

11月物价数据评论

宏观经济点评

猪肉拉升的CPI和基数带动的PPI不对货币构成主要约束

数据：11月CPI当月同比4.5%（前值3.8%），环比0.4%（前值0.9%）；

11月PPI当月同比-1.4%（前值-1.6%），环比-0.1%（前值0.1%）。

- **11月CPI当月同比升至4.5%，主要原因在于猪肉价格依然高位上涨。**11月CPI再度上升的原因依然是猪肉价格对CPI超季节性的贡献，往年11月猪肉CPI环比均值-1.7%，今年11月为3.8%。但要强调的是，非食品CPI（1.0%）以及核心CPI（1.4%）依然保持低位稳定。从环比来看，食品类中，蔬菜（1.4%）价格上升，猪肉（3.8%）价格环比涨幅收窄，水产品（-0.5%）价格下降，蛋类（-0.5%）价格回落，水果（-3.0%）价格跌幅收窄；非食品类中，衣着（0.3%）价格上涨，医疗保健（0.1%）价格上升，教育与娱乐（-0.7%）价格下跌，交通工具用燃料（0.3%）环比涨幅收窄。
- **11月PPI当月同比跌幅收窄，主要原因去年整体基数偏低。**从环比来看，煤炭开采和洗选业（-0.5%）跌幅扩大，石油、煤炭及其他燃料加工业（0.1%）涨幅收窄，化学原料及化学制品制造业（-1.0%）价格下降，非金属矿物制品业（0.8%）价格上涨，黑色金属冶炼及压延加工业（-0.3%）价格下跌，有色金属冶炼及压延加工业（-0.2%）价格下跌。
- **展望12月，CPI当月同比继续维持4.5%以上高位；PPI当月同比跌幅继续收窄，回升至-0.5%附近。**从CPI分项来看，12月以来猪肉价格平均批发价已涨至43.4元/公斤，环比下降，对CPI环比形成负向贡献；而蔬菜、水果、原油价格有所上升，考虑到基数效应的综合影响，预计CPI环比依然为正，当月同比维持高位。从PPI分项来看，12月以来原油、水泥、钢铁价格上涨，而煤炭、有色价格下跌，考虑到工业品价格变化对于PPI的影响具有滞后效应，预计PPI环比转正，PPI去年同期基数较低，因此当月同比涨幅可能出现较大幅度收窄，12月PPI回升至-0.5%附近。
- **从当前看，猪肉拉升的CPI和基数效应下的PPI回升，暂不对货币宽松形成主要约束。**CPI方面，猪肉价格进一步推升CPI同比上行，核心CPI依然低迷，CPI的上行依然是结构性的，这对货币宽松不构成主要约束；反过来思考，货币的收紧也无助于缓解肉价上涨推升的CPI。PPI方面，11月的PPI环比为-0.1%，同比的跌幅收窄主要受到基数影响，并不是需求改善带来的价格上行，也不对货币形成主要约束。从2020年1月开始，通胀结构可能会有所不同，但依然不对货币形成主要约束。猪肉价格推升的CPI高点在1月份可能分歧不大，但后期回落幅度、速度存在分歧。我们倾向于认为CPI随后的降幅和降速不会太大也不会太快，原因有两点：一是猪肉供给的改善仍存在一定的不确定性和错位（食品类CPI可能环比跌幅不大），二是整体需求存在企稳的可能（拉动核心CPI上行，但幅度可能不大）。同时，PPI也会在需求企稳的背景下边际有所改善，同比预计升至零附近。这可能会对长端利率产生一定的影响，但我们依然不认为这将对货币宽松形成主要约束，其原因在于：一是货币的主要掣肘在于资产价格（房价），二是创新、科技行业的发展需要相对宽松的货币条件。

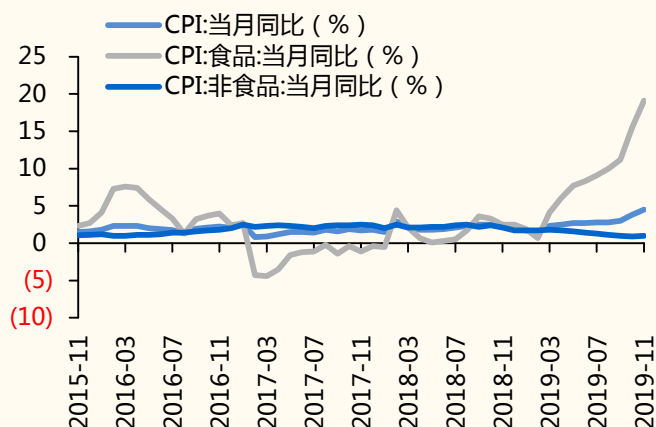
边泉水 分析师 SAC 执业编号：S1130516060001
bianquanshui@gjzq.com.cn

段小乐 分析师 SAC 执业编号：S1130518030001
(8621)61038260
duanxiaole@gjzq.com.cn

高翔 联系人
gaoxiang1@gjzq.com.cn

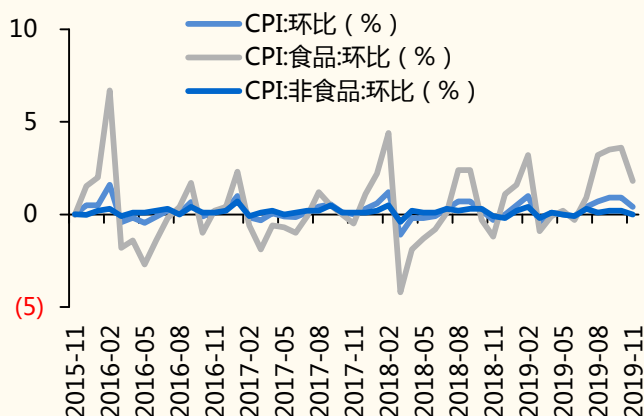
风险提示：财政宽松力度不足、货币政策过紧、信用进一步收缩、房地产行业出现风险、中美贸易摩擦升温。

图表 1: CPI 当月同比上升



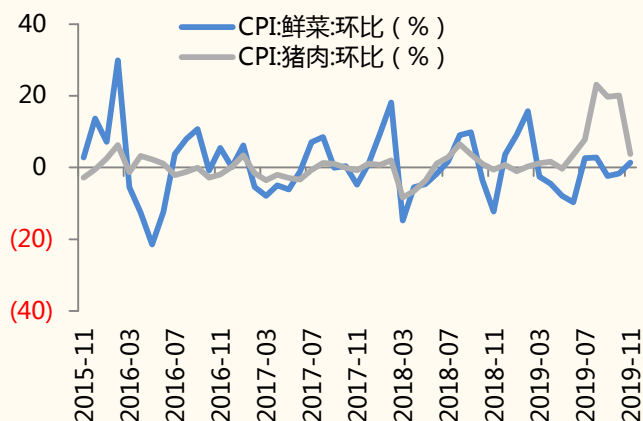
来源: 国家统计局, 国金证券研究所

图表 2: CPI 环比回落



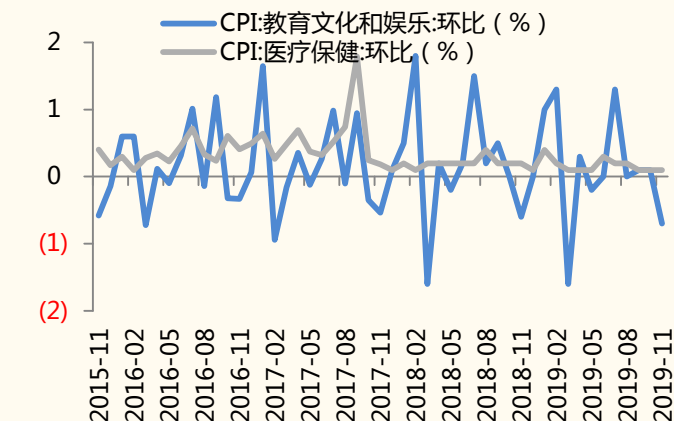
来源: 国家统计局, 国金证券研究所

图表 3: 猪肉、蔬菜价格上升



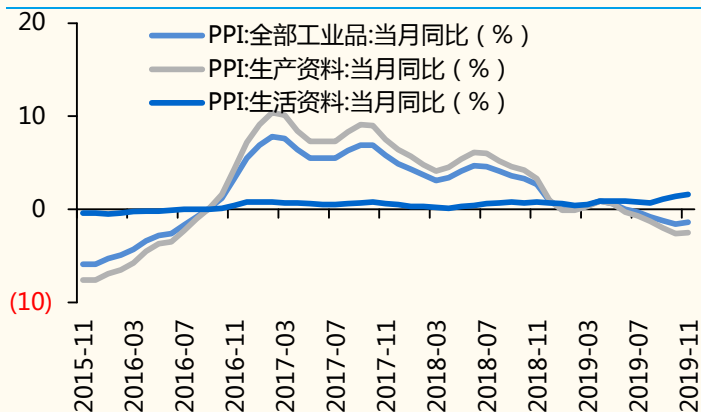
来源: 国家统计局, 国金证券研究所

图表 4: 文教娱乐环比下降



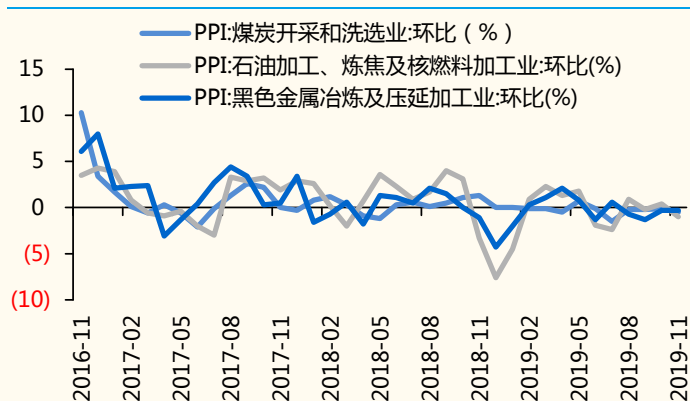
来源: 国家统计局, 国金证券研究所

图表 5: PPI 当月同比跌幅收窄



来源: 国家统计局, 国金证券研究所

图表 6: 黑色系价格下跌



来源: 国家统计局, 国金证券研究所

风险提示：

1. 财政宽松力度不足，减税降费力度不够或者执行力度不够，难以对冲经济下行压力，导致企业盈利进一步下降，失业等问题加剧；
2. 货币政策短期过紧导致名义利率上升，同时物价下滑，实际利率上行将对经济增长产生较大的下行压力；
3. 金融去杠杆叠加货币政策趋紧，令政策层面对经济增长的压力上升，导致阶段性经济增长失速；
4. 房地产市场持续收紧，叠加资管新规严格执行程度超预期，可能造成部分金融机构出现风险，从而导致系统性风险发生概率上升；
5. 中美贸易摩擦升温，对双方需求形成较大冲击；如果美联储加息速度和幅度高于市场预期，将推升美元大幅上升，资本流入美国，新兴市场将再度面临资本流出，可能诱发风险。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有,未经事先书面授权,任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,对由于该等问题产生的一切责任,国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考,不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下,国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》,本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级(含 C3 级)的投资者使用;非国金证券 C3 级以上(含 C3 级)的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH

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_8470

