

## 2019年12月物价数据点评

### 12月CPI涨幅持平 PPI降幅显著收窄 2020年物价上涨压力不大

据国家统计局数据，2019年12月CPI同比4.5%，前值4.5%，全年累计上涨2.9%，前值2.8%，上年同期2.1%；12月PPI同比-0.5%，前值-1.4%；全年累计-0.3%，前值-0.3%，上年同期3.5%。

#### 基本观点：

2019年12月CPI涨幅持平，猪肉价格回落、蔬菜价格走高形成对冲效应，上年低基数带动汽油价格涨幅由负转正，是影响本月物价走势的主要因素。整体上看，当前通胀结构性特征依然明显，而且并未显示“猪通胀”有扩散至食品之外的趋势。PPI方面，主要受上年同期国际油价大幅下跌带来的低基数效应影响，12月PPI同比跌幅显著收敛；环比数据显示，当月PPI新涨价动能边际增强，特别是建筑链条上的工业品价格多数上涨，与近期宏观经济企稳态势较为吻合。

受春节错期效应影响，2020年1月CPI涨幅有可能冲高至6.0%左右；在猪肉价格高企影响下，整个上半年CPI都将运行在3.0%之上。不过，伴随生猪产能逐步恢复，下半年之后猪肉价格有可能出现快速回落态势，CPI涨幅将随之下行，全年CPI涨幅仍有可能控制在3.0%左右的目标区间。综合考虑宏观经济金融走势，我们判断2020年通胀预期全面扩散的风险不大。

PPI方面，我们判断PPI持续进入明显通缩状态的概率较低，2020年全年同比将大体持平或小幅负增，走势则与CPI相反，呈“前低后高”状态。其背后主要有三个原因：高基数效应消失，经济企稳将提振工业品需求，以及2020年国际油价再现大幅下跌的风险可控。

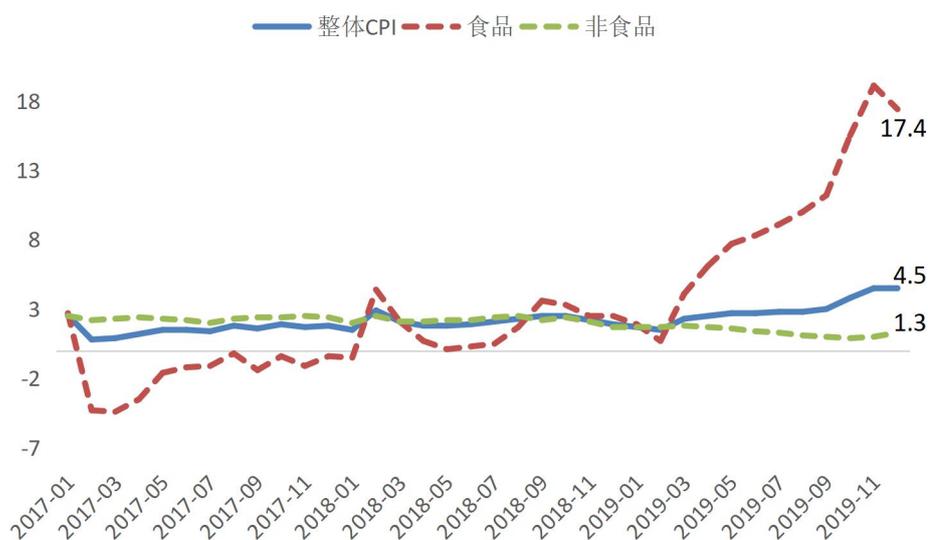
#### 具体分析如下：

一、12月CPI涨幅持平，当月猪肉价格同比涨幅回落，而蔬菜价格受天气影响快速走高，带动食品价格涨幅整体小幅走低；非食品价格增速略有加快，主要源于当月汽油价格涨幅由负转正，但食品之外的CPI涨幅整体仍处明显偏低水平，显示当前物价上涨的结构

性特征依然明显。

12月CPI同比上涨4.5%，涨幅与上月持平。从结构上来看，当月CPI的分化特征依然明显，食品价格和非食品价格涨幅之间的“剪刀差”仍达16个百分点左右——当月食品价格同比上涨17.4%，涨幅较上月放缓1.7个百分点，而非食品价格仅上涨1.3%，尽管较上月回升0.3个百分点，但仍处于明显偏低水平。

图1 CPI增速：当月同比 %



数据来源：WIND

12月食品CPI同比涨幅回落，主要受猪肉及水果价格涨幅走低带动。当月猪肉平均价格比上月下降5.6%，结束了6月以来持续较快上涨局面，带动当月价格同比涨幅回落13.2个百分点。受此影响，12月牛羊肉等猪肉消费替代品价格涨幅也有所下滑。12月水果价格同比跌幅继续扩大，主要源于上年价格基数偏高。另外，近期鸡蛋供应充足，价格环比、同比涨幅均受到一定抑制。12月价格涨幅扩大的主要是蔬菜，受冷空气及大范围降雪影响，鲜菜生产和储运成本增加，当月价格环比上涨10.6%，同比涨幅也显著扩大近7个百分点。其他粮油、水产等食品价格变化不大。整体来看，除蔬果类食品受季节性影响波动较大外，猪肉及其替代品仍是本月CPI延续高位的核心因素。

图2 食品类各分项CPI同比增速 %



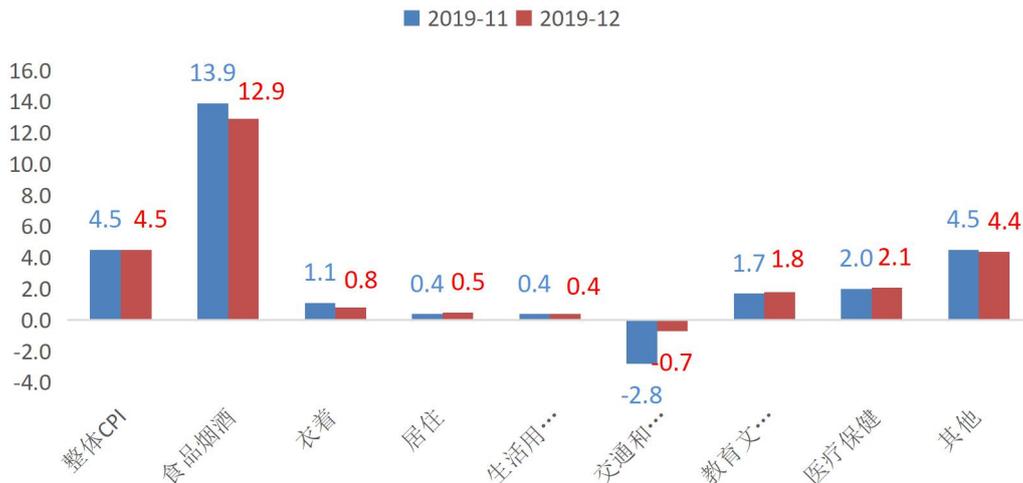
数据来源：WIND

12月非食品价格同比上涨1.3%，涨幅较上月加快0.3个百分点，仍处于明显偏低水平。各主要分项中，去年年底前国际油价暴跌，低基数带动本月交通、通信价格同比跌幅收窄2.1个百分点，其他类别商品和服务价格变化不大，均处于较低水平。这显示，在经济下行压力较大背景下，整体终端需求处于较为低迷状态，未来涨价预期扩散到食品之外的风险不大。

12月扣除食品和能源的核心CPI同比为1.4%，与上月持平，年初以来保持低位下行趋势，与当前宏观经济运行态势较为吻合。我们认为，目前受猪肉价格扰动影响，CPI增速存在一定“失真”现象，不能全面、真实反映当前物价走势，核心CPI走势更具参考价值。央行11月小幅下调MLF利率，也表明CPI短期冲高对货币政策的掣肘作用有限。

全年来看，2019年CPI涨幅为2.9%，较上年加快0.8个百分点，仍处于3.0%的控制目标区间之内。年内走势方面，主要受猪瘟疫情对生猪产能带来严重冲击影响，二季度之后猪肉及其替代品价格大幅走高，带动食品价格自8月开始连续出现两位数的同比增长，并于9月起推动整体CPI站上3.0%的控制目标。全年CPI走势呈明显的“前低后高”特征。但在终端需求低迷背景下，食品之外的CPI涨幅则持回落，由年初的1.7%回落到12月的1.3%，显示全年物价走势结构分化特明显，整体上缺乏持续上涨动力。

图3 八类商品与服务CPI同比增速 %



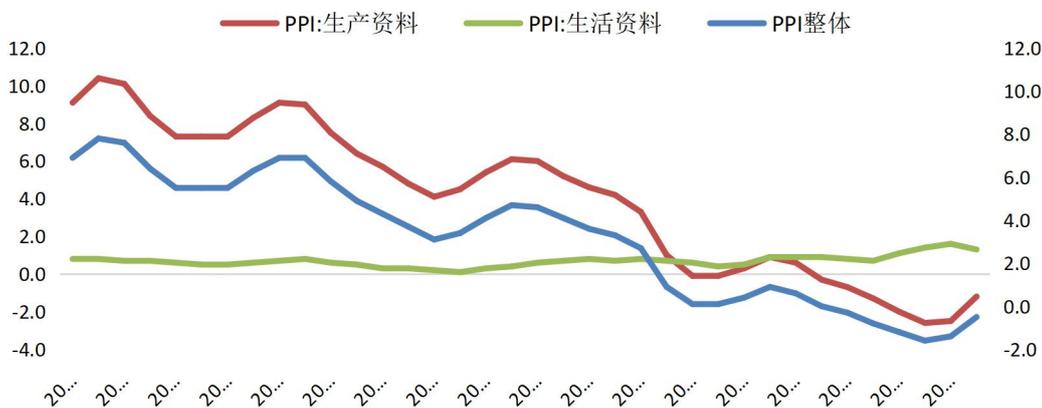
数据来源：WIND

二、主要受原油和黑色金属相关行业PPI同比涨幅加快带动，12月PPI同比跌幅进一步收敛；除受低基数影响外，环比数据显示当月PPI新涨价动能边际增强，特别是建筑链条上的工业品价格多数上涨，但下游生产资料价格普跌，上游涨价向下游传导仍需时间。

12月PPI同比下降0.5%，降幅较上月收窄0.9个百分点。除受低基数影响外，环比数据也显示当月PPI新涨价动能边际增强——12月PPI环比持平，上月为下跌0.1%。

分大类看，12月中上游生产资料和下游生活资料价格走势有所分化。其中，生产资料价格环比由上月的下跌0.2%转为持平，同比下降1.2%，降幅较上月收窄1.3个百分点；而生活资料价格环比由上月的上涨0.3%转为下跌0.2%，同比涨幅则较上月收窄0.3个百分点至1.3%，且其分项中，除一般日用品价格环比跌幅略有收敛、同比涨幅与上月持平外，其他各类别价格环比、同比涨势均有所减弱。

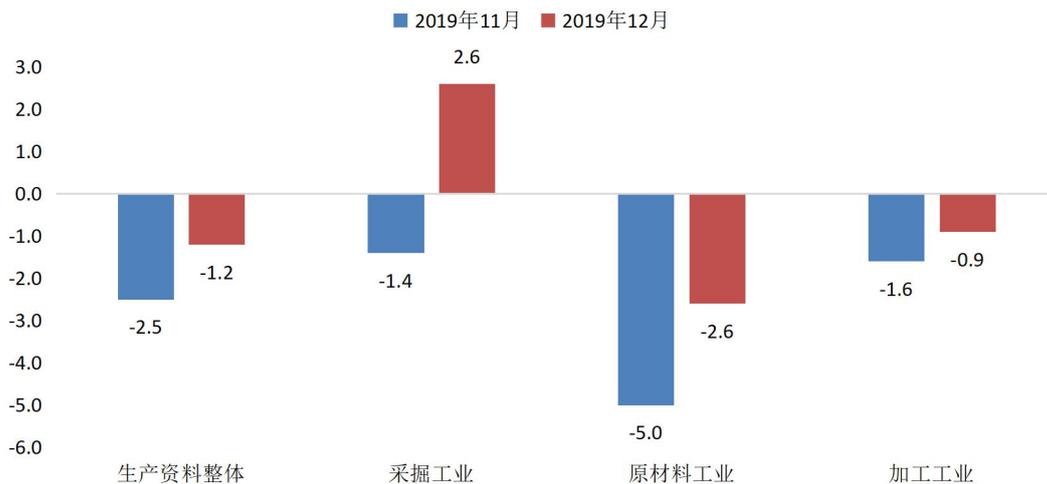
图5 PPI增速：当月同比 %



数据来源：WIND

生产资料各分项中，12月采掘工业、原材料工业和加工工业PPI环比均由下跌转为上涨或持平；当月采掘工业PPI同比上涨2.6%，较前值大幅加快4.0个百分点，原材料工业和加工工业PPI同比续降，但降幅较上月分别收窄2.4和0.7个百分点。从细分行业看，主要受原油及黑色金属相关行业拉动：其一，12月OPEC减产及中东紧张局势持续提振油价走强，加之上年同期低基数，共同带动油价同比大幅上涨，当月石油和天然气开采业PPI同比上涨5.8%，较前值加快17.0个百分点，石油、煤炭及其他燃料加工业PPI同比下跌1.8%，跌幅较上月收窄8.1个百分点；其二，尽管月内钢材价格季节性下跌，但在需求前景向好和库存低位支撑下，仍处相对高位，叠加上年同期基数走低，同比涨幅处下半年高点，当月黑色金属矿采选业PPI同比上涨8.8%，涨幅较上月加快0.5个百分点，黑色金属冶炼和压延加工业PPI下降0.7%，降幅较上月收窄4.6个百分点。

图6 生产资料各项PPI同比增速 %



数据来源：WIND

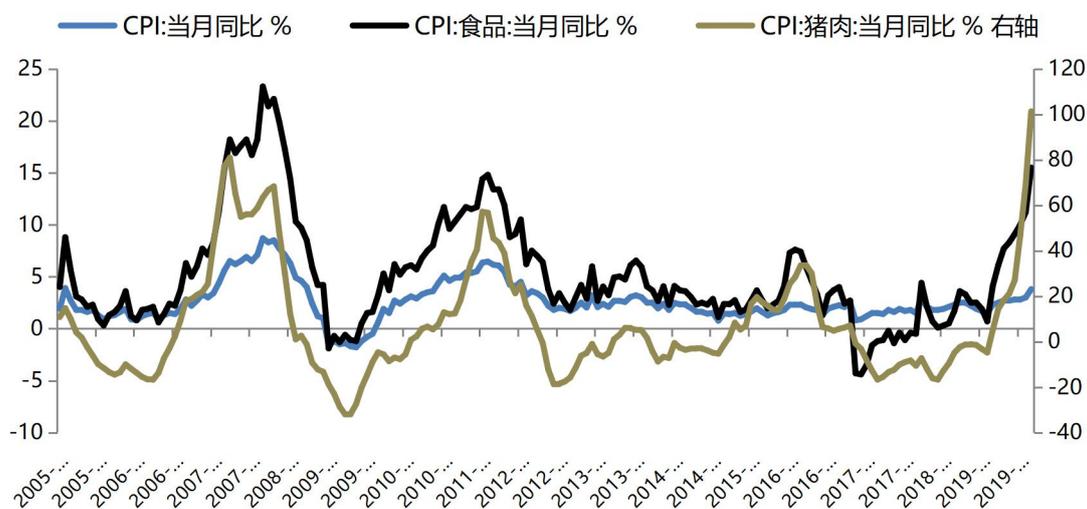
从全年看，2019年PPI累计同比下降0.3%，大幅低于前值3.5%。除受上年基数较高影响外，2019年PPI涨势低迷还有两个直接原因：一是国际油价同比大幅回落；二是受国内供需格局转换影响，主要工业品价格涨幅明显收窄——背后的原因在于，2019年上游行业去产能已近尾声，此前供给端收紧对价格的推升作用显著下降，加之工业增速减缓，基建及制造业投资处于低迷状态，也制约了对工业品的需求增长。不过，四季度以来，上述两个因素对PPI的下拉作用边际减弱，一方面上年四季度油价基数大幅走低，另一方面，逆周期调节发力背景下，建筑产业链工业品需求前景改善，并带动四季度PPI现企稳趋势。

三、2020年CPI涨幅仍有可能控制在3.0%左右的目标区间，PPI进入深度通缩的风险不大，物价因素严重掣肘货币政策的可能性很低。

考虑到2019年影响CPI走势的主要是猪肉价格及替代品价格大幅上涨，而非食品价格变化不大且走势稳定，因此判断2020年CPI走势，猪瘟疫情的变化是关键因素。

自2005年以来，受各类疫情驱动供给侧收缩，我国经历了4轮明显的猪价上行周期，分别为2007-2008年、2010-2011年、2015-2016年以及2019年。

图7 历史上的3次猪瘟疫情对猪肉价格及CPI上涨的驱动周期平均为4到5个季度



数据来源：Wind，东方金诚

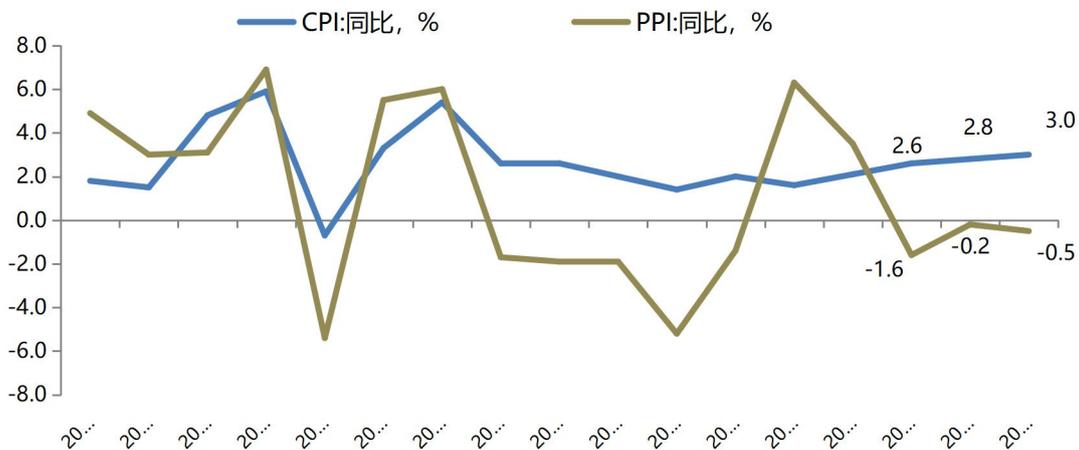
注：F为东方金诚预测值

回顾历次生猪疫情（2006-2007年高致病蓝耳病大规模爆发，2010年口蹄疫影响严重，2015年“高热病”爆发，2018年8月非洲猪瘟确诊）可以发现，在疫情爆发初期，生猪存栏快速下降，同时伴随猪肉价格小幅下跌；但当疫情得到控制后，猪肉价格会伴随生猪出栏减少而明显上涨，而上涨周期（从猪肉价格恢复正增长到涨幅最高点）在此前3次的持续时间为4至5个季度。

当前猪瘟疫情已进入稳定期，而本次猪肉价格同比快速上升始于2019年二季度，这意味着在2020年二季度末，猪肉价格涨幅即可能见顶回落。农业农村部表示，2019年8月以来，全国共有25个省份出台了支持生猪复产保供政策措施。10月能繁母猪存栏环比增加了0.6%，这是自去年4月以来首次出现增长。这意味着目前（截至2019年11月）全国生猪产能下滑已经基本见底，年底前存栏有望止跌回升。我们判断，2020年“两节”前后猪肉价格还有冲高潜力，本轮CPI的高点或在2020年1月前后；二季度之后，伴随猪肉供应恢复，加之物价基数大幅抬高，CPI同比将出现明显回落。

可以看到，2019 年以来，信贷、社融和 M2 等金融数据总体处于温和偏低水平，货币因素不是推升物价走高的基础因素；而扣除食品、能源之外的核心 CPI 同比则持续走低——年初该指标为 1.9%，12 月已降至 1.4%。由此可见，本轮 CPI 走高主要源于个别商品供应的短期约束，因此持续时间很可能不会超过 1 年。这完全不同于因货币超发或宏观经济整体供不应求而带来的 CPI 趋势性走高。预计 2020 年 CPI 走势将“前高后低”，全年同比涨幅仍有望控制在 3.0% 左右。由此，尽管 2020 年上半年之前 CPI 上行压力较大——其中 1 月份受春节错峰因素影响，CPI 同比涨幅有可能接近 6.0%，但并不表明未来一段时间经济会面临明显的通胀风险，这也意味着 2020 物价上涨因素对央行货币政策的掣肘作用不必过高估。

图 8 2020 宏观经济既没有明显的 CPI 通胀风险，也没有 PPI 通缩风险



数据来源：Wind，东方金诚

注：F 为东方金诚预测值

展望 2020 年，我们判断 PPI 持续进入明显通缩状态的概率不大，全年同比将大体持平或小幅负增，走势则与 CPI 相反，呈“前低后高”状态。其背后主要有三个原因：首先，2019 年下半年以来 PPI 同比进入负向区间，一个重要原因是上年同期基数很高——2018 年 PPI 全年同比涨幅为 3.5%，且在年中之后达到高点，因此上年高基数是 2019 年 PPI 同比下行的主要原因。伴随 2019 年 PPI 整体处于零增长附近，这一因素无法再度推动 2020 年 PPI 同比明显走低。

其次，2019 年经济增速较上年回落幅度较大，但 2020 年经济增速有望企稳。在供给端相对稳定的背景下，经济增速下滑会直接抑制工业品需求，给 PPI 带来一定下行压力。2020 年是完成“十年 GDP 翻一番”目标的最后一年，预计 GDP 增速将保持在 6.1% 左右，与 2019 年相比差别不大，这也意味着 PPI 下行压力也会相应放缓。

第三，“PPI 看油”，国际油价往往是决定国内 PPI 走势的一个关键因素。2019 年以来 WTI 现货平均价格同比下降 12.1%，而 IMF（国际货币基金组织）预测，2020 年在全球经济有望低位回暖带动下，国际油价降幅将收窄至 6.2%。这也预示着与 2019 年相比，2020 年国内 PPI 同比下行压力将趋于缓和。

声明：本报告是东方金诚的研究性观点，并非是某种决策的结论、建议等。本报告引用的相关资料均为已公开信息，东方金诚进行了合理审慎地核查，但不应视为东方金诚对引用资料的真实性及完整性提供了保证。本报告的著作权归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构和个人未经授权不得修改、复制、销售和分发，引用必须注明来自东方金诚且不得篡改或歪曲。