



经济透视

分析员: 姚少华, PhD

电话: 852-2147 8863

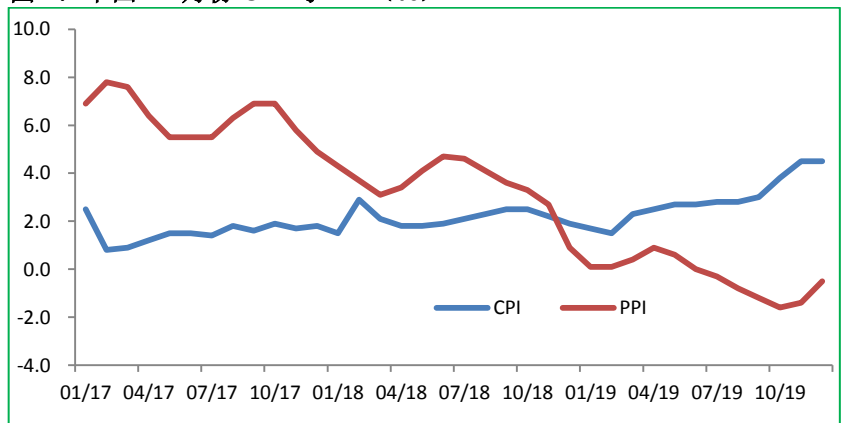
电邮: yaoshaohua@abci.com.hk

中国 12 月 CPI 保持高位但 PPI 跌幅收窄

- 中国 12 月份 CPI 涨幅保持在 4.5% 的高位，主要因为食品价格特别是猪肉价格高企。由于 2018 年同期基数较低以及能源价格反弹，12 月份 PPI 跌幅由 11 月份的 1.4% 显著收窄至 0.5%
- 展望未来，有见于食品价格上涨，特别是猪肉价格因非洲猪瘟供应偏紧保持高位，2020 年 CPI 通胀或由 2019 年的 2.9% 反弹至 3.5%。我们预计猪肉价格在 2020 年上半年保持高位，下半年随着供应恢复将有所回落，因此 2020 年 CPI 或呈现前高后低的态势
- 由于大宗商品价格走势回升，2020 年 PPI 通胀或由 2019 年的 -0.3% 反弹至 0.5%。我们相信 2020 年 CPI 与 PPI 通胀将继续偏离
- 12 月份通胀数据显示通胀压力仍较稳定。我们相信 2020 年的宏观政策不会受到通胀的制约，因为剔除波动性较大的食品和能源价格后的核心 CPI 自 2019 年年初以来一直处于较低水平。当前以及未来的通胀预期为货币政策维持中性偏松态势支持经济增长提供了有利条件。我们预计 2020 年年底 1 年期与 5 年期 LPR 的利率水平分别跌至 3.80% 及 4.70%。我们预期 2020 年年底大型存款类金融机构的 RRR 为 12.0%，而中小型金融机构为 10.0%

中国 12 月份 CPI 涨幅保持在 4.5%¹ 的高位，略低于市场预期的 4.7%（图 1）。整体食品价格继 11 月份上涨 19.1% 后，12 月份上涨 17.4%，影响 CPI 上涨约 3.43 个百分点。而同期非食品价格则由 11 月份 1.0% 的涨幅反弹至 1.3%，影响 CPI 上涨约 1.07 个百分点。按月来看，12 月份 CPI 按月涨幅持平，而 11 月份按月上涨 0.4%。2019 年整年 CPI 平均上涨 2.9%，较 2018 年 2.1% 的涨幅明显反弹。

图 1：中国 12 月份 CPI 与 PPI (%)



来源: 国家统计局, 农银国际证券

尽管 12 月非食品通胀仍处于较低水平，但强劲的食品通胀尤其是高企的猪肉价格令整体 CPI 通胀保持在较高水平。食品分项来看，12 月猪肉价格同比上升 97.0%，影响 CPI 上涨约 2.34 个百分点。但值得注意的是，受中央和地方储备猪肉陆续投放以及猪肉进口量大幅增加，12 月猪肉价格按月下跌 5.6%。12 月牛肉和羊肉价格分别上涨 20.4% 和

农银国际研究部

2020 年 1 月 9 日

¹除另有指明外，本报告列示的变动比率均为按年变化



11.5%，两项合计影响 CPI 上涨约 0.60 个百分点。12 月鲜菜价格涨幅由 11 月份的 3.9% 大幅反弹至 10.8%。相反，同期鲜果价格下降 8.0%，较 11 月 6.8% 的跌幅进一步加深。非食品分项来看，12 月旅游价格上涨 1.2%，医疗保健价格上涨 2.1%，教育服务价格上涨 2.8%，居住价格上涨 0.5%。相反，12 月交通和通信价格下降 0.7%。

12 月份 PPI 跌幅由 11 月份的 1.4% 显著收窄至 0.5%，略低于市场所预期的 0.4% 的跌幅。12 月份生产资料价格跌幅由 11 月份的 2.5% 收窄至 1.2%，影响 PPI 下降约 0.87 个百分点。12 月份 PPI 中的生活资料价格上涨 1.3%，涨幅比上月回落 0.3 个百分点，影响 PPI 上涨约 0.34 个百分点。此外，按月来看，12 月份 PPI 按月涨幅持平，而 11 月份下跌 0.1%。2019 年整年 PPI 平均下跌 0.3%，较 2018 年 3.5% 的涨幅大幅回落。

12 月 PPI 的反弹主要受益于 2018 年同期较低的基数效应以及能源价格的回升。PPI 分项下的石油和天然气开采业在 12 月上涨 5.8%，而 11 月为下跌 11.2%，另一分项石油、煤炭及其他燃料加工业在 12 月仅下跌 1.8%，而 11 月下跌 9.9%。此外，12 月黑色金属矿采选业上涨 8.8%，涨幅比上月扩大 0.5 个百分点。12 月 PPI 大幅反弹料为工业企业盈利预期带来支持。

展望未来，有见于食品价格上涨，特别是猪肉价格因非洲猪瘟供应偏紧保持高位，2020 年 CPI 通胀或由 2019 年的 2.9% 反弹至 3.5%。我们预计猪肉价格在 2020 年上半年保持高位，下半年随着供应恢复将有所回落，因此 2020 年 CPI 或呈现前高后低的态势。由于大宗商品价格走势回升，2020 年 PPI 通胀或由 2019 年的 -0.3% 反弹至 0.5%。我们相信 2020 年 CPI 与 PPI 通胀将继续偏离。

12 月份通胀数据显示通胀压力仍较稳定。我们相信 2020 年的宏观政策不会受到通胀的制约，因为剔除波动性较大的食品和能源价格后的核心 CPI 自 2019 年年初以来一直处于较低水平。当前以及未来的通胀预期为货币政策维持中性偏松态势支持经济增长提供了有利条件。我们预计 2020 年年底 1 年期与 5 年期 LPR 的利率水平分别跌至 3.80% 及 4.70%。我们预期 2020 年底大型存款类金融机构的 RRR 为 12.0%，而中小型金融机构为 10.0%。



	2018					2019									
	11月	12月	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	
实际国民生产总值 (同比%)	---	6.4	---	---	6.4	---	---	6.2	---	---	6.0	---	---	---	
以美元计出口增长 (同比%)	5.4	-4.4	9.1	-20.7	14.2	-2.7	1.1	-1.3	3.3	-1.0	-3.2	-0.9	-1.2	---	
以美元计进口增长 (同比%)	3.0	-7.6	-1.5	-5.2	-7.6	4.0	-8.5	-7.3	-5.3	-5.6	-8.5	-6.4	0.3	---	
贸易余额 (美元/十亿)	44.8	57.1	39.2	4.1	32.7	13.8	41.7	51.0	45.1	34.8	39.7	42.8	38.7	---	
零售额 (同比%)	8.1	8.2	8.2	8.2	8.7	7.2	8.6	9.8	7.6	7.5	7.8	7.2	8.0	---	
工业增加值 (同比%)	5.4	5.7	5.3	5.3	8.5	5.4	5.0	6.3	4.8	4.4	5.8	4.7	6.2	---	
制造业 PMI (%)	50.0	49.4	49.5	49.2	50.5	50.1	49.4	49.4	49.7	49.5	49.8	49.3	50.2	50.2	
非制造业 PMI (%)	53.4	53.8	54.7	54.3	54.8	54.3	54.3	54.2	53.7	53.8	53.7	52.8	54.4	53.5	
固定资产投资 (累计同比%)	5.9	5.9	6.1	6.1	6.3	6.1	5.6	5.8	5.7	5.5	5.4	5.2	5.2	---	
消费物价指数 (同比%)	2.2	1.9	1.7	1.5	2.3	2.5	2.7	2.7	2.8	2.8	3.0	3.8	4.5	4.5	
生产者物价指数 (同比%)	2.7	0.9	0.1	0.1	0.4	0.9	0.6	0.0	-0.3	-0.8	-1.2	-1.6	-1.4	-0.5	
广义货币供应量 (同比%)	8.0	8.1	8.4	8.0	8.6	8.5	8.5	8.5	8.1	8.2	8.4	8.4	8.2	---	
新增贷款 (人民币/十亿)	1250	1080	3230	886	1690	1020	1180	1660	1060	1210	1690	661	1390	---	
总社会融资 (人民币/十亿)	1519	1590	4640	703	2860	1360	1400	2267	1010	1980	2270	619	1750	---	

世界经济/金融数据

股指			大宗商品					债券收益率及主要利率				
收市价	周变化 (%)	市盈率	计价单位/货币	价格	周变化 (%)	5日平均交易量	息率 (%)	周变化 (基点)				
美国			能源									
道琼斯工业平均指数	28,745.09	0.38	19.78	纽约商品交易所轻质低硫原油实物期货合约	美元/桶	60.02	(5.47)	777,066	美国联邦基金目标利率	1.75	0.00	
标准普尔 500 指数	3,253.05	0.56	21.76	ICE 布伦特原油现金结算期货合约	美元/桶	65.39	(4.68)	374,466	美国基准借贷利率	4.75	0.00	
纳斯达克综合指数	9,129.24	1.20	34.49	纽约商品交易所天然气期货合约	美元/百万英热单位	2.12	(0.28)	173,896	美国联邦储备银行贴现窗口借款率	2.25	0.00	
MSCI 美国指数	3,100.21	0.60	22.37	中国秦皇岛环渤海动力煤价格指数 ²	美元/公吨	61.80	N/A	N/A	美国 1 年期国债	1.4858	(0.28)	
欧洲			普通金属					美国 5 年期国债			1.6579	6.83
富时 100 指数	-0.13	18.41	-0.13	伦敦金属交易所铝期货合约	美元/公吨	1,768.25	(1.35)	22,942	美国 10 年期国债	1.8685	7.52	
德国 DAX30 指数	1.97	25.01	1.97	伦敦期货交易所铝期货 3 个月转递交易合约	美元/公吨	1,800.50	(1.29)	42,718	日本 10 年期国债	0.0100	2.10	
法国 CAC 40 指数	0.36	21.73	0.36	COMEX 铜期货合约	美元/磅	6,157.00	0.77	10,524	中国 10 年期国债	3.1410	(1.90)	
西班牙 IBEX 35 指数	-0.16	15.66	-0.16	伦敦金属交易所铜期货 3 个月转递交易合约	美元/公吨	6,178.00	0.79	32,934	欧洲央行基准利率 (再融资利率)	0.00	0.00	
意大利 FTSE MIB 指数	1.18	14.45	1.18	COMEX 黄金期货合约	美元/金衡盎司	1,545.90	(0.42)	503,106	美国 1 月期银行同业拆借固定利率	1.6990	(1.53)	
Stoxx 600 指数	0.65	20.91	0.65	COMEX 白银期货合约	美元/金衡盎司	17.91	(1.33)	125,797	美国 3 月期银行同业拆借固定利率	1.8780	0.41	
MSCI 英国指数	-0.60	18.49	-0.60	纽约商品交易所钯金期货合约	美元/金衡盎司	956.30	(3.43)	20,350	隔夜上海同业拆借利率	1.6900	52.80	
MSCI 法国指数	-0.16	21.61	-0.16	农产品			1 月期上海同业拆借利率			2.6090	(23.3)	
MSCI 德国指数	0.63	21.89	0.63	2 号平价黄玉米及其替代品期货合约	美元/蒲式耳	385.25	-0.32	114,222	香港 3 月期银行同业拆借固定利率	2.3263	(4.77)	
MSCI 意大利指数	0.52	14.37	0.52	小麦期货合约	美元/蒲式耳	555.75	0.23	46,937	公司债券 (穆迪)			
亚洲								Aaa			3.02	8.00
日经 225 指数	0.35	18.89	0.35	11 号糖期货合约	美元/蒲式耳	13.47	1.20	78,023	Baa	3.86	7.00	
澳大利亚 S&P/ASX 指数	2.09	20.32	2.09	2 号平价黄豆及其替代品期货合约	美元/蒲式耳	949.25	0.82	89,677	附注:			
恒生指数	0.38	11.18	0.38	1. 数据源: 彭博, 中国国家统计局, 农银国际证券 (资料更新于报告发布日期)								
恒生中国企业指数	0.25	8.95	0.25	2. 为发热量 5500 大卡/千克动力煤的价格								
沪深 300 指数	0.47	14.79	0.47									
上证综合指数	0.36	14.73	0.36									
深证综合指数	2.26	37.75	2.26									
MSCI 中国指数	(0.54)	14.76	(0.54)									
MSCI 香港指数	(1.00)	14.05	(1.00)									
MSCI 日本指数	(1.08)	15.57	(1.08)									

外汇

	欧元/美元	英镑/美元	澳元/美元	美元/日元	美元/瑞郎	美元/人民币	美元/港币	美元/人民币-12 个月无本金交割远期
汇率	1.1111	1.3106	0.6869	109.30	0.9739	6.9318	7.7713	7.0025
周变化 (%)	-0.45	0.18	-1.17	-1.11	-0.10	0.50	0.10	0.50



权益披露

分析员, 姚少华, 作为本研究报告全部或部分撰写人, 谨此证明有关就研究报告中提及的所有公司及/或该公司所发行的证券所做出的观点, 均属分析员之个人意见。分析员亦在此证明, 就研究报告内所做出的推荐或个人观点, 分析员并无直接或间接地收取任何补偿。此外, 分析员及分析员之关联人士并没有持有研究报告内所推介股份的任何权益, 并且没有担任研究报告内曾提及的上市法团的高级工作人员。

评级的定义

评级	定义
买入	股票投资回报 \geq 市场回报(10%)
持有	负市场回报 (-10%) \leq 股票投资回报 $<$ 市场回报(+10%)
卖出	股票投资回报 $<$ 负市场回报(-10%)

注: 股票收益率=未来 12 个月股票价格预期百分比变化+总股息收益率

市场回报率=自 2005 年以来的平均市场回报率 (恒指总回报指数於 2005-17 年间的年复合增长率为 10%)

目标价的时间范围: 12 个月

股票评级可能与所述框架有所偏离, 原因包括但不限于: 公司治理、市值、相对于相应基准指数的历史价格波动率、相对于股票市值的平均每日成交量、公司于相应行业的竞争优势等。

免责声明

该报告只为客户使用, 并只在适用法律允许的情况下分发。本研究报告并不牵涉具体用户的投资目标, 财务状况和特殊要求。该等信息不得被视为购买或出售所述证券的要约或要约邀请。我等并不保证该等信息的全部或部分可靠, 准确, 完整。该报告不应代替投资人自己的投资判断。文中分析建立于大量的假设基础上, 我等并不承诺通知阁下该报告中的任何信息或观点的变动, 以及由于使用不同的假设和标准, 造成的与其它分析机构的意见相反或不一致。分析员(们)负责报告的准备, 为市场信息采集、整合或诠释, 或会与交易、销售和其它机构人员接触。农银国际证券有限公司不负责文中信息的更新。农银国际证券有限公司对某一或某些公司内部部门的信息进行控制, 阻止内部流动或者进入其它部门及附属机构。负责此研究报告的分析员的薪酬完全由研究部或高层管理者(不包括投资银行)决定。分析员薪酬不取决于投行的收入, 但或会与农银国际证券有限公司的整体收入(包括投行和销售部)有关。报告中所述证券未必适合在其它司法管辖区销售或某些投资人。文中所述的投资价格和价值、收益可能会有波动, 历史表现不是未来表现的必然指示。外币汇率可能对所述证券的价格、价值或收益产生负面影响。如需投资建议、交易执行或其它咨询, 请您联系当地销售代表。农银国际证券有限公司或任何其附属机构、总监、员工和代理, 都不为阁下因依赖该等信息所遭受的任何损失而承担责任。进一步的信息可应要求而提供。

版权所有 2020 年农银国际证券有限公司

该材料的任何部分未经农银国际证券有限公司的书面许可不得复印、影印、复制或以任何其他形式分发;

办公地址: 香港中环, 红棉路 8 号, 东昌大厦 13 楼, 农银国际证券有限公司
电话: (852) 2868 2183