



证券研究报告·宏观研究报告
2019年12月12日

首创宏观“茶”：

2020年CPI当月同比“前高后低”，货币政策大概率“中性偏结构性宽松”

——11月通胀数据点评

研究发展部宏观策略组

王剑辉
宏观策略分析师
电话：010-56511920
邮件：wangjianhui1@sczq.com.cn
执业证书：S0110512070001

主要观点：

- 11月CPI同比4.50%，预期4.20%，前值3.80%；11月PPI同比-1.40%，预期-1.50%，前值-1.60%；11月PPIRM同比-2.20%，前值-2.10%。我们点评如下：
- 一、11月CPI当月同比破“4”，核心CPI当月同比创2015年2月以来新低；
- 二、11月PPI当月同比小幅反弹，预计12月大概率较11月上行；
- 三、2020年运用好逆周期调节工具，货币政策“中性偏结构性宽松”。

目录

一、11月CPI当月同比破“4”，核心CPI当月同比创2015年2月以来新低.....	4
二、11月PPI当月同比小幅反弹，预计12月大概率较11月上行.....	7
三、2020年运用好逆周期调节工具，货币政策“中性偏结构性宽松”	10

图表目录

图 1：11 月 CPI 当月同比与核心 CPI 当月同比继续“背道而驰”（%） 4

图 2：11 月交通工具用燃料与水电燃料 CPI 当月同比双双反弹（%） 6

图 3：9 月有可能是能繁母猪存栏同比的低点（%） 7

图 4：11 月 PPI 当月同比小幅反弹（%） 8

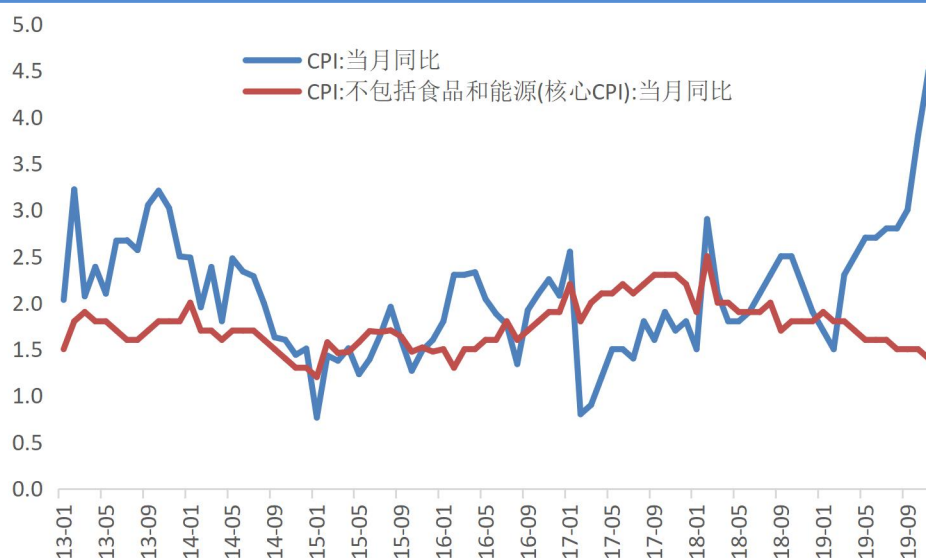
事件：11月CPI同比4.50%，预期4.20%，前值3.80%；11月PPI同比-1.40%，预期-1.50%，前值-1.60%；11月PPIRM同比-2.20%，前值-2.10%。

点评：

一、11月CPI当月同比破“4”，核心CPI当月同比创2015年2月以来新低

11月CPI当月同比为4.50%，高于预期0.30个百分点，较前值大幅上行0.70个百分点，2012年2月以来首次破“4”，且创2011年11月以来高点。其中，食品CPI当月同比为19.10%，较前值上行3.60个百分点，创2008年6月以来新高，而非食品CPI当月同比为1.00%，较前值上行0.10个百分点，时隔13个月首次反弹。消费品CPI当月同比为6.50%，较前值上行1.30个百分点，创2011年11月以来新高，而服务CPI当月同比为1.20%，较前值下行0.20个百分点，创2010年2月以来新低。

图 1：11 月 CPI 当月同比与核心 CPI 当月同比继续“背道而驰”（%）

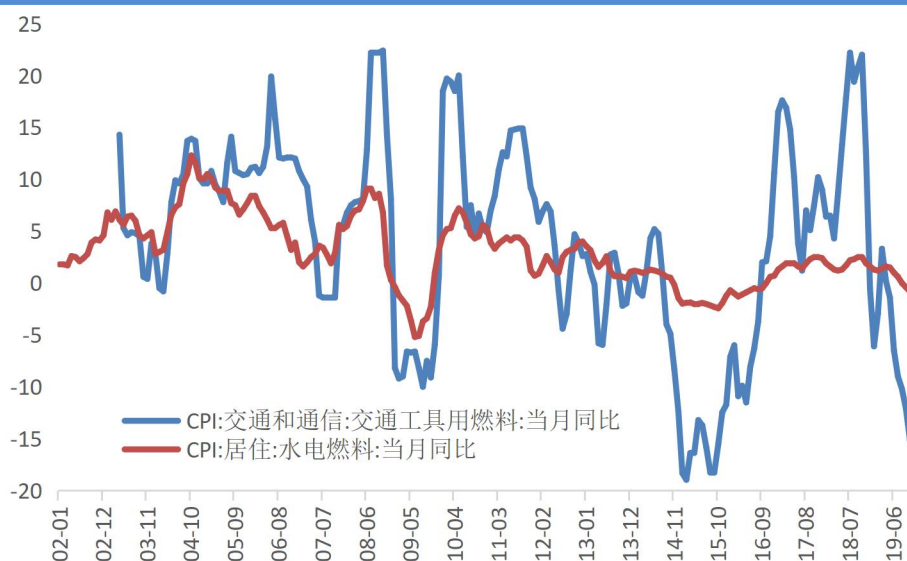


资料来源：wind，首创证券研究发展部

从CPI当月同比的8大分项看，连续8个月7升1降。具体看，食品烟酒、其他用品和服务、医疗保健、教育文化和娱乐、衣着、居住、生活用品及服务的CPI当月同比分别为13.90%、4.50%、2.00%、1.70%、1.10%、0.40%、0.40%，分别较前值上行2.50、-1.00、-0.10、-0.20、-0.10、-0.10、-0.20个百分点，而交通和通信的CPI当月同比为-2.80%，较前值上行0.70个百分点，自2019年3月持续单边下行以来首次反弹。11月除了食品烟酒以及交通和通信分项以外，其余6大分项均较前值下行。该现象与核心CPI当月同比的走势相符。11月核心CPI当月同比为1.40%，较前值下行0.1个百分点，自2018年2月2.50%的高点累计下行1.1个百分点，创2015年2月以来新低，表明实体经济需求依旧疲弱。

在31个最细项上，猪肉、牛肉、羊肉、蛋类、食用油、家庭服务、鲜菜CPI当月同比分别为110.20%、22.20%、14.30%、10.10%、5.00%、4.20%、3.90%，分别较前值上行8.90、1.80、-1.80、-0.30、1.70、0、14.10个百分点，是11月CPI上行的主要贡献项。11月猪肉平均批发价较10月下行，但是2018年同期基数下行，使得猪肉CPI当月同比依旧较前值上行8.90个百分点，续创历史最高值。此外，受天气影响，11月鲜菜CPI当月同比出现较大幅度的反弹。交通工具用燃料、鲜果、通信工具、交通工具、家用器具、通信服务、快递服务、水电燃料CPI当月同比分别为-10.60%、-6.80%、-3.80%、-1.40%、-1.20%、-0.70%、-0.60%、-0.50%，分别较前值上行4.50、-6.50、-0.80、0、-0.20、-0.10、0、0.30个百分点。在OPEC减产的推动下，近期国际油价小幅走强，发改委上调国内成品油价格，叠加去年同期基数较低，使得11月交通工具用燃料与水电燃料CPI当月同比双双反弹，其中，交通工具用燃料反弹幅度较大。此外，11月家用器具CPI当月同比再次较前值下行，与“双11”促销有较大关系。

图 2：11 月交通工具用燃料与水电燃料 CPI 当月同比双双反弹（%）

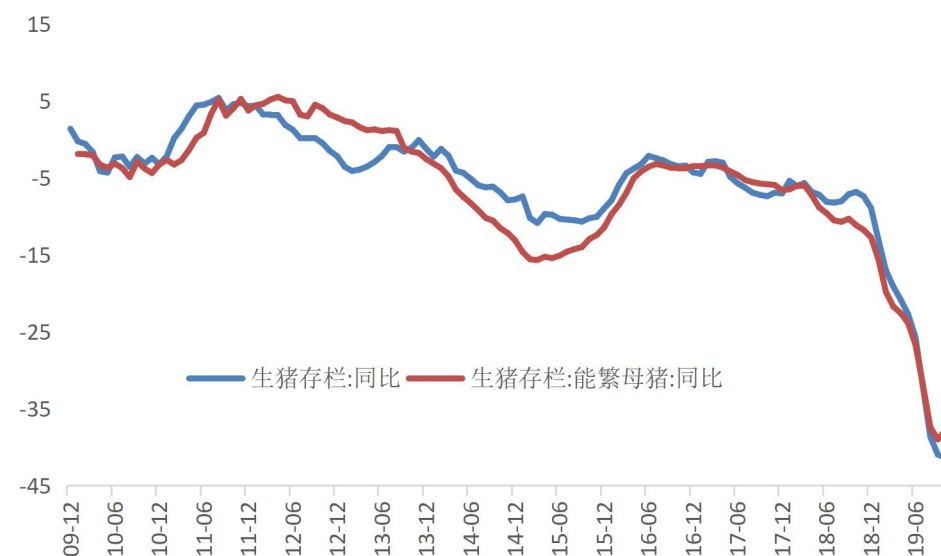


资料来源：wind，首创证券研究发展部

展望12月，从结构上看，受猪肉CPI当月同比的拉动，食品烟酒分项CPI当月同比还将继续上行，而短期内发改委大概率还将上调国内成品油价格，预计交通和通信分项CPI同比降幅大概率收窄。从基数上看，2018年11月、12月CPI当月同比分别为2.20%、1.90%，基数下行利多12月CPI当月同比。综上，叠加考虑目前的趋势及上涨幅度，预计12月CPI当月同比大概率较11月上行。

展望2020年，猪肉价格依旧是影响CPI走势的核心因素。从生猪产能看，9月、10月能繁母猪存栏同比分别为-39.00%、-37.90%，降幅出现收窄，目前看9月有可能是能繁母猪存栏同比的低点。考虑到能繁母猪存栏同比领先生猪出栏10个月左右，意味着2020年7月左右可能是猪肉价格的高点。这一时点与商务部的预判观点一致。11月7日，商务部市场运行和消费促进司王斌副司长称，“如非洲猪瘟疫情不出现反复，预计2020年下半年受非洲猪瘟影响恢复生产的生猪将开始增加市场供给，猪肉供给状况将有所改善”。预计在国家稳定生猪生产保障市场供应一系列政策措施作用下，2020年2季度生猪的供应将有所改善。具体到CPI当月同比的走势，由于“春节错位”效应，2020年1月大概率是2020年CPI当月同比的最高点，而受2019年2月-3月猪肉价格跌至低点的影响，预计2020年2月、3月CPI当月同比还处于高位，也就是说，1季度是2020年CPI当月同比的高点。2季度在去年同期猪肉价格阶段性上升的背景下，预计CPI当月同比依旧处于较高位置。3、4季度猪肉价格大概率下行，叠加去年同期猪肉价格快速拉升，CPI当月同比下行是大概率事件。综上，2020年CPI当月同比大概率前高后低，呈“逐季下行”的态势。

图 3：9月有可能是能繁母猪存栏同比的低点（%）

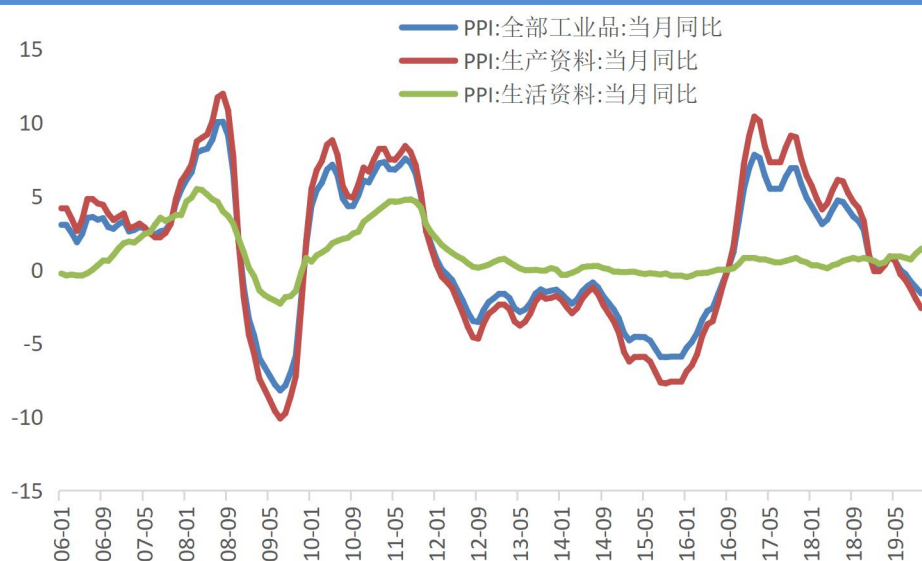


资料来源：wind，首创证券研究发展部

二、11月PPI当月同比小幅反弹，预计12月大概率较11月上行

11月PPI当月同比为-1.40%，低于预期0.1个百分点，较前值上行0.2个百分点，在6连跌之后迎来首次反弹，而11月PPI累计同比为-0.30%，较前值下行0.1个百分点，创2016年9月以来新低。其中，生产资料PPI当月同比为-2.50%，较前值上行0.10个百分点，同样在6连跌之后迎来首次反弹，而生活资料PPI当月同比1.60%，较前值上行0.2个百分点，创2012年3月以来新高。生产资料PPI中，采掘工业、原材料工业、加工工业PPI当月同比为-1.40%、-5.00%、-1.60%，分别较前值上行0.50、0.60、-0.10个百分点。加工工业PPI当月同比继续下探，表明制造业的利润增速依旧不容乐观。生活资料PPI当月同比中，食品类、衣着类、一般日用品类、耐用消费品类PPI当月同比为5.40%、0.30%、0.10%、-2.10%，分别较前值上行1.00、-0.30、-0.30、-0.30个百分点。其中，食品类PPI当月同比加速上扬，而耐用消费品类PPI当月同比则创2009年11月以来新低。

图 4：11 月 PPI 当月同比小幅反弹（%）



资料来源：wind，首创证券研究发展部

展望12月，受新涨价因素、翘尾因素以及基数效应的影响，预计12月PPI当月同比大概率较前值上行。新涨价因素方面，受OPEC减产消息的提振，国际油价小幅走高，而在全球制造业PMI反弹，以及12月6日政治局会议定调2020年“稳增长”的背景下，铜与螺纹钢价格均出现走高。翘尾因素方面，2019年11月、12月PPI翘尾同比分别为-1.0%、0%。基数效应方面，2018年11月、12月PPI当月同比分别为2.70%、0.90%，基数下行利多12月PPI当月同比。

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_8407

