

首席研究员：任泽平

研究员：罗志恒

✉ luozhiheng@evergrande.com

研究员：马图南

✉ matunan@evergrande.com

事件：

中国8月CPI同比增2.8%，预期增2.6%，前值增2.8%。中国8月PPI同比降0.8%，预期降0.9%，前值降0.3%。

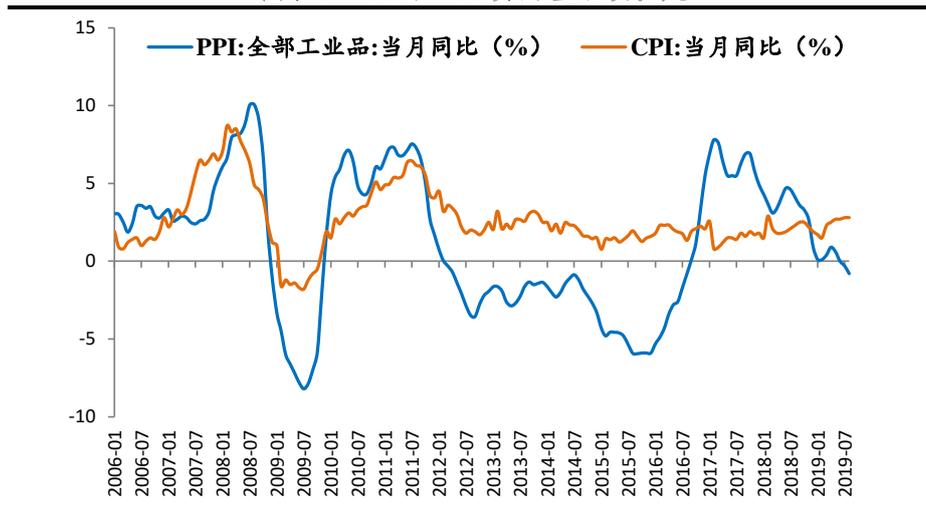
## 目录

1 超级猪周期难掩经济通缩加剧，需推动实质性降息 .....	4
2 超级猪周期带动 CPI 保持高位，核心 CPI 仍然面临通缩压力 .....	5
3 PPI 通缩程度进一步加深，实际利率持续上升，须降息加以对冲 .....	7
4 未来展望：CPI 仍将在 3% 左右波动，年底可能突破 3%；PPI 通缩压力进一步加大。 .....	8
5 货币政策应采取结构性宽松，加强逆周期调节不会加剧滞胀 .....	9

## 图表目录

图表 1: 猪肉价格上涨带动 CPI 保持高位 .....	6
图表 2: 肉类价格近期出现不同程度的提升 .....	6
图表 3: 原油价格近期较为低迷 .....	7
图表 4: PPI 通缩压力加大 .....	7
图表 5: PPI 下滑拖累工业企业利润 .....	8
图表 6: PPI 下行, 实际利率上升 .....	8
图表 7: 猪肉消费占比长期保持稳定 .....	9
图表 8: 我国猪肉进口比例偏低 .....	9
图表 9: 食品和非食品 CPI 分化明显 .....	9
图表 10: 人民银行降准应对经济下行压力 .....	9
图表 11: 1 年期 MLF 利率目前处于高点 .....	11

图表1: PPI 和 CPI 剪刀差继续扩大



资料来源: Wind, 恒大研究院

## 1 拿掉猪以后都是通缩，该降息了

8月通胀数据的主要特点有：

1) 拿掉猪以后都是通缩：经济下行压力加大，核心CPI下行、PPI连续两个月为负，实际利率上升：

在2018年底市场一片悲观之时，我们提出“经济2019年中企稳、市场否极泰来”（参见《否极泰来——2019年宏观展望》，2019年2月），随后经济在一季度暂时企稳，上证综合指数一季度上涨25.37%

6月份数据出来以后，市场一片“经济企稳”“企稳回升”“超预期”的声音，作为一名从事了20年宏观经济形势分析的研究员，我感到深深的忧虑，尤其是5-6月一系列金融收紧政策完全是基于年初的“小阳春”数据，对未来形势的严峻性缺少前瞻性估计甚至误判。大部分统计数据反映的是过去，不是未来。做形势分析，不要做马后炮，要有前瞻性，要有框架和逻辑。因此，我们鲜明提出震撼市场的观点“要充分估计当前经济金融形势的严峻性”。（参见《充分估计当前经济金融形势的严峻性——全面解读6月经济金融数据》）

7月经济金融数据全面回落，我们前瞻性判断货币政策走向宽松、降息降准时机临近。7月社融、信贷、M2数据全面回落，宽货币到宽信用政策效果较差，原因无非是企业实际利率并未下降、流动性投放渠道收窄、资产价格低迷难以起到抵押放大器效应。社融领先实体经济和投资，意味着下半年到明年上半年经济下行压力较大。（参见《金融形势严峻，何时降息降准？——点评7月金融数据》）

当前经济下行压力加大，全球降息潮，汇率破“7”，核心CPI持续回落，PPI连续两个月负增长，步入通缩，表明货币宽松的空间已经打开，“以我为主”。730政治局会议宣告货币政策重回宽松，时机已经到来。（参见《该降息了！——全面解读7月经济金融数据》、《全面解读降准对经济、股市、债市、房市影响及展望》）。

2) 为什么我们控制不了一头猪：超级猪周期带动CPI保持高位，同时带动其他肉类和鸡蛋价格上涨。8月猪肉环比上涨23.1%，带动牛肉、羊肉、鸡蛋等的价格环比分别上涨4.4%、2.0%和5.9%。猪价上涨主要是猪肉供需状态持续恶化，本轮猪周期价格涨幅大、速度快，堪称超级猪周期。主要原因：一是环保禁养政策扩大化对猪肉供给造成明显影响。我国

生猪养殖以小规模散养为主，50头以下的养殖户数量占比达94%。二是非洲猪瘟自去年以来在我国肆虐，部分中等规模的养殖场技术医疗水平达不到大型养殖场水平，猪瘟导致更严重的损失。三是当前正处于新一轮猪周期的上升阶段，猪肉价格存在内生上涨动力。

非食品CPI涨幅连续5个月回落，核心CPI同比上涨1.5%，增速较上月回落0.1个百分点。

PPI连续两个月为负，下降幅度扩大，通缩加剧，实际利率上升。主因内外需不足，房地产融资收紧导致地产投资下行，基建受隐性债务控制和土地财政下滑而低迷，黑色、有色等价格下跌。此外，国际油价下跌，带动国内原油开采、下游化纤制造业等行业价格跌幅明显。

3) 本轮猪周期预计持续到2020年下半年：四季度CPI将在3%附近波动，年底个别月份可能突破3%。主因当前猪肉缺口高达1000万吨，1-7月猪肉进口累计仅100万吨，且猪肉进口仅占我国猪肉消费量的3%，难以弥补缺口。尽管当前各部门多措并举保证生猪供应，但政策执行落地、猪场建设、生猪生长均需要时间。年内猪肉价格仍将上升，带动CPI年底可能突破3%。预计猪肉供给将在2020年下半年迎来拐点，价格将回落。

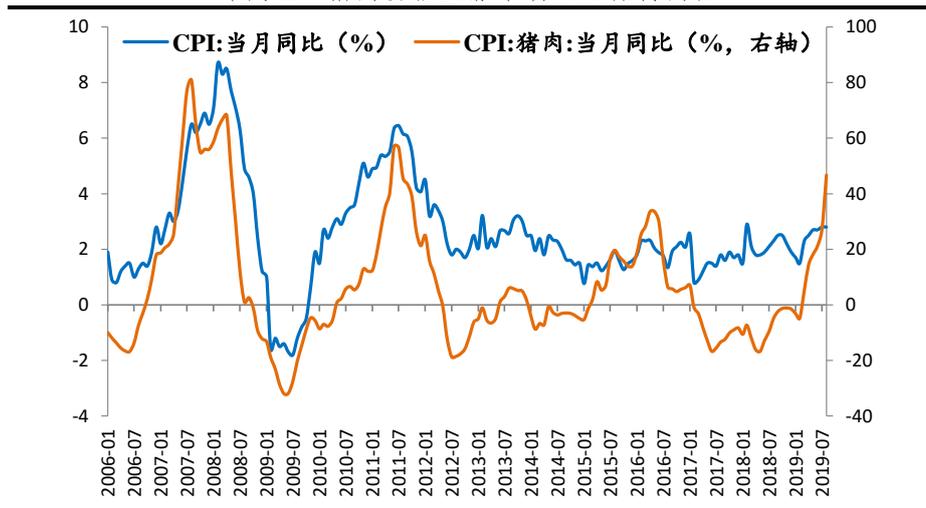
PPI受内外需不振，将持续下行，压制企业利润和制造业投资。外需方面，全球经济下行和中美贸易摩擦升级拖累出口，进而沿产业链影响PPI。内需方面，融资、销售、土地购置、新开工等先行指标下行，房地产投资下行；部分新增专项债额度虽已提前下达，但新增额度有限，拉动基建的幅度预计有限。

4) 该降息了：建议加强逆周期调节力度，降低MLF利率引导实际利率下行，高度重视货币政策传导渠道的疏通，及早下达明年专项债部分新增额度；当前一方面要防止货币放水带来资产泡沫，另一方面也要防止主动刺破引发重大金融风险，用时间换空间、寻找新的经济增长点、扩大改革开放、调动地方政府和企业家积极性。

## 2 超级猪周期带动CPI保持高位，核心CPI和非食品CPI下行

8月CPI同比上涨2.8%，与上月持平，但高于预期0.2个百分点。环比上涨0.7%，连续两个月强于季节性。猪肉价格的大幅上涨是拉动CPI的核心动力。8月猪肉价格环比大涨23.1%，同比涨幅扩大至46.7%。同比涨幅已经超过上一轮猪周期高点，创下近8年来新高；猪粮比已达13.1，超过上一轮的高点10.9，远超盈亏平衡点。本轮猪周期自2018年中开始启动，呈现出涨幅大、速度快等特点，价格上涨幅度为历次猪周期之最，堪称“超级猪周期”。主要有三大原因：一是环保禁养政策扩大化对猪肉供给造成明显影响。近几年，我国出台了大量针对生猪养殖业的环保政策，划定生猪禁养区。但在执行过程中，一些地方出现了对政策执行层层加码，禁养区划定范围不断扩大等问题，导致大量农户退出市场，而散养规模在50头以下的小规模农户数量占我国生猪供应养殖户的94%。二是非洲猪瘟自去年以来在我国肆虐，波及全国所有省市，目前已发生非洲猪瘟疫情143起，扑杀生猪116万余头。由于缺乏有效疫苗、基层疫病防治网络不健全等原因，当前控制非洲猪瘟的传播仍有困难。三是猪瘟和环保之外，内生的猪周期当前正处于上升阶段。

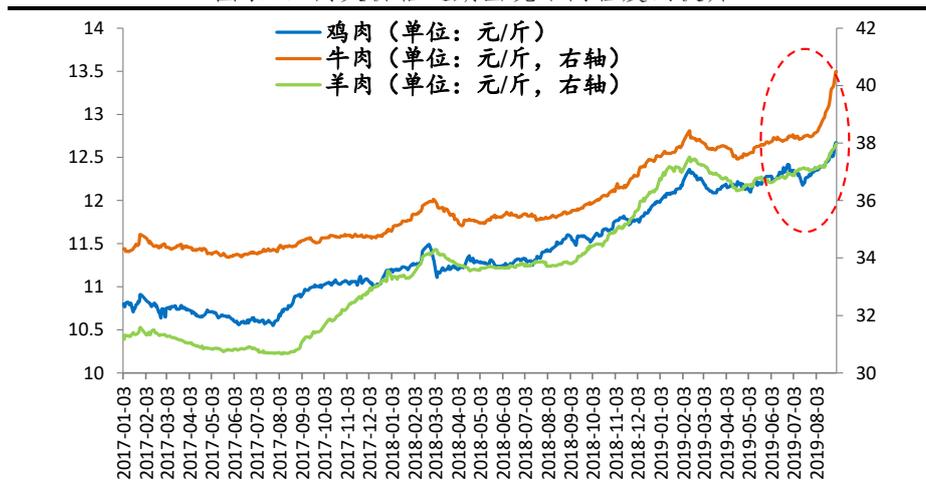
图表2：猪肉价格上涨带动 CPI 保持高位



资料来源：Wind，恒大研究院

猪肉价格上涨带动了其他肉类和鸡蛋价格的上涨，本月牛肉、羊肉、鸡蛋等的价格环比分别上涨 4.4%、2.0%和 5.9%。后期需要高度关注肉类价格变动，防止猪肉价格上涨过快带动其他肉类价格上涨预期的自我实现，进一步推升通胀和居民生活成本。此外，新鲜水果大量上市，鲜果价格环比大幅下降 10.1%。蔬菜价格同比涨幅本月也明显回落。

图表3：肉类价格近期出现不同程度的提升



资料来源：Wind，恒大研究院

总需求不足拖累非食品 CPI 涨幅连续 5 个月回落，核心 CPI 同比上涨 1.5%，增速较上月回落 0.1 个百分点。非食品价格同比上涨 1.1%，增速较上月回落 0.2 个百分点，连续第五个月回落。作为滞后指标，非食品价格的持续回落确认了当前经济下行压力加大，再次验证了我们对于当前经济金融形势的判断。（参见《充分估计当前经济金融形势的严峻性——全面解读 6 月经济金融数据》）。其中，中美贸易摩擦升级将拖累全球经济增长，8 月国际原油价格低位波动，较 7 月价格出现明显下跌。布伦特原油价格较 7 月平均水平下跌近 7%，带动国内汽油和柴油价格分别下降 1.1%和 1.2%。其他方面，8 月旅馆住宿、飞机票和旅行社收费价格分别上涨 1.6%、0.8%和 0.3%，但涨幅较 7 月分别回落 0.6、18.5 和 8.3 个百分点，较去年 8 月整体偏低，旺季不旺显示居民消费仍然面临压力。此外，衣着、医疗保健、居住的同比涨幅也分别降低 0.2、0.3 和 0.5 个百分点至 1.6%、2.3%和 1.0%，表明当前总需求仍然低迷。

图表4：原油价格近期较为低迷

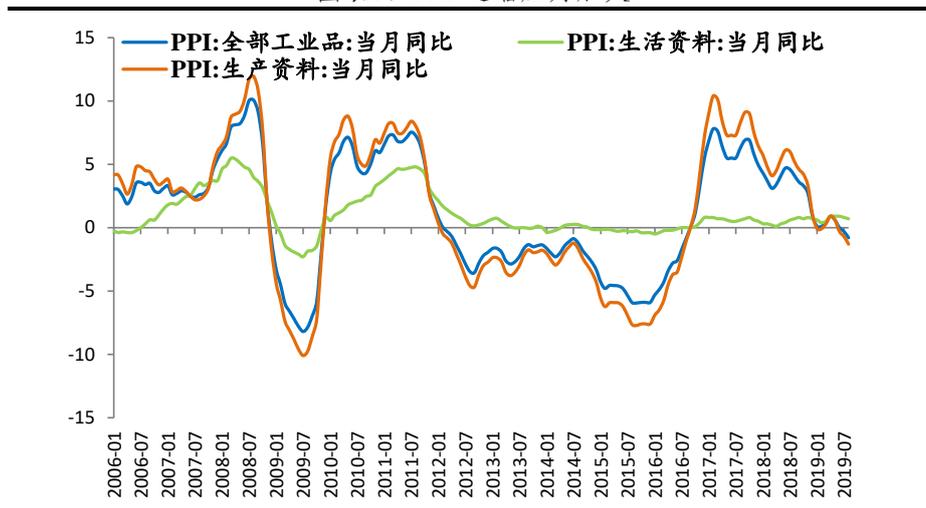


资料来源：Wind，恒大研究院

### 3 PPI 连续两个月为负，通缩加剧，实际利率上升 利润承压，需降息对冲

8 月 PPI 同比下降 0.8%，降幅较上月扩大 0.3 个百分点，通缩压力进一步加大。环比下降 0.1%，连续 3 个月弱于季节性。分行业看，主要工业部门价格均出现不同程度的下滑。其中，房地产融资收紧，拖累黑色、水泥等部门需求，带动价格环比分别下滑 0.7% 和 0.4%。此外，受国际原油价格下跌影响，整个石油产业链均出现不同程度的下跌，石油开采本月环比 0%，但同比跌幅扩大 0.8 个百分点至 9.1%。下游行业中，化学纤维制造业受到影响较为明显，8 月价格环比下跌 2.3%，跌幅为所有行业最大，同比跌幅扩大 4.1 个百分点至 -8.9%。

图表5：PPI 通缩压力加大

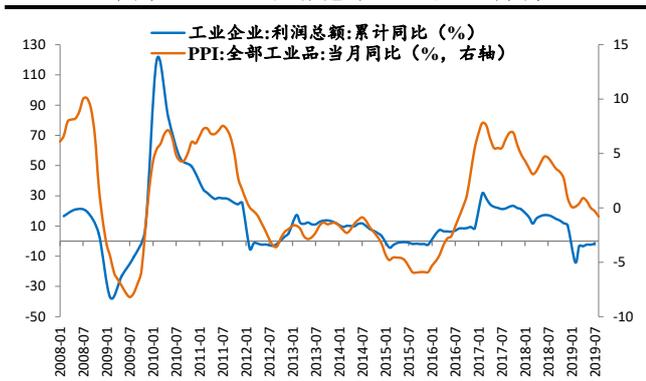


资料来源：Wind，恒大研究院

PPI 持续通缩将拖累企业利润，实际利率提高，必须尽快降息对冲。企业利润下降一方面将增大企业裁员概率，增加就业风险，另一方面将导致企业对未来预期悲观，减少投资，拖累宏观经济增速。工业企业利润同比增速自去年年底通缩预期形成后快速下滑，今年利润增速持续为负，1-7 月增速 -1.7%，对制造业投资形成明显拖累。同时，由于名义利率下降

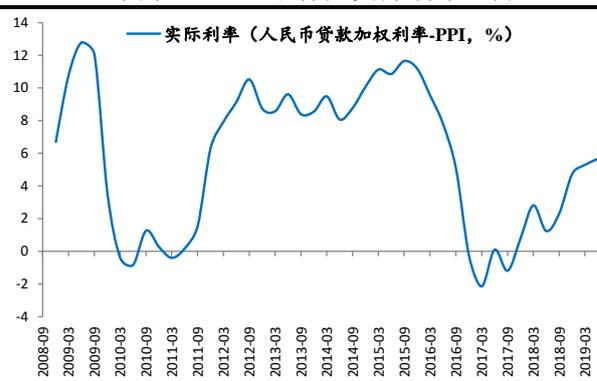
幅度有限，PPI 的大幅下降将会显著推升企业实际利率水平，增加实体企业的融资成本和债务风险，因此需加快降息加以对冲。

图表6：PPI 下滑拖累工业企业利润



资料来源：Wind，恒大研究院

图表7：PPI 下行，实际利率上升



资料来源：Wind，恒大研究院

## 4 未来展望：CPI 仍将在 3%左右波动，年底可能突破 3%；PPI 通缩压力加大

CPI 方面，尽管 9 月之后翘尾因素收窄，但由于当前猪肉供给缺口仍然较大，年内猪肉价格仍将进一步上涨，因此预计年内 CPI 仍有可能在 3%左右波动，年末有可能突破 3%。当前猪肉供给缺口仍然较大，短期内猪肉价格仍将继续上升。预计猪肉供给有望在 2020 年下半年迎来拐点，2020 年下半年猪肉价格有望回落。当前生猪与能繁母猪存栏均处于历史低位，存栏量较上一轮周期的平均水平减少近 1/3，生猪供给缺口约 1000 万吨。从历史上看，我国猪肉需求整体较为稳定，居民消费偏好稳定。2018 年我国猪肉消费量为 5054 万吨，占肉类消费总量的 73%，因此价格上涨压力巨大。此外，我国猪肉消费主要依赖国内供给，近年来进口猪肉量占总猪肉产量的比例不超过 3%，进口难以解决供给短缺。今年以来，由于猪肉供给缺口不断增大，我国已经加大了从南美等地进口猪肉的力度，1-7 月，中国累计进口猪肉 100.09 万吨，同比增长 36%。但相比起约 1000 万吨的供给缺口，猪肉进口数量仍然偏低，难以起到稳定市场供给的作用。当前，为缓解生猪供应偏紧的局面，多部委出台相关举措保证生猪产品供应。生态环境部、农村农业部联合下发通知，要求各地除饮用水水源保护区，风景名胜区等核心区域外，不得划定禁养区。取消排查中发现的超出法律法规的禁养规定和超划的禁养区。农业农村部 and 财政部也已发文提

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_10165](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_10165)

