

国开证券
CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

结构性通胀何去何从？

—2020 年通胀形势展望

2019 年 12 月 27 日

分析师：

杜征征

执业证书编号：S1380511090001

联系电话：010-88300843

邮箱：duzhengzheng@gkzq.com.cn

内容提要：

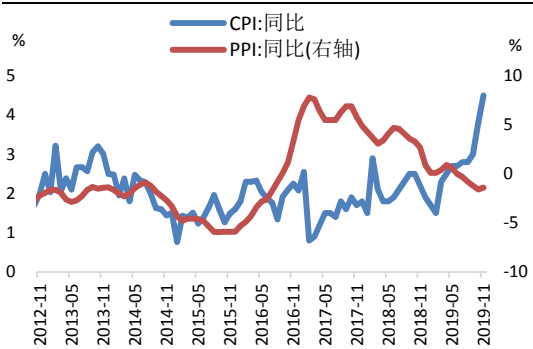
2019 年，CPI 与 PPI 的分化持续加大，结构性通胀特征明显，突出表现为 CPI 强势与 PPI 弱势、食品价格强势与非食品价格弱势、肉类价格（尤其是猪肉价格）强势与其他食品价格弱势并存。猪肉价格超预期上涨以及猪肉权重大幅提升共同推动 CPI 同比增速呈跳升走势，PPI 则受需求偏弱及基数效应影响连续 4 个月负增长。

2020 年结构性通胀或将延续。CPI 方面，最大不确定性仍是肉类（尤其是猪肉）价格走势，虽然国家在供给端多点发力，但猪肉供需缺口短期仍难以有效弥补，预计 2020 年上半年猪肉价格仍将维持高位，推动 CPI 破 5 且上半年维持在 4% 以上。PPI 方面，短期逆周期调节力度加大、基数等因素或推动其上涨，但需求温和而非强力扩张仍在一定程度上抑制其上行，2020 年可能在 0 左右徘徊。虽然结构性通胀特征明显，拉动 CPI 的主要贡献来自肉类，但是通胀预期的扩散与强化是需要警惕的。此外，GDP 平减指数回升与企业业绩修复等情况都值得重点关注。

通胀预期有所升温但总体保持稳定。目前市场部分机构对 2020 年 CPI 的担忧主要在于猪肉价格超预期上涨仍将拉动 CPI 上行，不过 Wind 一致预期 2020 年 CPI 同比上涨 3.3%，预测区间为 2.5-3.9%。此外，央行发布的四季度城镇储户问卷调查报告显示，居民对未来物价上涨的预期有所升温但总体保持稳定。

风险提示：食品价格超预期，经济增速超预期下行，美元宽松节奏过快，地缘政治升温，海外黑天鹅风险。

CPI&PPI



南华工业品指数



相关报告

1. 《识时知务 静待花开—2020 年国内宏观经济展望》
2. 《经济下行压力尚存 疏通机制基于放水—2019 年中期国内宏观经济展望》
3. 《CPI 仍有上升可能 PPI 短周期回暖—11 月通胀数据点评》

目录

一、2019 年结构性通胀特征明显	3
1、CPI 强势上涨但 PPI 相对较弱	3
2、CPI 食品价格大涨但非食品价格稳中趋降	5
3、肉类价格大涨而其他食品价格相对稳定	6
二、2020 年通胀形势判断	8
1、CPI 高位徘徊	8
2、PPI 小幅改善	15

图表目录

图 1：2018 年下半年以来 CPI-PPI 加速上升	4
图 2：2019 年下半年新增因素主导 CPI 上涨	4
图 3：2019 年大宗商品均值环比表现偏弱	4
图 4：高基数与弱需求拖累 2019 年大宗商品同比走势	4
图 5：近 2 年 PPIRM 趋于回落	5
图 6：农副产品与建筑类等原材料景气度较高	5
图 7：2019 年下半年翘尾因素大幅减弱拖累 PPI	5
图 8：2015 年后猪油走势分歧加大	5
图 9：2019 年食品价格大幅上涨	6
图 10：2019 年核心 CPI 走势偏弱	6
图 11：2019 年 2-11 月食品价格持续超季节性上涨	6
图 12：2019 年非食品价格涨幅总体弱于历史均值	6
图 13：猪肉价格涨幅超越历史峰值	7
图 14：2019 年畜肉类价格走势主导 CPI	7
图 15：除肉类外的其他食品价格涨幅总体温温和	8
图 16：M2 及社融增速均与名义 GDP 增速大体匹配	8
图 17：2017 年散养户数量大幅下降	9
图 18：MSY 自 2013 年后增长迅速	9
图 19：近 2 年猪肉供给断崖式下滑	10
图 20：2019 年猪肉进口数量大幅增长	10
图 21：2019 年 10-11 月能繁母猪存栏数企稳向上	11
图 22：近几年消费者对其他肉类的需求增加	11
图 23：玉米播种面积连续 3 年下降	12
图 24：玉米价格或稳中趋升	12
图 25：2019 年粮食产量再创历史新高	14
图 26：全球粮食价格总体保持低位增长态势	14
图 27：居民对物价上涨的预期相对稳定	14
图 28：预计物价上涨的居民比例为近年来低位水平	14
图 29：2019 年 1-5 月非食品价格涨幅趋缓	15

图 30: 核心 CPI 回落	15
图 31: 房租价格同环比均下行	15
图 32: 医疗保健类价格增速趋于回落	15
图 33: 2019 年沙特原油产量均值或为 980 万桶/天左右	19
图 34: 美国新钻油井数量下滑	19
图 35: 伊朗与委内瑞拉原油产量大幅下降	20
图 36: 减产协议的规模与边际效应均出现递减	20
图 37: 近期美国钻机数量有所下滑	20
图 38: 美国原油库存总体仍在高位	20
图 39: 2020 年全球原油需求或较 2019 年下降	21
图 40: 2020 年 OPEC 减产力度不及非 OPEC 增量	21
图 41: 2019 年基建投资温和回升	22
图 42: 2019 年新开工与竣工之差明显收窄	22
图 43: 本轮库存周期尚未击穿历史底部	23
图 44: 库存周期与 PPI 走势大体吻合	23
图 45: 近期钢铁库存去化较好将推动补库存行情	24
图 46: 当前汽车渠道库存仍在历史中高水平	24
 表 1: 2019 年初以来猪肉权重变化情况 (单位: %)	13
表 2: 世界银行: 2017-2020 年国际大宗商品价格情况(2010=100)	17
表 3: 世界银行: 2016-2021 年有色金属价格情况(单位: 美元/吨, 现价)	17
表 4: 主要产油国 2019 年与 2020 年减产规模对比 (单位: 万桶/天)	18

一、2019 年结构性通胀特征明显

2019 年，CPI 与 PPI 的分化持续加大，结构性通胀特征明显，突出表现为 CPI 强势与 PPI 弱势、食品价格强势与非食品价格弱势、肉类价格（尤其是猪肉价格）强势与其他食品价格弱势并存。猪肉价格超预期上涨以及猪肉权重大幅提升共同推动 CPI 同比增速呈跳升走势，PPI 则受需求偏弱及基数效应影响连续 4 个月负增长。

1、CPI 强势上涨但 PPI 相对较弱

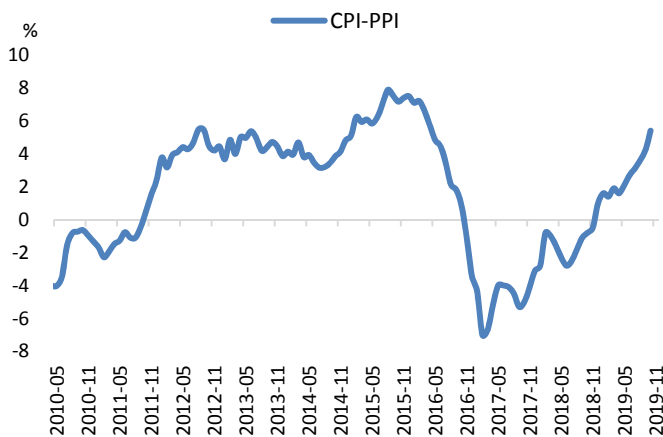
年内 CPI 强势上涨，尤其是 3 季度后有所加速。前 11 个月 CPI 多次超预期上涨，2018 年底市场曾预计 2019 年 CPI 同比上涨 2.2% 左右，但目前看其大概率会上涨 2.9%。3-9 月 CPI 小幅上涨，10-11 月出现跳涨。从新涨价因素看，3-7 月基本在 1.0-1.5%，但 8、9、10 月接连突破 2%、3%、4% 关口，直至 11 月达到 4.5%，下半年 CPI 大涨主要是因为新涨价因素。

PPI 则弱势下跌。2018 年底市场曾预计 2019 年 PPI 同比上涨 1% 左右，但目前看其大概率会在 -0.3% 左右，而且 6 月以后 PPI 连续 5 个月同比负增长。虽然 9-10 月 PPI 环比转正，但 11 月在工业产出大增的情况下却再次转负，表明终端需求仍然偏弱。从新涨价因素看，除了 5 月为零外，其他月份均为负数，受此拖累 PPI 较为弱势，工业生产领域存在通缩。

PPI 与 CPI 走势在 2012 年前大体吻合，但在此后两者部分出现背离。尤其是 2012-2016 年 PPI 连续 54 个月的负增长与 CPI 持续温和增长共存以及 2019 年 PPI 再度负增长与 CPI 强势上涨共存。我们在此前的报告中提出，从历史的角度可以主要解释为：改革开放以后，我国从计划经济向市场经济转变，从物质相对缺乏向品种逐步丰富转变，经济则从高速增长向中高速增长转变，货币供给从常态化高速增长向特殊时期扩张与正常时期收缩共存转变，不同阶段影响价格波动的主要因素有相同点也有差异；影响 CPI 与 PPI 的因素只有部分交叉且传导过程有直接也有间接，传导链条越长，影响就有可能越弱，由此导致 CPI 与 PPI 的传导机制具有显著的非线性特征。比如，在经济与需求上行阶段，原材料与商品供不应求，中上游产品价格上涨可能通过生产链迅速向下游传递；而在经济与需求较弱阶段，传导可能较慢。这从另一个角度也印证了当前终端需求相对温和。

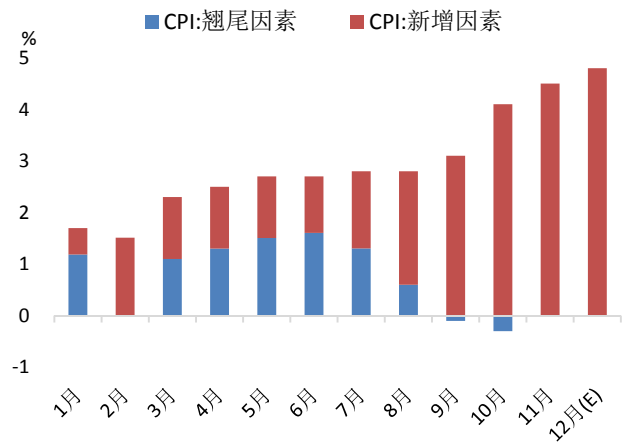
从本世纪初以来几次较高通胀的情况来看，猪油共振情况明显，油价与猪肉价格在峰顶的时间高度重合。比如 2008 年 3 月猪肉价格见顶，7 月油价见顶；2011 年 4 月猪肉价格再次见顶，8 月油价见顶。油价对 PPI 影响较大，猪肉价格对 CPI 推动作用较大，再叠加其他商品的涨价，PPI 与 CPI 的高点相距不远。但 2015 年以后，油价与猪肉价格走势出现分歧，叠加近期其他大宗商品因为需求原因表现较弱，强 CPI 与弱 PPI 这种结构性通胀大概率不会引起通胀全面上行。

图 1：2018 年下半年以来 CPI-PPI 加速上升



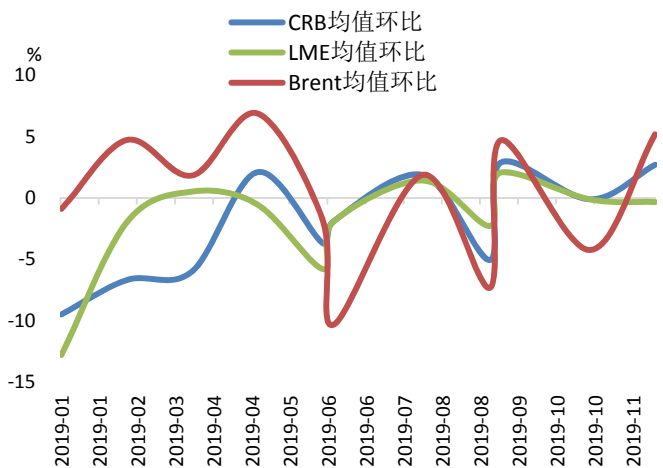
资料来源：Wind，国开证券研究部

图 2：2019 年下半年新增因素主导 CPI 上涨



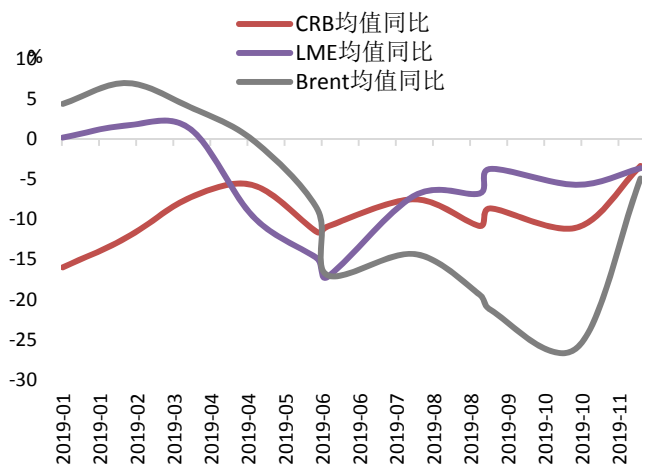
资料来源：Wind，国开证券研究部

图 3：2019 年大宗商品均值环比表现偏弱



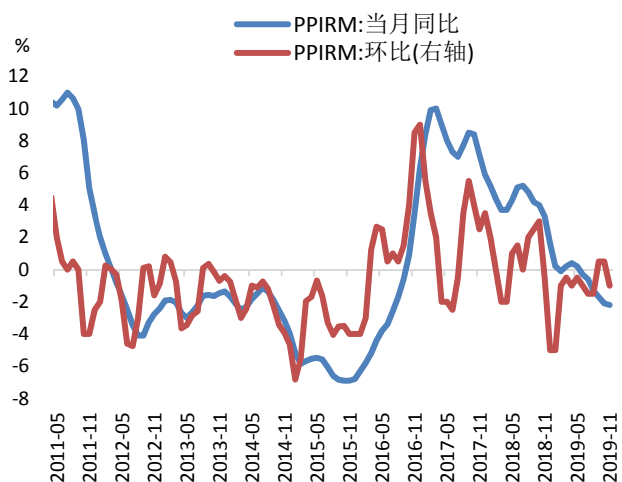
资料来源：Wind，国开证券研究部

图 4：高基数与弱需求拖累 2019 年大宗商品同比走势



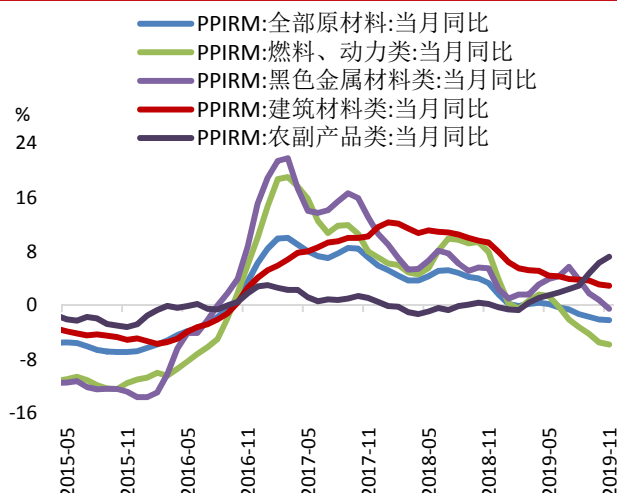
资料来源：Wind，国开证券研究部

图 5: 近 2 年 PPIRM 趋于回落



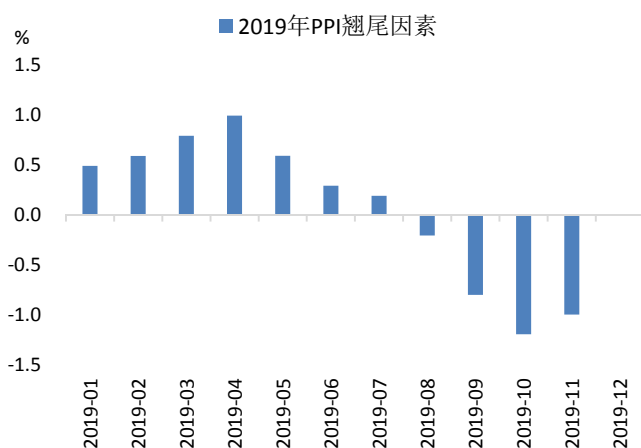
资料来源: Wind, 国开证券研究部

图 6: 农副产品与建筑类等原材料景气度较高



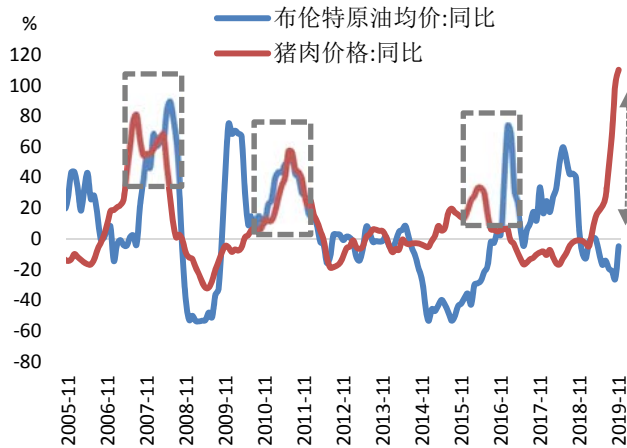
资料来源: Wind, 国开证券研究部

图 7: 2019 年下半年翘尾因素大幅减弱拖累 PPI



资料来源: Wind, 国开证券研究部

图 8: 2015 年后猪油走势分歧加大



资料来源: Wind, 国开证券研究部

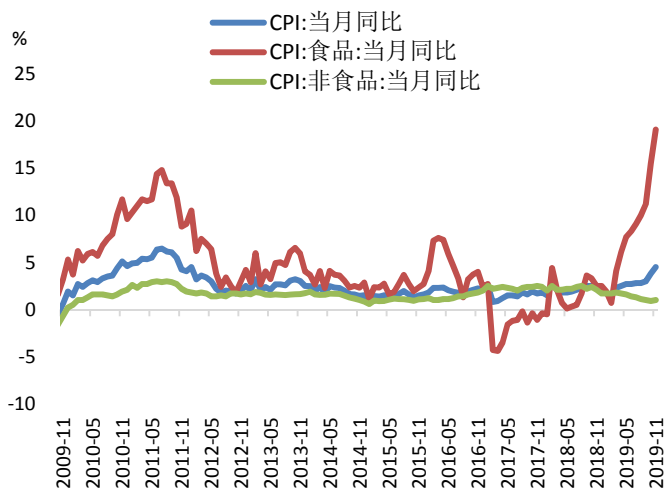
2、CPI 食品价格大涨但非食品价格稳中趋降

食品价格持续超季节性上涨，是 2019 年 CPI 趋于上升的主要原因。从环比增速看，相较 2011-2018 年同期均值，只有 1 月因为春节错期走低 0.8 个百分点，其他月份均高于历史均值，尤其是 10 月，强于均值 4.1 个百分点。而且 8-11 月环比涨幅均超过 3.2%，如此涨幅基本上只有在历年春节前才可以看到，食品价格走势超季节性特征明显。

非食品价格走势则较为疲弱，使得 CPI 上行总体上并未超预期。从环比增速看，相较 2011-2018 年同期均值，除了 2 月、7 月分别因为春节错期、假期因素高出均值 0.2、0.1 个百分点外，其他月份基本上是走低或持平，非食品类总体表现在近 9 年里最弱。

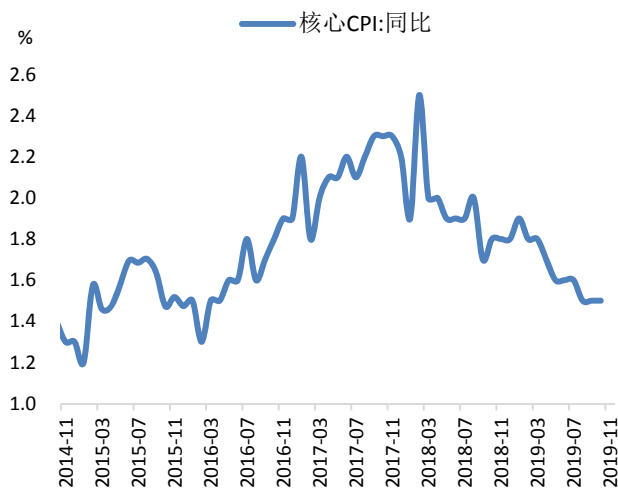
剔除食品与能源的核心 CPI 总体较弱,其在 1-3 月表现略好于 2013-2018 年均值,但 4-11 月均低于历史均值 0.2 个百分点左右。

图 9: 2019 年食品价格大幅上涨



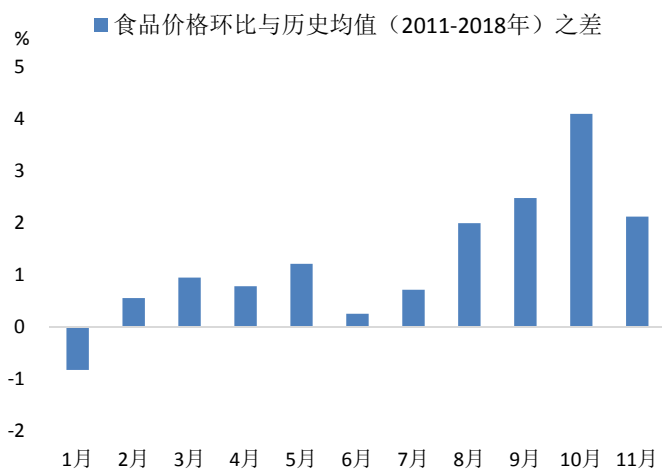
资料来源: Wind, 国开证券研究部

图 10: 2019 年核心 CPI 走势偏弱



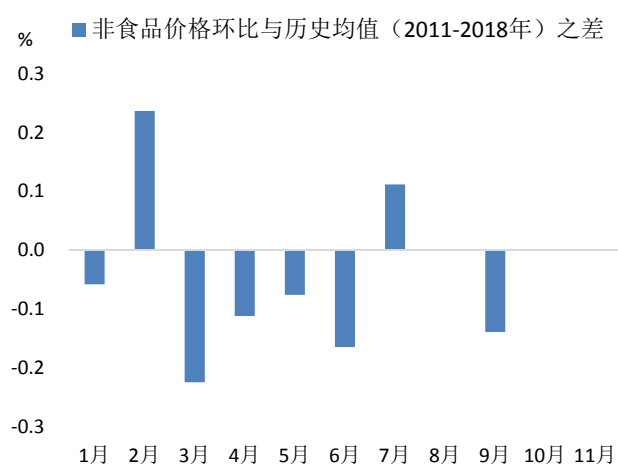
资料来源: Wind, 国开证券研究部

图 11: 2019 年 2-11 月食品价格持续超季节性上涨



资料来源: Wind, 国开证券研究部

图 12: 2019 年非食品价格涨幅总体弱于历史均值



资料来源: Wind, 国开证券研究部

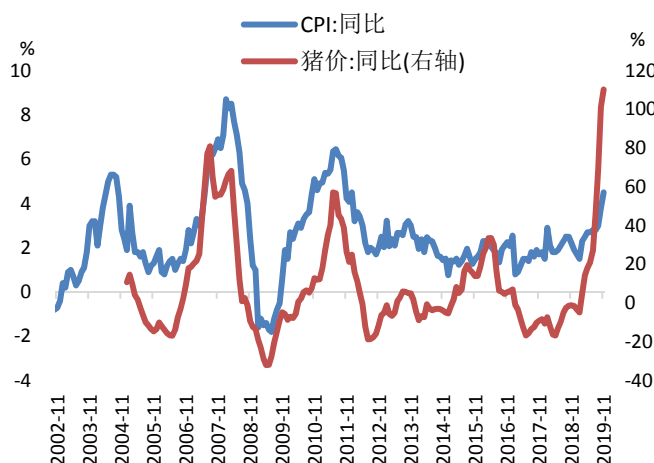
3、肉类价格大涨而其他食品价格相对稳定

食品价格大幅上涨主要是受肉类(尤其是猪肉)价格上涨推动,其他肉类价格上涨或多或少受猪肉价格影响。

肉类价格大涨,尤其是猪肉价格。猪肉价格上涨,主要受猪周期、非洲猪瘟、环保等因素影响。环比方面,前 11 个月只有 1 月、2 月、5 月低于 2011-2018 年均值且差距在 3 个百分点以内,但其他月份均有超季节性表现,尤其是 8-10 月,环比均值高出 20 个百分点左右。10 月同环比

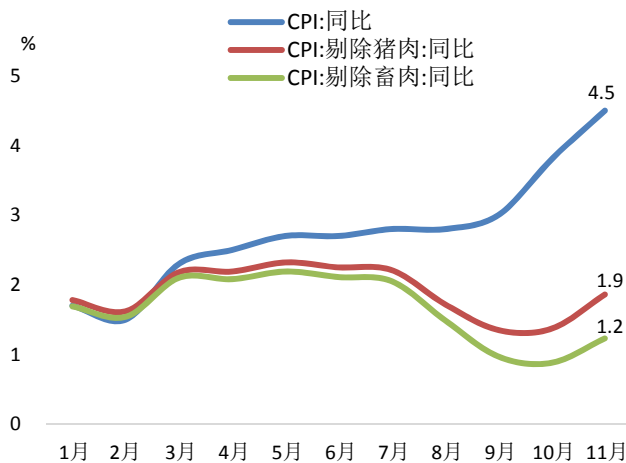
均达到历史峰值，其中环比上涨 20.1%，为有数据以来的最高涨幅；同比上涨 101.3%，较 9 月扩大 32 个百分点，拉动 CPI 2.4 个百分点（贡献率达到 63.2%），较 9 月扩大 0.8 个百分点。在替代效应拉动下，年内肉禽及其制品价格也出现跟涨，10 月同比上涨 66.8%，涨幅比历史次高还多出 18.9 个百分点。剔除猪肉、畜肉后的 CPI 同比涨幅则分别在 1.4-2.3%、0.9-2.2% 波动。

图 13: 猪肉价格涨幅超越历史峰值



资料来源: Wind, 国开证券研究部

图 14: 2019 年畜肉类价格走势主导 CPI



资料来源: 国家统计局, 国开证券研究部

其他食品价格较为稳定。累计同比涨幅最多的是鲜果（权重大约在 1.5% 左右），主要是受 2018 年恶劣天气影响，部分鲜果供给减少。其前 11 个月上涨 14.3%，拉动 CPI 0.21 个百分点左右。不过，7-11 月鲜果价格持续环比回落，10 月同比下跌 0.3%，为近 16 个月以来首次，水果价格逐步趋于正常化。其他食品中，前 11 个月蛋类、蔬菜、奶制品累计同比分别上涨 4.5%、3.5%、1.7%，与 2018 年同期比，变化均在合理范围内。总体来看，除肉类、粮食外的食品价格可能会因为短期供给变化而出现较大波动，但由于生产周期较短、替代需求明显，价格短时间内均值回归的概率较大，不会对 CPI 产生持续冲击。

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_8096

