

宏观点评

从通胀到人民币“内贬外升”——兼评11月物价

事件：11月CPI同比4.5%，预期4.2%，前值3.8%；PPI同比-1.4%，预期-1.5%，前值-1.6%。

1、CPI：11月超预期在于猪肉权重、非猪价格升高，警惕12月猪油同涨。

- **超预期在哪里？**1)虽然猪肉在11月月内下降较多，但环比月均值仍然上涨，且权重大幅上行0.8个百分点至4.74%；需客观看待近期加快生猪生产和扩大进口等政策的对冲作用，预计猪肉供给短缺局面最快在2020年三季度开始趋势性缓解；2)11月剔除猪肉的CPI同比也在上涨，主因鲜菜、牛肉等替代品涨价，非食品同比也进入回升周期。
- **后续CPI怎么走？12月警惕猪油同涨，2020年类“倒U”型。**近期看，猪价、菜价、替代品、油价将推升12月CPI同比至4.8%以上，甚至摸5%。12月油价同比上行可能拉动CPI同比约1个百分点。展望2020年，1月CPI有望是全年高点，将显著超过5%，甚至在5.5%以上；采用修正后的环比权重动态调整法预测，由于猪肉环比权重的上升，明年上半年CPI同比都将维持在4%以上高位，三季度之后再逐步回落。

2、PPI：PPI与PMI出厂价格背离了吗？同比走高不代表需求改善。

- **11月PPI同比-1.4%，降幅缩窄，主要受翘尾因素提振（较10月提高0.3个百分点），环比转降指向内需仍弱。**PPI环比与PMI出厂价格、生产资料价格指数环比相关度较高，三者11月齐回落指向内需仍弱。行业指标的分化反映了食品价格继续带动食品产业链价格攀升；石化产业链伴随原油价格回升而改善；地产链内需不足；新经济、消费类行业继续维持平稳。
- **往后看，预计12月PPI同比继续向上，但仍将为负；2020年PPI同比中枢将高于今年，有望回升至0上方。**四季度CRB工业原料现货指数同比仍为负，且降幅扩大，指向明年一季度PPI仍将承压。展望2020年，PPI在一季度基本走平，二季度先降后升，下半年持续回升。

3、从通胀到人民币“内贬外升”，如何影响货币政策？

- **如何理解人民币汇率的“内贬外升”？**一国的货币价值有对内、对外两种表现形式，其中货币的对内价值体现为单位货币能够购买的商品和劳务的多少；对外价值体现为本国货币与外国货币的交换比例。2020年我国大概率面临以CPI和PPI综合衡量的广义通胀高于今年，而人民币汇率贬值压力缓解、具备升值动能的“内贬外升”局面。
- **“内贬外升”有何弊端？**人民币“内贬外升”及其背后的内外经济失衡将从政策、经济、资产等方面制约我国的发展，包括加大货币政策操作难度；出口企业经营环境恶化；金融监管难度上升等。
- **“内贬外升”下货币政策该如何抉择？**内部均衡方面，要保持货币政策的连续和稳健性，维持货币政策的宽松，强化金融供给侧改革和利率市场化。我们仍预计，后续降准“降息”仍然可期，但幅度和次数有限。外部均衡方面，要坚持以我为主，保持人民币汇率弹性和在合理均衡水平上的稳定，避免实际汇率长期偏离均值。

风险提示：猪价涨幅不及预期，美国经济超预期韧性，政策力度不及预期。

作者

分析师 熊园

执业证书编号：S0680518050004

邮箱：xiongyuan@gszq.com

研究助理 何宁

邮箱：hening@gszq.com

研究助理 刘新宇

邮箱：liuxinyu@gszq.com

相关研究

- 1、《月内三度“降息”，后续还会怎么降？》2019-11-20
- 2、《央行三季度货币政策报告的7大信号》2019-11-16
- 3、《猪价涨会持续扩散么？非食品呢？——兼评10月通胀》2019-11-10
- 4、《制度红利的春天——四季度和2020年宏观展望》2019-10-23
- 5、《CPI破3%将持续多久？“类滞胀”了吗？——兼评9月通胀》2019-10-15
- 6、《从猪周期到CPI破3的测算，及如何影响货币政策》2019-09-11



内容目录

CPI: 11 月为何超预期, 警惕 12 月猪油同涨	3
CPI 的两大超预期	3
超预期一: 猪肉环比仍然涨价, 且权重大幅上行	3
超预期二: 剔除猪肉的 CPI 也在上涨, 鲜菜、替代品涨价, 非食品同比进入回升周期	5
后续 CPI 怎么走? ——12 月警惕猪油同涨, 2020 年类“倒 U”型	5
PPI: PPI 与 PMI 出厂价格背离了吗? 同比走高不代表需求改善	6
从通胀到人民币“内贬外升”, 如何影响货币政策?	7
如何理解人民币汇率的“内贬外升”?	7
对内价值看: 广义通胀走高削弱了货币的本国购买力	7
对外价值看: 贸易摩擦缓和美元走弱将提高人民币实际有效汇率	8
“内贬外升”有何弊端?	8
“内贬外升”下货币政策该如何抉择?	8
风险提示	9

图表目录

图表 1: 11 月猪肉环比涨幅仍为正	3
图表 2: 11 月 22 个省市生猪平均价显著高于季节性	3
图表 3: 猪肉环比权重可能继续提高	4
图表 4: 10 月能繁母猪存栏拐点来临指向明年下半年猪价涨幅将缩窄	4
图表 5: 11 月鲜菜、牛羊肉 CPI 分项同比上涨	5
图表 6: CPI 非食品分项同比趋于回升	5
图表 7: 2020 年 CPI 同比高点有望在 1 月出现, 全年将走出类倒“U”型	6
图表 8: PMI 价格指标可预测 PPI 环比	6
图表 9: 11 月生产资料价格指数走弱	6
图表 10: 2020 年广义通胀将维持平稳并高于 2019 年	7
图表 11: 中美贸易摩擦演化已成为人民币汇率的主导因素	8
图表 12: “降息”通道由此打开	9
图表 13: 经常项目差额占 GDP 比重先升后降	9

CPI: 11月为何超预期, 警惕12月猪油同涨

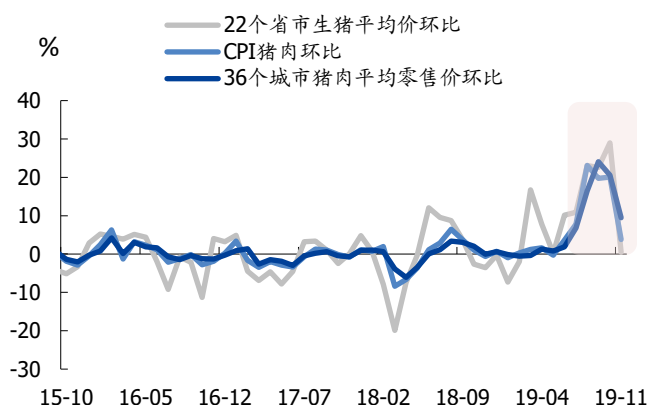
11月CPI同比上涨4.5%，符合我们预期。涨幅超市场预期0.3个百分点，较上月扩大0.7个百分点，连续3个月高于3.0%。总体看，食品分项继续成为主支撑，CPI和核心CPI走势明显分化。11月CPI食品分项同比增加3.6个百分点至19.1%，非食品分项同比增加0.1个百分点至1.0%；同时核心CPI同比较上月下滑0.1个百分点至1.4%。

CPI的两大超预期

超预期一：猪肉环比仍然涨价，且权重大幅上行

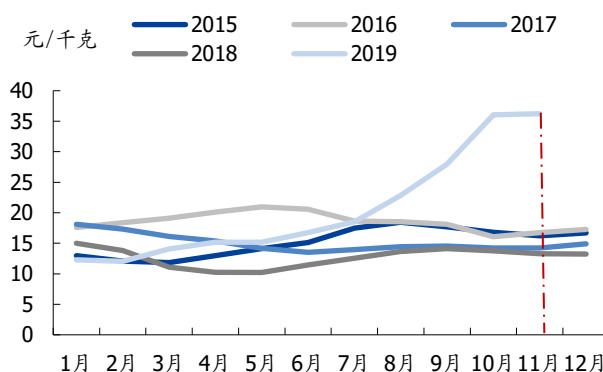
猪价环比涨幅仍为正，且同比大幅上涨。从环比来看，尽管11月猪肉呈现前高后低走势，市场认为猪价在下降，但是如果以月均值来看，猪肉环比仍在走高。11月22个省市生猪均价月环比增加0.45%，36个城市猪肉平均零售价环比增长9.49%，CPI猪肉分项环比增加3.8%。从同比来看，尽管生猪价格绝对值基本与10月持平，由于基数下滑，11月同比大幅上行，生猪价格同比大幅上涨173%，明显超过季节性水平；CPI猪肉分项当月同比为110.2%，拉动CPI同比2.64个百分点。

图表1: 11月猪肉环比涨幅仍为正



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

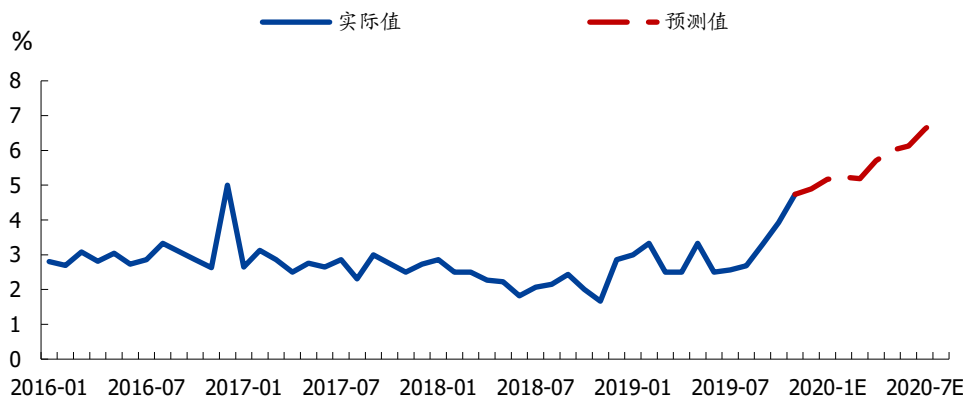
图表2: 11月22个省市生猪均价显著高于季节性



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

11月猪肉分项环比权重大幅抬升。根据统计局公布的CPI猪肉分项环比拉动率和环比增速，可以倒算环比权重。我们测算结果显示，11月猪肉分项环比权重大幅抬升0.81个百分点至4.74%，从而抬升了猪肉分项环比拉动率。环比权重与上月猪肉分项环比对总环比的相对涨幅有关，从存栏前瞻指标来看，猪肉供给紧缩趋势性缓解最快可能要到2020年三季度，因此CPI猪肉分项环比权重将继续上升。

图表3: 猪肉环比权重可能继续提高

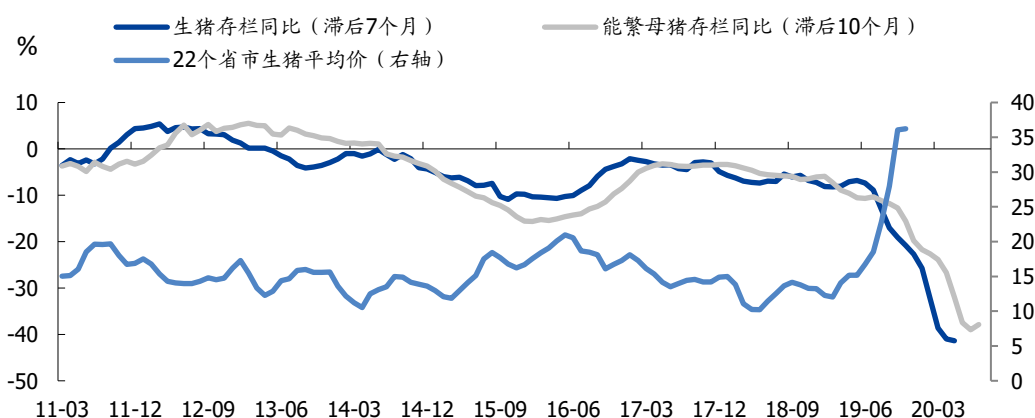


资料来源: Wind, 国盛证券研究所测算

客观看待平抑猪价的政策对冲作用, 猪价涨幅可能缩窄但尚难趋势性下跌。近期相关部门集中出台相关政策加大猪肉进口、加快生猪生产。12月6日国务院关税税则委员会表示开展部分大豆、猪肉等商品关税排除工作; 同日, 农业农村部出台《加快生猪生产恢复发展三年行动方案》(简称《方案》), 从规模养殖补助、保障养殖用地、帮扶中小养殖户等方面全方位加大养猪扶持力度。目标分为三步: 1) 2019年要尽快遏制生猪存栏下滑势头, 确保年底前止跌回升, 确保明年元旦春节和全国“两会”期间猪肉市场供应基本稳定; 2) 确保2020年年底前产能基本恢复到接近常年的水平; 3) 2021年恢复正常。

需要指出的是, 虽然10月能繁母猪存栏同比降幅有所收窄, 但仍为负, 根据领先规律, 指向2020年8月之后猪价同比涨幅将同步缩窄, 但绝对值是否能够下降仍需继续观察。就近看, 12月冬至来临, 1月春节, 民间制作腊肠、腊肉会增加猪肉需求, 预计12-1月猪肉价格环比涨幅将走阔。中长期看, 维持我们在报告《猪价涨会持续扩散么? 非食品呢?——兼评10月通胀》中的观点, 由于国内存栏增速仍为负, 猪肉进口量较为有限, 猪肉供给的大规模释放预计要到2020年三季度。

图表4: 10月能繁母猪存栏拐点来临指向明年下半年猪价涨幅将缩窄

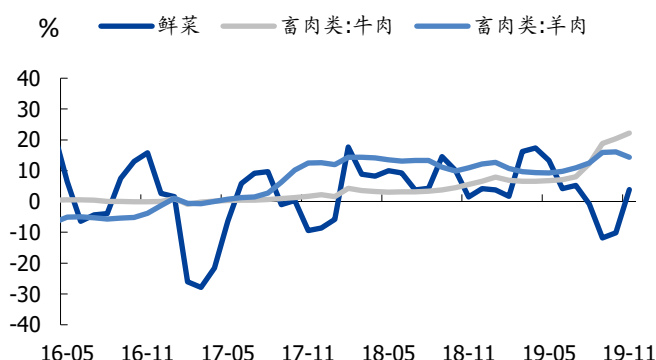


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

超预期二：剔除猪肉的CPI也在上涨，鲜菜、替代品涨价，非食品同比进入回升周期

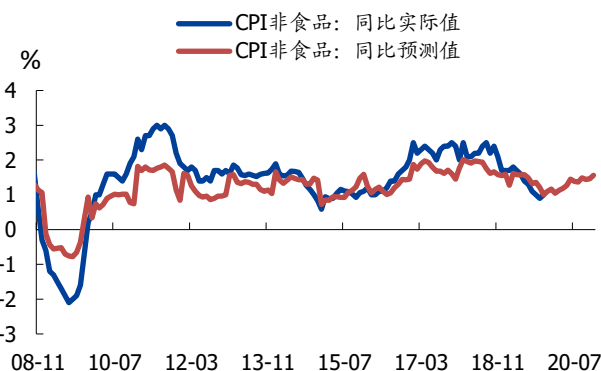
与前几个月不同的是，11月剔除猪肉之后的CPI同比也在大幅上升。数据显示，剔除猪肉的CPI当月同比为1.86%，较10月大幅回升0.5个百分点。其中：1）食品项中：受气温下降，鲜菜生产及储运成本增加，鲜菜价格环比上涨1.4%，同比由降转升；受旺季和替代作用提振，牛羊肉分别环比涨价2.8%和1.3%，同比涨价22.2%和14.3%。往后看，预计鲜菜和牛羊肉涨价仍将继续。2）非食品项：11月非食品同比增长1%，较上月扩大0.1个百分点。基于我们在《猪价涨会持续扩散么？非食品呢？——兼评10月通胀》中的测算，从基数效应和历史同期新涨价均值来大体预测，CPI非食品分项已经筑底，后续将有所回升、但幅度有限。

图表5：11月鲜菜、牛羊肉CPI分项同比上涨



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表6：CPI非食品分项同比趋于回升



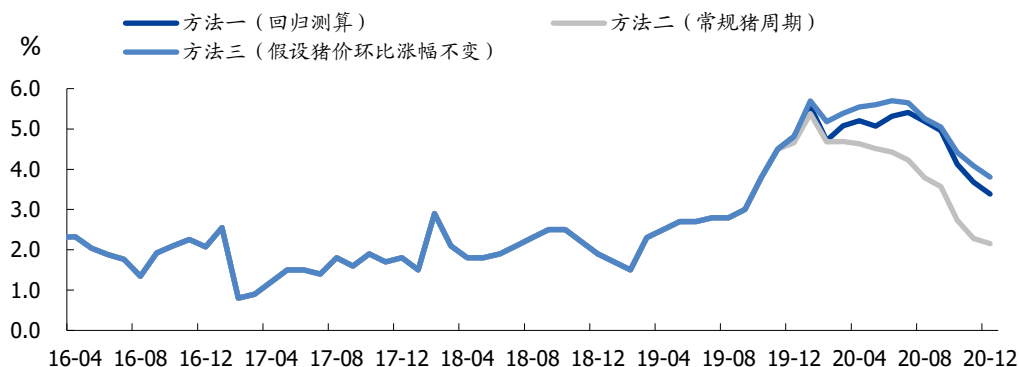
资料来源：Wind，国盛证券研究所测算

后续CPI怎么走？——12月警惕猪油同涨，2020年类“倒U”型

近期看，猪价、菜价、替代品、油价将推升12月CPI同比至4.8%以上，甚至摸5%。冬至之后，猪牛羊肉需求上升将继续推升肉价；同时由于去年12月原油价格较低，12月9日OPEC+深化减产为油价带来支撑，预计12月布伦特原油同比将达到10%以上，对应拉动CPI同比约1个百分点。非食品同比将继续上涨。

2020年CPI同比高点有望在1月出现，全年将走出类倒“U”型。由于猪肉供给短期最快可能在2020年三季度迎来趋势性缓解，叠加春节错月，明年1月可能是全年高点，CPI将显著超过5%，甚至在5.5%以上；修正后的模型采用环比权重动态调整法，由于猪肉环比权重的上升，明年上半年CPI同比都将维持在4%以上高位，三季度之后再逐步回落。此外，由于今年7-9月能繁母猪存栏同比下滑幅度较大，指向明年5-7月猪价仍面临一定的短期上涨压力，当然具体猪价走势还要看政策对冲的效果。

图表7: 2020年CPI同比高点有望在1月出现, 全年将走出类“倒U”型



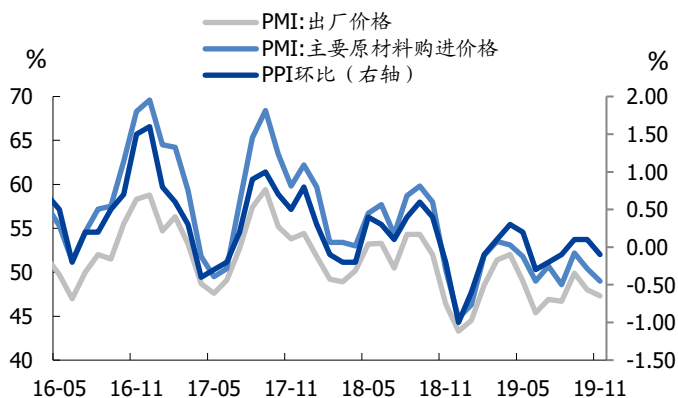
资料来源: Wind, 国盛证券研究所测算

PPI: PPI 与 PMI 出厂价格背离了吗? 同比走高不代表需求改善

11月PPI同比降幅缩窄, 主要受翘尾因素提振, 环比转降指向内需仍弱。11月PPI同比-1.4%, 高于预期-1.5%和前值-1.6%。分拆看, 贡献主要来源于翘尾因素, 影响约-0.9个百分点, 较10月提高0.3个百分点; 新涨价影响约-0.5个百分点, 较10月反而下降0.1个百分点。

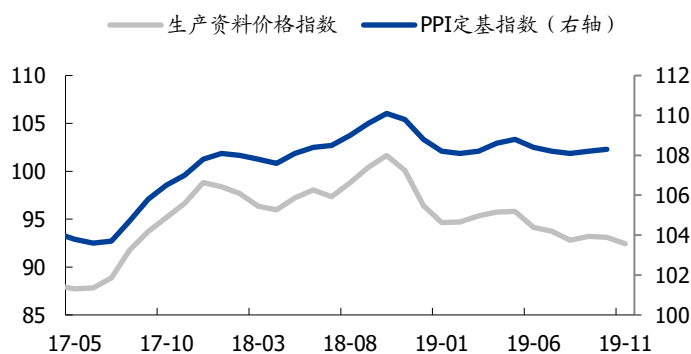
结合PPI环比、高频指标和PMI出厂价格来看, 内外需仍弱。由于PMI是环比指标, 因此与PPI环比增速相关度更高(测算显示2016年以来PPI环比与PMI出厂价格相关系数为0.92, 与PMI主要原材料购进价格指数相关度为0.93; 同期PPI同比与两者的相关系数仅为0.59和0.58)。11月PMI出厂价格指数和原材料购进价格分别回落0.7和1.4个百分点, 与PPI环比下降0.1%相对应。同时, 由于生产资料占PPI比重约为75%, 决定了PPI指数走势, 当期的生产资料价格指数可以预测当期PPI指数, 11月前者环比回落0.72%, 也指向内需仍弱。

图表8: PMI 价格指标可预测 PPI 环比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表9: 11月生产资料价格指数走弱



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

分行业来看, 石油化工、农副食品加工业等行业增速同比改善; 有色、黑色、煤炭开采

和洗选等行业增速下滑；计算机、通用设备等高端制造同比增速略有下滑；医药、汽车、纺织业同比变化较为平稳。反映食品价格继续带动食品产业链价格攀升；石化产业链伴随原油价格回升而改善；地产链内需不足；新经济、消费类行业继续维持平稳。

往后看，预计12月PPI同比继续向上，但仍将为负；2020年PPI同比中枢将高于今年，有望回升至0上方。四季度CRB工业原料现货指数同比仍为负，且降幅不断扩大；南华工业品指数同比逐月回升，指向内需略有改善；由于在PPI测算中，CRB权重更大，指向明年一季度PPI仍将承压。预计翘尾因素将影响2020年PPI走势，新涨价因素维持稳定。据我们测算，展望2020年，PPI在一季度基本走平，二季度先降后升，下半年持续回升，2020年全年中枢有望回升至0上方。

从通胀到人民币“内贬外升”，如何影响货币政策？

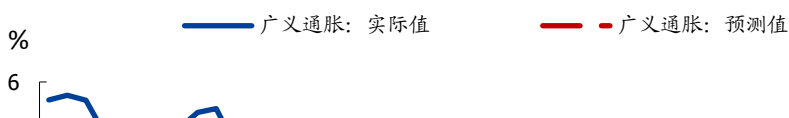
如何理解人民币汇率的“内贬外升”？

一国的货币价值有对内对外两种表现形式，其中货币的对内价值体现为单位货币能够购买的商品和劳务的多少；对外价值体现为本国货币与外国货币的交换比例。在购买力平价下，理论上对内价值与对外价值应保持一致，即货币同时升值或贬值。但是，由于不同国家发展阶段、收入分配、人口结构的差异、可贸易部门和非可贸易部门劳动生产率的差别、内外经济失衡等因素，近几年新兴经济体货币易产生“内贬外升”现象¹。对于我国，综合各方因素来看，2020年人民币可能面临“内贬外升”困局。

对内价值看：广义通胀走高削弱了货币的本国购买力

综合以上我们对CPI和PPI的预测，2020年CPI同比将呈现类倒“U”型，PPI同比为类“V”，且全年中枢将高于今年，若以 $0.7PPI+0.3CPI$ 衡量的广义通胀来表征整体物价情况，预测显示2020年整体物价水平有望维持平稳，并高于2019年。尽管CPI面临结构性通胀，但考虑到猪肉的替代效应和扩散效应，即带来替代品和农副加工品价格的上升，货币对内购买力仍将显著下降。

图表 10：2020 年广义通胀将维持平稳并高于 2019 年



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_8478

