

2019年12月10日

固定收益研究

研究所

证券分析师:
021-68930187
联系人 :
021-60338175

靳毅 S0350517100001
jiny01@ghzq.com.cn
吕剑宇 S0350119010018
lvjy@ghzq.com.cn

猪肉与石油价格的两条主线

——11月CPI、PPI数据点评

相关报告

《关于央行数字货币的思考之一：国际化之路的思考与建议》——2019-12-08

《2019年11月PMI数据点评：不容忽视的边际改善》——2019-12-01

《2019年10月经济数据点评：数据短期回落，经济韧性仍存》——2019-11-14

《10月CPI、PPI数据点评：积极应对价格数据中的分化现象》——2019-11-14

《10月金融数据点评：政策端的发力，可能只是时间问题》——2019-11-11

投资要点：

- **事件** 12月10日，国家统计局公布我国11月份居民消费价格(CPI)和工业生产者出厂价格(PPI)数据。其中11月CPI同比上涨4.5%，增速较上月提升0.7%，环比上涨0.4%。11月PPI同比下跌1.4%，增速较上月回升0.2%，环比下降0.1%。
- **点评** 进入11月后，高频数据显示生猪与猪肉价格连续4周快速回调，使得市场对11月CPI猪肉项涨幅放缓已有所预期。然而在猪肉价格对整体CPI的抬升作用有所减弱的情况下，11月CPI同比上行速度依然不减，超出市场预期。那么在猪肉之外，11月还有哪些因素对CPI的快速上行做出了贡献？另一方面，11月PPI项同比增速止跌回升也令人注意。这是否预示着今年2季度以来工业品通缩的趋势有所扭转？
- 在本月的CPI项中，除了猪肉和其他肉类价格继续对CPI的整体上涨有正向作用以外，鲜菜价格的止跌回升、食用油价格持续上行，也是推动CPI食品项上涨的不可忽视的因素。而非食品项则继续体现出一定的通缩压力。在PPI项中，受石油价格波动的影响，石油相关的中上游行业PPI同比较上月大幅上行，是本月PPI同比扭转跌势的最主要原因。但在石油价格的因素之外，其他行业的PPI走势仍不明朗。
- **风险提示** 猪肉价格上涨超预期；极端天气影响；贸易战风险。

1、事件

12月10日，国家统计局公布我国11月份居民消费价格（CPI）和工业生产者出厂价格（PPI）数据。其中11月CPI同比上涨4.5%，增速较上月提升0.7%，环比上涨0.4%。11月PPI同比下跌1.4%，增速较上月回升0.2%，环比下降0.1%。

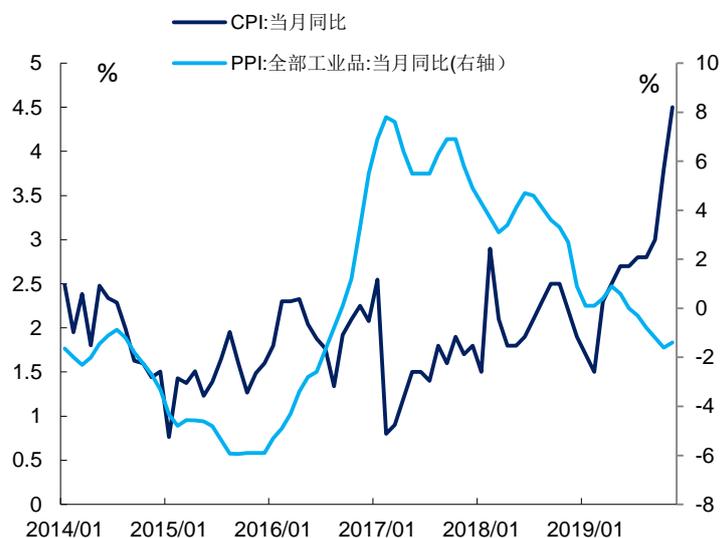
2、点评

进入11月后，高频数据显示生猪与猪肉价格连续4周快速回调，使得市场对11月CPI猪肉项涨幅放缓已有所预期。然而在猪肉价格对整体CPI的抬升作用有所减弱的情况下，11月CPI同比上行速度依然不减，超出市场预期。那么在猪肉之外，11月还有哪些因素对CPI的快速上行做出了贡献？另一方面，11月PPI项同比增速止跌回升也令人注意。这是否预示着今年2季度以来工业品通缩的趋势有所扭转？

在本月的CPI项中，除了猪肉和其他肉类价格继续对CPI的整体上涨有正向作用以外，鲜菜价格的止跌回升、食用油价格持续上行，也是推动CPI食品项上涨的不可忽视的因素。而非食品项则继续体现出一定的通缩压力。在PPI项中，受石油价格波动的影响，石油相关的中上游行业PPI同比较上月大幅上行，是本月PPI同比扭转跌势的最主要原因。但在石油价格的因素之外，其他行业的PPI走势仍不明朗。

总的来看，抛开石油价格的波动后，食品通胀、非食品通缩的逻辑在本月价格数据中依然成立，并且可能会在未来一段时间内持续。考虑到食品价格问题将主要交由生产性政策解决，经济下行压力下的非食品、工业品的通缩问题才是货币政策所关注的焦点。因此，未来货币政策大概率仍将保持适度宽松，以应对经济的超预期下行风险。

图1：CPI、PPI同比增速走势



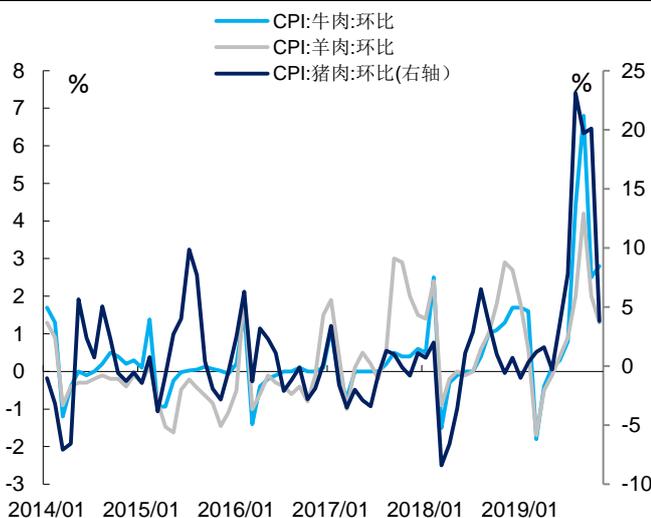
资料来源：WIND、国海证券研究所

2.1、肉类、鲜菜、油脂共振，推升食品 CPI

11 月份食品 CPI 项同比增长 19.1%，较上月继续提升 3.6%，环比上涨 1.8%。其中，今年以来的主线——CPI 猪肉项同比上涨 110.2%，环比上涨 3.8%。牛肉、羊肉等其他肉类受猪肉的替代效应影响，在 11 月份同样持续了小幅度的上涨。11 月猪肉价格环比上涨速度大幅放缓的主要原因是相关畜牧企业加快了存栏生猪的市场投放，同时国家也适当加大了储备肉的投放力度，并扩大了猪肉的海外进口规模。在多重因素的共同作用下，11 月份猪肉价格较 10 月底出现了明显的回调。

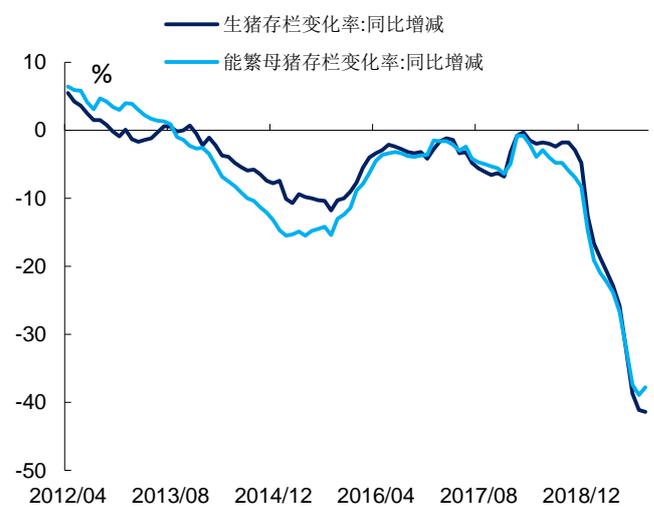
从最新的生猪、母猪存栏变化数据来看，母猪的存栏同比已经出现了企稳回升的态势。然而从母猪的恢复传导至生猪供应放量，一般需要三个季度以上的时间。考虑到年底是猪肉消费的新一轮高峰期，猪肉的供给矛盾可能再次加剧，因此猪肉价格在年底及明年一季度仍存在明显反弹的可能，并将继续对 CPI 提供一定的支撑。

图 2: CPI 猪肉、牛肉、羊肉项环比走势



资料来源：WIND、国海证券研究所

图 3: 生猪与能繁母猪存栏同比变化率



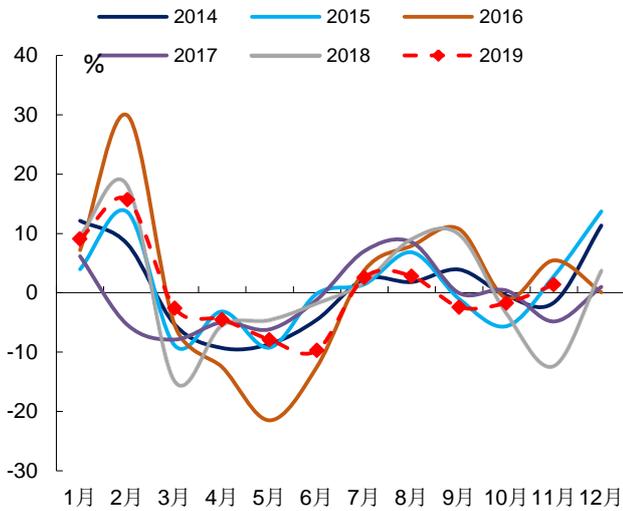
资料来源：WIND、国海证券研究所

在猪肉之外，入冬以后鲜菜价格出现了环比季节性的上涨，CPI 鲜菜项同比上涨 3.9%，对 CPI 同比上行有所贡献。虽然在历史上看，今年 11 月鲜菜价格的环比上涨幅度较为温和，但由于去年同期的基数较低，导致了 11 月 CPI 鲜菜项变化幅度较大，同比较上月大幅上行 14.1%，并对 CPI 同比的上行提供了 0.36% 的支撑。

食用油价格连月上涨，成为推动 CPI 食品项的一条“副线”。受花生种植周期的

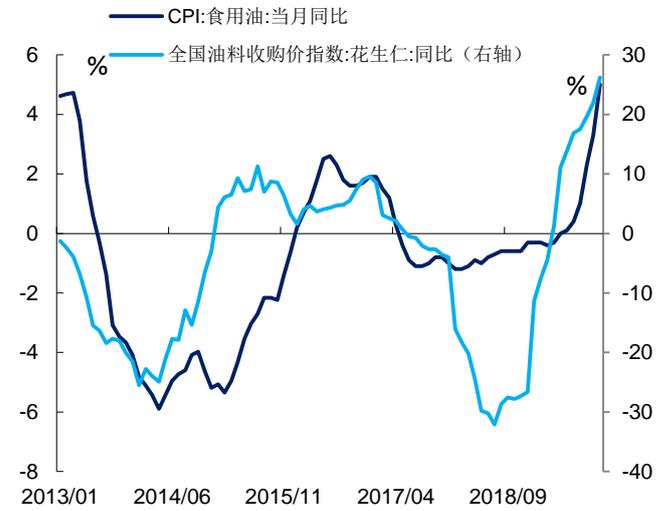
影响，今年以来花生价格持续上行，油料成本推动 CPI 食用油项上涨。11 月 CPI 食用油项同比增长 5.0%，较上月上行 1.7%。

图 4: CPI 鲜菜项环比季节性



资料来源: WIND、国海证券研究所

图 5: CPI 食用油项与花生仁收购价同比走势

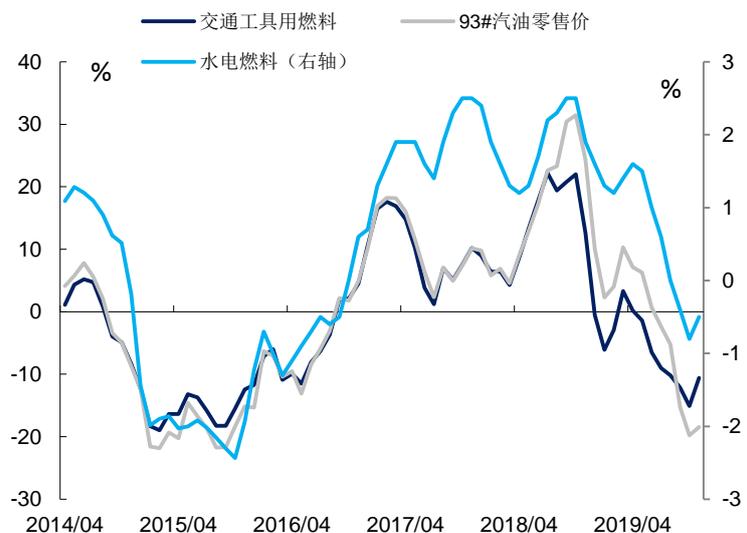


资料来源: WIND、国海证券研究所

2.2、非食品通缩压力依然存在

11 月非食品 CPI 项同比增长 1.0%，较上月回升 0.1%，环比持平。细分来看，CPI 非食品项中，交通工具用燃料项受石油价格回暖的影响同比跌幅大幅缩减，11 月同比下跌 10.6%，较上月回升 4.5%，是该月非食品 CPI 项同比回升的主因。

图 6: CPI 交通工具用燃料、水电燃料项，与汽油零售价同比增速

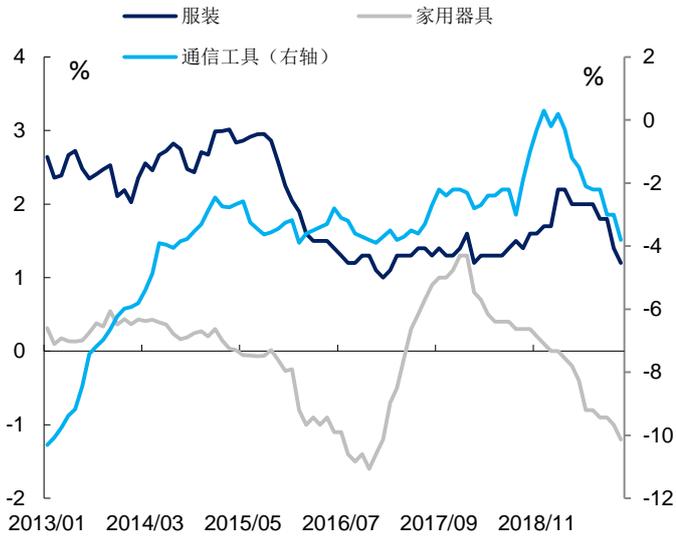


资料来源: WIND、国海证券研究所

抛开石油价格的扰动后，一些核心消费品的通缩压力依然存在。如 CPI 服装、通讯器材、家用器具同比分别较上月继续下行 0.2%、0.8%、0.2%。一些能侧面反应人力成本和收入的项目同比也延续了下行态势，如衣着加工服务费、交通工具使用和维修、租赁房房租同比分别较上月下行 0.1%、0.2%、0.3%。证明了经济下行压力对居民的收入和消费增速产生了一定的负面影响。

图 7: CPI 服装、通讯工具、家用器具项同比走势

图 8: CPI 衣着加工服务费、交通工具使用和维修、租赁房房租项同比走势



资料来源: WIND、国海证券研究所

资料来源: WIND、国海证券研究所

2.3、石油价格回暖，带动 PPI 止跌回升

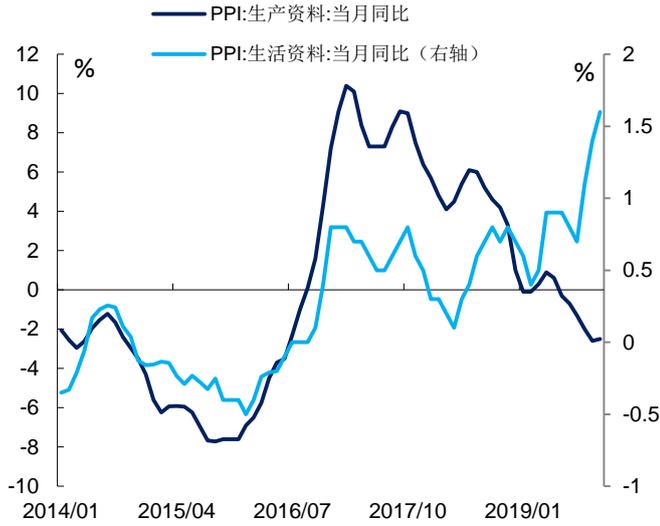
11 月 PPI 生产资料项同比下跌 2.5%，同比增速较上月回升 0.1%。同时 PPI 生活资料项同比上涨 1.6%，同比增速较上月继续提升 0.2%。可以看到，11 月生产资料价格增速的止跌回升，和生活资料价格增速的继续上涨，共同推动了该月 PPI 整体的反弹。

在生产资料的三大行业分类中，11 月采掘工业、原材料工业 PPI 同比较上月反弹 0.5%、0.6%，是推动 PPI 止跌回升的主要因素。继续细分来看，采掘、原材料工业的反弹主要还是受到石油和天然气开采业、石油、煤炭及其他燃料加工业这两个石油相关行业 PPI 跌幅大幅缩小的影响。因此归根到底，11 月 PPI 同比增速的回升，与石油价格的回暖密切相关。

在其他主要行业中，黑色、有色的上游采选业 PPI 同比增速出现了较为明显下滑，而中游的冶炼及压延加工业 PPI 同比增速却小幅回暖。上游与中游行业的 PPI 表现相反，行业景气度仍待数据检验。

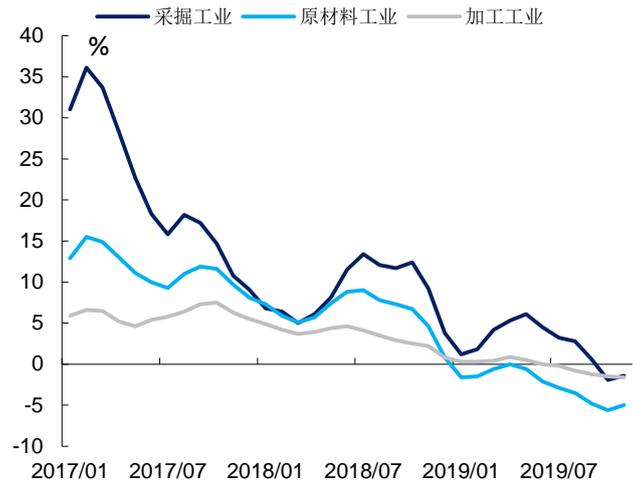
图 9: PPI 生产资料、生活资料项同比走势

图 10: PPI 采掘、原材料、加工工业同比走势



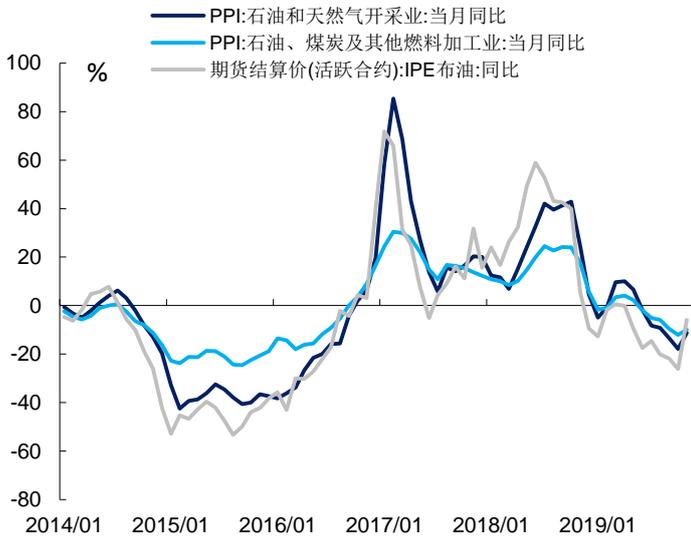
资料来源: WIND、国海证券研究所

图 11: 石油相关产业 PPI 与 IPE 布油价格同比走势

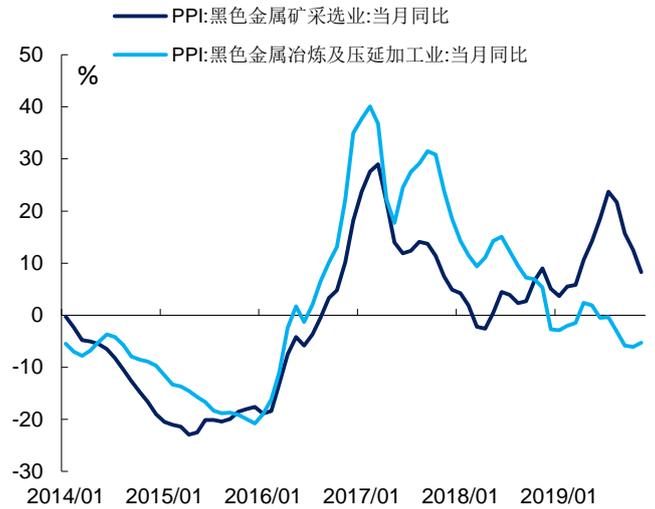


资料来源: WIND、国海证券研究所

图 12: 黑色金属上下游产业 PPI 同比走势



资料来源: WIND、国海证券研究所



资料来源: WIND、国海证券研究所

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_8486



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>