

“猪通胀”虚高，不阻碍宏观政策宽松——2019年11月物价数据点评

2019年12月10日

宏观经济

事件点评

王宇鹏

首席宏观分析师

执业证书编号：S1480519070003

电话：010-66554151；邮箱：wangyp_yjs@dxzq.net.cn

事件：

11月CPI同比上涨4.5%，前值3.8%，环比上涨0.5%；PPI同比下降1.4%，前值-1.6%，环比下降0.1%。

观点：**1. 猪肉是推升通胀的主要原因，非食品通胀平稳**

11月CPI同比上涨4.5%，较前值上涨了0.7%；环比上涨0.4%，比上月回落0.5个百分点。食品价格环比上涨1.8%，涨幅回落1.8个百分点，快速上涨势头得到缓解。分项来看，由于11月以来，能繁母猪存栏得到修复，稳定猪肉价格的各种措施逐步见效，猪肉供应的紧张状况有所缓解，11月以来批发价格有所回落，但月内回调幅度较上月涨幅仍小，使得11月猪肉价格仍然呈现上涨趋势，环比上涨3.8%，涨幅回落16.3%。受猪肉消费替代和消费旺季影响，牛肉、羊肉、鸡肉、鸭肉价格均有所上涨，环比涨幅在1.3%—4.3%之间。随着气温进一步转凉，鲜菜生产和储运成本增加，价格环比上涨1.4%，而苹果、柑橘和梨等水果大量上市，鲜果价格环比下降3.0%。就食品同比涨幅来看，由于去年同期食品项环比显著下降，使得尽管今年11月食品价格环比涨幅有所回落，同比涨幅仍进一步扩大。食品价格同比上涨19.1%，影响CPI上涨约3.72%。据测算，在11月份4.5%的同比涨幅中，去年价格变动的翘尾影响约为0，新涨价影响约为4.5个百分点。

非食品项价格走势温和，波动较小，对CPI涨幅形成抑制。11月非食品项同比上涨1%，较前值上涨0.1个百分点；环比上涨为0.0%，较前值回落0.2%。各分项中，受天气转凉换季因素和双十一购物节影响，衣着环比上涨0.5%。旅游淡季出行减少，飞机票、旅行社收费和宾馆住宿价格分别环比下降11.0%、4.4%和3.8%。

总的来说，猪肉价格上涨仍是推升目前CPI涨幅的核心原因，受需求偏弱影响，除了猪肉价格上涨推动CPI上升，目前并不存在其他分项显著推动CPI上升。非食品项较为稳定，总需求仍然平稳，上涨动力不足。扣除食品和能源价格的核心CPI仍稳定在相对较低水平，环比下降0.1%，涨幅比上月回落0.2个百分点；同比上涨1.4%，涨幅较上月回落0.1个百分点。虽CPI处于高位，但目前经济总需求疲软，随着猪肉价格回落和基数的走高，明年2季度后，CPI或将明显回落。

2. PPI 环比由涨转降，低基数助力同比降幅收窄

PPI同比下降1.4%，降幅收窄0.2个百分点。环比由上月上涨0.1%转为下降0.1%。据测算，在11月份1.4%的同比降幅中，去年价格变动的翘尾影响约为-0.9个百分点，新涨价影响约为-0.5个百分点。一方面，去年11月生产资料基数走低，有利于PPI同比增速修复。另一方面，11月份国际大宗商品价格涨跌互现。从调查的40个工业行业大类看，价格上涨的有12个，比上月减少5个；下降的19个，增加3个；持平的9个，增加2个。对PPI环比增速造成扰动。主要行业中，涨幅扩大的有燃气生产和供应业，上涨1.1%，

比上月扩大 0.8 个百分点；非金属矿物制品业，上涨 0.8%，扩大 0.4 个百分点。由涨转降的有有色金属矿采选业，下降 1.6%；石油、煤炭及其他燃料加工业，下降 1.0%；化学原料和化学制品制造业，下降 1.0%。降幅扩大的有化学纤维制造业，下降 1.9%，扩大 0.8 个百分点；黑色金属矿采选业，下降 1.6%，扩大 1.1 个百分点；煤炭开采和洗选业，下降 0.5%，扩大 0.4 个百分点。此外，石油和天然气开采业价格上涨 0.1%，涨幅比上月回落 0.7 个百分点。

3. 未来物价展望：随着猪肉价格涨幅回落，2020 年 2 季度后 CPI 或将明显回落。

我们认为，CPI 的高企还有一定的持续时间。尽管 CPI 的上升基本由猪肉这一单一品类的供给扰动推动，但由于猪肉是我国传统饮食中最为主要的肉类，在 CPI 中权重达到 2.4%，因而猪肉仍是推高 CPI 的核心变量。当下稳定猪肉价格的各种措施逐步见效，猪肉供应的紧张状况有所缓解，猪肉价格涨幅出现回落，但距离价格回落至正常价格，还需要时间。

与此同时，非食品项较为稳定，总需求仍然平稳，上涨动力不足。扣除食品和能源价格的核心 CPI 仍稳定在相对较低水平，目前经济总需求整体疲软，我们预测，随着猪肉价格回落，2020 年二季度后 CPI 或将明显回落。PPI 虽然存在下行压力，由于全球制造业周期下行和中国经济下行压力的存在，未来工业品价格仍然承压，未来 3-6 月份 PPI 跌幅或将进一步扩大。

风险提示：猪瘟形势进一步严峻。

分析师简介

王宇鹏

中科院博士，东兴证券首席宏观分析师，曾就职于国家发改委经济研究所和中信证券研究部，曾获国家发改委研究课题一等奖，在《国际金融研究》、《统计研究》、《经济评论》、《中国人口科学》等国内核心学术期刊发表学术文章数十篇，具有8年中国宏观经济和资产配置研究经验。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

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_8514

