

猪周期发力，货币政策如何应对 CPI 与 PPI 背离

——8月通胀数据点评

宏观数据点评

2019年09月10日

报告摘要：

8月份CPI同比升2.8%（前值2.8%），高于市场预期的2.6%；PPI同比下降0.8%（前值-0.3%），高于市场预期的-0.9%，PPIRM同比下降1.3%，前值-0.6%，预期-1.0%。受CPI超预期影响，货币宽松预期降温，沪指跳水，农业股快速上涨。

● 猪周期发力，8月CPI超预期

（1）8月CPI超预期主要是因为猪周期发力，猪肉价格涨幅超预期。非食品回落表明消费受到制约，刺激消费需为居民增收减负。随着基数效应，预计9月份CPI小幅回落至2.6%，但到12月可能破3%。倘若猪肉价格上涨超预期，9月份CPI也有小概率超过3.0%。

（2）8月PPIRM回落主要受全球经济增速放缓和世界贸易不确定性增大影响，预计9月份PPIRM增速或回落至-1.9%。

（3）8月PPI回落主要受能源、原材料价格下降影响，预计9月份PPI增速将回落至-1.2%，通缩压力需要警惕。

● CPI与PPI背离，货币政策当如何应对

（4）外部宽松叠加核心CPI、PPI回落，使得中国货币政策仍具有一定操作空间。但是，中国经济的问题根源在于投资效率不足，而非投资总量不足，投资低效率需要依靠利率市场化解决。虽然9月份央行决定全面降准，但货币政策边际放松不改稳健基调。

● 继续看好贵金属，股市仍为结构性机会

（5）实际利率下行、美元贬值、系统性风险上升三重因素叠加，黄金价格有望维持稳步上行。但是，大宗商品价格进入下行周期，抗通胀属性对黄金价格的推动作用减弱，黄金价格难以快速大幅上涨。快速上涨后需等待调整买入。

（6）经济退、政策进，股市仍为结构性行情，周期板块短期内或会受益于政策刺激，但中长期仍看好大消费和科技创新板块。从市场结构来看，未来中国无论是新生儿还是25~44岁人口数量均将持续下行，使得消费需求数量面临下行压力。在存量经济下，行业龙头有望获益。同时，消费总额随着经济增长和储蓄率下降仍将持续上升，消费者需求将由数量驱动转向品质驱动。提供高品质产品和服务并建立品牌和口碑的企业有望获得消费者和投资者的青睐。

● 风险提示：中美贸易摩擦加剧，大宗商品超预期回升，猪肉价格超预期上涨。

民生证券研究院

分析师：解运亮

执业证号：S0100519040001

电话：010-85127730

邮箱：xieyunliang@mszq.com

研究助理：毛健

执业证号：S0100119010023

电话：021-60876720

邮箱：maojian@mszq.com

研究助理：付万丛

执业证号：S0100119080008

电话：010-85127730

邮箱：fuwancong@mszq.com

相关研究

- 1、通货膨胀的季节调整与预测模型——宏观预测专题报告一 20190408
- 2、基建投资资金来源剖析及增速预测——宏观预测专题报告二 20190523
- 3、中国人口变化带来的挑战与投资机会——人口系列深度报告 20190611
- 4、挤出效应超越拉动效应，房住不炒仍需坚持——房地产系列深度报告 20190710
- 5、周期切换下的黄金慢牛——黄金研究框架及未来走势 20190826
- 6、8月宏观数据预测 20190829
- 7、全面降准可期，降息尚待四季度——国务院常务会议点评 20190905

目录

一、猪周期发力，CPI 超预期	3
(一) 猪肉价格超预期上涨带动 CPI 超预期	3
(二) 未来猪肉价格将如何影响 CPI?	4
(三) PPIRM 将继续下滑	4
(四) PPI 继续下滑，通缩压力需要警惕	5
二、CPI 与 PPI 背离，货币政策当如何应对?	6
三、继续看好贵金属，股市仍为结构性行情	6
风险提示	7

8 月份 CPI 同比升 2.8%（前值 2.8%），高于市场预期的 2.6%；PPI 同比下降 0.8%（前值-0.3%），高于市场预期的-0.9%，PIRM 同比下降 1.3%，前值-0.6%，预期-1.0%。受 CPI 超预期影响，货币宽松预期降温，沪指跳水，农业股快速上涨。

我们认为：

1、8 月 CPI 超预期主要是因为猪周期发力，猪肉价格涨幅超预期。非食品回落表明消费受到制约，刺激消费需为居民增收减负。随着基数效应，预计 9 月份 CPI 小幅回落至 2.6%，但到 12 月可能破 3%。倘若猪肉价格上涨超预期，9 月份 CPI 也有小概率超过 3.0%。

2、8 月 PPIRM 回落主要受全球经济增速放缓和世界贸易不确定性增大影响，预计 9 月份 PPIRM 增速或回落至-1.9%。

3、8 月 PPI 回落主要受能源、原材料价格下降影响，预计 9 月份 PPI 增速将回落至-1.2%，通缩压力需要警惕。

4、外部宽松叠加核心 CPI、PPI 回落，使得中国货币政策仍具有一定操作空间。但是，中国经济的问题根源在于投资效率不足，而非投资总量不足，投资低效率需要依靠利率市场化解决。虽然 9 月份央行决定全面降准，但货币政策边际放松不改稳健基调。

一、猪周期发力，CPI 超预期

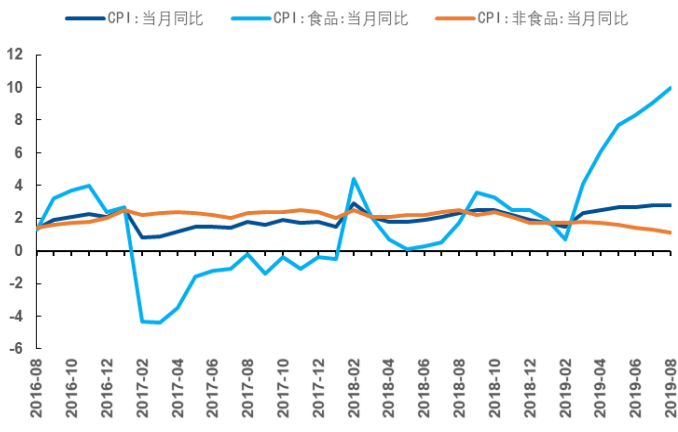
（一）猪肉价格超预期上涨带动 CPI 超预期

食品价格带动 CPI 超预期。8 月份 CPI 上涨 2.8%，涨幅与上月相同。其中，食品价格上涨 10.0%，涨幅比上月扩大 0.9 个百分点，影响 CPI 上涨约 1.93 个百分点；非食品价格上涨 1.1%，涨幅比上月回落 0.2 个百分点，影响 CPI 上涨约 0.91 个百分点。消费品价格上涨 3.6%，涨幅比上月扩大 0.2 个百分点；服务价格上涨 1.6%，涨幅比上月回落 0.2 个百分点。

鲜果鲜菜价格回落，猪肉价格涨幅超预期带动食品价格超预期上涨。在食品中，鲜果价格上涨 24.0%，涨幅比上月回落 15.1 个百分点。鲜菜价格下降 0.8%，涨幅比上月回落 6 个百分点。但是，猪肉价格上涨 46.7%，涨幅比上月扩大 19.7 个百分点，影响 CPI 上涨约 1.08 个百分点。鲜果鲜菜价格回落符合预期，但是猪肉价格涨幅超预期，使得 CPI 维持在 2.8%的水平。

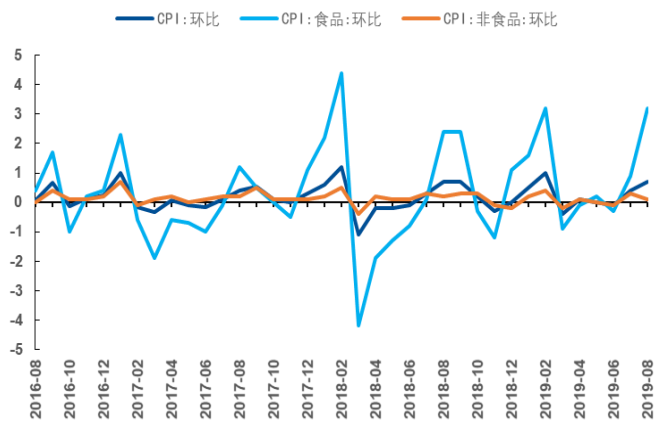
非食品回落表明消费受到制约，刺激消费需为居民增收减负。非食品价格同比增长 1.1%，较上月回落 0.2 个百分点，连续 5 个月回落。在非食品中，居住价格上涨 1.0%，连续 6 个月回落；交通和通信价格下降 2.3%，为去年 6 月以来新低。教育文化和娱乐价格上涨 2.1%，连续 3 个月回落。生活用品及服务价格上涨 0.7%，衣着价格上涨 1.6%，医疗保健上涨 2.3%，均较上月有所回落。仅其他用品和服务同比上涨 4.7%，涨幅较上月扩大 1.3 个百分点。根据《挤出效应超越拉动效应，房住不炒仍应坚持》，房贷支出压力严重挤压了居民消费，与非食品价格相互印证，证实了消费能力受到制约。刺激消费需为居民增收减负。

图 1: 8 月 CPI 同比增长 2.8% (%)



资料来源: WIND, 民生证券研究院

图 2: 8 月 CPI 环比持平 (%)



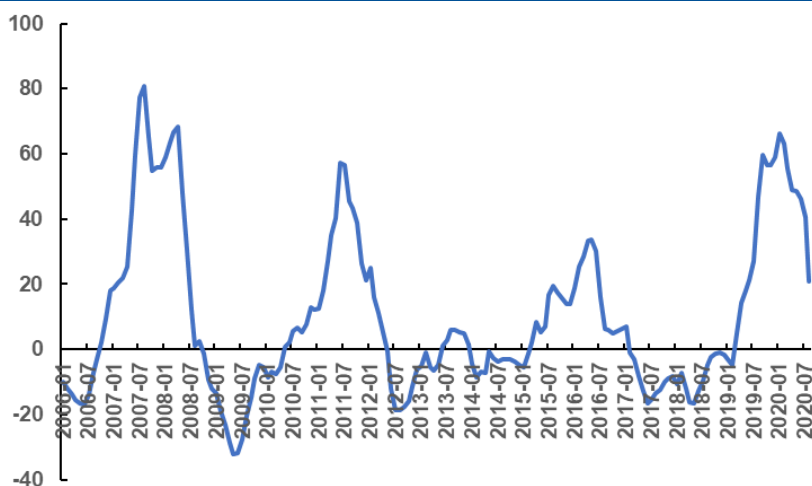
资料来源: WIND, 民生证券研究院

(二) 未来猪肉价格将如何影响 CPI?

生猪的生产, 从补栏母猪到影响生猪供应和猪价需要“3 个月配种、4 个月妊娠、5 个月育肥”共 12 个月的周期, 即“三四五”周期定律。因而, 虽然政府采取各种措施稳定猪肉供应, 非洲猪瘟依然使得中国猪肉价格大涨。猪肉 CPI 项具有明显的周期特征。根据消除春节效应的季节调整模型, 本轮猪周期预计到 2020 年 1 月触顶, CPI 猪肉项同比涨幅达到 66.1%, 但到 2020 年 8 月猪肉 CPI 同比增速仍将高达 21.0%。而 2019 年 9 月 CPI 猪肉项同比涨幅预计为 59.6%, 影响 CPI 上涨约 1.38 个百分点。

受猪周期发力影响, 虽然由于基数效应, 9 月份 CPI 仍可能回落至 2.6%, 但到 11 月和 12 月, CPI 同比涨幅将分别达到 2.7% 和 3.0%。倘若猪肉价格上涨超预期, 9 月份 CPI 也有小概率超过 3.0%。虽然通胀依然可控, 但仍需维持警惕。

图 3: 猪周期继续发力



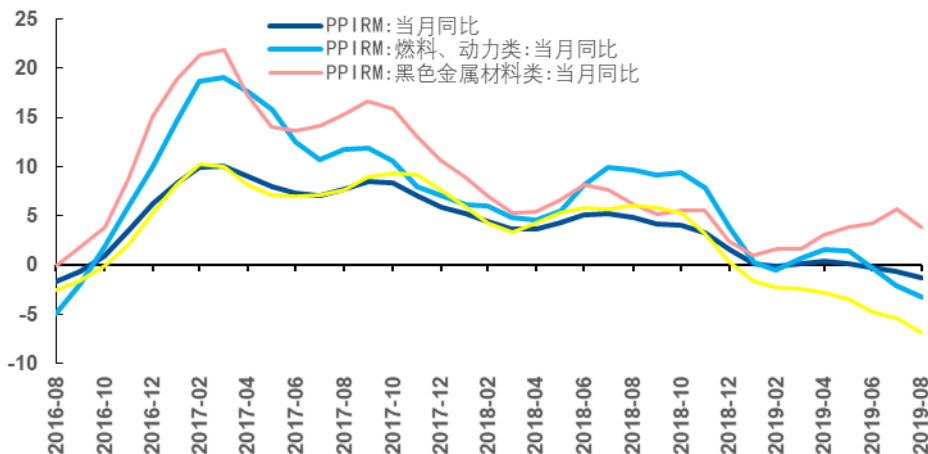
资料来源: 民生证券研究院整理

(三) PPIRM 将继续下滑

PPIRM 超预期回落。7 月工业生产者购进价格同比回落 1.3%, 较上月回落 0.7 个百

分点，不及预期的-1.0%。其中，黑色金属材料类价格同比上涨 5.7%，涨幅较上月回落 1.9 个百分点。化工原料类价格下降 6.8%，降幅较上月扩大 1.4 个百分点。燃料动力类价格下降 3.2%，降幅较上月扩大 1.1 个百分点。PPIRM 回落主要受全球经济增速放缓和世界贸易不确定性增大影响，预计 9 月份 PPIRM 增速或回落至-1.9%。

图 4: PPIRM 继续下行

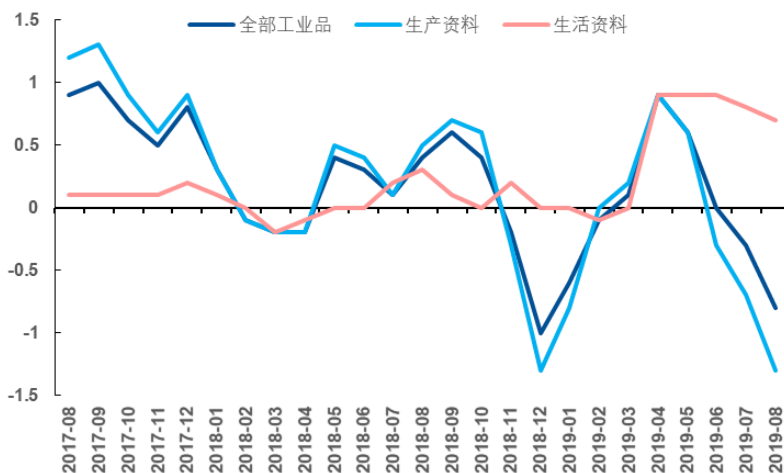


资料来源: Wind, 民生证券研究院

(四) PPI 继续下滑，通缩压力需要警惕

生产资料价格下降带动 PPI 回落。8 月 PPI 同比下降 0.8%，较上月回落 0.5 个百分点，与我们通过季节调整模型得到的预测一致。分大类来看，生产资料价格同比下降 1.3%，降幅比上月扩大 0.6 个百分点，影响工业生产者出厂价格总水平下降约 0.98 个百分点；生活资料价格同比上涨 0.7%，涨幅比上月回落 0.1 个百分点，影响工业生产者出厂价格总水平上涨约 0.18 个百分点。

图 5: 生产资料拖累 PPI 下行



资料来源: Wind, 民生证券研究院

能源、原材料价格下降带动 PPI 回落。主要行业中，降幅扩大的有石油和天然气开

采业,下降 9.1%,比上月扩大 0.8 个百分点;石油、煤炭及其他燃料加工业,下降 5.9%,扩大 0.8 个百分点;化学原料和化学制品制造业,下降 4.6%,扩大 0.6 个百分点;黑色金属冶炼和压延加工业,下降 3.1%,扩大 2.7 个百分点。涨幅回落的有黑色金属矿采选业,上涨 21.7%,比上月回落 2.0 个百分点;煤炭开采和洗选业,上涨 0.9%,回落 0.3 个百分点。据测算,在 8 月份 0.8% 的同比降幅中,去年价格变动的翘尾影响约为-0.2 个百分点,新涨价影响约为-0.6 个百分点。

总体看,全球经济放缓,PPIRM 价格回落,工业品价格上涨动能不强,叠加未来几个月 PPI 基数较高,预计 9 月份 PPI 增速将回落至-1.2%。PPI 回落不利于工业企业利润回升,恐将使得工业投资进一步下滑,通缩压力需要警惕。

二、CPI 与 PPI 背离,货币政策当如何应对?

CPI 温和上升, PPI 处于负区间, 货币政策不会收紧。从央行的立场而言,央行主要关注扣除食品和能源价格的核心 CPI,且环比数据能更为灵敏地反映短期经济变化。8 月份不包括食品和能源价格的 CPI 环比上涨 0.1%,同比增速回落 0.1 个百分点至 1.5%。而 PPI 也持续处于负区间,因而,即便后续食品价格对 CPI 造成较大影响,也不会引起货币政策的收紧。

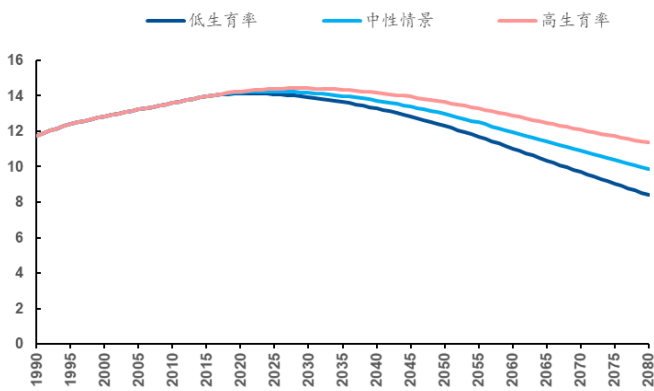
货币政策维持稳健。由于全球经济增速放缓,2019 年以来,印度、马来西亚、新西兰、澳大利亚等国先后降息以应对经济下行压力,美联储也开启降息周期。外部宽松叠加核心 CPI 回落,使得中国货币政策仍具有一定操作空间。但是,中国经济的问题根源在于投资效率不足,而非投资总量不足,投资低效率需要依靠利率市场化解决。虽然 9 月份央行决定全面降准,但货币政策边际放松不改稳健基调。

三、继续看好贵金属,股市仍为结构性行情

随着全球经济进入创新周期萧条期,全球负利率环境和美国实际利率下行提升了黄金的相对配置价值。美国经济进入本轮周期尾声,下行压力加大,美联储再次降息,美元有望进入贬值周期,助推金价上涨。美债期限利差倒挂叠加美股 Shiller 市盈率处于高位,引发全球金融市场动荡,黄金避险价值凸显。实际利率下行、美元贬值、系统性风险上升三重因素叠加,黄金价格有望维持稳步上行。但是,大宗商品价格进入下行周期,抗通胀属性对黄金价格的推动作用减弱,黄金价格难以快速大幅上涨。快速上涨后需等待调整买入。

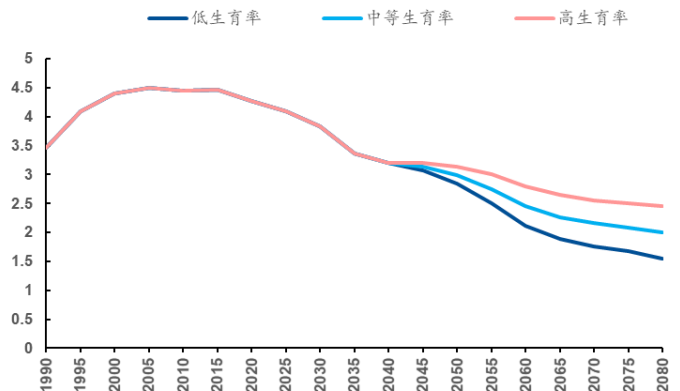
虽然积极财政政策托底经济,基建投资增速有望小幅回升,但房地产对于经济增长的挤出效应已经超越拉动效应,房地产融资必将持续收紧。经济退、政策进,股市仍为结构性行情,周期板块短期内或会受益于政策刺激,但中长期仍看好大消费和科技创新板块。从市场结构来看,未来中国无论是新生儿还是 25~44 岁人口数量均将持续下行,使得消费需求数量面临下行压力。在存量经济下,行业龙头有望获益。同时,消费总额随着经济增长和储蓄率下降仍将持续上升,消费者需求将由数量驱动转向品质驱动。提供高品质产品和服务并建立品牌和口碑的企业有望获得消费者和投资者的青睐。

图 6: 中国人口总量预测 (亿)



资料来源: 联合国, 民生证券研究院

图 7: 中国 25~44 岁人口预测 (亿)



资料来源: 联合国, 民生证券研究院

风险提示

中美贸易摩擦加剧, 大宗商品超预期回升, 猪肉价格超预期上涨等。

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_10214



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn