



## 宏观研究报告

### 食品价格环比回落 关注货币政策态度

**事件：**2020年1月9日，国家统计局发布了全国居民消费价格指数（CPI）和工业生产者出厂价格指数（PPI），2019年12月CPI同比上涨4.5%，与上月持平，环比涨幅回落至0%，低于上月涨幅；PPI同比下降0.5%，降幅较上月减少0.9个百分点，环比上涨0%。

#### 主要观点

**高位抛储影响下猪肉价格环比回落。**2020年1月份，全国居民消费价格同比上涨4.5%，与上月持平。其中食品价格上涨17.4%，非食品价格上涨1.3%。食品中，畜肉类价格上涨66.4%，影响CPI上涨约2.94个百分点，其中猪肉价格上涨97%，影响CPI上涨约2.34个百分点；蛋类价格上涨6.2%，影响CPI上涨约0.04个百分点；鲜菜价格上涨10.8%，影响CPI上涨约0.26个百分点。食品中贡献主要物价上涨的依然是猪肉，然同比上涨幅度较上月有所缩小，环比出现5.6%的回落。猪价涨幅回落带来牛羊肉价格也出现回落，牛羊肉同比涨幅分别由上月的22.4%和14.3%回落至本月的20.4%和11.5%。其他七大类价格同比六涨一降，其中，其他用品和服务、医疗保健、教育文化和娱乐价格分别上涨4.4%、2.1%和1.8%，前值分别为4.5%、2.0%和1.8%，变动幅度并不大。衣着当月同比上涨0.8%，较前月的1.1%有较大幅度的回落，衣着价格同比涨幅自年初2%的水平逐级回落，反映纺织行业终端消费需求的萎靡，这一点也能在相关化纤品价格表现上看出。居住当月同比增长0.5%，较前值0.4%变动并不大，自年初以来居住类涨幅逐月回落，反映租金水平的回落。房价归根结底是租金的资本化，二手房市场及相应的一手房市场的价格水平也将体现这一趋势。生活用品及服务价格0.4%，与前值持平；交通和通信价格下降0.7%，降幅低于前值，基数效应是其中一部分原因，原油价格的逐月回升也有正向作用。在复产保供的要求下，各地地方政府在积极鼓励生猪养殖，生猪存栏阶段性触底，后续回升应该能够期待，这也将能够慢慢缓解物价压力。

**工业品价格同比降幅收窄。**2019年12月份，全国工业生产者出厂价格同比下降0.5%，降幅收窄，环比持平前值，略高于前值，与我们上个月物价报告里的判断基本一致，“我们依然倾向于认为，工业品价格短期大幅回落的可能性并不大”。工业生产者出厂价格中，生产资料价格环比持平。其中，采掘工业和加工工业价格均上涨0.1%，原材料工业价格持平，与商品期货市场和现货市场中的黑色产业链、有色产业链和化工品价格表现相一致。生活资料价格环比下降0.2%。其

经济数据	单位	12月	11月
CPI	同比%	4.50	4.50
PPI	同比%	-0.50	-1.40
工业增加值	同比%	0.00	6.20
投资	同比%	0.00	5.20
消费	同比%	0.00	8.00
出口	同比%	0.00	-1.30
进口	同比%	0.00	0.30
贸易顺差	亿美元	0.00	387.30
M2	同比%	0.00	8.20
M1	同比%	0.00	3.50
新增贷款	亿元	0	13,900
外汇占款	亿元	0.0	-11.8

---

中，食品和耐用消费品价格均下降 0.3%，畜肉价格回落影响明显；衣着价格下降 0.2%，一般日用品价格下降 0.1%，总需求回落背景下，基本民生相关物品价格回落压力依然较大。

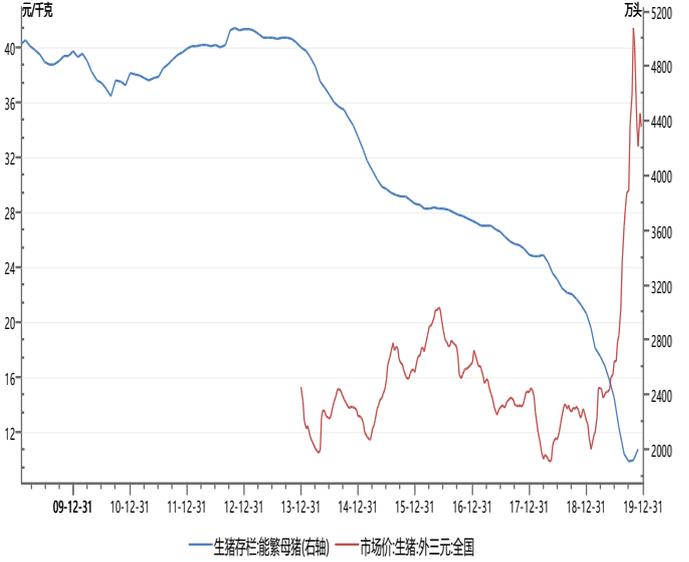
**关注货币政策态度。**在上一篇物价报告中，我们提到，“我们依然建议股票市场的参与者以滞胀思路理解当下的经济阶段，周期品种及通胀标的可以看高一线；新经济领域在没有大范围证伪之前，依然有为。债券市场参与者将需要在逐步修复的悲观宏观经济预期、工业品与消费品物价的压力、依然宽松的政策基调中寻找方向”。从实际市场表现来看，主要的周期行业的标的都出现了不小的涨幅，而债券市场则呈现出震荡的走势。在市场上涨的情绪带动下，主要的市场研究机构开始重弹“库存周期重启”或者“经济见底回升”的论调。对此，我们认为这种研究态度和观点是相当不严谨的。最近十余年以来，中国经济宏观杠杆率逐级攀升，期间经历了四轮明显的上涨，分别是 2009 年 3 到 4 月开始的强刺激，2012 年 8 月的托底，2016 年年初开始的居民加杠杆转移矛盾以及 2019 年年初的信贷刺激，与此对应的是名义 GDP 和实际 GDP 的逐级回落。对此，在上个月的经济数据点评中我们结合全国政协经济委员会副主任刘世锦在中国金融四十人论坛上的讲话给出了明确的观点，逆周期调控不仅无助于经济增长，甚至于经济体的有机发展有莫大的阻碍。从当下的货币政策取向来看，央行稳定局副局长杨柳在中国金融论坛年会上的讲话可以参与，“人民银行将会同相关部门在巩固前期攻坚成果基础上，更加注重稳增长和在推动高质量发展中防风险，增强金融治理能力，守住不发生重大金融风险的底线”。2020 年的经济形势可以类似比加强版的 2019 年，问题金融机构和城投平台的处理（陆续有金融系统官员空降地方任职的事实可以说明这个），防范化解重大风险依然是主要任务。在这个背景下，权益市场方面，周期类品种的投机更多只是一种交易机会的性质，而政策鼓励的高质量发展才是权益投资者需要着力关注的。债券市场方面，系统性风险的可能性不高，利率债的表现可能会重演 2019 年全年震荡的格局，而信用品市场则可能更加向行业头部倾斜。

图 1：食品涨幅回落，CPI 持平于前值



数据来源：Wind，鑫元基金整理

图 2：能繁母猪存栏有所上升，猪价回落



数据来源：Wind

数据来源：Wind，鑫元基金整理