

证券研究报告 / 宏观数据

食品价格上涨有所扩散——11月物价数据点评

报告摘要：

中国 11 月 CPI 同比上升 4.5%，超出市场预期的 4.3%，以及我们预期的 3.9%。11 月 CPI 大幅上涨的主要原因是猪肉价格的增速、猪价的溢出效应超出预期。在非洲猪瘟、环保政策和猪周期的共同作用下，生猪存栏不断降低，推动猪价上行。尽管 11 月猪肉价格经历了回调，但幅度低于预期。11 月猪肉平均价同比上涨 110.2%，拉动 CPI 上涨 2.64 个百分点。猪价上涨也带动牛羊肉、禽肉、鸡蛋等替代品价格出现明显提升，超出以往的季节性变化，共同推高猪价。11 月除猪肉外畜肉拉动 CPI 上涨 0.63 个百分点，涨幅比上月扩大 0.24 个百分点。

我们初步预计 12 月 CPI 同比增幅会进一步提高至 5.2%，不确定性来自于春节前的保供应政策扰动。第一，猪肉供给将进一步萎缩，推动猪肉及替代品价格上涨。能繁母猪与生猪存栏不足、11 月去库存都将对日后猪肉供给形成较大压力。第二，随着春节临近，今年 12 月、明年 1 月的消费将出现较大增长。但 12 月 2 日，农业部长韩长赋主持召开党组会议，提出确保元旦春节和全国“两会”期间猪肉市场供应基本稳定。我们预计冷冻猪肉储备、进口等市场化政策难以改变猪价上涨趋势，但可能会影响部分时段的价格。

11 月 PPI 同比下降 1.4%，符合市场预期，前值下降 1.6%。其中，生产资料同比下跌 2.5%，生活资料同比上升 1.6%。受生产资料环比下降的拖累，11 月 PPI 环比转负，录得-0.1%，其中，PPI 生产资料环比下跌 0.2%，生活资料环比与上月持平。

预计 12 月 PPI 有望继续回升。12 月随着翘尾效应消失，PPI 同比将明显回升。11 月份制造业 PMI 重回荣枯线，表明经济运行开始由降转稳，同时 CPI 将带动生活资料价格进一步上涨，为 PPI 提供支撑。但是在经济下行存在较大压力的情况下，PPI 预计仍会处于低位。

我们预计猪价长期来看仍将上涨，明年前三季度通胀压力都将较大。PPI 见底回升趋势较为明显，但我们测算中枢在 0 左右，与需求充分或者供给短缺下的工业品价格大幅上涨有别。因此，我们预计货币政策仍将保持稳健略宽松的整体态度。当然，通胀并非完全不约束货币政策，它会影响货币政策的节奏和工具选择。大放水显然不适合，但结构性货币政策工具、降低融资成本仍然有必要，未来 LPR 的慢下行仍然是大趋势。



相关报告

《CPI 超预期上行，年末破 3%概率较大——8 月物价数据点评》（20190911）

《美联储降息预期兑现，英国再次延期脱欧——海外宏观周度观察（2019 年第 44 周）》（20191103）

《美联储释放暂停降息信号——海外宏观周度观察（2019 年第 46 周）》（20191118）

证券分析师：沈新凤

执业证书编号：S0550518040001
18917252281 shenxf@nesc.cn

研究助理：尤春野

执业证书编号：S0550118060022
13817489814 youcy@nesc.cn

联系人：曹哲亮

执业证书编号：S0550119010010
18010018933 caozl@nesc.cn

目 录

1. 主要数据	3
2. 猪价上涨拉动 CPI 超预期上行.....	3
3. PPI 同比跌幅收窄，环比转负	5
4. 明年前三季度通胀压力较大.....	7
4.1. 未来通胀将会怎么走?	7
4.2. 未来货币政策会如何应对?	7
图 1: CPI 同比.....	3
图 2: CPI 环比.....	3
图 3: 猪肉价格超预期上涨	4
图 4: 猪肉外其他畜肉对 CPI 的拉动快速上升.....	4
图 5: 母猪存栏量持续环比负增长.....	4
图 6: 2019 年以来生猪存栏量持续下降.....	4
图 7: 11 月猪肉价格出现回调	4
图 8: 猪肉批发价开始企稳回升	4
图 9: 鲜菜、水产品与鲜果价格同比	5
图 10: CPI 八大类同比.....	5
图 11: PPI 同比走势.....	6
图 12: PPI 环比走势.....	6
图 13: PPI 生产资料分项同比.....	6
图 14: PPI 生活资料分项同比.....	6
图 15: PPI 生产资料分项环比.....	7
图 16: PPI 生活资料分项环比.....	7

1. 主要数据

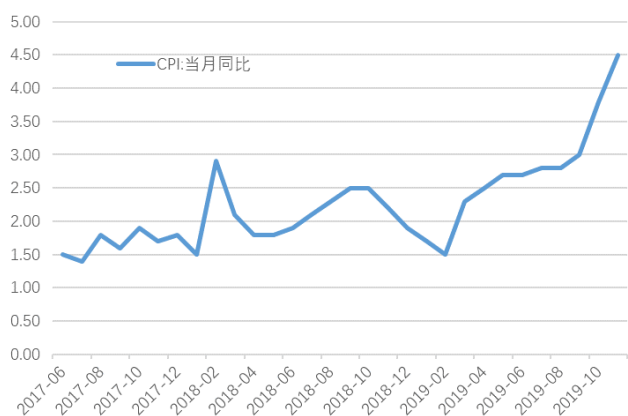
中国 11 月 CPI 同比增 4.5%，预期增 4.3%，前值增 3.8%。

中国 11 月 PPI 同比降 1.4%，预期降 1.4%，前值降 1.6%。

2. 猪价上涨拉动 CPI 超预期上行

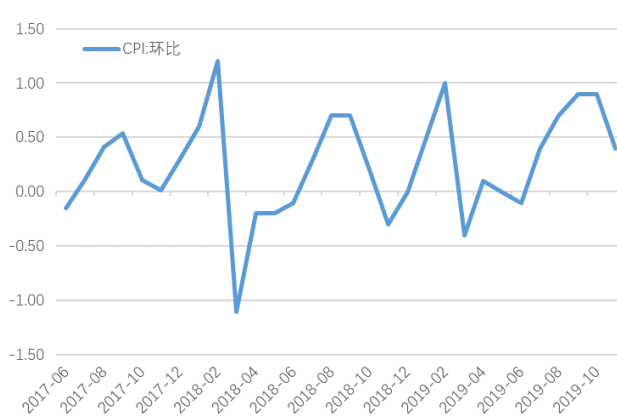
中国 11 月 CPI 同比上升 4.5%，超出市场预期的 4.3%，以及我们预期的 3.9%。其中，食品价格上涨 19.1%，非食品价格上涨 1.0%；消费品价格上涨 6.5%，服务价格上涨 1.2%。11 月 CPI 环比上涨 0.4%，比上月回落 0.5 个百分点。

图 1: CPI 同比



数据来源：东北证券，Wind

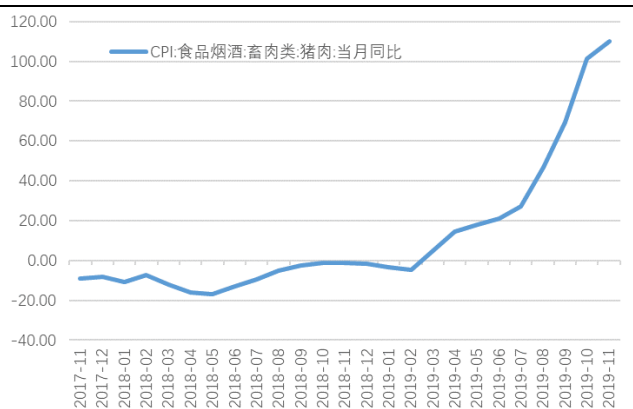
图 2: CPI 环比



数据来源：东北证券，Wind

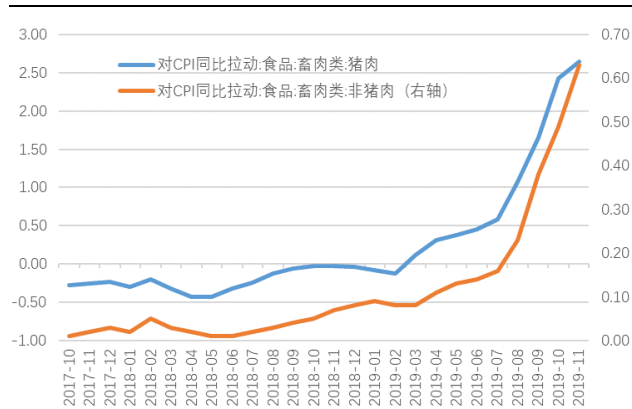
11 月 CPI 大幅上涨的主要原因是猪肉价格的增速、猪价的溢出效应超出预期。在非洲猪瘟、环保政策和猪周期的共同作用下，能繁母猪与生猪存栏不断降低，推动猪价上行。尽管 11 月猪肉价格经历了回调，但幅度低于预期。11 月猪肉平均价同比上涨 110.2%，环比上涨 3.8%，拉动 CPI 上涨 2.64 个百分点。在猪肉价格的带动下，畜肉总体同比上涨 74.5%，拉动 CPI 上升 3.27 个百分点。**猪价上涨也带动牛羊肉、禽肉、鸡蛋等替代品价格出现明显提升，超出以往的季节性变化，牛肉同比上涨 22.2%，羊肉同比上涨 14.3%，鸡蛋同比上涨 10.1%。**11 月除猪肉外畜肉拉动 CPI 上涨 0.63 个百分点，涨幅比上月扩大 0.24 个百分点。

图 3: 猪肉价格超预期上涨



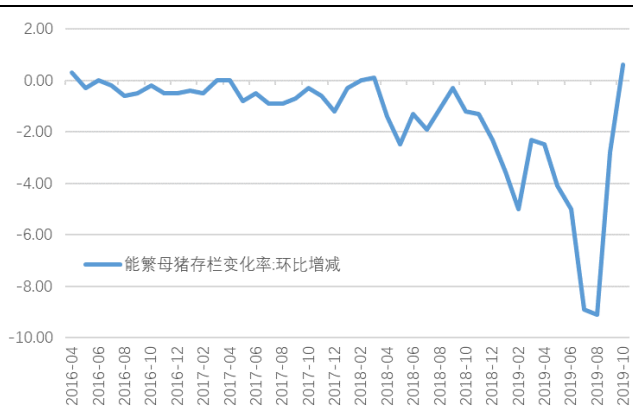
数据来源: 东北证券, Wind

图 4: 猪肉外其他畜肉对 CPI 的拉动快速上升



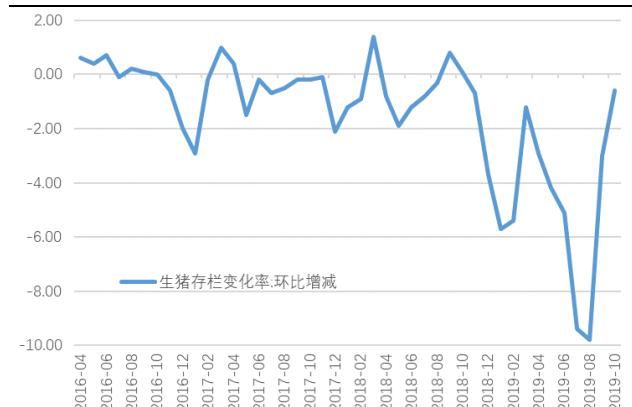
数据来源: 东北证券, Wind

图 5: 母猪存栏量持续环比负增长



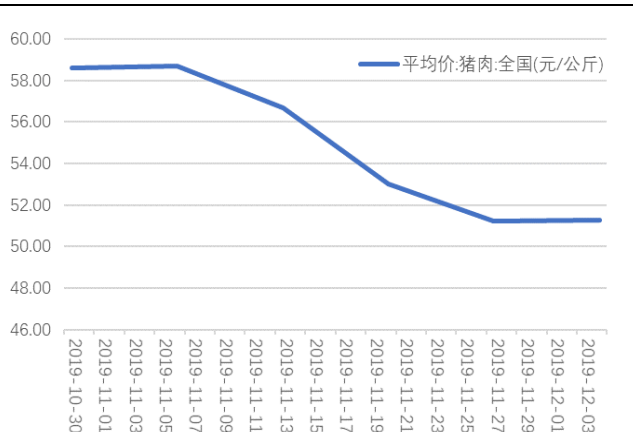
数据来源: 东北证券, Wind

图 6: 2019 年以来生猪存栏量持续下降



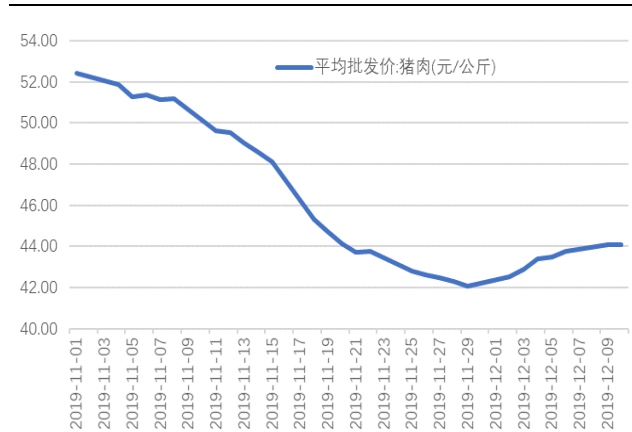
数据来源: 东北证券, Wind

图 7: 11 月猪肉价格出现回调



数据来源: 东北证券, Wind

图 8: 猪肉批发价开始企稳回升

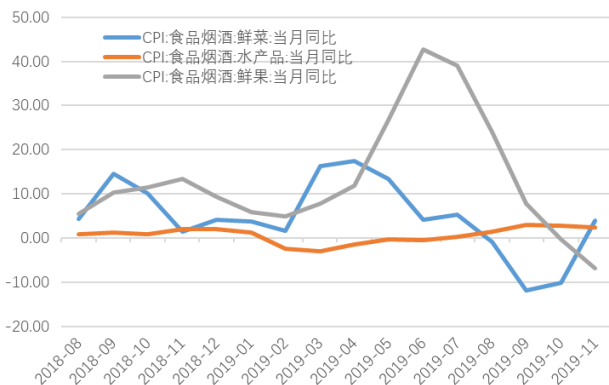


数据来源: 东北证券, Wind

随着苹果、柑橘和梨等时令水果的大量上市,鲜果价格环比下降 3.0%,同比下降 6.8%,跌幅扩大 6.5 个百分点。水产品供应充裕,价格环比下降 0.5%,同比上升 2.4%,涨幅下跌 0.3 个百分点。由于冬季鲜菜生产及储运成本增加,鲜菜价格环比上涨 1.4%,同比上涨 3.9%,比上月增长 14.1 个百分点。

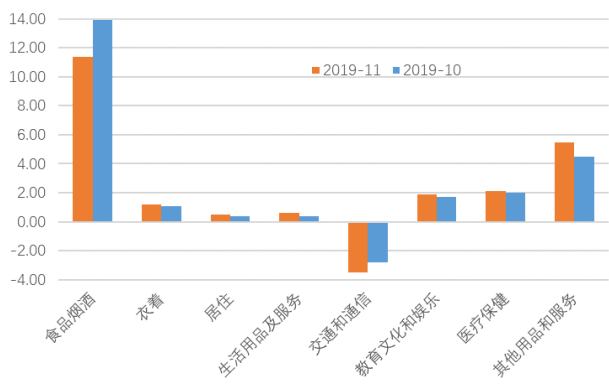
非食品中，受换季影响，衣着价格环比略涨 0.3%，同比上涨 1.1%。医疗保健环比上涨 0.1%，居住环比不变。生活用品及服务、交通和通信、教育文化和娱乐以及其他用品和服务分别环比下跌 0.1%、0.3%、0.7%和 0.8%，其中租房房租下跌 0.3%，居住用水电燃料与交通工具用燃料均上涨 0.3%，淡季影响下旅游相关价格下跌 3.9%。

图 9：鲜菜、水产品与鲜果价格同比



数据来源：东北证券，Wind

图 10：CPI 八大类同比



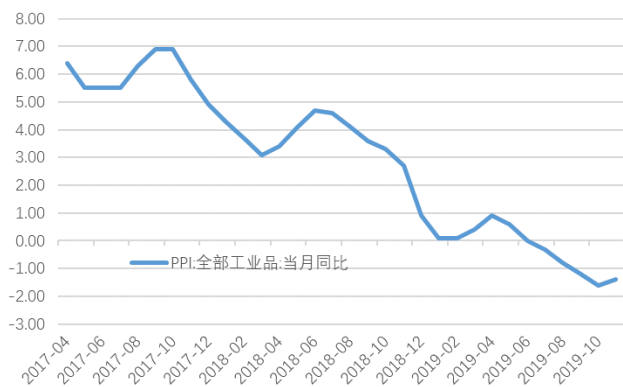
数据来源：东北证券，Wind

初步预计 12 月 CPI 同比增幅会进一步提高至 5.2%，不确定性来自于春节前的保供应政策扰动。第一，猪肉供给将进一步萎缩，推动猪肉及替代品价格上涨。从猪肉批发价来看，12 月初猪价回调基本结束，11 月的去库存将对日后猪肉供给形成较大压力。2018 年 4 月以来能繁母猪存栏量持续下降，猪周期理论显示受此影响近期生猪供给将出现较大下滑。此外，根据我们《2020 年通胀走势预测及货币政策展望》的分析，猪肉进口与储备肉投放对于缓解我国较大的猪肉供需缺口而言杯水车薪。第二，随着春节临近，今年 12 月、明年 1 月的消费将出现较大增长，推动 CPI 进一步上行。但是，12 月 2 日，农业部长韩长赋主持召开党组会议，提出确保元旦春节和全国“两会”期间猪肉市场供应基本稳定。我们预计冷冻猪肉储备、进口等市场化政策难以改变猪价上涨趋势，但可能会影响部分时段的价格。

3. PPI 同比跌幅收窄，环比转负

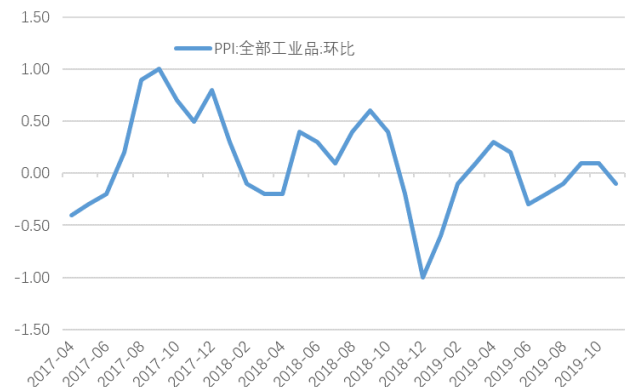
11 月 PPI 同比下降 1.4%，符合市场预期，前值下降 1.6%。其中，生产资料同比下降 2.5%，降幅比上月扩大 0.1 个百分点，拉动 PPI 下跌 1.84%。生活资料同比上升 1.6%，涨幅比上月扩大 0.2 个百分点，拉动 PPI 上涨 0.4%。生产与生活资料价格继续分化。PPI 环比下降 0.1%。

图 11: PPI 同比走势



数据来源: 东北证券, Wind

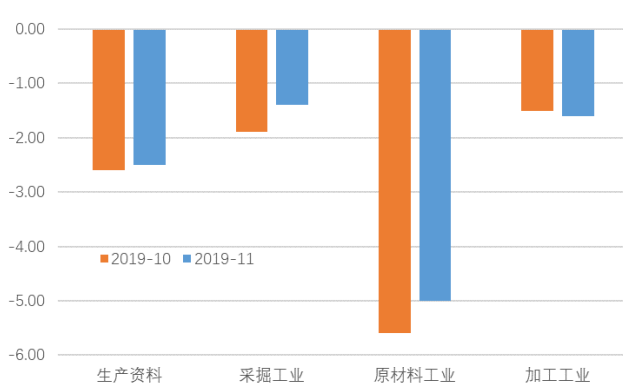
图 12: PPI 环比走势



数据来源: 东北证券, Wind

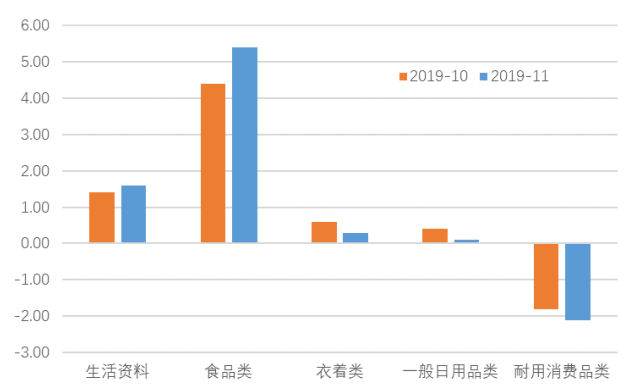
生产资料价格主要受到国内工业需求的影响,在经济下行的大背景下,工业品价格疲软,原材料工业、加工工业与采掘工业同比分别下降 5%、1.6%与 1.4%,加工工业跌幅扩大 0.1 个百分点。受 CPI 上行带动,生活资料同比上涨 1.6%,涨幅扩大 0.2 个百分点,其中食品类同比上涨 5.4%,而耐用消费品跌幅扩大至-2.1%。

图 13: PPI 生产资料分项同比



数据来源: 东北证券, Wind

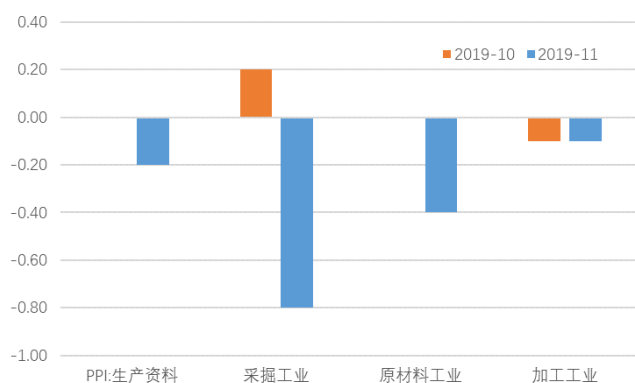
图 14: PPI 生活资料分项同比



数据来源: 东北证券, Wind

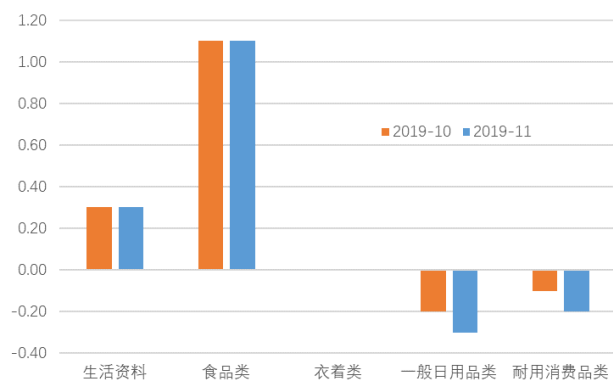
受生产资料环比下降的拖累,11月 PPI 环比转负,其中,PPI 生产资料环比下跌 0.2%,生活资料环比与上月持平。大类来看,采掘工业由正转负,环比下跌 0.8%,跌幅 1 个百分点;原材料工业环比下跌 0.4%,跌幅 0.4 个百分点。分行业看,30 个行业中有 14 个行业环比为负,9 个行业环比为正,整体价格有所下降。其中,有色金属矿采选业、石油、煤炭及其他燃料加工业以及化学原料及化学制品制造业环比由正转负,环比分别下跌 1.6%、1%与 1%。

图 15: PPI 生产资料分项环比



数据来源: 东北证券, Wind

图 16: PPI 生活资料分项环比



数据来源: 东北证券, Wind

预计 12 月 PPI 有望继续回升。在 11 月份 1.4% 的同比降幅中, 去年价格变动的翘尾影响约为 -1 个百分点, 新涨价影响约为 -0.4 个百分点。12 月随着翘尾效应消失, PPI 同比将明显回升。11 月份制造业 PMI 指数回升至 50.2, 重新回到荣枯线以上, 表明经济运行开始显露由降转稳迹象, 同时 CPI 将带动生活资料价格进一步上涨, 为 PPI 提供支撑。但是在经济下行存在较大压力的情况下, PPI 预计仍会处于低位。

4. 明年前三季度通胀压力较大

4.1. 未来通胀将会怎么走?

我们在《2020 年通胀走势预测及货币政策展望》中分析指出, 本轮猪肉价格上涨主要来源于供给端, 非洲猪瘟、环保政策以及猪周期共同推动猪价创新高。猪肉进口、储备肉投放、猪瘟疫苗等难以对明年猪价产生显著的抑制作用。11 月猪价经历了短期回落, 数据来看, 猪肉批发价降幅远远大于平均价, 表明此次回落主要由猪肉供应商去库存导致, 会对日后的猪肉供给形成透支。12 月猪肉批发价出现回升, 显示本轮猪价回调可能结束。随着春节的临近, 预计到明年一月份猪价都将处于快速上涨的通道。同时, 由于存在较大的供给缺口, 我们初步预计明年全年猪肉价格都将处在上涨区间, 不确定性在于政策干预。

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_8442

