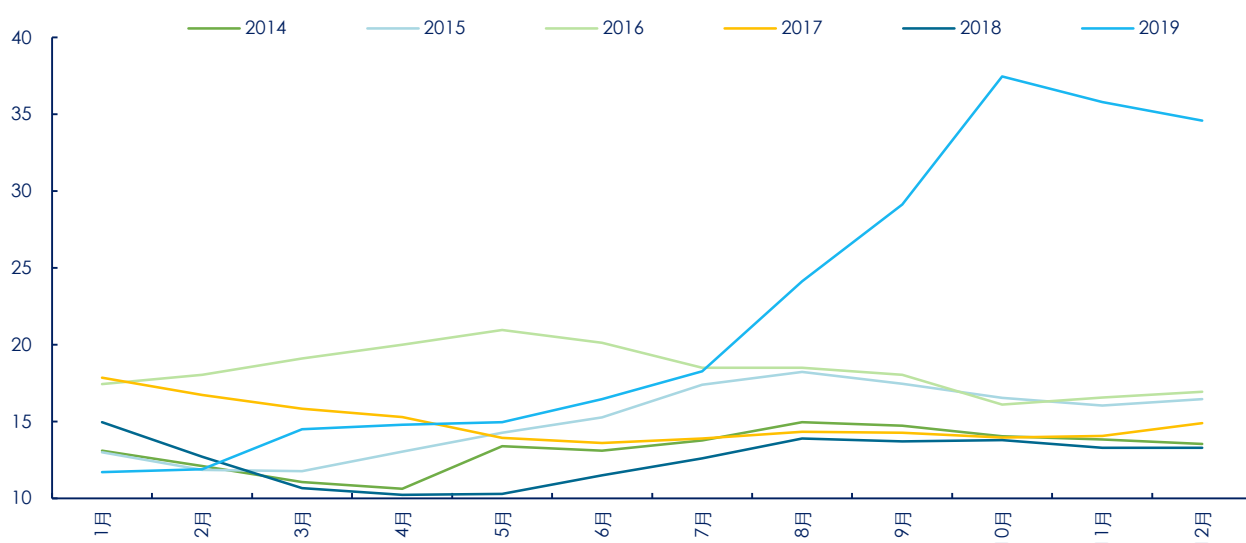


图5: 生猪价格季节性

单位: 元/公斤



资料来源: Wind 中信期货研究部

图6: PPI同比和环比涨幅

单位: %

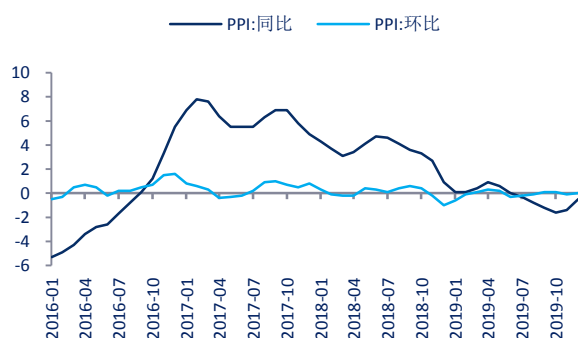
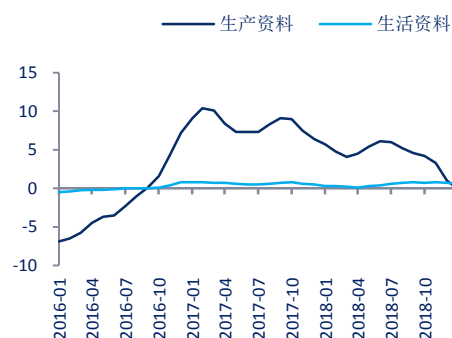


图7: 生产和生活资料价格同比涨幅

单位: %



资料来源: Wind 中信期货研究部

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_7893

