

# 低基数与高猪价推动 CPI 增速破 4

——11 月物价数据点评

宏观点评

潘向东 (首席经济学家)

刘娟秀 (分析师)

陈韵阳 (联系人)

证书编号: S0280517100001

liujuanxiu@xsdzq.cn

chenyunyang@xsdzq.cn

证书编号: S0280517070002

证书编号: S0280118040020

## ● 低基数与高猪价推动 CPI 增速破 4

2019 年 11 月 CPI 增速进一步上升至 4.5%，主要原因在于：(1) 低基数。其中，2018 年 11 月鲜菜价格-12.3% 的环比增速为 2006 年以来最低，导致 2019 年 11 月鲜菜价格对 CPI 拉动率提升 0.33 个百分点。(2) 前期猪肉价格涨幅持续显著超出季节性，猪肉价格仍处于绝对高位，同比保持三位数增长。

短期物价展望：2020Q1 物价压力大是共识，但 Q2 未必是拐点。考虑到 12 月 CPI 环比季节性上涨以及近几个月 CPI 超季节性增长，我们假定 2019 年 12 月 CPI 环比增速提升 0.4 个百分点至 0.8%，据此计算 2020 年各月 CPI 翘尾因素，2020Q1 尤其是春节时物价压力最大。但现在就去判断 2020 年二季度 CPI 增速和猪肉价格就会出现拐点还是比较困难，因为，其一，老百姓的消费是按购买力来算的，购买猪肉的时候发现货币在贬值，那么他们的预期会发生变化；其二，猪肉价格上涨会通过比价效应影响牛羊肉等食品价格上涨，猪肉价格暂时性上涨对老百姓的预期影响不大，但假若持续时间长了，压力就会比较大，需要避免涨价效应的扩散。

供给因素导致的物价上涨暂时不影响逆周期政策加码，但可能制约宽松空间。一方面，政治局会议定调稳增长，强调运用好逆周期工具；但另一方面，猪肉价格上涨已经带动其他食品以及餐饮价格上涨，这会提高居民的生活成本，央行货币政策报告提到警惕通货膨胀预期发散，由于食品占居民消费的比重仍较大，若物价涨幅长期高居不下，不排除货币政策会更加中性。

## ● 低基数助推 PPI 降幅收窄

11 月 PPI 环比增速下降至-0.1%，石油、化工等行业价格环比增速回升较多，但在低基数的影响下，同比降幅收窄至 1.4%。未来 PPI 增速或回升：

(1) 全球经济出现企稳迹象。全球制造业 PMI 在 2019 年 8-11 月持续回升。若贸易摩擦不显著恶化，从领先指标来看，全球制造业 PMI 或至少回升至 2020Q1。(2) 翘尾因素拖累减弱。PPI 增速从 2018 年全年的 3.5% 下降至 2019 年前 10 月的-0.2%，很大程度上与翘尾因素回落有关，尤其是最近几个月，但未来 PPI 翘尾因素回升，对 PPI 增速拖累减弱。(3) 同样是需求下滑，去库存初期，厂商可能会大幅调低价格，在去库存末期，价格反而受到支撑。

PPI 增速止跌回升可能导致：(1) 不再拖累企业盈利，并与减税降费政策共振，带动企业盈利改善。(2) 推动企业补库存。(3) 改变债市多头关于 PPI 通缩的逻辑。

## ● 风险提示：物价全面上涨

## 相关报告

宏观报告：猪肉、蔬菜涨价推动 CPI 增速略超季节性——3 月通胀数据点评

2019-5-9

宏观报告：上游行业进入通缩——2019 年 1 月通胀数据点评

2019-2-15

宏观报告：渐行渐近的通缩风险——2018 年通胀数据点评

2019-1-10

## 目 录

1、 低基数与高猪价推动 CPI 增速破 4.....	3
2、 低基数助推 PPI 降幅收窄 .....	6

## 图表目录

图 1: 鲜菜和猪肉对 CPI 拉动率提升 (%) .....	4
图 2: 11 月 CPI 基数偏低.....	4
图 3: 猪肉价格仍处于绝对高位.....	5
图 4: 核心 CPI 增速低位 (%) .....	5
图 5: 未来物价预期指数上升.....	5
图 6: 假定 2019 年 12 月 CPI 环比为 0.8%，据此计算，2020Q1CPI 翘尾因素偏高.....	6
图 7: 化工行业 PPI 增速回落较多 (%) .....	6
图 8: 油价增速同步或领先 PPI 增速 1 个月 (%) .....	7
图 9: 全球制造业 PMI 回升.....	7

## 1、低基数与高猪价推动 CPI 增速破 4

**低基数与猪肉价格维持高位推动 CPI 增速破 4。**2019 年 11 月 CPI 增速进一步上升至 4.5%，主要原因在于：**(1) 低基数。**2018 年 11 月 CPI 环比减少 0.3%，增速为近年同期最低，这种低基数主要体现在鲜菜与非食品分项，其中，2019 年 11 月鲜菜价格 1.4% 的环比涨幅基本符合季节性，但 2018 年 11 月鲜菜价格-12.3% 的环比增速为 2006 年以来最低，导致 2019 年 11 月鲜菜价格对 CPI 拉动率提升 0.33 个百分点。**(2) 猪肉价格处于高位，同比保持三位数增长。**2019 年 11 月猪肉价格对 CPI 拉动率提高 0.21 个百分点，虽然 2018 年 11 月猪肉价格环比涨幅超出季节性并且 2019 年 11 月猪肉价格出现短期回调，但由于前期猪肉价格涨幅持续显著超出季节性，猪肉价格仍处于绝对高位。

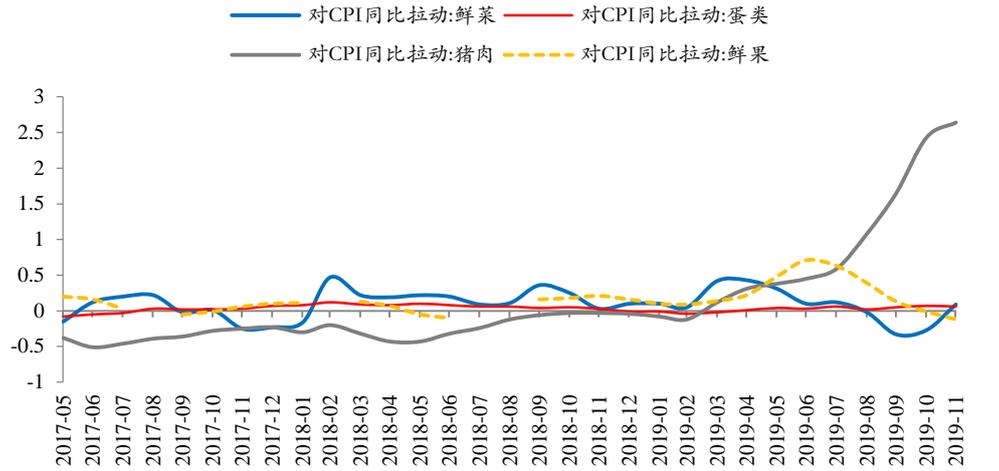
**2020 年猪肉价格可能要接受更高的位置，而且持续性更长。**中国的猪肉供需缺口大约在 3000-4000 万吨，非洲猪瘟疫苗并没出来，非洲猪瘟还在肆虐，养殖户面临的风险还是血本无归，不太会出现大量的复产。因此，2020 年猪肉价格可能要接受更高的位置，而且持续性更长。而猪肉价格上涨会通过比价效应影响牛羊肉等食品价格上涨，猪肉价格暂时性上涨对老百姓的预期影响不大，但假若持续时间长了，压力就会比较大，需要避免涨价效应的扩散。

**核心 CPI 增速继续维持相对低位。**11 月核心 CPI 增速下降至 1.4%，与 CPI 增速继续分化，11 月核心 CPI 疲弱，从分项来看，居住、衣着、交通和通信、教育文化和娱乐、医疗保健价格环比增速均明显低于季节性，一方面，今年经济加速下行、就业压力加大，压制居民消费；另一方面，食品价格上涨，食品消费支出上升，就意味着非食品消费支出比重要适度减少，这也可能是，近几个月核心 CPI 增速低迷的一部分原因。

**短期物价展望：2020Q1 物价压力大是共识，但 Q2 未必是拐点。**考虑到 12 月 CPI 环比季节性上涨以及近几个月 CPI 超季节性增长，我们假定 2019 年 12 月 CPI 环比增速提升 0.4 个百分点至 0.8%，据此计算 2020 年各月 CPI 翘尾因素，2020Q1 尤其是春节时物价压力最大。但现在就去判断 2020 年二季度 CPI 增速和猪肉价格就会出现拐点还是比较困难，因为，其一，老百姓的消费是按购买力来算的，购买猪肉的时候发现货币在贬值，那么他们的预期会发生变化；其二，猪肉价格上涨会通过比价效应影响牛羊肉等食品价格上涨，猪肉价格暂时性上涨对老百姓的预期影响不大，但假若持续时间长了，压力就会比较大，需要避免涨价效应的扩散。

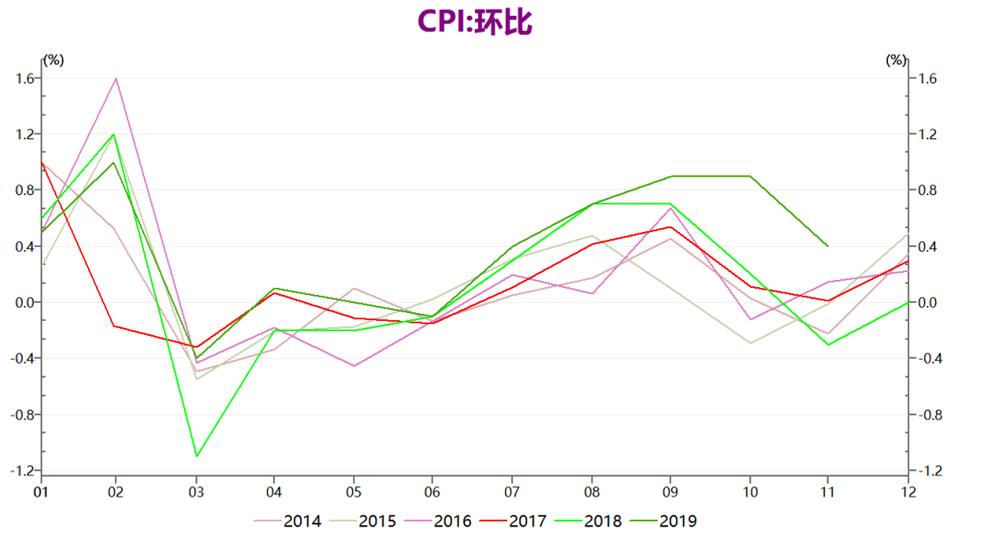
**供给因素导致的物价上涨暂时不影响逆周期政策加码，但可能制约宽松空间。**一方面，政治局会议定调稳增长，强调运用好逆周期工具；但另一方面，猪肉价格上涨已经带动其他食品以及餐饮价格上涨，这会提高居民的生活成本，央行货币政策报告提到警惕通货膨胀预期发散，由于食品占居民消费的比重仍较大，若物价涨幅长期高居不下，不排除货币政策会更加中性。

图1: 鲜菜和猪肉对CPI拉动率提升 (%)



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

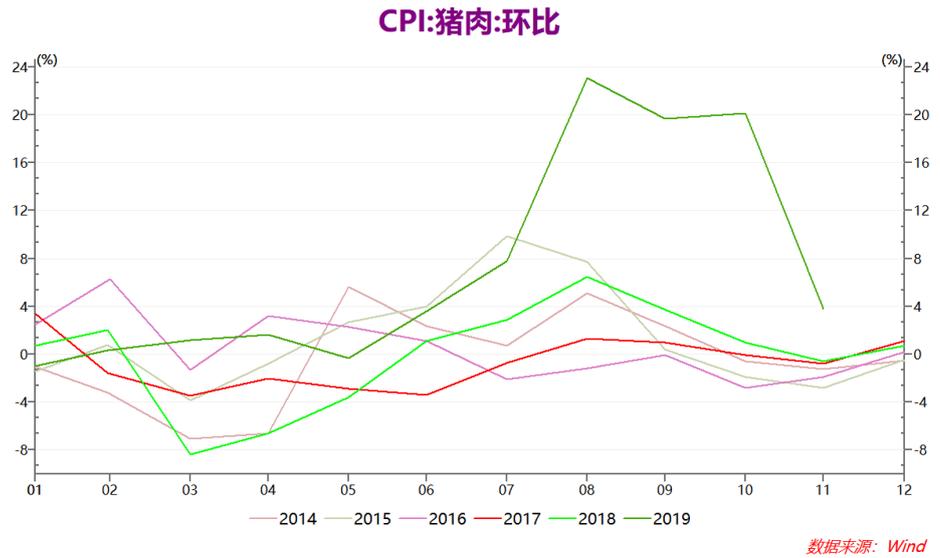
图2: 11月CPI基数偏低



数据来源: Wind

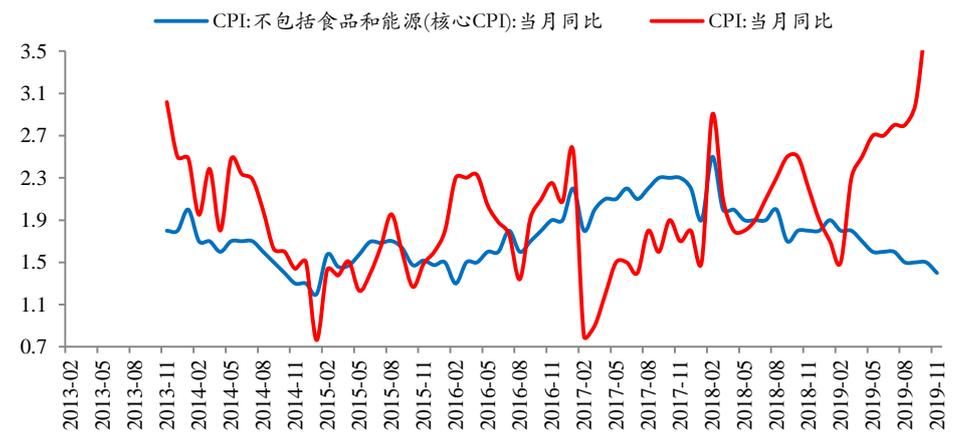
资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图3：猪肉价格仍处于绝对高位



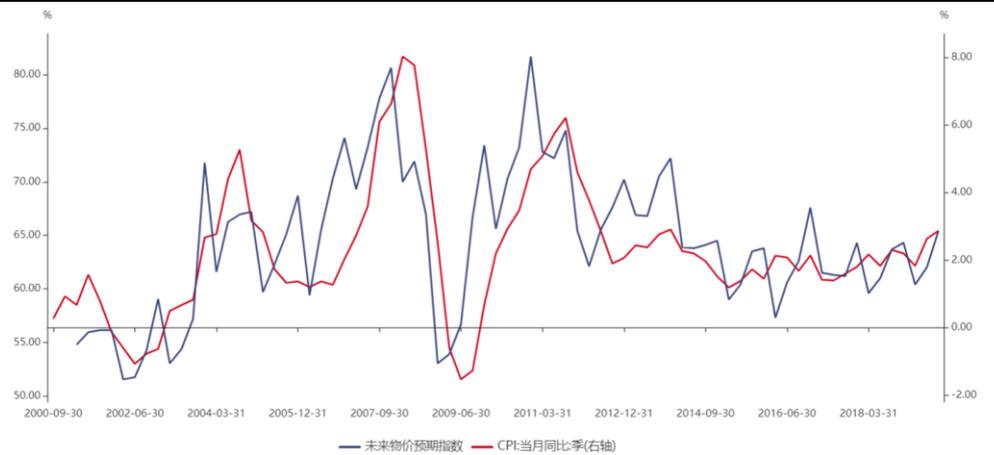
资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图4：核心CPI增速低位 (%)

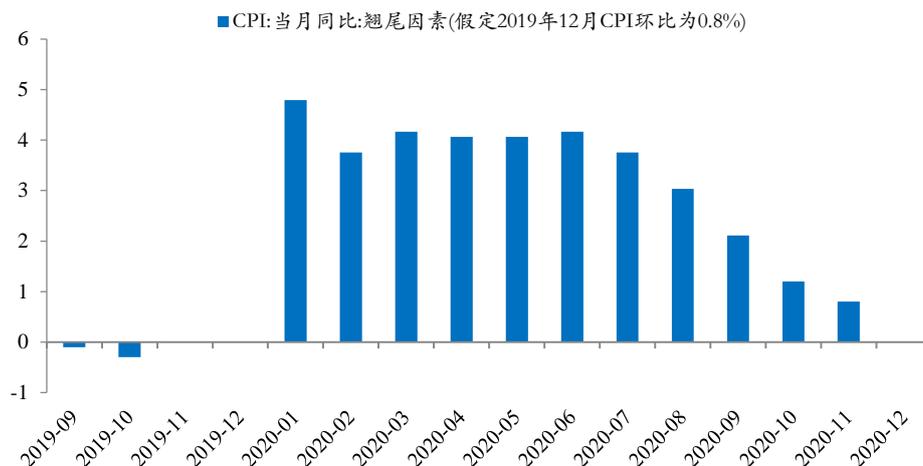


资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图5：未来物价预期指数上升



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

**图6： 假定2019年12月CPI环比为0.8%，据此计算，2020Q1CPI翘尾因素偏高**


资料来源：Wind，新时代证券研究所

## 2、低基数助推PPI降幅收窄

**PPI环比回落，低基数助推PPI增速回升。**11月PPI环比增速下降至-0.1%，石油、化工等行业价格环比增速回升较多，但在低基数的影响下，同比降幅收窄至1.4%，11月PPI翘尾因素回升至-0.9%，PPI同比增速止跌回升。

**未来PPI增速或回升：**(1) 全球经济出现企稳迹象。随着全球共振去库存，全球经济体很多重要指标已经下降至2016年的低点甚至更低，我们观察到全球制造业PMI在2019年8-11月持续回升。若贸易摩擦不显著恶化，从领先指标来看，全球制造业PMI或至少回升至2020Q1。(2) 翘尾因素拖累减弱。PPI增速从2018年全年的3.5%下降至2019年前11月的-0.3%，很大程度上与翘尾因素回落有关，尤其是8-10月，但未来PPI翘尾因素回升，对PPI增速拖累减弱。(3) 同样是需求下滑，去库存初期，厂商可能会大幅调低价格，在去库存末期，价格反而受到支撑。

PPI增速止跌回升可能导致：(1) 不再拖累企业盈利，并与减税降费政策共振，带动企业盈利改善。(2) 推动企业补库存。(3) 改变债市多头关于PPI通缩的逻辑。

**图7： 化工行业PPI增速回落较多（%）**

— PPI:化学原料及化学制品制造业:环比

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\\_8513](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_8513)

