

旬度经济观察

——猪价上涨引发通胀担忧

韦志超¹ 袁方(联系人)²

2019年9月10日

内容提要

8月猪肉价格大幅上涨推动CPI同比维持高位，但考虑到工业品价格已经进入通缩区间、经济下行压力依旧较大，CPI的单月走高难以对货币政策宽松形成实质牵制。

近期央行下调存款准备金率，这对降低银行资金成本，提振市场信心有积极作用。考虑到经济基本面的趋势走弱、通胀水平未来两个月的逐步回落以及海外发达市场收益率的普遍下行，国内债券市场收益率仍有进一步下行的空间。

美国PMI和非农就业数据双双不及预期，显示美国经济的减速仍在延续，企业部门的高杠杆未来是否会引发风险值得留意。

风险提示：（1）贸易摩擦加剧；（2）地缘政治风险

1 高级宏观分析师，weizc@essence.com.cn，S1450518070001

2 助理宏观分析师，yuanfang@essence.com.cn，S1450118080052

一、全球经济减速带动国内出口回落

8月美元计价出口同比-1%，较7月增速大幅回落4.3个百分点；美元计价进口同比-5.6%，较7月增速小幅回落0.3个百分点。

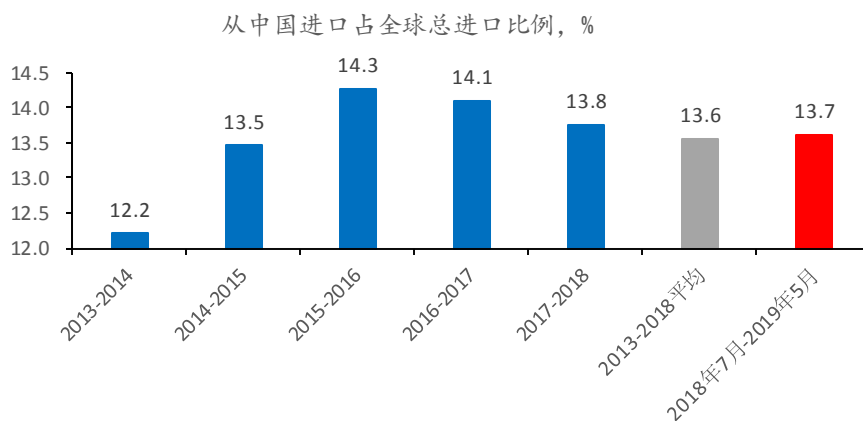
出口方面，中国对欧盟、东盟和美国出口均有不同程度回落，其中对美国出口下滑的幅度最大，而对主要新兴经济体均出现小幅回升。同期日本和欧元区的经济景气指数仍然偏弱，美国PMI超预期走低，全球经济的减速对我国出口的压制逐步显现。

贸易战爆发一年以来，中国通过市场化的汇率调整、贸易转口和替代在很大程度上吸收了美国征加关税的负面影响，进而使得中国出口占全球出口的份额大致保持平稳。在此背景下，8月特朗普宣布提高关税税率的行为引发汇率市场的再次调整，汇率的贬值有助于缓解加税对出口活动造成的冲击。

往后看，全球经济的活动情况仍是影响中国出口的主因。美国经济经历了120多个月的扩张后从今年年初开始减速，尽管当前的减速主要集中在制造业领域，尚未溢出到消费领域，但市场担心经历了史上最长的扩张周期后，美国经济可能会以衰退的方式出清扩张中积累的结构性不平衡，这一担忧在国债市场上反应明显。尽管当前我们难以确定美国经济是否会出现危机，或者说何时会出现危机，但今明两年美国经济持续减速看起来概率不低。欧元区和日本经济的减速二季度以来有放缓的迹象，但考虑到其减速开始于去年年初，且已经经历了一年左右的快速下滑，当前斜率的放缓看起来并不太超预期。如果说全球经济去年年初以来的减速主要源于中国内需下滑的话，当前中国经济企稳的迹象尚不明朗，而且伴

随着美国经济的趋势性走弱，未来一年全球经济的前景或许仍然黯淡，这可能将对中国的出口产生持续的压制。

图1：中国出口占全球出口的比重，%



数据来源：Wind，安信证券

进口方面，汽车和底盘同比增速连续两个月回落，这可能和 6 月份汽车去库存的透支有关。此外，由于国内铁矿石普遍供应短缺且市场对基建发力的预期升温，8 月铁矿石进口持续上升，对进口形成支撑。整体来看，进口仍然偏弱，显示经济的需求端延续低迷。

近期央行下调存款准备金率，全国人大授权国务院提前下达明年的地方债新增额度，同时改革的措施频繁发布，显示政府对经济的下行有必要的警惕，政策的出台和落地能在多大程度对冲经济的下行值得密切留意。

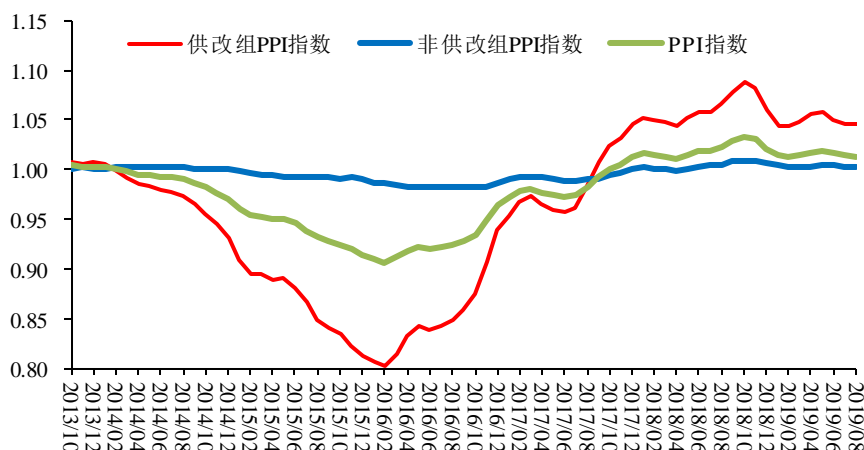
二、猪价大涨推动 CPI 同比维持高位

8 月 PPI 环比-0.1%，较上月小幅回升 0.1 个百分点；PPI 同比-0.8%，较上月大幅回落 0.5 个百分点。

分项来看，受 8 月国际油价企稳的影响，石油和天然气开采、石油加工行业涨幅改善居前，而铁矿石、螺纹钢价格的持续下跌使得黑色金属矿采选和冶炼表现低迷。合并来看，PPI 环比的小幅改善主要来自供改组的抬升，而非供改组价格仍持续下行。

PPI 环比连续两个月小幅反弹，这或许与周期品库存调整有关，但这种反弹并不影响整体价格回落的方向。当前地产政策持续收紧，基建受杠杆率的约束整体温和，经济的需求端相对疲软，与此同时供改行业经历了一年多的供应扩张，未来供需的缺口可能会持续压制工业品价格表现，下半年 PPI 将长期处于通缩之中。

图2：供改组和非供改组 PPI 指数

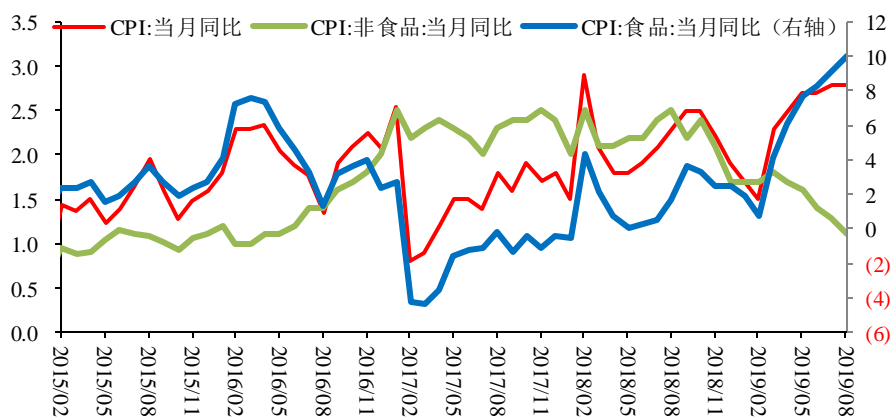


数据来源：Wind，安信证券

8 月 CPI 同比 2.8%，与上月持平；核心 CPI 同比 1.5%，较上月小幅回落 0.1 个百分点。

拆解看，非食品分项环比表现小幅高于历史均值，而食品分项大幅高于历史水平，进而使得整体 CPI 环比高于季节性。

图3: CPI 食品和非食品同比, %



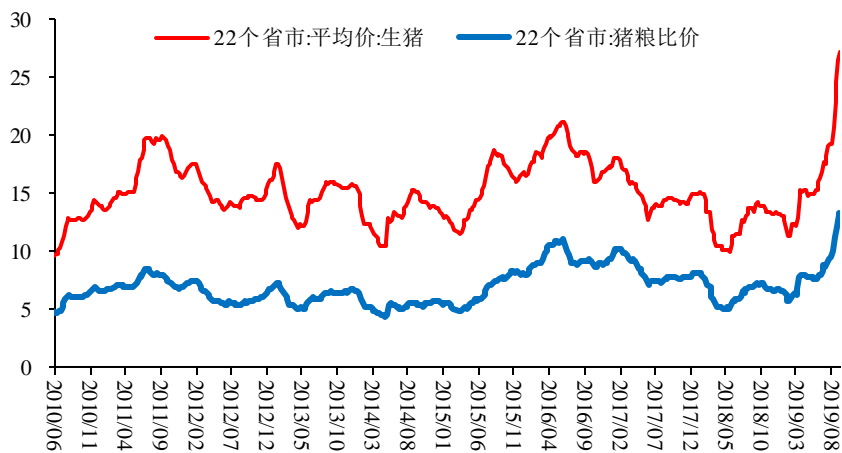
数据来源: Wind, 安信证券

食品分项中, 非洲猪瘟对猪价的影响远超市场预期, 8月猪肉价格涨幅扩大至23%, 创历史新高, 是推升食品分项乃至8月CPI最主要的力量, 在猪肉价格的带动下, 牛羊肉价格均强于季节性。而随着新鲜水果蔬菜的陆续上市, 鲜果鲜菜的价格大幅走弱, 这一趋势未来或许仍将延续。

非食品分项中, 教育文化和娱乐、其他用品和服务分项显著强于历史水平, 而衣着和居住小幅弱于历史水平。

往后看, 经济的走弱、油价和水果价格的回落都会对CPI形成压制, 而猪肉价格成为推升CPI最为主要的因素。从最近两个月的情况来看, 非洲猪瘟导致的生猪供应的收缩远超市场预期, 国家开始出台平抑价格波动的政策, 考虑到普遍的供应短缺以及供应恢复的时滞, CPI年底破“3”的可能性逐步增加。

图4：生猪价格和猪粮比，元/千克



数据来源：Wind，安信证券

三、央行宣布降准

9月6日，中国人民银行决定于2019年9月16日全面下调金融机构存款准备金率0.5个百分点；同时再额外对仅在省级行政区域内经营的城市商业银行定向下调存款准备金率1个百分点，于10月15日和11月15日分两次实施到位，每次下调0.5个百分点。

此次降准释放长期资金约9000亿元，对降低银行资金成本，提振市场信心有积极作用。

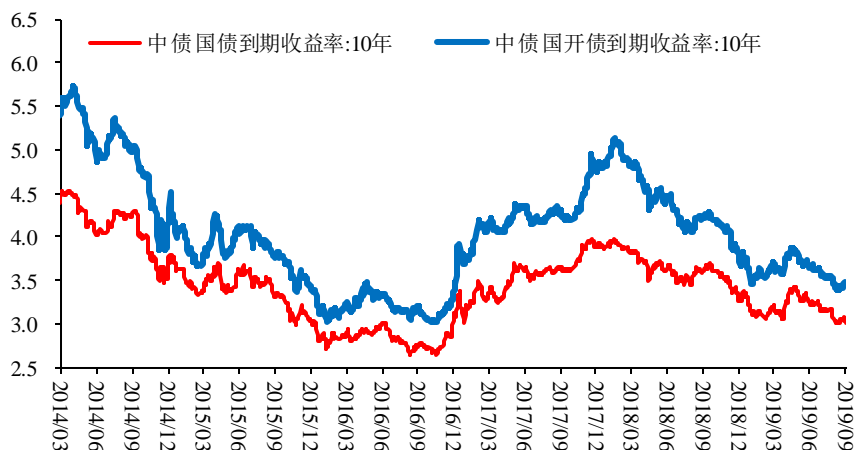
权益市场方面，8月初受贸易战再度恶化和人民币汇率破“7”的影响，市场快速回落，随后企稳反弹，迄今为止，本轮反弹持续时间近一个月。站在当下，驱动市场短期反弹的力量似乎仍在延续，中美将于10月初再次磋商，国内边际宽松的货币政策有望持续，市场对经济基本面走弱的预期相对一致，这或许意味着短期市场趋势下跌的概率相对较低。

债券市场方面，8月至今10年期国债收益率在“3”以上震荡，而1年期国债也维持震荡，市场似乎在等待9月中旬新一轮信贷、实际经济的数据以及第二次LPR

的报价。我们倾向于认为，随着经济基本面的趋势走弱、通胀水平的短期回落以及海外发达市场收益率的普遍下行，国内债券市场收益率仍有进一步下行的空间。

站在 5 年的时间维度来看，随着劳动力供应的趋势收紧、资本存量增速的长期回落以及技术进步的边际放缓，中国潜在经济增速可能将持续下台阶。经济增速的趋势放缓或许会压制劳动力工资的表现，这将会对中长期通胀中枢形成拖累。而经济增速和通胀中枢的回落可能共同压低长期利率债的收益率。

图5：10年国债和国开债收益率，%

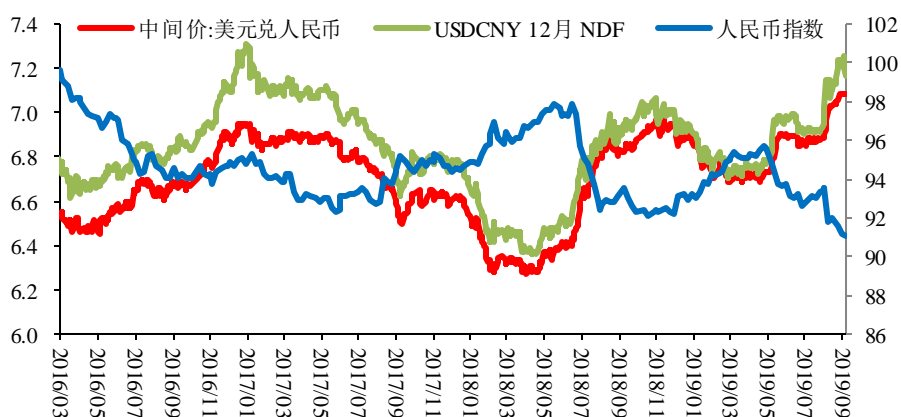


数据来源：Wind，安信证券

近期公布的数据显示 8 月外汇储备 31071 亿美元，较上月轻微回升，这主要源于美国、日本和德国债券收益率同期大幅下行带来的外储估值提升。从当前的情形来看，人民币汇率破“7”后市场情绪稳定，并未出现大规模的恐慌性资本外逃，人民币的清洁浮动也有助于金融市场压力的缓解。汇率破“7”后权益市场经历短暂的调整后开启了新一轮反弹，宏观经济的韧性也得到改善。

往后看，人民币汇率的走向可能更多取决于中美经济基本面和货币政策的分化情况，当前全球央行都在进入新一轮的宽松，而美国和中国的经济基本面同步趋于走弱，这或许意味着人民币汇率持续贬值的概率较低。

图6: 人民币兑美元汇率



数据来源: Wind, 安信证券

四、美国经济大幅走弱

最新公布的数据显示, 8月美国新增非农就业人口 13 万人, 较上月回落 3.4 万人; 失业率 3.7%, 与上月持平; 非农私人企业平均时薪环比增 0.4%, 较上月回升 0.1 个百分点。

分行业看, 采掘业新增就业人口持续回落, 制造业持平, 而服务业中, 零售业持续减少, 金融业、专休闲旅游业均表现不俗。

非农就业数据不及预期, 与此同时 PMI 数据也大幅走弱, 8月 ISM 制造业 PMI 跌破枯荣线, 录得 49.1, 较上月大幅回落 2.1 个百分点。

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_10185

