



## 通胀还有望上升吗？

### 摘要

**PPI 似已见顶。**大宗商品的涨跌节奏分化可能继续维持，这也意味着 PPI 再次大幅上涨的可能性不大，目前来看 PPI 同比似乎已见顶，且存在进一步下降空间，但大幅回落的可能性不高。

**CPI 仍存不确定性。**受生产生活资料和劳动力价格上涨的影响，未来非食品 CPI 仍有进一步上涨空间，但食品 CPI 仍存在较大不确定性，是判断未来通胀的关键因素。从整个农产品的供需基本面情况来看，近年来全国农产品产量在不断增长，农业机械化作业面积不断扩大，人均农产品占有量进一步上升，但与此同时，粮油食品的消费增速在下降，居民消费结构也逐渐发生质的变化，食品支出占消费支出比重持续下降，特别是 2016 年城乡居民的家庭恩格尔系数出现大幅下降并创历史新低，这种情况使得食品价格缺乏上涨基础。

**短期天气因素可能是一个利好。**每年一季度如果平均气温较低，同时叠加春节消费高峰期，会使得食品尤其蔬菜价格出现大幅度的上涨，拉动 CPI 的上升。2017 年 10 月份以来全国各地气温下降较为明显，明年 1 季度可能会出现平均气温较低的情况，但从目前的蔬菜价格来看，仍然比去年同期低了 30% 左右，即使短期内出现较大幅度上升，对 CPI 同比的影响也不会太大。猪肉方面，尽管能繁母猪存栏量持续负增长，但这是 2013 年持续至今的情况，并不足以说明猪肉价格有大幅上升的可能，而且饲料价格仍然是一个负增长的状态。所以我们预计未来食品价格上涨的空间并不大，如果能够出现同比正增长，那么对于 CPI 会有一个拉动作用，但仍存在较大的不确定性。

南华期货研究所

章睿哲

zhangruizhe@nawaa.com

010-83168383

黎敏

limin@nawaa.com

010-83168383

## 通胀还有望上升吗？

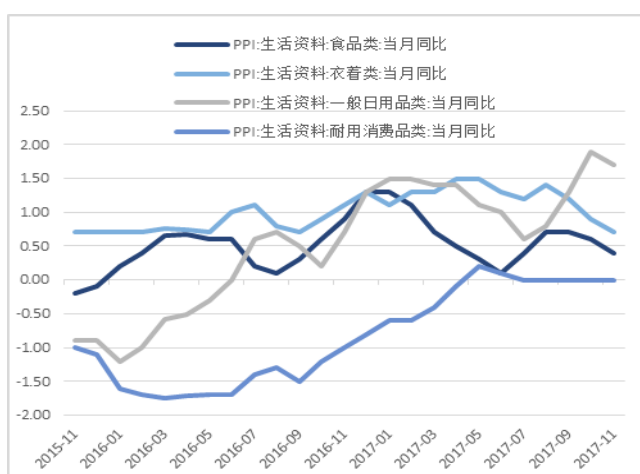
**PPI 似已见顶。**11月份PPI同比上涨5.8%，涨幅比上月回落1.1个百分点，其中生产资料同比上涨7.5%，涨幅比上月回落1.5个百分点，生活资料同比上涨0.6%，比上月回落0.2个百分点。生产资料方面，考虑到四季度以来，大宗商品上涨分化较为明显，包括煤炭和钢铁产业链在内的黑色品种上涨明显，而化工和有色品种则处于深度回调过程当中，这与去年全品种全线上涨的情况有较大区别。大宗商品的涨跌节奏分化可能继续维持，这也意味着PPI再次大幅上涨的可能性不大，目前来看PPI同比似乎已见顶，且存在进一步下降空间，但大幅回落的可能性不高。

生活资料方面，与生产资料相比涨幅并不明显，2016年以来同比涨幅也没有超过1%，生活资料里面一般日用品上涨较明显，其他诸如食品、衣着和耐用品等生活资料涨幅不明显，四季度以来食品和衣着生活资料价格有回落趋势。

图 1、PPI 生产和生活资料上涨情况



图 2、生活资料上涨情况



资料来源：WIND 资讯 南华研究

**CPI 仍存不确定性。**CPI 方面，11月份同比上涨1.7%，比上月回落0.2个百分点，其中核心CPI上涨2.3%，和上月持平，食品CPI同比下降1.1%，降幅比上月扩大0.7个百分点，非食品CPI上涨2.5%，涨幅比上月扩大0.1个百分点，服务CPI上涨3.1%，涨幅比上月回落0.1个百分点。具体分项来看，2017年以来，医疗保健CPI涨幅最高，其次居住、生活用品服务和交通通信均有所上涨，而其他类别上涨不明显，尤其食品项仍是负增长状态，拖后腿效应明显。目前来看，受生产生活资料和劳动力价格上涨的影响，未来非食品CPI仍有进一步上涨空间，但食品CPI仍存在较大不确定性，是判断未来通胀的关键因素。

图 3、CPI 和核心 CPI 上涨情况

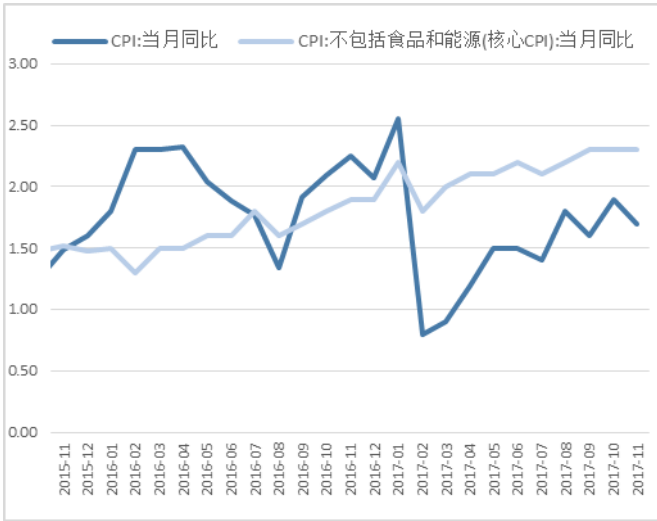
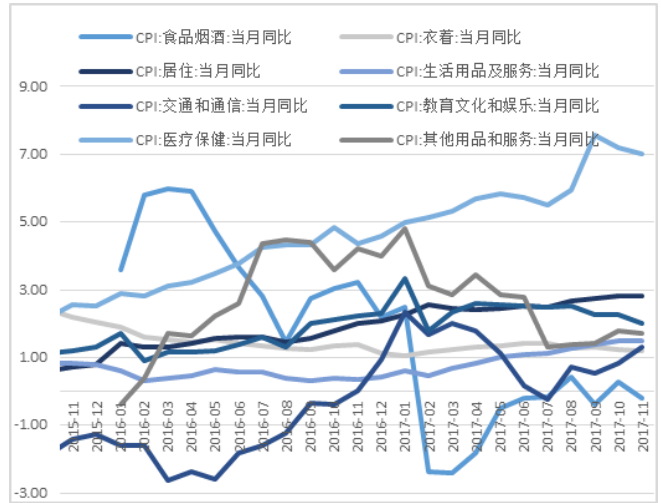


图 4、CPI 细分类别上涨情况



资料来源：WIND 资讯 南华研究

**农产品供需基本面不乐观。**从整个农产品的供需基本面情况来看，近年来全国农产品产量在不断增长，农业机械化作业面积不断扩大，人均农产品占有量进一步上升，但与此同时，粮油食品的消费增速在下降，居民消费结构也逐渐发生质的变化，食品支出占消费支出比重持续下降，特别是2016年城乡居民的家庭恩格尔系数出现大幅下降并创历史新低，这种情况使得食品价格缺乏上涨基础。

**短期天气因素可能是一个利好。**从天气方面的因素来看，每年一季度如果平均气温较低，同时叠加春节消费高峰期，会使得食品尤其蔬菜价格出现大幅度的上涨，拉动CPI的上升，2016年初就是这么一个情况。2016年1季度，我们计算的全国238个城市最低气温平均值是2012年之后的最低水平，因此蔬菜价格出现了一个大幅上涨，而2017年的气温则是多年以来的最高水平，这种巨大的反差使得食品价格同比指数出现较大回落，从而给通胀上升造成了较大的负面影响。目前来看，10月份以来各地气温下降较为明显，明年1季度可能会出现平均气温较低的情况，但从目前的蔬菜价格来看，仍然比去年同期低了30%左右，即使短期内出现较大幅度上升，对CPI同比的影响也不会太大。猪肉方面，尽管能繁母猪存栏量持续负增长，但这是2013年持续至今的情况，并不足以说明猪肉价格有大幅上升的可能，而且饲料价格仍然是一个负增长的状态。所以我们预计未来食品价格上涨的空间并不大，如果能够出现同比正增长，那么对于CPI会有一个拉动作用，但仍存在较大的不确定性。

图 5、农产品人均占有量情况

图 6、城乡居民恩格尔系数走势

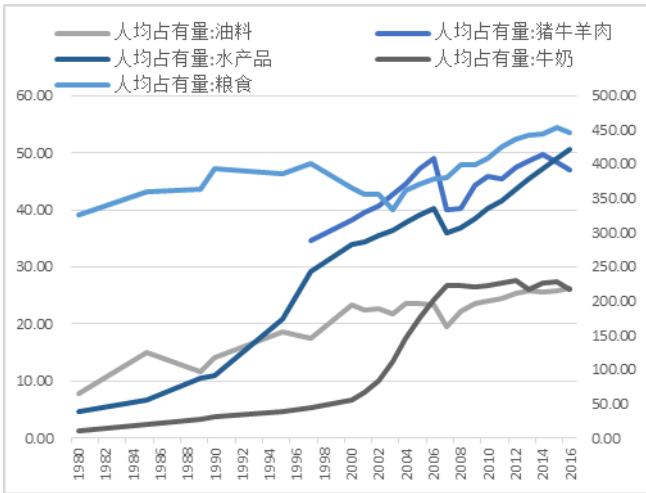


图7、粮油食品零售增长情况

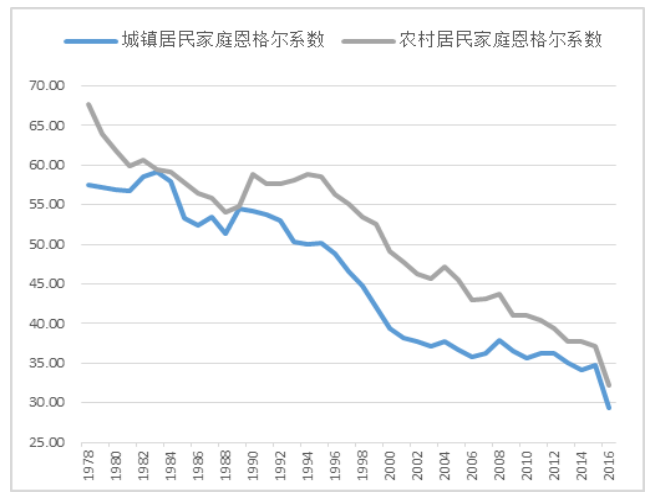


图8、全国238个城市最低气温平均情况



图9、蔬菜平均批发价格走势

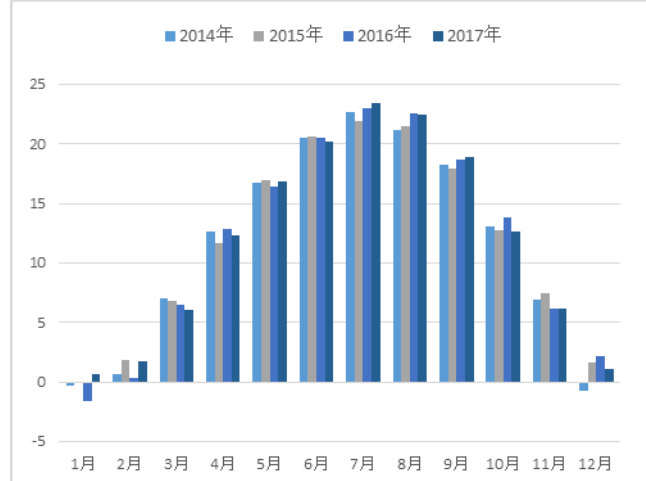


图10、生猪存栏变化与生猪价格对比



资料来源：WIND 资讯 南华研究

预计中短期内PMI指数仍将保持活跃。11月份官方PMI指数为51.8%，比上月提高0.2个百分点，财新PMI指数为50.8%，比上月回落0.2个百分点。分项指数方面，除原材料购进价格、原材料库存和从业人数指数环比有所回落之外，其他指数均处于扩张状态。从新订单、生产、产成品库存和原材料库存这几个能够反映未来景气情况的指标来看，目前新订单和生产指数均处于高位，而产成品库存处于低位，原材料库存有所回落，预示着未来制造业生产仍将维持活跃态势。

图 11、官方和财新 PMI 情况

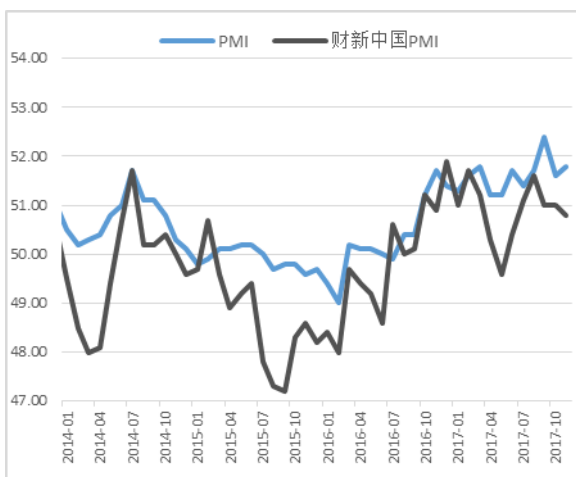
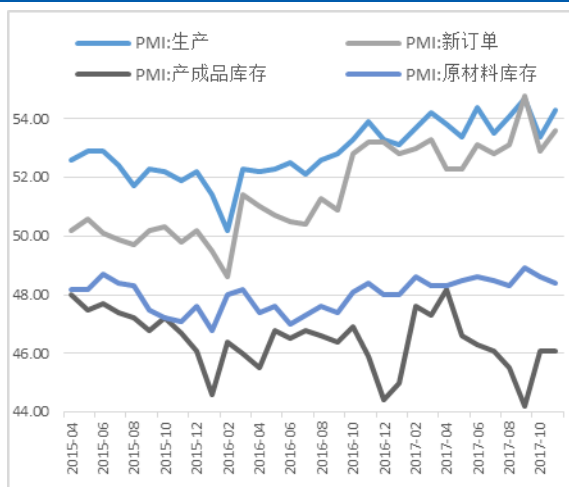


图 12、PMI 主要分项指标情况



资料来源：WIND 资讯 南华研究

进出口保持稳健增长。11月进出口总额同比增长14.7%，比上月多增3.5个百分点，其中出口增长12.3%，比上月多增5.4个百分点，进口增长17.7%，比上月多增0.5个百分点。整体来看，11月份进出口继续保持较快增长，受双11全球影响力日益增大和海外圣诞节备货的拉动作用，11月出口增速超预期，12月有望继续维持较快增长；分地区来看，和全球主要地区的进出口贸易总额均继续增长，尤其与欧盟和东盟地区进出口增速上升较快；分商品来看，进口商品方面，11月份大宗商品进口增长有所放缓，这一方面是北方供暖季限产的原因，目前全国钢厂的高炉开工率已下降至62%，而唐山则降至43%，另一方面可能是临近年底，厂商逐渐变得谨慎，尤其是目前大宗商品价格较高同时出于对未来的不确定性考虑，大部分采购商处于按需采购的模式，不会大量囤货；出口商品方面，11月份主要产品出口增速均有所上升，高新技术产品出口增速进一步提高。我们预计未来进出口仍将继续保持稳健增长态势。

图 13、进出口增长情况

图 14、大宗商品进口情况

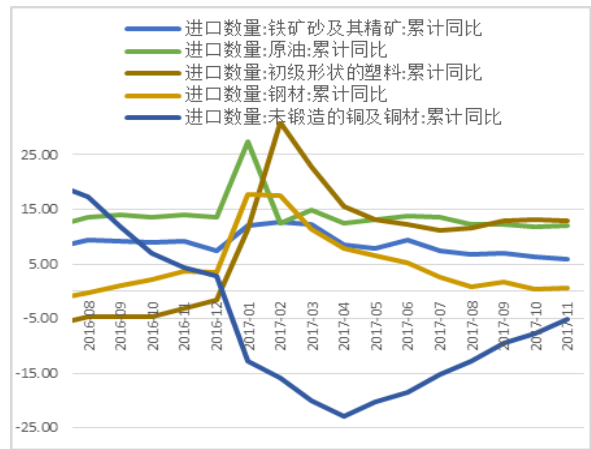
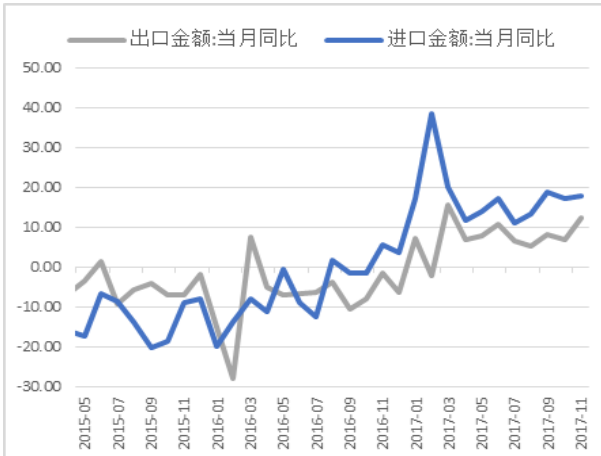
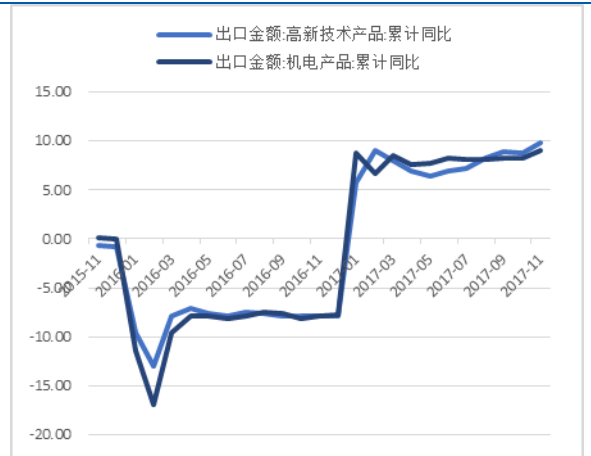
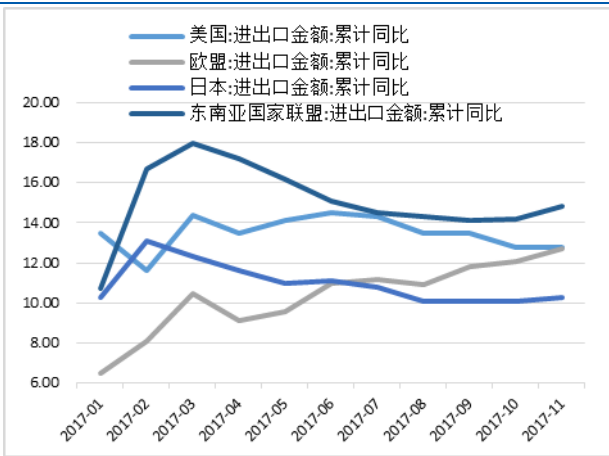


图 15、分地区进出口情况

图 16、高新产品出口情况

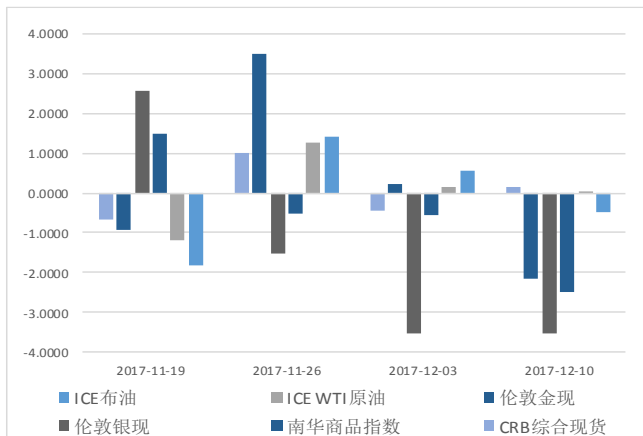


资料来源：WIND 资讯 南华研究

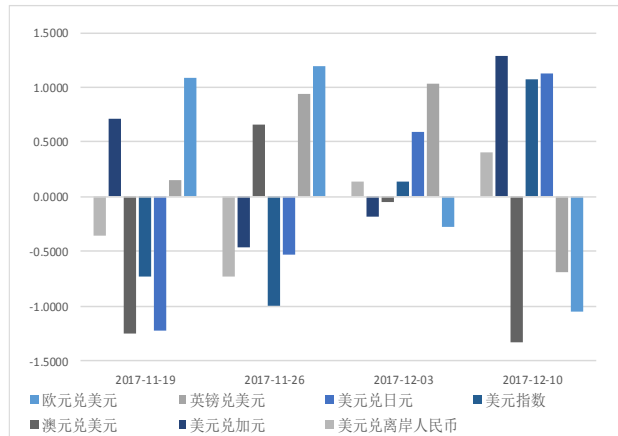
**【本周全球大类资产表现】**

2017年12月10日

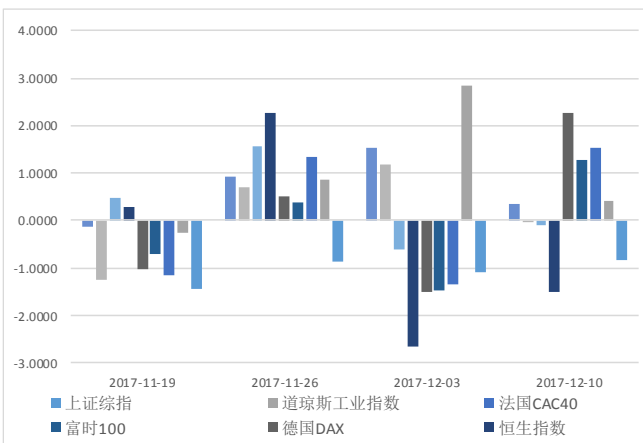
**主要大宗商品涨跌幅**



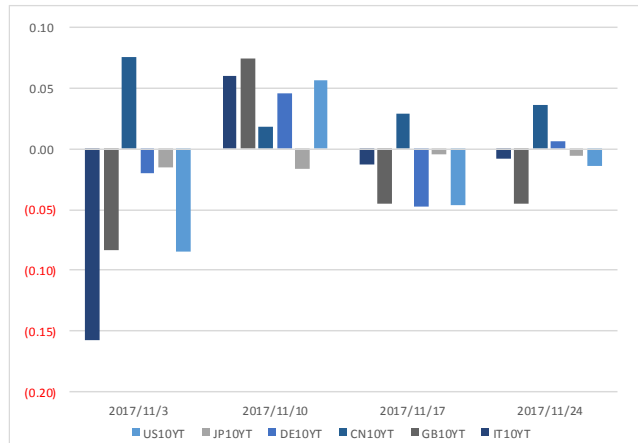
**全球主要货币对涨跌幅**



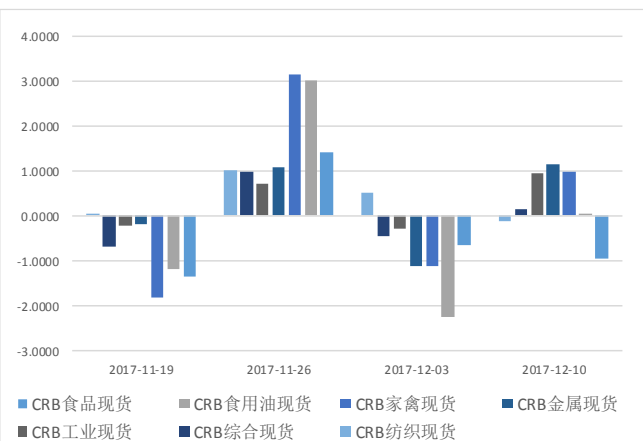
**全球股指涨跌幅**



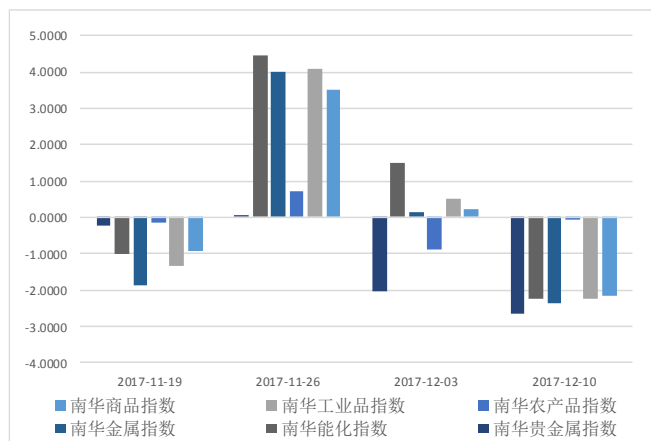
**全球债市涨跌基点**



**CRB 指数涨跌幅**



**南华指数涨跌幅**



资料来源: WIND 南华研究

## 南华期货分支机构

### 萧山营业部

杭州市萧山区北干街道金城路438号东南科技研发中心2101室  
电话: 0571-83869601

### 台州营业部

台州市经济开发区东商务区巨鼎国际商厦203室  
电话: 0576-88539900

### 温州营业部

浙江省温州市车站大道2号华盟商务广场1801  
电话: 0577-89971820

### 宁波分公司

宁波市海曙区和义路77号901、902  
电话: 0574-87280438

### 宁波营业部

浙江省宁波市和义路77号汇金大厦9楼  
电话: 0574-87274729

### 慈溪营业部

慈溪市浒山街道开发大道1277号香格大厦7楼  
电话: 0574-63925104

### 嘉兴营业部

嘉兴市中山路133号综合大楼东五楼  
电话: 0573-82153186

### 绍兴营业部

绍兴市越城区昆仑商务中心1幢1单元3101室  
电话: 0575-85095807

### 成都营业部

四川省成都市高新区天府大道北段1700号1栋2单元12层1209号  
电话: 028-86532609

### 兰州营业部

甘肃省兰州市城关区张掖路街道酒泉路437-451号金地商务大厦11楼001号  
电话: 0931-8805310

### 大连营业部

大连市沙河口区会展路129号大连国际金融中心A座大连期货大厦第34层3401、3410号  
电话: 0411-39048000

### 北京分公司

北京市西城区宣武门外大街28号2幢B803、B805室  
电话: 010-63155309

### 北京营业部

北京市西城区宣武门外大街28号2幢B801、B802、B608、B609室  
电话: 010-63161286

### 哈尔滨营业部

哈尔滨市香坊区中山路93号801、802、810室  
电话: 0451-58896600

### 郑州营业部

郑州市商务外环路30号期货大厦1306室  
电话: 0371-65613227

### 青岛营业部

青岛市闽江路2号1单元2501室  
电话: 0532-80798985

### 沈阳营业部

沈阳市沈河区北站路51号闽商总部大厦15层C室  
电话: 024-22566699

### 天津营业部

天津市河西区友谊路与平交道交口东南侧大安大厦A座802  
电话: 022-88371079

### 上海分公司

中国(上海)自由贸易试验区松林路300号1701室  
电话: 02150431979

### 上海世纪大道营业部

上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦26层  
电话: 021-68400692

### 上海虹桥路营业部

上海市虹桥路663号1楼、7楼  
电话: 021-52586179

### 深圳分公司

深圳市福田区金田路4028号荣超经贸中心2701、2702室  
电话: 0755-82577529

### 深圳营业部

深圳市福田区金田路4028号荣超经贸中心2703、2705室  
电话: 0755-82577909

### 广州营业部

广州市天河区珠江新城花城大道68号环球都会广场2008单元  
电话: 020-38809869

### 芜湖营业部

芜湖市镜湖区伟星时代金融中心1003、1004、1005室  
电话: 0553-3880211

### 重庆营业部

重庆市江北区建新南路1号20-2、20-3  
电话: 023-62611626

### 永康营业部

永康市丽州中路63号11楼  
电话: 0579-89292777



**太原营业部**

太原市迎泽区解放南路2号山西景峰国际商务大厦2501室  
电话：0351-2118001

**余姚营业部**

余姚市城区余姚中国塑料城国际商务中心3幢102室  
电话：0574-62509011

**普宁营业部**

广东省普宁市中信华府南向门市东起3至8间首层至二层  
电话：0663-2663855

**桐乡营业部**

浙江省桐乡市梧桐街道凤鸣路1048号一层、七层  
电话：0573-83378538

**舟山营业部**

浙江省舟山市定海临城街道翁山路555号交易中心大楼三层  
3232、3233、3234、3235室  
电话：0580-8125381

**苏州营业部**

苏州工业园区苏惠路88号环球财富广场1幢2909室  
电话：0512-87660825

**南通营业部**

江苏省南通市南大街89号总部大厦六层603、604室  
电话：0513-89011168

**厦门营业部**

厦门市思明区鹭江道96号之二2104-2107室  
电话：0592-2120366

**汕头营业部**

汕头市龙湖区金砂路103号星光华庭商铺112、212号房复式  
电话：0754-89980339

**南昌营业部**

江西省南昌市红谷滩新区中央广场B区准甲办公室1405室（第14层）  
电话：0791-83828829

**义乌营业部**

浙江省义乌市宾王路208号2楼  
电话：0574-85201116

## 免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我们对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的变更，在任何情况下，我公司报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与南华期货公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表了南华期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映南华期货公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经南华期货公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“南华期货公司”，并保留我公司的一切权利。



公司总部地址：杭州西湖大道 193 号定安名都 3 层邮编：31002

全国统一客服热线：400 8888 910

网址：[www.nanhua.net](http://www.nanhua.net)