

宏观研究/动态点评

2019年12月10日

李超 执业证书编号: S0570516060002
研究员 010-56793933
lichao@htsc.com

朱洵 执业证书编号: S0570517080002
研究员 021-28972070
zhuxun@htsc.com

相关研究

- 1《宏观: 进口增速重回正, 内需有企稳可能》
2019.12
- 2《宏观: 外储环比减少, 国际收支基本平衡》
2019.12
- 3《宏观: 中央政治局会议定调逆周期调控》
2019.12

CPI 上行压力仍然存在

11 月通胀数据点评

猪周期同比继续上行, CPI 上行压力仍存

11 月 CPI 环比+0.4%, 同比+4.5%, 同比符合我们预期、高于 Wind 一致预期 0.2 个百分点。截至 12 月 6 日, 农业部口径猪肉均价为 43.7 元/公斤, 11 月以来, 猪肉市场价格出现了一定的环比回调, 但由于基数较低, 11 月猪肉 CPI 同比涨幅达到+110%, 较 10 月继续扩大。我们中性预计 2019 年通胀中枢为+2.9%、2020 年中枢上行到+3.5%左右, 明年 CPI 高点可能突破+5%。由于 2020 年春节时点较早 (1 月下旬), 从今年年末至 2020 年春节前后, 猪肉价格环比可能重新上涨, CPI 短期继续上行压力仍然存在。

猪周期未来见顶需等待补栏逐渐完成

我们认为, 今年 8-10 月猪肉价格快速上行, 主要还是因为此前猪瘟疫情造成存栏过度去化。部分养殖户可能存在压栏行为, 加剧了短期市场猪肉价格的上涨幅度。农业部数据显示 10 月份能繁母猪存栏近五年来首次出现环比小幅回升。我们认为这可能反映了在政府的鼓励政策、以及养猪行业利润加大的带动下, 部分养殖企业已在补栏过程中。猪周期未来见顶需等待补栏逐渐完成。

涨价压力暂未在 CPI 各大门类之间出现明显的结构性扩散

我们认为猪肉持续涨价, 可能使得其他肉禽蛋类对其产生一定的消费替代, 牛羊禽蛋价格可能跟随猪周期上涨; 在 CPI 突破+3%以后, 需提防通胀预期自我实现, 其他行业出现跟随涨价的诉求。不过本轮通胀周期与此前几轮有明显不同, 一是当前经济呈顺周期下行, 并非总需求和通胀同步上行, 二是目前暂时没有推动油价大幅上涨的基本面因素。我们认为通胀压力短期显著扩散可能性不大, 据历史经验, 当经济呈类滞胀状态时, 我国央行货币政策首要目标仍是稳增长, 而适度提高通胀容忍度; 明年政府工作报告可能将 CPI 目标值上调至 3.5%左右, 而货币政策将维持稳健略宽松。

2020 年一季度 PPI 同比有望由负转正

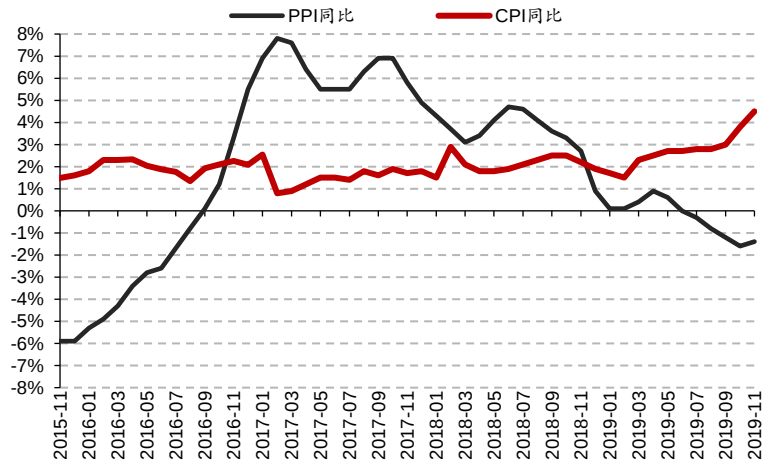
11 月 PPI 环比-0.1%, 同比增速-1.4%。11 月份煤炭、原油、黑色、有色、化工行业价格环比基本都弱于 10 月份。未来一至两个季度, PPI 环比表现需重点关注基建等政策刺激投放节奏。我们中性预计今年 PPI 中枢在-0.3%左右, 而 2020 年 PPI 翘尾因素可能较今年上行, 同时经济下行压力可能倒逼基建等需求侧政策刺激从明年初开始就较早投放。11 月 PPI 同比增速可能是阶段性低点, 明年一季度 PPI 有望由负转正, 2020 年 PPI 中枢可能接近+1%。

2020 年通胀主要的风险情形是猪价、农产品价格、油价的涨价叠加

我们认为当前我国流动性存量较为宽裕, 这可能成为 CPI 持续上行的推动因素, 仍应警惕通胀预期自我实现。目前市场中性预期明年春节附近是年内 CPI 高点, 但若生猪补栏低于预期、非洲猪瘟疫情再度爆发, 猪价可能在春节后继续上涨, 明年 CPI 年内走势可能不是趋势回落。若国际油价、国内农产品价格 2020 年超预期上涨, 通胀风险情形下, 明年 CPI 中枢可能超预期上行到+4.5%~+5%、而不是我们中性预计的+3.5%, 这种情况下货币政策可能转向边际收紧, 以控通胀为首要目标, 对股市、债市、地产等大类资产都将形成利空。

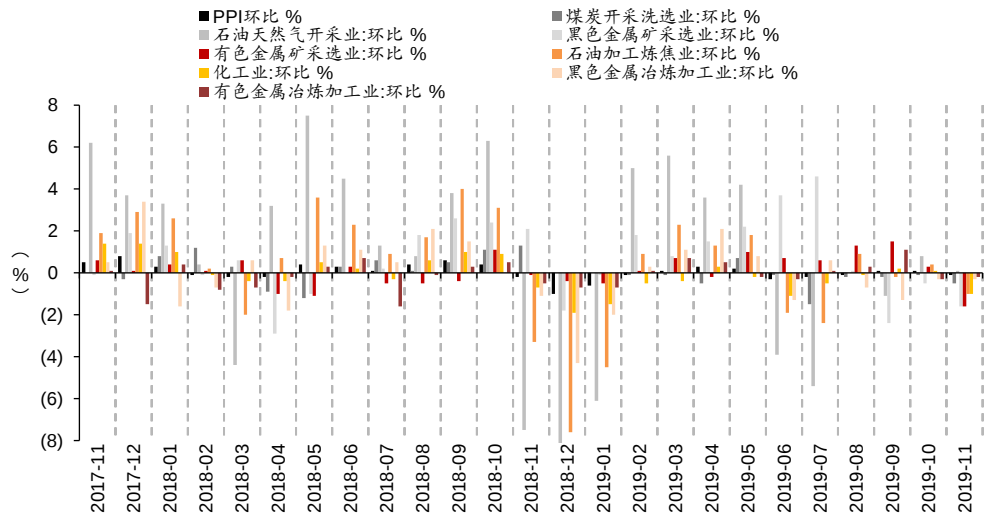
风险提示: 受猪周期上行因素影响, 通胀上行速度可能超预期, 货币政策可能超预期收紧, 对资本市场和实体经济产生超预期负面冲击。

图表1：2019 年 11 月份 CPI 同比增速突破+4%



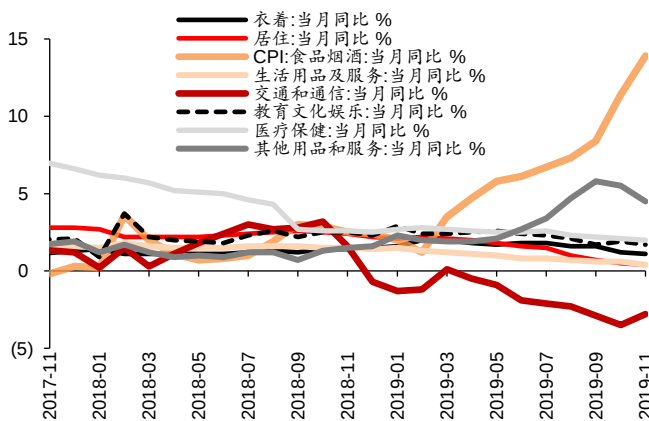
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表2：2019 年 11 月，PPI 原油、黑色、煤炭、有色、化工行业价格环比基本弱于前值



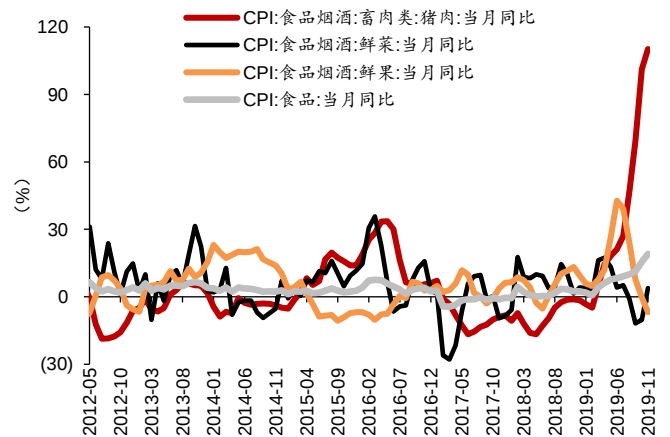
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表3：CPI 新涨价因素仍主要集中在食品端 %



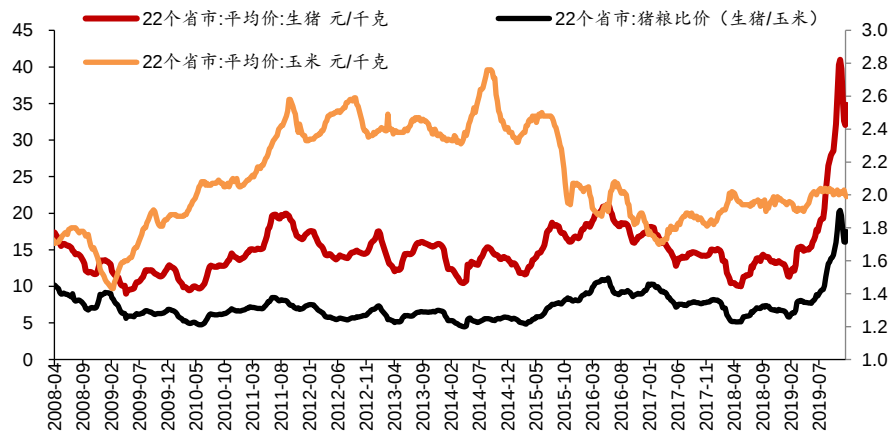
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表4：猪周期继续上行



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表5：11 月份，生猪价格和猪粮比都环比回调



资料来源：Wind，华泰证券研究所

11 月 CPI 环比+0.4%，同比+4.5%，同比符合我们预期、高于 Wind 一致预期 0.2 个百分点。截至 12 月 6 日，农业部口径猪肉均价为 43.7 元/公斤，11 月以来，猪肉市场价格出现了一定的环比回调，但由于基数较低，11 月猪肉 CPI 同比涨幅达到+110%，较 10 月继续扩大。我们中性预计 2019 年通胀中枢为+2.9%、2020 年中枢上行到+3.5%左右，明年 CPI 高点可能突破+5%。由于 2020 年春节时点较早（1 月下旬），从今年年末至 2020 年春节前后，猪肉价格环比可能重新上涨，CPI 短期继续上行压力仍然存在。

据新华社报道，11 月 15 日李克强总理在江西考察期间重点关切了猪肉涨价问题，指出要研究降低高速公路冻猪肉运输收费、千方百计做好“两节”猪肉保供稳价工作，同时积极鼓励农户养猪。我们认为，今年 8-10 月猪肉价格快速上行，主要还是因为此前猪瘟疫情造成存栏过度去化，猪肉供不应求的缺口短期难以弥补。市场预期受猪肉供给不足的信息影响较大，部分养殖户可能存在压栏行为，加剧了短期市场猪肉价格的上涨幅度。到 2020 年下半年，随着补栏逐渐完成、猪肉供给量可能逐渐增大，猪肉价格有望环比回落，受其影响，届时食品 CPI 的表现可能弱于历史季节性。

目前限制生猪补栏的因素主要是环保影响（且由于疫情防治要求，环保标准不大可能放宽），以及部分散户养殖永久退出市场。农业部数据显示 10 月份能繁母猪存栏近五年以来首次出现环比小幅回升。我们认为这可能反映了在政府的鼓励政策、以及养猪行业利润加大的带动下，部分养殖企业已在补栏过程中。

我们认为猪肉持续涨价，可能使得其他肉禽蛋类对其产生一定的消费替代，牛羊禽蛋价格有跟随猪周期上涨的可能性；在 CPI 突破+3%以后，需提防通胀预期自我实现，其他行业出现跟随涨价诉求；除食品价格之外，CPI 其他用品及服务（主要是首饰手表、箱包、美容美发等高端消费）同比在今年二季度以来也较快上行；截至 11 月底，国家粮食储备局公布的今年秋粮收储量数据，玉米、粳稻收储均有同比下降的情况；这些都是 2020 年通胀上行压力进一步加大的风险因素。不过本轮通胀周期与此前几轮有明显不同，一是当前经济呈顺周期下行，并非总需求和通胀同步上行，二是目前国际油价供需基本均衡、暂时没有推动油价大幅上涨的基本面因素。我们认为通胀压力短期显著扩散可能性不大。

当前货币政策两项最终目标稳增长和控通胀出现冲突，决策难度加大。从历史经验判断，我们认为在经济呈现类滞胀状态时，我国央行货币政策首要目标仍是稳增长，而适度提高对通胀的容忍度。我们认为 2020 年政府工作报告较大概率将 CPI 目标值上调至 3.5%左右，而货币政策将维持稳健略宽松。同时相关部委将继续发力保障重要农产品合理充裕供给。

11 月 PPI 环比-0.1%，同比增速-1.4%。11 月份煤炭、原油、黑色、有色、化工行业价格环比基本都弱于 10 月份。未来一至两个季度，PPI 环比表现需重点关注基建等政策刺激投放节奏。我们中性预计今年 PPI 中枢在-0.3%左右，而 2020 年 PPI 翘尾因素可能较今年上行，同时经济下行压力可能倒逼基建等需求侧政策刺激从明年初开始就较早投放。12 月 PPI 同比增速有望回升至-0.5%左右，明年一季度 PPI 有望由负转正，2020 年 PPI 中枢可能接近+1%。

2020 年通胀主要的风险情形是猪价、农产品价格、油价的涨价叠加。我们认为当前我国流动性存量较为宽裕，这可能成为 CPI 持续上行的推动因素，仍应警惕通胀预期自我实现。目前市场中性预期明年春节附近是年内 CPI 高点，但若生猪补栏低于预期、非洲猪瘟疫情再度爆发，猪价可能在春节后继续上涨，明年 CPI 年内走势可能不是趋势回落。若国际油价、国内农产品价格 2020 年超预期上涨，通胀风险情形下，明年 CPI 中枢可能超预期上行到+4.5%~+5%、而不是我们中性预计的+3.5%，这种情况下货币政策可能转向边际收紧，以控通胀为首要目标，对股市、债市、地产等大类资产都将形成利空。

风险提示

受猪周期上行因素影响，通胀上行速度可能超预期，货币政策可能超预期收紧，对资本市场和实体经济产生超预期负面冲击。

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_8500

