

# 通胀再展望：开年破 4 后的高开低走

证券研究报告  
2019 年 10 月 29 日

作者

今年 CPI 高企主因猪肉供给短缺，预计年末 CPI 同比升至 3.9%左右，明年 1 月在春节影响下将飙升至 4.8%左右，2 月重新回落至 4%以下。

预计明年 CPI 前高后低，全年趋势性回落，但年中前后仍维持在 3%以上。2020 年全年 CPI 同比 3.1%，略微高于 3%的通胀目标，但货币政策不会单独受制于 CPI，权重调整也可能使上述预期略偏高。

今年 PPI 低迷受需求趋弱和产能扩张的双重影响，预计 PPI 同比在 10 月触及本轮下行的阶段性底部，11 月至明年 3 月阶段性反弹至正增长。

明年 2 季度，PPI 将再度震荡回落至 0 附近，在房地产调控不放松的前提下，PPI 下半年可能再度转负，但斜率较今年平缓。

明年 CPI 与 PPI 的走势将从背离重新归于统一。

**宋雪涛** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517090003  
songxuetao@tfzq.com

**赵宏鹤** 联系人  
zhaohonghe@tfzq.com

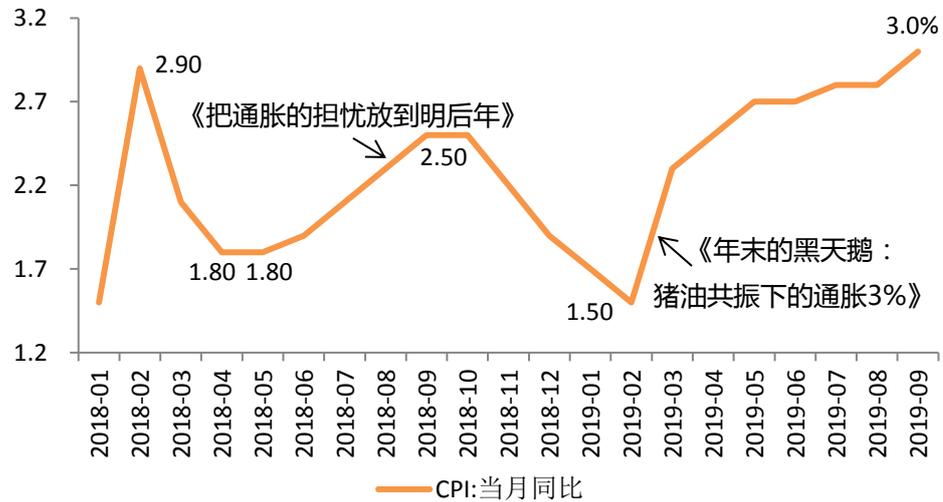
相关报告

**风险提示：**猪价涨幅再超预期；逆周期政策力度不及预期



去年8月，山东寿光一场灾难性的洪水之后，菜价大涨，彼时适逢经济政策由紧向松的转折时点，叠加一线城市房租出现滞后于房价一年左右的补涨，市场对通胀的担忧骤起。当时我们在《把对通胀的担忧放到明后天》（2018年8月24日）中指出：“通胀虽无近虑，但有远忧。未来2-3个季度来自PPI和CPI的通胀压力都比较有限，通胀压力将在2019年1季度后逐步显现，到2020年年初突破3%后触及峰值。”今年年初，我们在《年末的黑天鹅：警惕Q4猪油共振下的通胀压力》（2019年3月17日）中再次前瞻性指出：“全年CPI前低后高，年末在高猪价的情形下可达到3%。”

图1：2018年至今CPI同比走势（%）



资料来源：WIND，天风证券研究所

过去1年多的通胀走势（上图）与我们前面两篇报告中的判断高度一致，但今年下半年猪价环比上涨幅度和CPI的年末压力也高于我们预期。在本篇报告中，我们将认真地讨论未来1年的CPI和PPI走势。

结论如下：

- （1）预计今年年末CPI将升至3.9%左右，明年1月在春节影响下将飙升至4.8%左右，2月重新回落至4%以下。
- （2）明年CPI前高后低，全年趋势性回落，但年中前后仍维持在3%以上。
- （3）2020年全年CPI同比3.1%，略微高于3%的通胀目标，但货币政策不会单独受制于CPI。
- （4）预计PPI同比在今年10月触及本轮下行的阶段性底部，11月至明年3月阶段性反弹至正增长。
- （5）明年2季度，PPI将再度震荡回落至0附近，在房地产调控不放松的前提下，PPI下半年可能再度转负，但斜率较今年平缓。
- （6）明年CPI与PPI的走势将从背离重新归于统一。

## 一、2020年CPI展望

### 1. CPI高企主因猪肉供给短缺

今年以来CPI同比上涨几乎全部由食品项贡献，CPI食品项上涨则几乎全部由畜肉（猪肉）贡献。CPI从1月的1.7%升至9月的3.0%，其中食品CPI从1.9%升至11.2%，对CPI的贡献为+1.86%；非食品CPI从1.7%降至1.0%，对CPI的贡献为-0.58%。食品涨价过程中，畜肉的贡献最大，鲜菜是负贡献。畜肉CPI从1月的0.2%升至9月的46.9%，对食品CPI和全部CPI的贡献为+10.3%和+2.06%，其中猪肉的贡献为+9.9%和+1.98%。猪价大幅上涨也带动

了动物蛋白的整体涨价，如牛肉、禽肉和蛋类，但涨幅和对 CPI 的贡献都远不及猪肉。

总的来说，CPI 高企主因猪瘟导致猪肉供给严重不足，并带动其他畜禽类食品共同涨价，占比 8 成左右的非食品 CPI 则因工业品价格通缩而部分对冲了食品 CPI 的快速上涨。

表 1: CPI 同比变化的贡献构成

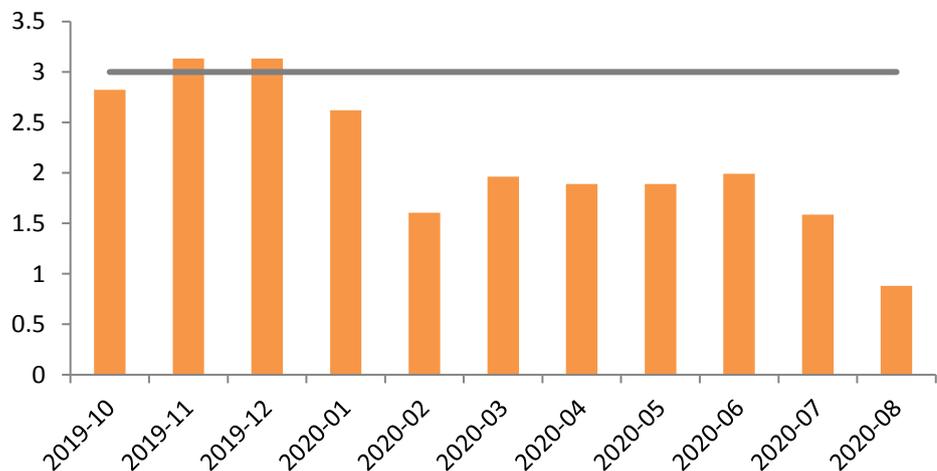
单位: %	1 月	9 月	贡献 CPI
CPI	1.70	3.00	1.30
CPI: 食品	1.90	11.20	1.86
鲜菜	3.80	-11.80	-0.40
畜肉类	0.20	46.90	2.06
猪肉	-3.20	69.30	1.98
牛肉	7.90	18.80	0.08
羊肉	12.70	15.90	0.00
禽肉	5.50	14.70	0.10
水产品	1.20	2.90	0.04
蛋类	0.30	8.20	0.02
鲜果	5.90	7.70	0.03
CPI: 非食品	1.70	1.00	-0.58

资料来源: WIND, 天风证券研究所

## 2. CPI 走势展望

从翘尾因素看，2019 年 10 月-2020 年 1 月的 CPI 翘尾均在 2.5% 以上，其中 11、12 月达到 3.13%。2020 年 2 月开始，翘尾将有所回落，但直至 7 月翘尾都在 1.6% 以上，因此 2020 年上半年的 CPI 同比压力仍然不小。

图 2: CPI 翘尾压力持续偏高 (%)



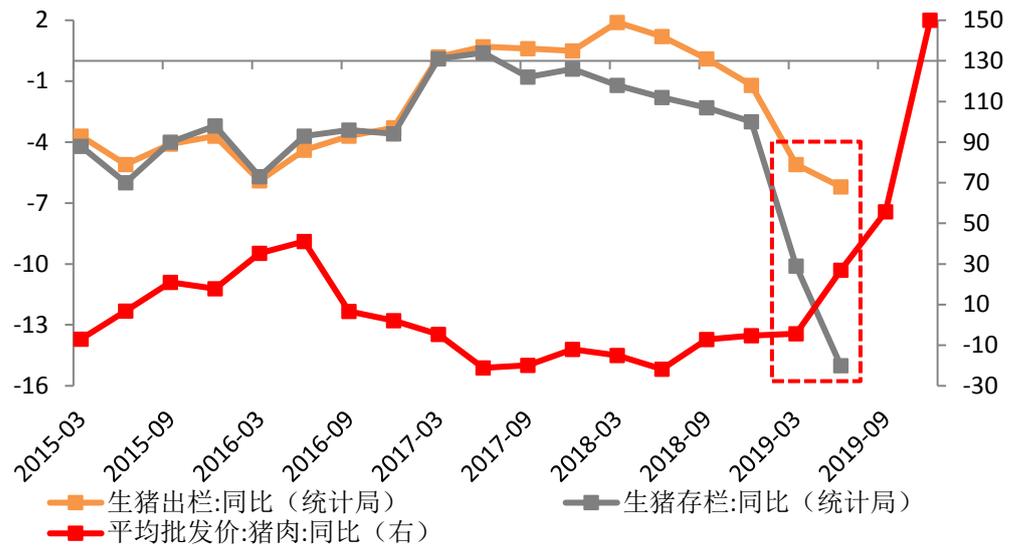
资料来源: WIND, 天风证券研究所

从新涨价因素看:

### (1) 关于猪价

我们在《年末的黑天鹅: 警惕 Q4 猪油共振下的通胀压力》(2019 年 3 月 17 日) 中阐述过猪对 CPI 的大致传导路径: 生猪存栏→生猪出栏→猪肉价格→CPI 食品项猪肉分项→CPI。生猪存栏影响生猪出栏情况, 生猪出栏量则直接影响未来 1-2 个季度的猪肉价格, 并进一步传递至食品 CPI。

图 3: 生猪存栏、出栏和猪价 (%)

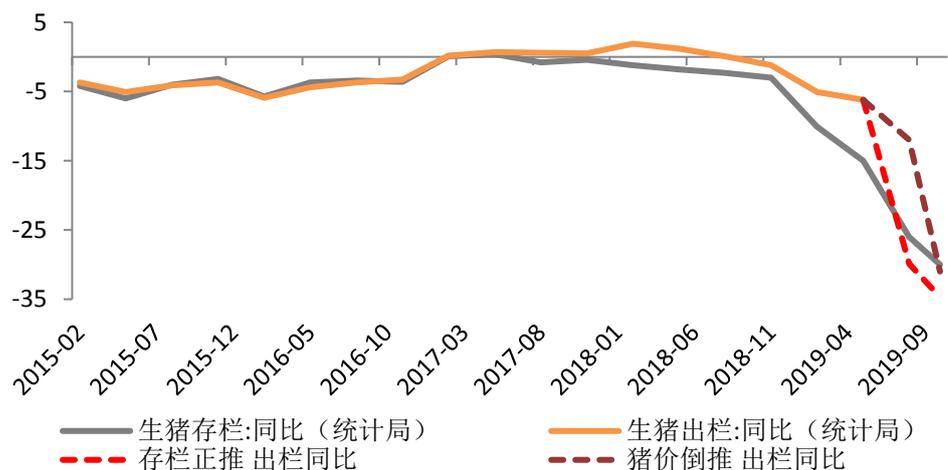


资料来源：WIND，天风证券研究所

上图生猪出栏、存栏数据来源为统计局的季度数据，与中国政府网的月度数据（只有存栏，没有出栏）有差异但趋势相同，目前只更新到今年2季度。**不难发现：**2015-2018年间生猪出栏同比与存栏同比的联动一直比较稳定，但今年上半年出栏增速随存栏增速回落的弹性大幅降低，暗示猪价上涨后存在出栏透支的情况，导致以历史规律为基准的“存栏-出栏-猪价”模型低估了上半年的出栏增速，猪价涨幅也并不明显。

但出栏不可能长期脱离存栏，意味着从下半年开始出栏增速大概率出现加速下滑，供需缺口快速拉大。从现实结果看，猪肉价格从7月开始加速上行，目前猪肉批发价已经从7月初的22.5元/公斤上涨至51元/公斤。我们分别用“存栏-出栏-猪价”模型倒推出栏和用中国政府网的月度存栏数据正推出栏（见图虚线），目前出栏和存栏的同比增速差异已明显收敛，且出栏增速略低于存栏增速，说明：（1）当前可能存在养殖户惜售，猪价上涨正处在斜率最大的阶段；（2）后续出栏向存栏靠拢的过程中，猪价上涨斜率可能放缓；（3）对猪价的预测也可以重新以存栏为起点使用模型推算。

图4：当前出栏增速重新向存栏增速收敛（%）



资料来源：WIND，天风证券研究所

今年1-6月生猪存栏（中国政府网）环比月均-4.1%，7-9月环比月均-7.4%。9月生猪存栏环比-3%，7、8月环比-9.4%、-9.8%，存栏量继续下滑但速度有所放缓。**因此，对后续猪价预测有两种情形假设：低通胀情形，未来1年存栏环比月均-1%；高通胀情形，未来1年存栏环比月均-1.5%。**节奏上参考存栏环比的历史规律：11月至次年1-2月为全年低点，3月大幅反弹后，4-10月震荡。

模型预测各季度猪价结果如下：（1）猪价高点出现在 2020 年上半年，季度均价高点分别为 56.4 元/公斤（低通胀情形）和 60 元/公斤（高通胀情形）；（2）极端值（高通胀情形下的月度高点）可能超过 60 元/公斤；（3）低通胀情形下，猪价自 2020 年 3 季度起明显回落；（4）高通胀情形下，猪价触及高点后继续高位震荡。

表 2：低/高通胀情形下猪肉价格（元/公斤）预测

	猪肉批发价（低通胀）	环比	同比	猪肉批发价（高通胀）	环比	同比
2019-03	19.0	-2.0%	-4%	19.0	-2.0%	-4%
2019-06	20.8	9.5%	27%	20.8	9.5%	27%
2019-09	29.2	40.4%	56%	29.2	40.4%	56%
2019-12	50.3	72.5%	160%	52.0	78.1%	168%
2020-03	56.4	12.1%	197%	60.0	15.5%	216%
2020-06	55.0	-2.4%	165%	59.6	-0.6%	187%
2020-09	50.8	-7.6%	74%	58.8	-1.3%	102%

资料来源：WIND，天风证券研究所

## （2）关于冬季气候

入冬后，以鲜菜、鲜果等为代表的食品供给开始减少，因此每年 12 月至次年 2 月 CPI 环比大概率正增长。2010-2018 年的 12 月、次年 1 月和 2 月的 CPI 环比均值分别为 0.36%、0.80%和 0.87%。

冬季期间涨幅很大程度上受气候条件影响。例如 2015 年底-2016 年初，全国大部分地区遭遇大风降温和雨雪天气，影响鲜菜的生产运输，3 个月内鲜菜 CPI 环比涨幅超过 50%，CPI 环比涨幅为 0.87%；2016 年底-2017 年初，全国平均气温明显偏高，有利于鲜菜生长和供应，鲜菜 CPI 环比涨幅不到 1%，CPI 环比涨幅仅 0.35%。

根据气象局的消息，今年的“厄尔尼诺现象”预计将持续至年底，意味着冬季气温偏暖概率更大，利于蔬菜水果的生产和供应。

## （3）关于春节

历史上，春节所在月份 CPI 环比涨幅都在 1%以上（2010-2019 年均值为 1.2%），主因节前居民部门大量集中采购春节期间所需消费品，叠加冬季本身食品供给相对短缺，价格抬升幅度较大。如果春节在 1 月，则节后物价冲高回落将使 2 月环比较 1 月明显回落，2012 年和 2017 年 2 月甚至环比微幅负增长。

2020 年春节在 1 月底，考虑到居民过节采购可能放大猪肉供需矛盾，2020 年 1 月 CPI 环比可能在 1.2%以上，2 月环比可能在 0 附近。

## （4）关于非食品 CPI

非食品 CPI 走势与 PPI 高度相关，二者季度同比的相关系数在 0.8 以上。

综合考虑猪价（取高低情形均值）、春节、季节、非食品 CPI 以及翘尾等因素，结论如下：

预计 2019 年 10-12 月 CPI 同比逐渐由 3.5%左右升至 3.9%。

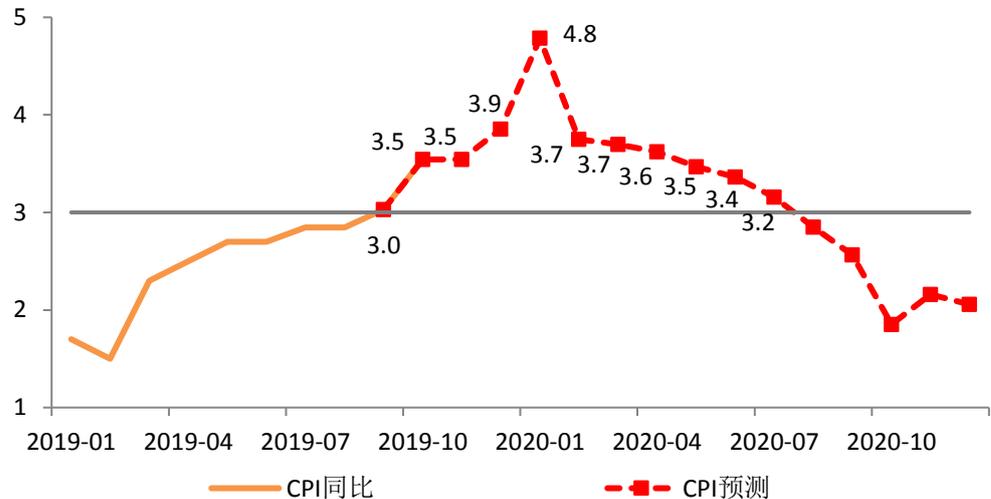
预计 2020 年 CPI 同比整体趋势性回落，但 1 月在春节影响下将飙升至 4.8%左右，随后在 2 月重新回落至 4%以下，但在年中前后仍持续在 3%以上。

预计 19Q4-20Q4 共 5 个季度的 CPI 同比中枢为 3.6%、4.1%、3.5%、2.9%、2.0%；2020 年全年 CPI 同比 3.1%，略微高于 3%的通胀目标。

猪价大幅上涨后存在消费替代，根据 CPI 权重“五年一大调，一年一小调”的原则，明年猪肉在 CPI 中的权重可能会有所下降。如果后续统计局将 CPI 中的猪肉权重下调，上述对 2020 年 CPI 同比的预测结果可能略有高估，全年 CPI 水平可能也将落在 3%以下。

CPI 大幅上涨主因供给端的非正常因素导致的结构性通胀，并非需求端或货币效应推动的全面通胀，持续回落的 PPI 和核心 CPI 更能反映经济的实际状况。因此，货币政策的实际操作不会单独受制于 CPI 压力，但面对 4 以上的 CPI，为管理好通胀预期，货币政策短期可能难以给出明确的宽松信号。

图 5：未来 1 年 CPI 同比走势预测 (%)



资料来源：WIND，天风证券研究所

## 二、2020 年 PPI 展望

### 1. 今年 PPI 的低迷受需求趋弱和产能扩张的双重影响

PPI 同比从 1 月的 0.1% 降至 9 月的 -1.2%，从 14 大工业部门来看，PPI 较年初回升的仅有：食品工业（受益于食品价格大涨）、冶金工业（有色金属受益于低基数和房地产竣工启动；黑色金属与建材情况类似）和皮革工业，其余部门全线回落。

具体来看，可以将回落幅度较大（超过 1%）的部门分为四类：

**第一类是造纸工业**（回落 7%），主要受累于产能快速扩张和下游商务、金融等服务业需求疲弱。

**第二类是煤炭及炼焦工业**（回落 5.7%），主要受累于产能快速扩张和工业生产放缓、火电替代等导致的发电耗煤需求疲弱，今年 1-9 月火电发电量增速仅 0.5%，去年同期为 6.9%。

**第三类包括石油工业**（回落 7.1%）、**化学工业**（回落 3.1%，主要是化学纤维制造业，回落 12.6%）、**纺织工业**（回落 4.3%）和**缝纫工业**（回落 1%），涉及整个纺织服装、服饰业产业

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\\_9385](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_9385)

