



經濟透視

分析員: 姚少華, PhD

電話: 852-2147 8863

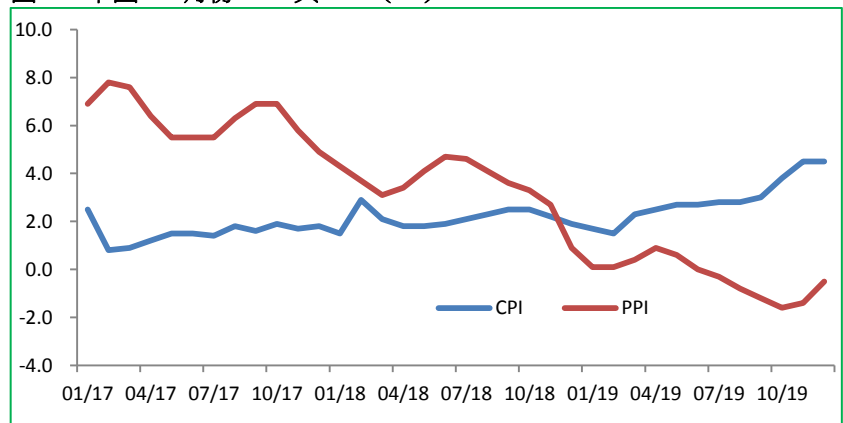
電郵: yaoshaohua@abci.com.hk

中國 12 月 CPI 保持高位但 PPI 跌幅收窄

- 中國 12 月份 CPI 漲幅保持在 4.5% 的高位，主要因為食品價格特別是豬肉價格高企。由於 2018 年同期基數較低以及能源價格反彈，12 月份 PPI 跌幅由 11 月份的 1.4% 顯著收窄至 0.5%
- 展望未來，有見於食品價格上漲，特別是豬肉價格因非洲豬瘟供應偏緊保持高位，2020 年 CPI 通脹或由 2019 年的 2.9% 反彈至 3.5%。我們預計豬肉價格在 2020 年上半年保持高位，下半年隨著供應恢復將有所回落，因此 2020 年 CPI 或呈現前高後低的態勢
- 由於大宗商品價格走勢回升，2020 年 PPI 通脹或由 2019 年的 -0.3% 反彈至 0.5%。我們相信 2020 年 CPI 與 PPI 通脹將繼續偏離
- 12 月份通脹數據顯示通脹壓力仍較穩定。我們相信 2020 年的宏觀政策不會受到通脹的制約，因為剔除波動性較大的食品和能源價格後的核心 CPI 自 2019 年年初以來一直處於較低水平。當前以及未來的通脹預期為貨幣政策維持中性偏鬆態勢支持經濟增長提供了有利條件。我們預計 2020 年年底 1 年期與 5 年期 LPR 的利率水平分別跌至 3.80% 及 4.70%。我們預期 2020 年年底大型存款類金融機構的 RRR 為 12.0%，而中小型金融機構為 10.0%

中國 12 月份 CPI 漲幅保持在 4.5%¹ 的高位，略低於市場預期的 4.7%（圖 1）。整體食品價格繼 11 月份上漲 19.1% 後，12 月份上漲 17.4%，影響 CPI 上漲約 3.43 個百分點。而同期非食品價格則由 11 月份 1.0% 的漲幅反彈至 1.3%，影響 CPI 上漲約 1.07 個百分點。按月來看，12 月份 CPI 按月漲幅持平，而 11 月份按月上漲 0.4%。2019 年整年 CPI 平均上漲 2.9%，較 2018 年 2.1% 的漲幅明顯反彈。

圖 1：中國 12 月份 CPI 與 PPI (%)



來源：國家統計局，農銀國際證券

儘管 12 月非食品通脹仍處於較低水平，但強勁的食品通脹尤其是高企的豬肉價格令整體 CPI 通脹保持在較高水平。食品分項來看，12 月豬肉價格同比上升 97.0%，影響 CPI 上漲約 2.34 個百分點。但值得注意的是，受中央和地方儲備豬肉陸續投放以及豬肉進口量大幅增加，12 月豬肉價格按月下跌 5.6%。12 月牛肉和羊肉價格分別上漲 20.4% 和

農銀國際研究部

2020 年 1 月 9 日

¹除另有指明外，本報告列示的變動比率均為按年變化



11.5%，兩項合計影響 CPI 上漲約 0.60 個百分點。12 月鮮菜價格漲幅由 11 月份的 3.9% 大幅反彈至 10.8%。相反，同期鮮果價格下降 8.0%，較 11 月 6.8% 的跌幅進一步加深。非食品分項來看，12 月旅遊價格上漲 1.2%，醫療保健價格上漲 2.1%，教育服務價格上漲 2.8%，居住價格上漲 0.5%。相反，12 月交通和通信價格下降 0.7%。

12 月份 PPI 跌幅由 11 月份的 1.4% 顯著收窄至 0.5%，略低於市場所預期的 0.4% 的跌幅。12 月份生產資料價格跌幅由 11 月份的 2.5% 收窄至 1.2%，影響 PPI 下降約 0.87 個百分點。12 月份 PPI 中的生活資料價格上漲 1.3%，漲幅比上月回落 0.3 個百分點，影響 PPI 上漲約 0.34 個百分點。此外，按月來看，12 月份 PPI 按月漲幅持平，而 11 月份下跌 0.1%。2019 年整年 PPI 平均下跌 0.3%，較 2018 年 3.5% 的漲幅大幅回落。

12 月 PPI 的反彈主要受益於 2018 年同期較低的基數效應以及能源價格的回升。PPI 分項下的石油和天然氣開採業在 12 月上漲 5.8%，而 11 月為下跌 11.2%，另一分項石油、煤炭及其他燃料加工業在 12 月僅下跌 1.8%，而 11 月下跌 9.9%。此外，12 月黑色金屬礦採選業上漲 8.8%，漲幅比上月擴大 0.5 個百分點。12 月 PPI 大幅反彈料為工業企業盈利預期帶來支持。

展望未來，有見於食品價格上漲，特別是豬肉價格因非洲豬瘟供應偏緊保持高位，2020 年 CPI 通脹或由 2019 年的 2.9% 反彈至 3.5%。我們預計豬肉價格在 2020 年上半年保持高位，下半年隨著供應恢復將有所回落，因此 2020 年 CPI 或呈現前高後低的態勢。由於大宗商品價格走勢回升，2020 年 PPI 通脹或由 2019 年的 -0.3% 反彈至 0.5%。我們相信 2020 年 CPI 與 PPI 通脹將繼續偏離。

12 月份通脹數據顯示通脹壓力仍較穩定。我們相信 2020 年的宏觀政策不會受到通脹的制約，因為剔除波動性較大的食品和能源價格後的核心 CPI 自 2019 年年初以來一直處於較低水平。當前以及未來的通脹預期為貨幣政策維持中性偏鬆態勢支持經濟增長提供了有利條件。我們預計 2020 年年底 1 年期與 5 年期 LPR 的利率水平分別跌至 3.80% 及 4.70%。我們預期 2020 年年底大型存款類金融機構的 RRR 為 12.0%，而中小型金融機構為 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
實際國民生產總值 (同比%)	---	6.4	---	---	6.4	---	---	6.2	---	---	6.0	---	---	---
以美元計出口增長 (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	---
以美元計進口增長 (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	---
貿易餘額 (美元/十億)	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	---
零售額 (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	---
工業增加值 (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	---
製造業 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
非製造業 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
固定資產投資 (累計同比%)	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	---
消費物價指數 (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
生產者物價指數 (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
廣義貨幣供應量 (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	---
新增貸款 (人民幣/十億)	1250	1080	3230	886	1690	1020	1180	1660	1060	1210	1690	661	1390	---
總社會融資 (人民幣/十億)	1519	1590	4640	703	2860	1360	1400	2267	1010	1980	2270	619	1750	---

世界經濟/金融數據

股指			大宗商品					債券收益率及主要利率											
收市價	周變化 (%)	市盈率	計價單位/貨幣	價格	周變化 (%)	5日平均交易量	息率 (%)	周變化 (基點)											
美國			能源					美國聯邦基金目標利率											
道瓊斯工業平均指數	28,745.09	0.38	19.78	紐約商品交易所輕質低硫原油實物期貨合約	美元/桶	60.02	(5.47)	777,066	1.75	0.00									
標準普爾 500 指數	3,253.05	0.56	21.76	ICE 布倫特原油現金結算期貨合約	美元/桶	65.39	(4.68)	374,466	4.75	0.00									
納斯達克綜合指數	9,129.24	1.20	34.49	紐約商品交易所天然氣期貨合約	美元/百萬英熱單位	2.12	(0.28)	173,896	2.25	0.00									
MSCI 美國指數	3,100.21	0.60	22.37	中國秦皇島環渤海動力煤價格指數 ²	美元/公噸	61.80	N/A	N/A	美國 1 年期國債	1.4858	(0.28)								
歐洲			普通金屬					美國 5 年期國債											
富時 100 指數	-0.13	18.41	-0.13	倫敦金屬交易所鋁期貨合約	美元/公噸	1,768.25	(1.35)	22,942	1.6579	6.83									
德國 DAX30 指數	1.97	25.01	1.97	倫敦期貨交易所鋁期貨 3 個月轉遞交易合約	美元/公噸	1,800.50	(1.29)	42,718	美國 10 年期國債	1.8685	7.52								
法國 CAC 40 指數	0.36	21.73	0.36	COMEX 銅期貨合約	美元/磅	6,157.00	0.77	10,524	日本 10 年期國債	0.0100	2.10								
西班牙 IBEX 35 指數	-0.16	15.66	-0.16	倫敦金屬交易所銅期貨 3 個月轉遞交易合約	美元/公噸	6,178.00	0.79	32,934	中國 10 年期國債	3.1410	(1.90)								
意大利 FTSE MIB 指數	1.18	14.45	1.18	貴金屬					歐洲央行基準利率 (再融資利率)										
Stoxx 600 指數	0.65	20.91	0.65	COMEX 黃金期貨合約	美元/金衡盎司	1,545.90	(0.42)	503,106	0.00	0.00									
MSCI 英國指數	-0.60	18.49	-0.60	COMEX 銀期貨合約	美元/金衡盎司	17.91	(1.33)	125,797	美國 1 年期銀行同業拆借固定利率	1.6990	(1.53)								
MSCI 法國指數	-0.16	21.61	-0.16	紐約商品交易所鈀金期貨合約	美元/金衡盎司	956.30	(3.43)	20,350	美國 3 年期銀行同業拆借固定利率	1.8780	0.41								
MSCI 德國指數	0.63	21.89	0.63	農產品					隔夜上海同業拆借利率										
MSCI 意大利指數	0.52	14.37	0.52	2 號平價黃玉米及其替代品期貨合約	美元/蒲式耳	385.25	-0.32	114,222	1.6900	52.80									
亞洲			外匯					1 月期上海同業拆借利率											
日經 225 指數	0.35	18.89	0.35	小麥期貨合約	美元/蒲式耳	555.75	0.23	46,937	2.6090	(23.3)									
澳大利亞 S&P/ASX 指數	2.09	20.32	2.09	11 號糖期貨合約	美元/蒲式耳	13.47	1.20	78,023	香港 3 年期銀行同業拆借固定利率	2.3263	(4.77)								
恒生指數	0.38	11.18	0.38	2 號平價黃豆及其替代品期貨合約	美元/蒲式耳	949.25	0.82	89,677	公司債券 (穆迪)										
恒生中國企業指數	0.25	8.95	0.25	匯率					Aaa 3.02 8.00										
滬深 300 指數	0.47	14.79	0.47	歐元/美元	1.1111	英鎊/美元	1.3106	澳元/美元	0.6869	美元/日元	109.30	美元/瑞郎	0.9739	美元/人民幣	6.9318	美元/港幣	7.7713	美元/人民幣-12 個月無本金交割遠期	7.0025
上證綜合指數	0.36	14.73	0.36	附注:					Baa 3.86 7.00										
深證綜合指數	2.26	37.75	2.26	1. 數據源: 彭博, 中國國家統計局, 農銀國際證券 (資料更新於報告發布日期)															
MSCI 中國指數	(0.54)	14.76	(0.54)	2. 為發熱量 5500 大卡/克動力煤的價格															
MSCI 香港指數	(1.00)	14.05	(1.00)																
MSCI 日本指數	(1.08)	15.57	(1.08)																

**農銀國際**

ABC INTERNATIONAL

ABCI SECURITIES COMPANY LIMITED

周變化 (%)	-0.45	0.18	-1.17	-1.11	-0.10	0.50	0.10	0.50
---------	-------	------	-------	-------	-------	------	------	------

權益披露

分析員，姚少華，作為本研究報告全部或部分撰寫人，謹此證明有關就研究報告中提及的所有公司及/或該公司所發行的證券所做出的觀點，均屬分析員之個人意見。分析員亦在此證明，就研究報告內所做出的推薦或個人觀點，分析員并無直接或間接地收取任何補償。此外，分析員及分析員之關聯人士并没有持有研究報告內所推介股份的任何權益，并且沒有擔任研究報告內曾提及的上市法團的高級工作人員。

評級的定義

評級	定義
買入	股票投資回報 ≥ 市場回報(10%)
持有	負市場回報 (-10%) ≤ 股票投資回報 < 市場回報(+10%)
賣出	股票投資回報 < 負市場回報(-10%)

注：股票收益率=未來 12 個月股票價格預期百分比變化+總股息收益率

市場回報率=自 2005 年以來的平均市場回報率（恒指總回報指數于 2005-17 年間的年複合增長率為 10%）

目標價的時間範圍：12 個月

股票評級可能與所述框架有所偏離，原因包括但不限于：公司治理、市值、相對於相應基準指數的歷史價格波動率、相對於股票市值的平均每日成交量、公司于相應行業的競爭優勢等。

免責聲明

該報告只為客戶使用，并只在適用法律允許的情況下分發。本研究報告并不牽涉具體用戶的投資目標，財務狀況和特殊要求。該等信息不得被視為購買或出售所述證券的要約或要約邀請。我等并不保證該等信息的全部或部分可靠，準確，完整。該報告不應代替投資人自己的投資判斷。文中分析建立在大量的假設基礎上，我等并不承諾通知閣下該報告中的任何信息或觀點的變動，以及由于使用不同的假設和標準，造成的與其它分析機構的意見相反或不一致。分析員(們)負責報告的準備，為市場信息采集、整合或詮釋，或會與交易、銷售和其它機構人員接觸。農銀國際證券有限公司不負責文中信息的更新。農銀國際證券有限公司對某一或某些公司內部部門的信息進行控制，阻止內部流動或者進入其它部門及附屬機構。負責此研究報告的分析員的薪酬完全由研究部或高層管理者(不包括投資銀行)決定。分析員薪酬不取決于投行的收入，但或會與農銀國際證券有限公司的整體收入(包括投行和銷售部)有關。報告中所述證券未必適合在其它司法管轄區銷售或某些投資人。文中所述的投資價格和價值、收益可能會有波動，歷史表現不是未來表現的必然指示。外幣匯率可能對所述證券的價格、價值或收益產生負面影響。如需投資建議、交易執行或其它諮詢，請您聯繫當地銷售代表。農銀國際證券有限公司或任何其附屬機構、總監、員工和代理，都不為閣下因依賴該等信息所遭受的任何損失而承擔責任。進一步的信息可應要求而提供。

版權所有 2020 年農銀國際證券有限公司

該材料的任何部分未經農銀國際證券有限公司的書面許可不得複印、影印、複製或以任何其他形式分發；

辦公地址：香港中環，紅棉路 8 號，東昌大廈 13 樓，農銀國際證券有限公司
電話：(852) 2868 2183