

2020年物价展望：增速中枢抬升，结构从分化到收敛

宏观定期

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

● 2020年CPI展望：增速中枢上台阶，结构从分化到收敛

回顾2019年，受供给收缩影响，对CPI增速回升贡献最大的是猪肉和水果。展望2020年，CPI增速中枢将继续上台阶，结构从分化到收敛。我们将CPI拆分为食品、核心CPI和原油三个分项：（1）猪肉价格远未到拐点，将继续带动食品价格上涨，此外关注猪肉价格上涨的外溢效应以及猪肉权重变化。（2）经济企稳或带动核心CPI增速回升。（3）原油价格中枢或回升。

2019年，物价指标出现分化：食品与非食品、核心CPI与CPI，到了2020年，物价指标可能从分化到收敛，进而带动CPI增速中枢上台阶。

● 2020年PPI展望：增速中枢抬升

（1）全球经济或在2019年底至2020年初企稳。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，在当前时点，全球经济离企稳可能已经不远。全球制造业PMI在2019年8-10月持续回升，从领先指标来看，未来全球制造业PMI有望继续回升。同时，发达经济体PMI降幅趋缓，新兴经济体PMI持续回升至扩张区间，或与降息有关，因为货币政策对新兴市场来说空间大，还比较有效，发达经济体结构性因素相对多一些，未来有可能是以中国为首的新兴经济体率先企稳，然后进一步带动发达经济体企稳。由于PPI是可贸易品价格指标，OECD国家PPI增速与中国PPI增速走势基本一致，如果全球经济能企稳，PPI增速也将止跌回升。

（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。2020年PPI翘尾因素拖累大概率减弱，假定2019年11-12月PPI环比维持在0.1%不变，则2020年PPI翘尾因素将小幅回升至0.2%。

（3）油价中枢可能回升。影响PPI增速最重要的两个品种是原油和螺纹钢，受油价下跌影响，石油行业PPI增速从2018年的16.6%下降至2019年前三季度的-1.7%。基于上文我们对油价的展望，2020年油价中枢抬升，油价同比增速转正，对PPI增速拖累将明显减弱。

PPI增速止跌回升可能导致：（1）推动企业补库存。（2）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。（3）改变债市多头关于PPI通缩的逻辑。

● 风险提示：货币政策转向

相关报告

宏观报告：经济复苏预期升温，谨防预期差——宏观经济周度观察第85期

2019-4-14

宏观报告：债市大跌，未来关注通胀与地产销量——宏观经济周度观察第84期

2019-4-7

宏观报告：4月资金面怎么看——宏观经济周度观察第83期

2019-3-31

宏观报告：对年初以来房地产数据的理解——宏观经济周度观察第82期

2019-3-24

宏观报告：未来基本面关注什么——宏观经济周度观察第81期

2019-3-17

宏观报告：两会前瞻：期待改革破局——宏观经济周度观察第79期

2019-3-3

宏观报告：全球宏观税负比较——宏观经济周度观察第78期

2019-2-24

宏观报告：1月经济金融数据暂不能说明经济企稳——宏观经济周度观察第77期

2019-2-17

宏观报告：逆周期政策成为焦点——宏观经济周度观察第76期

2019-1-27

宏观报告：本轮制造业投资增速回升的前因后果与未来趋势展望——宏观经济周度观察第75期

2019-1-20

宏观报告：汽车、家电消费政策出台后，消费增速就能反转了吗——宏观经济周度观察第74期

2019-1-13

宏观报告：承压的就业与未来应对——宏观经济周度观察第73期

2019-1-6

目 录

1、 2020 年 CPI 展望：增速中枢上台阶，结构从分化到收敛.....	3
2、 2020 年 PPI 展望：增速中枢抬升.....	6
3、 一周高频数据观察.....	8
3.1、 高炉开工率回落.....	8
3.2、 原油价格上涨.....	9
3.3、 猪肉价格下跌.....	9
3.4、 房地产销售面积增速回升.....	10
3.5、 MLF 利率下调.....	10
3.6、 人民币收复“7”关口.....	11

图表目录

图 1： 食品烟酒分项对 CPI 拉动率提升 1 个百分点（%）.....	4
图 2： 食品中的猪肉与鲜果分项对 CPI 拉动率提升最多（%）.....	4
图 3： 猪肉价格大涨对需求有一定抑制作用.....	4
图 4： 猪肉价格领先猪肉权重 1 年.....	5
图 5： 核心 CPI 是经济基本面的映射.....	5
图 6： 油价拖累 CPI 交通和通信分项.....	5
图 7： 2020 年 PPI 增速或将回升.....	6
图 8： OECD 综合领先指标与 PPI.....	7
图 9： OECD 国家 PPI 增速与中国 PPI 增速走势基本一致.....	7
图 10： PPI 翘尾因素拖累将减弱.....	7
图 11： 油价对 PPI 影响大.....	8
图 12： PPI 略领先产成品库存增速.....	8
图 13： 高炉开工率回落（%）.....	9
图 14： 原油价格上涨（美元/桶）.....	9
图 15： 猪肉价格下跌（元/公斤）.....	10
图 16： 房地产销售面积增速回升（%）.....	10
图 17： 货币市场利率下降（%）.....	11
图 18： 美元指数上升.....	11
图 19： 人民币汇率升值.....	12
表 1： 央行公开市场操作（2019.11.4-11.8）.....	11

1、2020 年 CPI 展望：增速中枢上台阶，结构从分化到收敛

回顾 2019 年，对 CPI 增速回升贡献最大的是猪肉和水果。计算各分项在 2018 年-2019 年前 10 月对 CPI 拉动率的变化，在八大分项中，食品烟酒分项对 CPI 拉动率提升 1 个百分点，为拉升 CPI 增速主要贡献，食品中的猪肉与鲜果分项对 CPI 拉动率提升最多，分别为 0.93、0.45 个百分点，原因主要在于供给收缩，非洲猪瘟导致猪肉价格大涨，2018 年春季的寒冷天气导致秋季北方水果欠收，2019 年存量不足，进而导致水果价格在二季度出现超季节性上涨。

展望 2020 年，CPI 增速中枢将继续上台阶，结构从分化到收敛。我们将 CPI 拆分为食品、核心 CPI 和原油三个分项：

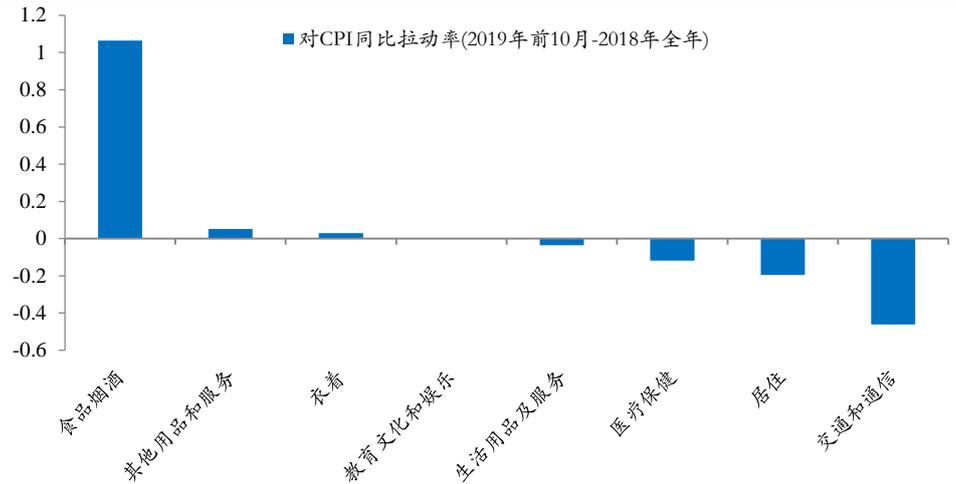
(1) 猪肉价格远未到拐点，将继续带动食品价格上涨。食品价格容易受到供给端干扰，蔬菜和水果生长周期比较短，供给冲击一般不会持续太久，但猪肉就不同了，非洲猪瘟病毒预计将存活相当长时间，从种猪繁育到肥猪生长的周期来看，乐观预计两三年内都要接受高猪价的现实。同时，还有 2 个问题需要关注，其一，猪肉价格上涨具有外溢效应，会导致其它肉类以及餐饮价格上涨；其二，猪肉权重问题，在 2019 年 10 月 18 日举行新闻发布会上，统计局表示“算猪肉 9 月的同比涨幅，用上年 9 月猪肉消费支出占整个消费支出的比重作为权重”，猪肉是重要的蛋白质来源、原材料，其需求相对刚性，猪肉价格大涨的确对需求有影响，但猪肉消费支出是包含量价的变量，价格影响更大，数据显示猪肉价格领先猪肉权重 1 年（图 4），并且过去猪周期上升期，后一年猪肉权重并没有出现所谓人为的下调，2020 年猪肉权重可能有所上升。

(2) 经济企稳或带动核心 CPI 增速回升。核心 CPI 是经济基本面的映射，2019 年物价数据的一个特点是 CPI 与核心 CPI 走势极度分化，2020 年中国经济有望企稳，叠加低基数，核心 CPI 增速或底部回升。

(3) 原油价格中枢或回升。交通和通信分项受油价影响较大，受油价下跌影响，2019 年交通和通信分项对 CPI 拉动率下降 0.46 个百分点。对于 2020 年原油价格：需求端，原油需求与全球经济增速正相关，基于我们下文对全球经济的展望，需求端对 2020 年原油价格的拖累或将边际减弱。供给端，OPEC+ 将在 2019 年 12 月会议上考虑加大减产力度，同时，根据美联储能源调查，美国页岩油盈亏平衡成本降至 50 美元/桶左右，一般而言，WTI 原油价格降至盈亏平衡成本附近时，生产成本高的产商增产意愿会逐渐减弱，进而对 WTI 价格形成支撑，因此，2020 年原油价格中枢或将抬升。

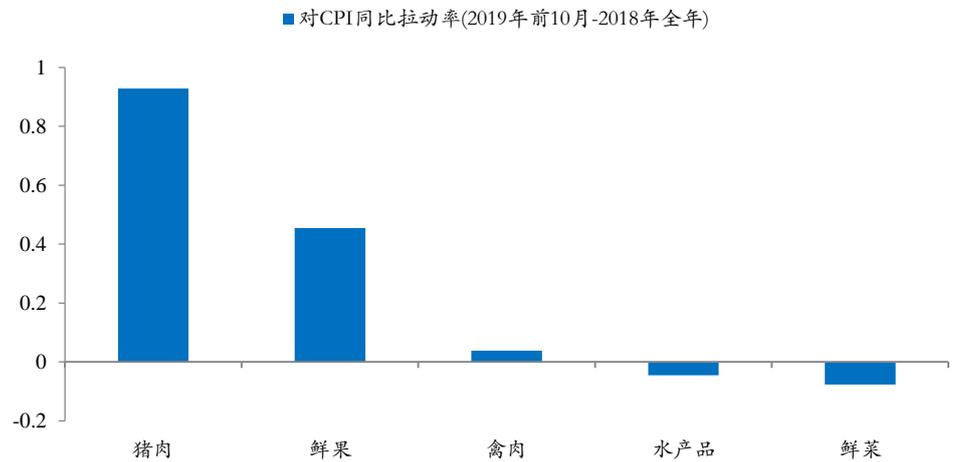
2019 年，物价指标出现分化：食品与非食品、核心 CPI 与 CPI，到了 2020 年，物价指标可能从分化到收敛，进而带动 CPI 增速中枢上台阶。

图1: 食品烟酒分项对CPI拉动率提升1个百分点(%)



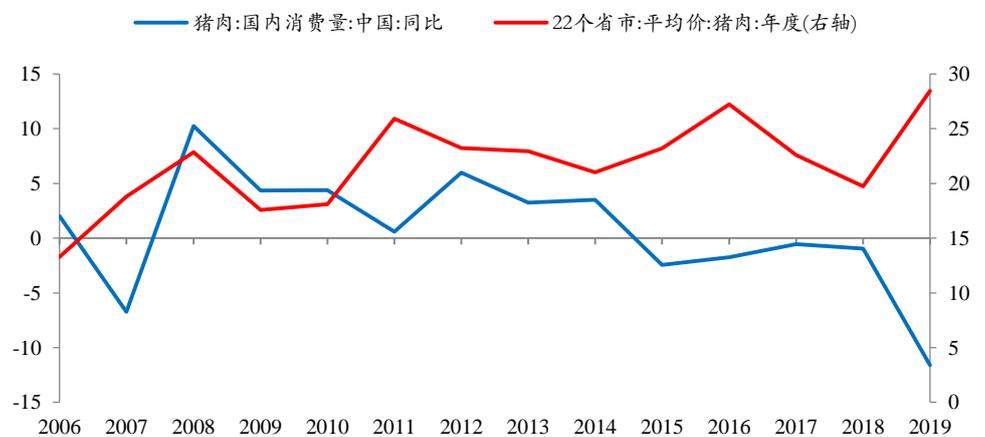
资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图2: 食品中的猪肉与鲜果分项对CPI拉动率提升最多(%)



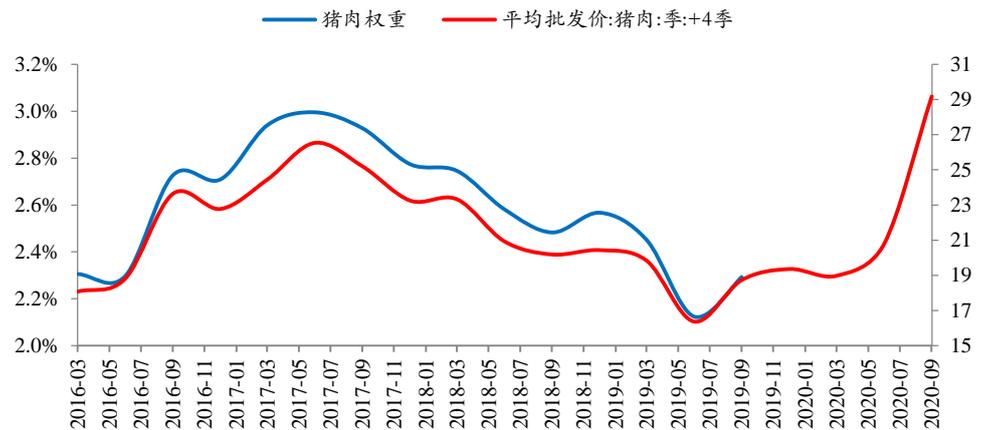
资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图3: 猪肉价格大涨对需求有一定抑制作用



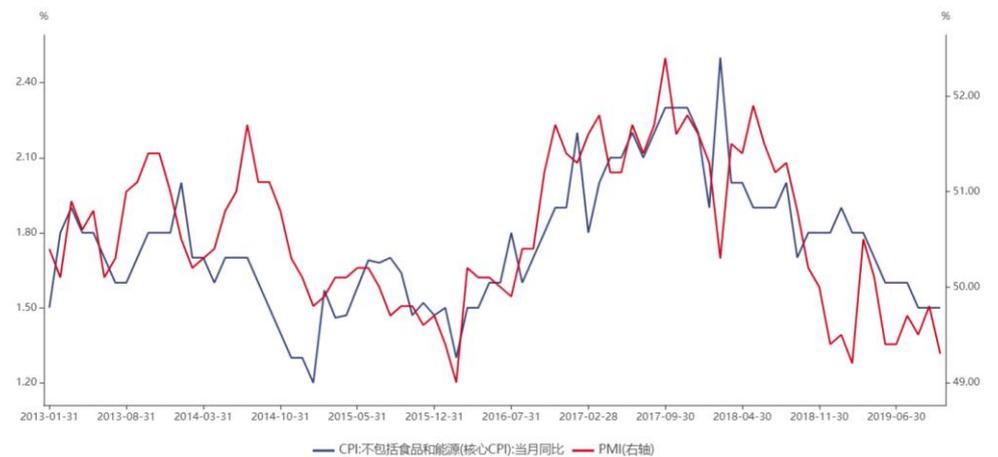
资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图4：猪肉价格领先猪肉权重1年



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图5：核心CPI是经济基本面的映射



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图6：油价拖累CPI交通和通信分项



资料来源：Wind，新时代证券研究所

2、2020 年 PPI 展望：增速中枢抬升

2020 年 PPI 增速中枢或将抬升：

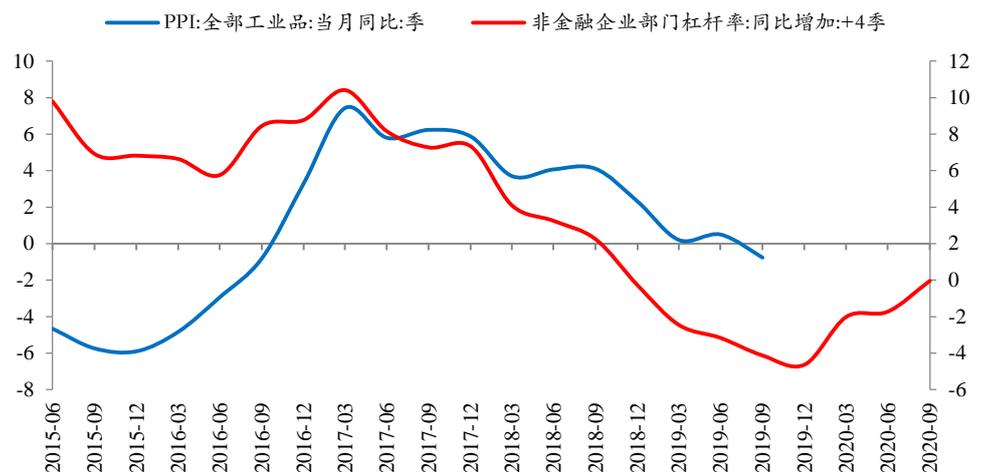
(1) **全球经济或在 2019 年底至 2020 年初企稳。**随着全球共振去库存，全球经济体很多重要指标已经下降至 2016 年的低点甚至更低，在当前时点，全球经济离企稳可能已经不远。我们观察到全球制造业 PMI 在 2019 年 8-10 月持续回升，产出与新订单指数均出现回升，从领先指标（OECD 综合领先指标趋势恢复型 12 个月变化率）来看，未来全球制造业 PMI 有望继续回升。同时，发达经济体 PMI 降幅趋缓，新兴经济体 PMI 持续回升至扩张区间，或与降息有关，因为货币政策对新兴市场来说空间大，还比较有效，发达经济体结构性因素相对多一些，未来有可能是以中国为首的新兴经济体率先企稳，然后进一步带动发达经济体企稳。由于 PPI 是可贸易品价格指标，OECD 国家 PPI 增速与中国 PPI 增速走势基本一致，如果全球经济能企稳，PPI 增速也将止跌回升。

(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，PPI 翘尾因素从 2018 年全年的 2.8% 下降至前 10 月的 0.2%。2020 年 PPI 翘尾因素拖累大概率减弱，假定 2019 年 11-12 月 PPI 环比维持在 0.1% 不变，则 2020 年 PPI 翘尾因素将小幅回升至 0.2%。

(3) **油价中枢可能回升。**影响 PPI 增速最重要的两个品种是原油和螺纹钢，截至 2019 年 11 月 8 日，IPE 布油价格同比增速从 2018 年的 30.8% 回落至 -10.8%，受此影响，石油行业 PPI 增速从 2018 年的 16.6% 下降至 2019 年前三季度的 -1.7%。基于上文我们对油价的展望，2020 年油价中枢抬升，油价同比增速转正，对 PPI 增速拖累将明显减弱。

PPI 增速止跌回升可能导致：（1）推动企业补库存。（2）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。（3）改变债市多头关于 PPI 通缩的逻辑。

图7：2020 年 PPI 增速或将回升



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图8: OECD 综合领先指标与 PPI



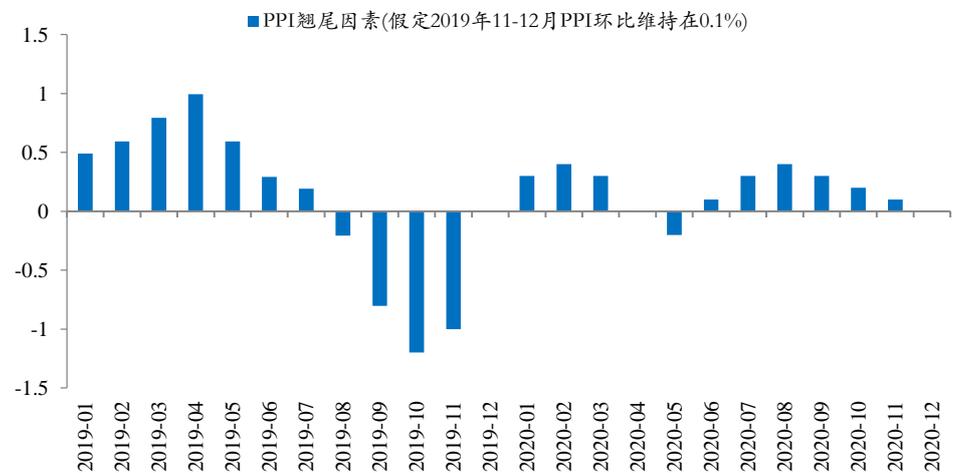
资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图9: OECD 国家 PPI 增速与中国 PPI 增速走势基本一致



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

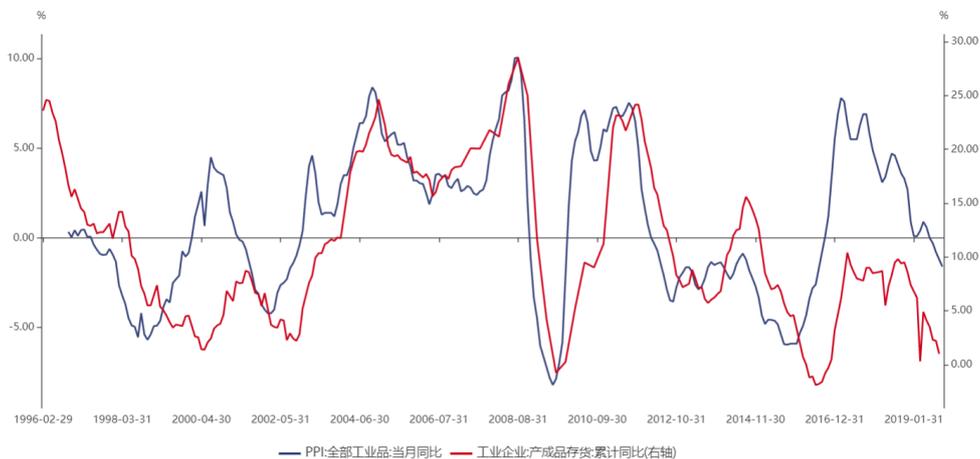
图10: PPI 翘尾因素拖累将减弱



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图11： 油价对PPI影响大

资料来源：Wind，新时代证券研究所

图12： PPI 略领先产成品库存增速

资料来源：Wind，新时代证券研究所

3、一周高频数据观察

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_9151



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>