

猪肉价格推动 CPI 增速突破基数限制

—— 8月物价数据点评

宏观点评

潘向东（首席经济学家）

刘娟秀（分析师）

陈韵阳（联系人）

证书编号: S0280517100001

liujuanxiu@xsdzq.cn

chenyunyang@xsdzq.cn

证书编号: S0280517070002

证书编号: S0280118040020

● 猪肉价格推动 CPI 增速突破基数限制

猪肉涨价带动 CPI 增速维持高位。2018年8月CPI环比处于近几年同期高位，当时市场正处于对“滞胀”的讨论中，蔬菜、猪肉、非食品价格环比涨幅均处于近几年同期高位，同时，2019年8月高频数据显示蔬菜、水果价格同比增速回落，猪肉一枝独秀，叠加高基数影响，市场普遍预期7月是CPI增速年内高点，8月将拐头向下，的确，8月非食品价格增速回落，但猪肉价格涨幅过大，对CPI拉动率提高0.5个百分点。我们在前期报告《PPI增速暂时转负不等同于通缩风险》中提到“高基数制约CPI读数，但现在说7月是CPI增速年内高点还尚早，市场可能低估了本轮猪周期的高度”，非洲猪瘟病毒可能将存活相当长时间，生猪产能恢复需要周期，未来两三年内可能都要接受高猪价现实，目前看，CPI增速已经突破基数抬升的限制，随着四季度基数下降，CPI增速可能破“3”。

核心CPI增速继续维持相对低位。8月核心CPI增速下滑至1.5%，与CPI增速继续分化，主要受高基数影响。三季度核心CPI增速是低迷期，一方面，三季度核心CPI面临相对较高的基数，另一方面，PMI从业人员、BCI招工前瞻指数还处于下降趋势，就业压力增加，企业通过降薪裁员等方式将压力转移到居民部门，这种情况下，劳动力成本显著提升的可能性不大。

供给因素导致的物价上涨暂时不影响逆周期政策加码。CPI增速临近3%的政策目标，历史上这种情况往往伴随货币政策收紧，但本轮周期不太一样，CPI与核心CPI增速极度分化，意味着物价上涨主要由供给因素导致，即便收紧政策也改变不了未来猪肉短缺的事实，与此同时，就业压力很大，历史上就业压力大的时候政策往往宽松。8月底到9月初的各大会议措辞都指向政策发生了明显调整，逆周期政策从“适时适度”到“加大力度”，同时，针对猪肉价格上涨，主要通过增加供给方式来应对。

● “PPI 环比向上，同比向下”的组合再次表明当前不存在通缩风险

8月PPI环比降幅收窄至-0.1%，但由于高基数影响，PPI同比降幅扩大至0.8%。“PPI环比向上，同比向下”的组合再次表明当前不存在通缩风险。PPI环比增速连续2个月小幅回升，同比降幅扩大主要受高基数影响，这与传统意义上的通缩完全不同，当前不存在工业品通缩风险。其一，经过市场自发去产能与行政去产能，供给曲线变得陡峭，近期逆周期政策力度明显加大，PPI负增长的幅度不会太大。其二，领先指标显示未来数月PPI同比增速可能低位震荡，再结合大宗商品价格的基数分布，三季度可能是PPI同比增速的底部区域，四季度再度向上。

● 风险提示：四季度“猪油共振”引发政策收紧

相关报告

宏观报告：猪肉、蔬菜涨价推动CPI增速略超季节性——3月通胀数据点评

2019-5-9

宏观报告：上游行业进入通缩——2019年1月通胀数据点评

2019-2-15

宏观报告：渐行渐近的通缩风险——2018年通胀数据点评

2019-1-10

目 录

1、猪肉价格推动 CPI 增速突破基数限制.....	3
2、“PPI 环比向上，同比向下”的组合再次表明当前不存在通缩风险.....	6

图表目录

图 1: 猪肉涨价带动 CPI 增速维持高位 (%)	3
图 2: 8 月 CPI 基数偏高.....	4
图 3: 8 月鲜菜价格面临基数.....	4
图 4: 8 月猪肉价格突破高基数的限制.....	5
图 5: 核心 CPI 增速低位 (%)	5
图 6: 当前就业压力很大.....	5
图 7: PPI 环比降幅收窄，同比降幅扩大 (%)	6
图 8: 石油行业价格环比增速回升 (%)	6
图 9: 油价增速同步或领先石油行业 PPI 增速 1 个月 (%)	7
图 10: CRB 走势预示未来 2-3 个月 PPI 增速可能低位震荡 (%)	7
图 11: 有色金属行业价格环比增速上升.....	7

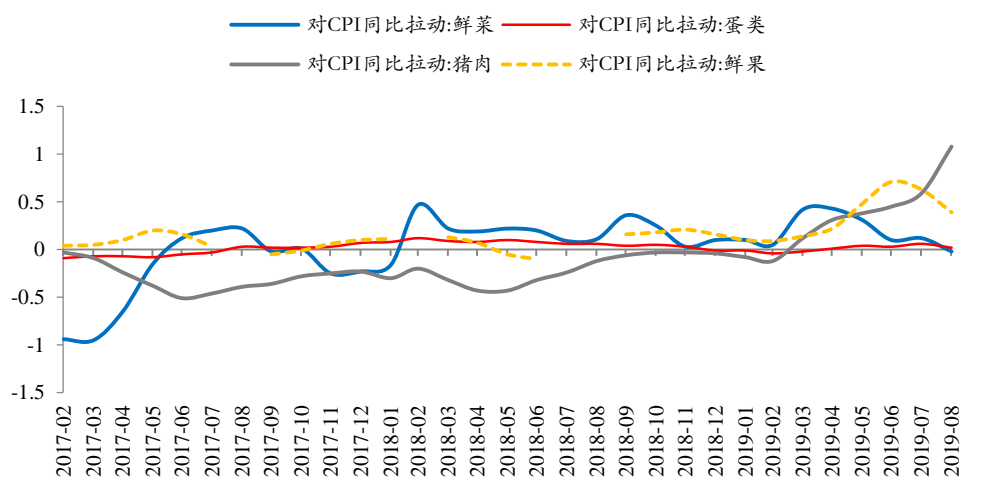
1、猪肉价格推动 CPI 增速突破基数限制

猪肉涨价带动 CPI 增速维持高位。2018 年 8 月 CPI 环比处于近几年同期高位，当时市场正处于对“滞胀”的讨论中，蔬菜、猪肉、非食品价格环比涨幅均处于近几年同期高位，同时，2019 年 8 月高频数据显示蔬菜、水果价格同比增速回落，猪肉价格“一枝独秀”，叠加高基数影响，市场普遍预期 7 月是 CPI 增速年内高点，8 月将拐头向下，的确，8 月蔬菜、水果、非食品价格增速回落，但猪肉价格涨幅过大，对 CPI 拉动率提高 0.5 个百分点。我们在前期报告《PPI 增速暂时转负不等于通缩风险》中提到“高基数制约 CPI 读数，但现在说 7 月是 CPI 增速年内高点还尚早，市场可能低估了本轮猪周期的高度”，非洲猪瘟病毒可能将存活相当长时间，生猪产能恢复需要周期，未来两三年内可能都要接受高猪价现实，目前看，CPI 增速已经突破基数抬升的限制，随着四季度基数下降，CPI 增速可能破“3”。

核心 CPI 增速继续维持相对低位。8 月核心 CPI 增速下滑至 1.5%，与 CPI 增速继续分化，主要受高基数影响，2018 年 8 月居住、交通和通信、教育文化和娱乐、医疗保健价格环比涨幅高于季节性。三季度核心 CPI 增速是低迷期，一方面，三季度核心 CPI 面临相对较高的基数，另一方面，PMI 从业人员、BCI 招工前瞻指数还处于下降趋势，就业压力增加，企业通过降薪裁员等方式将压力转移到居民部门，这种情况下，劳动力成本显著提升的可能性不大。

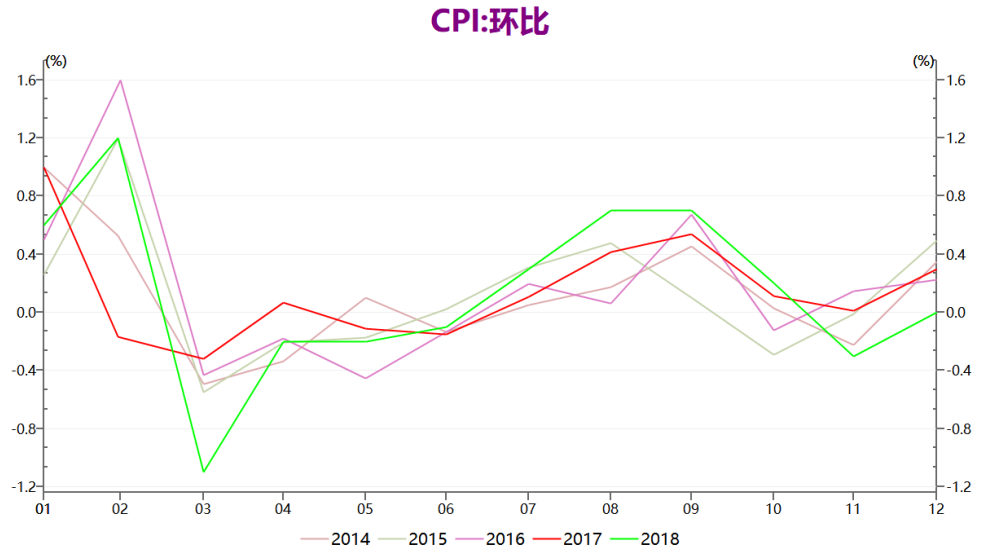
供给因素导致的物价上涨暂时不影响逆周期政策加码。CPI 增速临近 3% 的政策目标，历史上这种情况往往伴随货币政策收紧，但本轮周期不太一样，CPI 与核心 CPI 增速极度分化，意味着物价上涨主要由供给因素导致，即便收紧政策也改变不了未来猪肉短缺的事实，与此同时，就业压力很大，历史上就业压力大的时候政策往往宽松。8 月底到 9 月初的各大会议措辞都指向政策发生了明显调整，逆周期政策从“适时适度”到“加大力度”，同时，针对猪肉价格上涨，主要通过增加供给方式（补贴、保险、融资支持等）来应对。

图1：猪肉涨价带动 CPI 增速维持高位（%）



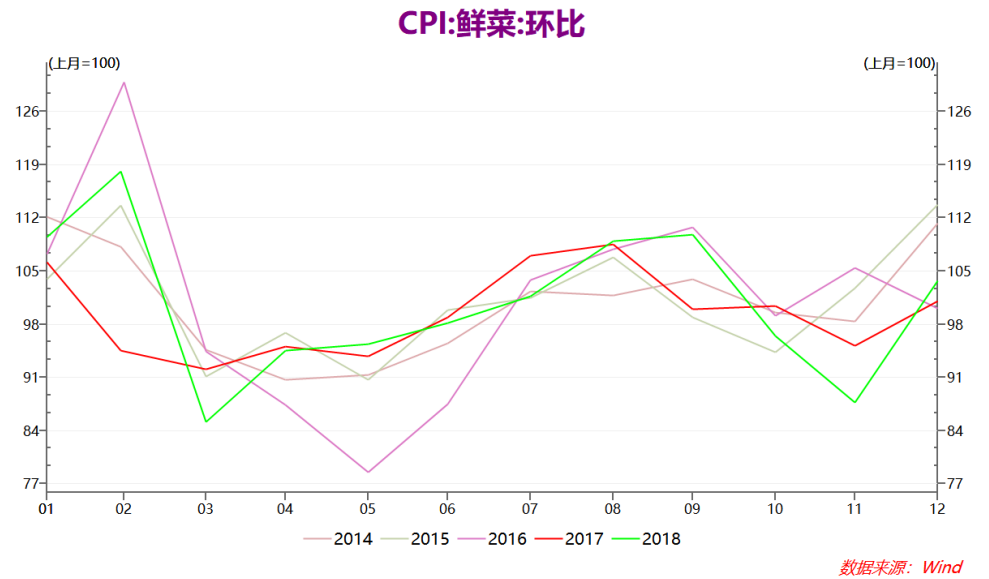
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图2： 8月CPI基数偏高



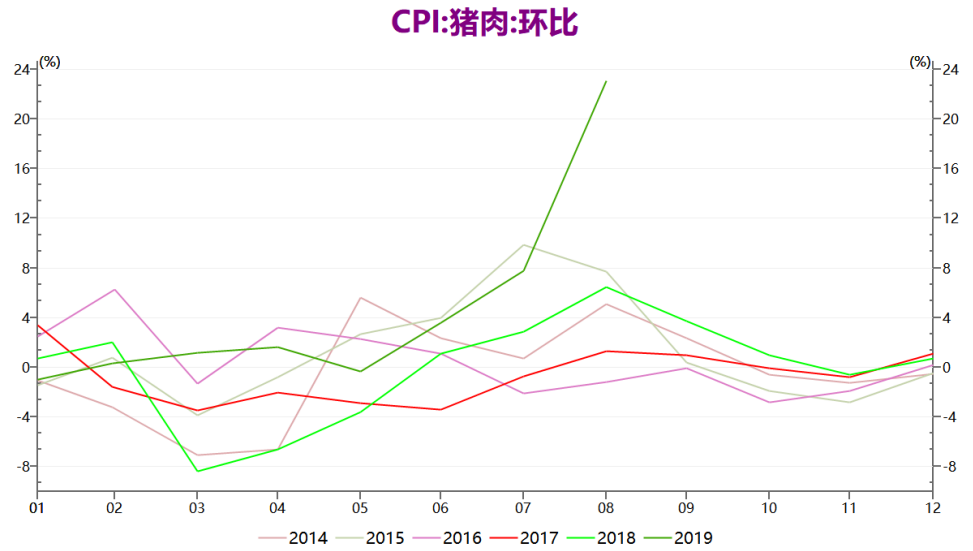
资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图3： 8月鲜菜价格面临基数



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

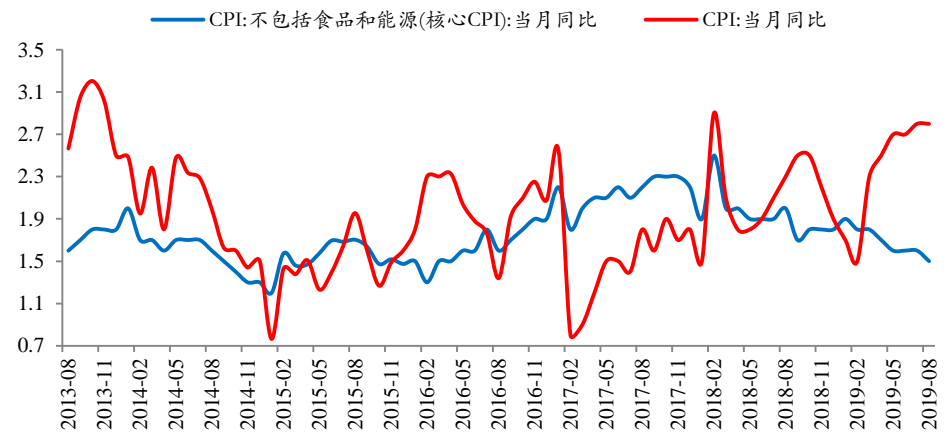
图4： 8月猪肉价格突破高基数的限制



数据来源: Wind

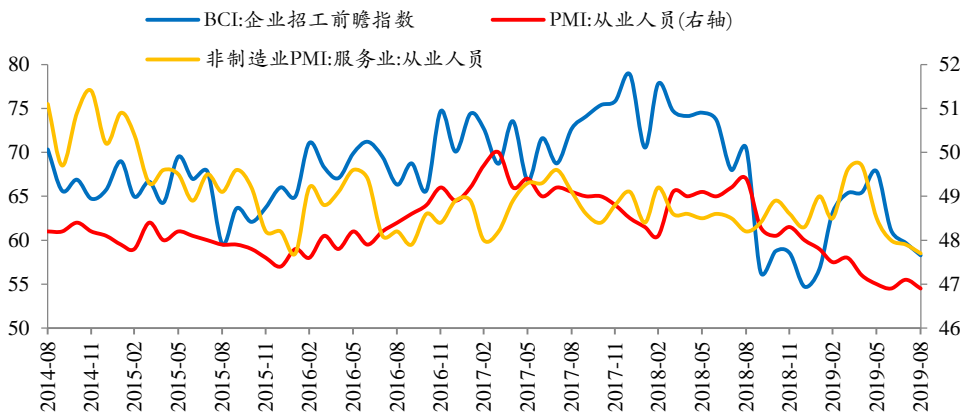
资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图5： 核心CPI增速低位 (%)



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图6： 当前就业压力很大



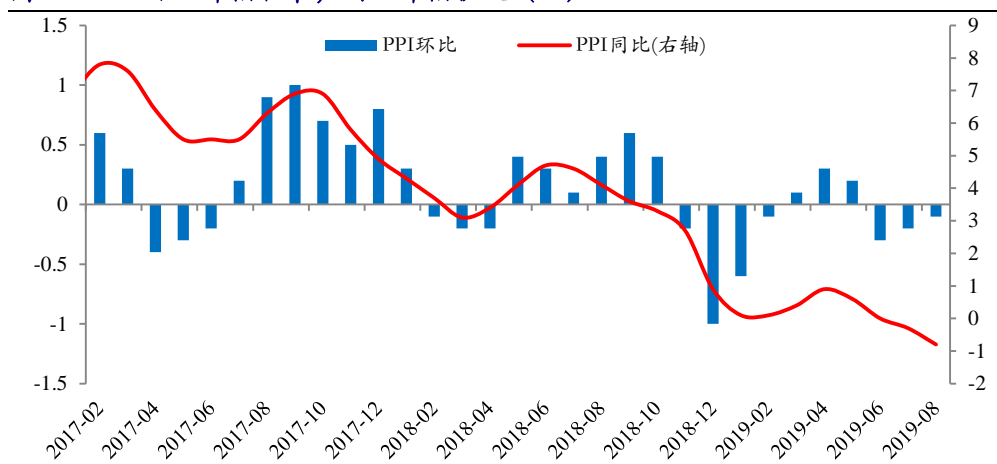
资料来源: Wind, 新时代证券研究所

2、“PPI 环比向上，同比向下”的组合再次表明当前不存在通缩风险

高基数拖累 PPI 增速回落。8 月 PPI 环比降幅收窄至-0.1%，与 PMI 价格分项走势有所背离，同比降幅扩大至 0.8%。石油、煤炭、有色金属等行业带动 PPI 环比降幅收窄，但由于高基数影响，8 月 PPI 翘尾因素进一步回落-0.2%，PPI 同比增速继续下降。

“PPI 环比向上，同比向下”的组合再次表明当前不存在通缩风险。PPI 环比增速连续 2 个月小幅回升，同比降幅扩大主要受高基数影响，这与传统意义上的通缩完全不同，当前不存在工业品通缩风险。其一，经过市场自发去产能与行政去产能，供给曲线变得陡峭，近期逆周期政策力度明显加大，PPI 负增长的幅度不会太大。其二，从 CRB、M1、金银比、金属切削机床产量、OECD 工业生产指数、企业活期存款/定期存款等领先指标走势来看，未来数月 PPI 同比增速可能低位震荡，再结合大宗商品价格的基数分布，三季度可能是 PPI 同比增速的底部区域，四季度再度向上。

图7： PPI 环比降幅收窄，同比降幅扩大（%）



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图8： 石油行业价格环比增速回升（%）

— PPI:石油和天然气开采业:环比 — 现货价:原油:英国布伦特Dtd:月:环比

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_10215

