

宏观研究/动态点评

2020年01月09日

李超 执业证书编号: S0570516060002
研究员 010-56793933
lichao@htsc.com

朱洵 执业证书编号: S0570517080002
研究员 021-28972070
zhuxun@htsc.com

相关研究

- 1《宏观: 外储环比增加, 国际收支基本平衡》
2020.01
- 2《宏观: 降准后还会有什么逆周期工具?》
2020.01
- 3《宏观: PMI 持续良好表现, 经济回暖可期》
2019.12

春节前猪价快速上行风险得到一定控制

2019年12月通胀数据点评

2019年12月CPI同比走平, 但短期仍存在上行压力

12月CPI环比走平; 同比增速+4.5%, 持平前值; 环比和同比增速均符合我们预期。2019全年通胀中枢为+2.9%、三四季度通胀中枢上行速率超预期, 主要受猪周期快速上行拉动。我们中性预计2020年CPI中枢上行到+3.5%左右、高点有突破+5%的可能性。由于2020年春节时点较早(1月下旬), 猪肉价格近期重新呈现温和反弹, 我们认为CPI同比增速短期仍存在上行压力。

春节前猪价快速上行风险得到了控制, 猪周期见顶需等待补栏逐渐完成

12月猪肉CPI环比-5.6%, 同比涨幅+97%, 环比回落、同比涨幅较11月份收窄。统计局对12月猪肉CPI环比回落解读为“中央和地方储备猪肉陆续投放, 进口量有所增加, 猪肉供给紧张状况进一步缓解”, 我们认为在国家加大调节力度、做好猪肉保供稳价工作的背景下, 春节前猪肉价格快速上行的风险得到了控制。农业部数据显示2019年11月份能繁母猪存栏和生猪存栏环比均小幅回升, 在政府的鼓励政策、以及养猪行业利润加大的带动下, 部分养殖企业或已在补栏过程中。猪周期未来见顶需等待补栏逐渐完成。

主粮作物今年大规模涨价风险不大, 但需关注农产品结构性涨价可能性

近期市场对粮食价格的关注度上升, 我们认为, 由于2019年主粮收成较好、近年国家自然灾情防控能力增强、暂未出现明显异常气候因素, 主粮作物(水稻、小麦等)2020年大规模涨价风险不大, 对整体CPI扰动有限。但需关注两条逻辑下的农产品结构性涨价可能性: 一是猪周期见顶会带动生猪产业链相关粮食作物玉米、豆粕等涨价; 二是预计2020年流动性环境整体充裕, 部分农产品价格波动可能受流动性驱动而放大。历史经验来看, 橡胶、豆粕、玉米、棕榈油等品种价格容易受到流动性环境的扰动。

通胀中性预期情形下, 今年我国央行货币政策首要目标仍是稳增长

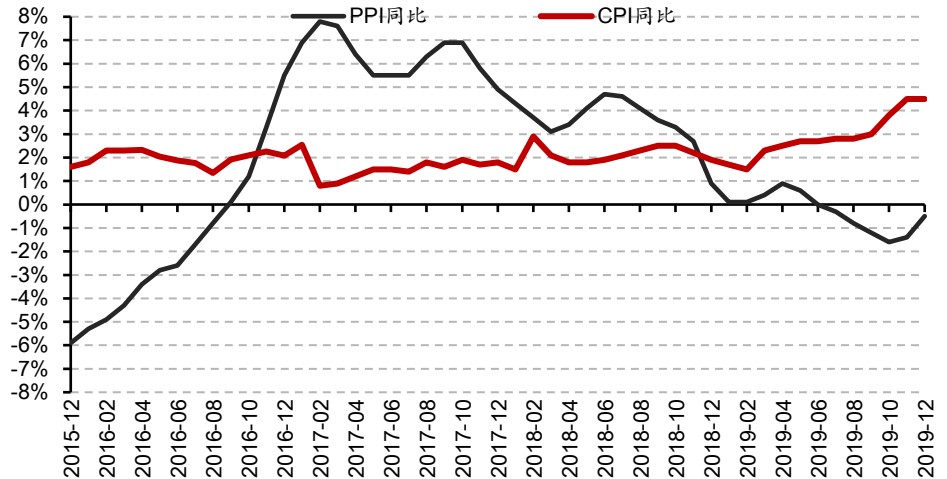
本轮通胀周期与此前几轮有明显不同, 一是经济增长仍面临一定下行压力, 并非总需求和通胀中枢同步上行, 二是目前暂时没有拉动油价大幅上涨的基本面因素。我们认为通胀压力短期内显著向非食品门类扩散可能性不大。据历史经验, 当经济呈类滞胀状态时, 我国央行货币政策首要目标仍是稳增长, 而适度提高通胀容忍度; 我们判断今年3月份政府工作报告可能将全年CPI目标值上调至3.5%左右, 货币政策将维持稳健略宽松。今年通胀最主要的风险情形是猪价、农产品价格、油价的涨价叠加。

PPI环比改善, 预计今年一季度同比有望转正

12月PPI环比持平, 同比增速-0.5%。12月份原油、黑色、有色、化工行业价格环比普遍强于11月份, 与11月份工业生产数据中反映的部分工业原料生产出现扩张、11/12月PMI连续高于荣枯线的现象相印证, 在稳增长信号逐渐明晰, 政策工具可能前置投放的预期下, 我们认为经济出现了边际向好迹象。未来一至两个季度, PPI环比需继续重点关注基建等政策刺激投放节奏。截至1月7日, 各地已经开始以较快节奏发行此前财政部提前批复的2020年新增1万亿专项债额度, 为基建提供资金保障。预计2020年一季度PPI同比有望由负转正、全年PPI中枢可能接近+1%。

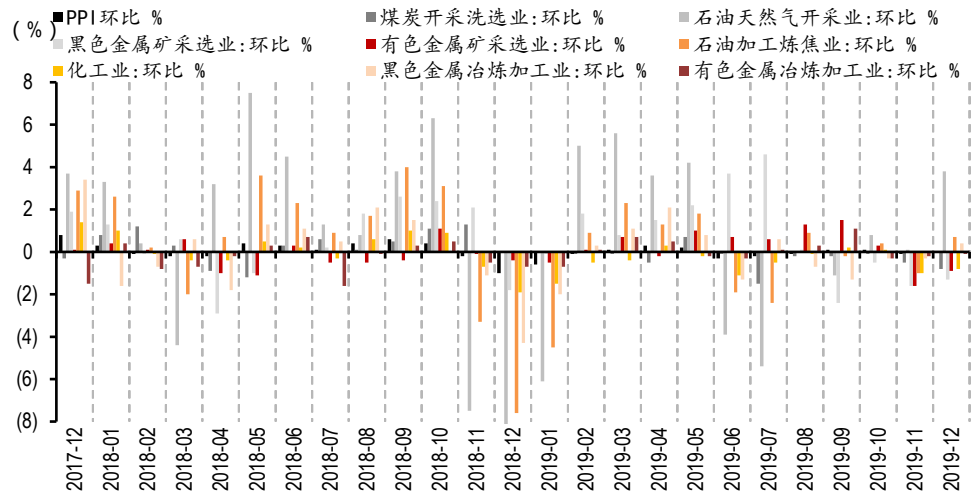
风险提示: 受猪周期上行和部分农产品价格可能发生异常波动的因素影响, 通胀上行速度可能超预期, 货币政策可能超预期收紧, 对资本市场和实体经济产生超预期负面冲击。

图表1： 2019 年 12 月份 CPI 同比增速持平前值，PPI 同比跌幅收窄



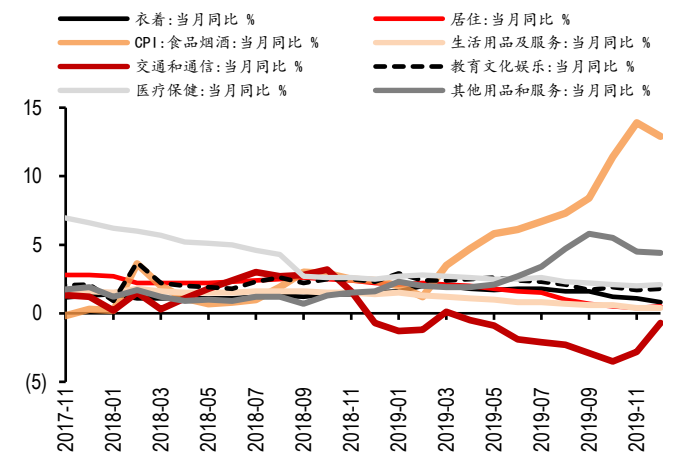
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表2： 2019 年 12 月，PPI 原油、黑色、有色、化工行业价格环比普遍强于 11 月份



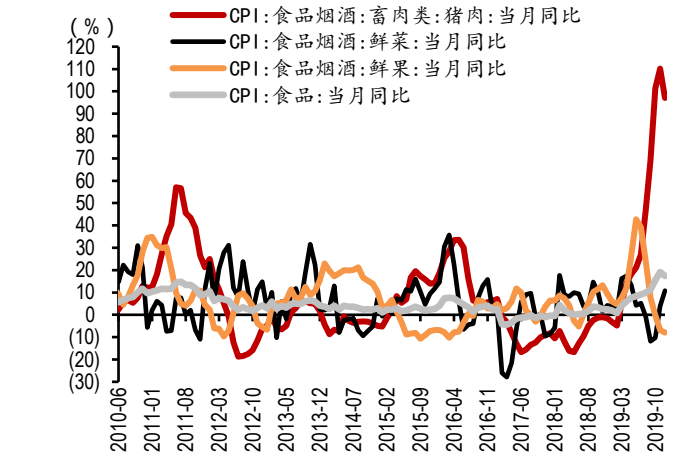
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表3： CPI 新涨价因素仍主要集中在食品端 %



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表4： 猪肉 CPI 同比涨幅有所收窄



资料来源：Wind，华泰证券研究所

12 月 CPI 环比走平；同比增速+4.5%，持平前值；环比和同比增速均符合我们预期，同比增速较 Wind 一致预期低 0.2 个百分点。

12 月份农业部口径猪肉均价基本在 42-44 元/公斤区间窄幅震荡。12 月猪肉 CPI 环比-5.6%，同比涨幅+97%，环比回落、同比涨幅较 11 月份收窄。据新华社报道，11 月 15 日李克强总理在江西考察期间重点关切了猪肉涨价问题，指出要研究降低高速公路冻猪肉运输收费、千方百计做好“两节”猪肉保供稳价工作，同时积极鼓励农户养猪。统计局对 12 月猪肉 CPI 环比回落解读为“中央和地方储备猪肉陆续投放，进口量有所增加，猪肉供给紧张状况进一步缓解”，我们认为在国家加大调节力度、做好猪肉保供稳价工作的背景下，春节前猪肉价格快速上行的风险得到了控制。

我们认为，2019 年 8-10 月猪肉价格快速上行，主要还是因为此前猪瘟疫情造成存栏过度去化。部分养殖户此前可能存在压栏行为，加剧了短期猪肉价格上涨幅度。目前限制生猪补栏的因素主要是环保影响（且由于疫情防治要求，环保标准不大可能放宽），以及部分散户养殖永久退出市场。农业部数据显示 2019 年 10 月份、11 月份能繁母猪存栏近五年来首次出现环比连续小幅回升；2019 年 11 月份生猪存栏环比也小幅回升。我们认为这可能反映了在政府的鼓励政策、以及养猪行业利润加大的带动下，部分养殖企业已在补栏过程中。猪周期未来见顶需等待补栏逐渐完成，到 2020 年下半年，随着补栏逐渐完成、猪肉供给量可能逐渐增大，猪肉价格有望环比回落，受其影响，届时食品 CPI 的表现可能弱于历史季节性。

2019 全年通胀中枢为+2.9%，三四季度通胀中枢上行速率超预期，主要受猪周期快速上行拉动。我们中性预计 2020 年 CPI 中枢上行到+3.5%左右、高点有突破+5%的可能性。由于 2020 年春节时点较早（1 月下旬），猪肉价格近期重新呈现温和反弹，我们认为 CPI 同比增速短期仍存在上行压力。

近期市场对粮食（农产品）价格的关注度上升，我们认为，由于 2019 年主粮收成较好、近年国家自然灾情防控能力增强、暂未出现明显异常气候因素，主粮作物（水稻、小麦等）2020 年大规模涨价风险不大，对整体 CPI 扰动有限。但需关注两条逻辑下的农产品结构性涨价可能性：一是我国猪周期的大幅波动往往是由于存栏/出栏的大幅调整，而猪周期的回升及见顶会带动相关粮食需求回暖和涨价预期，部分生猪产业链相关粮食作物（饲料原料）——玉米、豆粕等的上涨可能是猪周期上行的“果”，适逢国内玉米、大豆库存比下行；二是预计 2020 年流动性环境整体充裕，部分农产品价格波动可能受流动性驱动而放大。历史经验来看，橡胶、豆粕、玉米、棕榈油等品种价格容易受到流动性环境的扰动。

我们总结了 2005/2009/2012/2016 四年，这几年货币政策或（转向）稳健略宽松，或定调为稳健中性、但实际操作中 M2 维持较高增速。在同期房地产领域受政策调控的背景下，这些时期内，一些商品期货价格表现出了较高的波动，天然橡胶、玉米、豆粕、棕榈油这几类期货品种通常涨幅较大。

2020 年粮食价格有无可能受异常天气因素的扰动？我们认为偏离历史均值较大的降水量可能反映了发生洪水或干旱灾情的可能性，而“暖冬”利于害虫卵蛹越冬，可能影响次年粮食种植效率。2000-2001 年的旱灾、叠加 2003 年洪涝灾害下，粮食减产带动粮食 CPI 同比从 03 年起大幅上行。粮食 CPI 在 2006-2008 年、2009 年三季度-2011 年一季度期间的上行，可能叠加了猪周期和总需求上行的影响和异常气候扰动的因素。但 2015 年以来，洪涝、干旱灾情面积均呈现回落，国家灾情防控能力增强；统计局数据显示，2019 年全国粮食总产量 6.63 亿吨，创历史最高水平。总体来看，我们认为我国主粮供给基本面仍有较强保障。

本轮通胀周期与此前几轮有明显不同，一是经济增长仍面临一定下行压力，并非总需求和通胀中枢同步上行，二是目前暂时没有拉动油价大幅上涨的基本面因素。我们认为通胀压力短期内显著向非食品门类扩散可能性不大。据历史经验，当经济呈类滞胀状态时，我国央行货币政策首要目标仍是稳增长，而适度提高通胀容忍度；我们判断今年 3 月份政府工作报告可能将全年 CPI 目标值上调至 3.5% 左右，货币政策将维持稳健略宽松。

今年通胀最主要的风险情形是猪价、农产品价格、油价的涨价叠加。我们认为当前我国流动性存量较为宽裕，这可能成为 CPI 持续上行的推动因素，仍应警惕通胀预期自我实现。目前市场中性预期春节附近（2020 年 1 月份）是年内 CPI 高点，但若生猪补栏低于预期、非洲猪瘟疫情再度爆发，猪价可能在春节后继续上涨，CPI 年内走势可能不是趋势回落。若国际油价、国内农产品价格 2020 年超预期上涨，通胀风险情形下，全年 CPI 中枢可能超预期上行到 +4.5%~+5%、而不是我们中性预计的 +3.5%，这种情况下货币政策可能转向边际收紧、以控通胀为首要目标，对股市、债市、地产等大类资产都将形成利空。

12 月 PPI 环比持平，同比增速 -0.5%。12 月份原油、黑色、有色、化工行业价格环比普遍强于 11 月份，与 11 月份工业生产数据中反映的部分工业原料生产出现扩张的现象相印证；11/12 月 PMI 连续高于荣枯线，也印证在稳增长的信号逐渐明晰，政策工具可能前置投放的预期下，经济出现了边际向好迹象。未来一至两个季度，PPI 环比需继续重点关注基建等政策刺激投放节奏。我们认为基建等需求侧政策刺激可能从 2020 年初开始较早投放，截至 1 月 7 日，各地已经开始以较快节奏发行此前财政部提前批复的 2020 年新增 1 万亿专项债额度，为基建提供资金保障。我们预计 2020 年一季度 PPI 同比有望由负转正，2020 全年 PPI 中枢可能接近 +1%。

风险提示

受猪周期上行和部分农产品价格可能发生异常波动的因素影响，通胀上行速度可能超预期，货币政策可能超预期收紧，对资本市场和实体经济产生超预期负面冲击。

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_7897

