

宏观经济

从价格视角关注企业利润及政策导向

2019年12月17日

—— 宏观经济与政策研究系列

分析师：冯乐宁

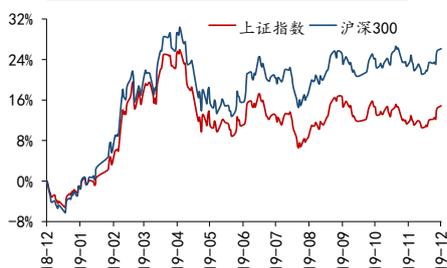
执业证书号：S1030511010001

电话：0755-83199599

邮箱：fengln@csc.com.cn

公司具备证券投资咨询业务资格

过去一年上证综指与沪深300指数的表现



经济预测（一致预期）

单位%	19E	20E
GDP	6.1	5.9
CPI	3.0	3.4
PPI	-0.5	0.1
工业增加值	5.5	5.0
固定投资增速	5.1	5.3
出口增速	-0.5	0.5
进口增速	-5.1	-2.0
社消增速	8.1	8.2
M2 增速	8.5	8.5
人民币汇率	7.00	6.90

数据来源：Wind 资讯

请务必阅读文后重要声明及免责条款

核心观点：

- 1) **核心 CPI 反映了通胀的本质并预示内需仍偏弱。**今年猪肉价格的大幅上涨对 CPI 带来明显的扰动，预计受翘尾因素及春节需求的推动，本轮猪通胀在明年一季度将达到高点，并大概率会超过 5%。不过今年全年 CPI 累计增速预计在 3%，仍属温和通胀。核心 CPI 今年持续回落，目前仅为 1.4%。意味着当前 CPI 的上涨更多来自成本端的推动而非需求端的拉动，市场整体需求仍偏弱。
- 2) **CPI 食品项涨价因素大幅外延扩散的动力尚不足。**对比我国过去二十年中发生的三次高通胀，虽然本轮猪价大涨推动了 CPI 食品项的大幅上涨，但涨价因素向 CPI 其他项目传导的有效性并不明显；且 CPI 食品项向非食品项（无论是 CPI 的非食品项，还是 PPI 的非食品项）的传导也不畅顺，这意味着本轮结构性通胀发散为全面通胀的动力尚不足。
- 3) **PPI-PPIRM 及相关指标印证企业部门阶段性回暖。**过去的 31 个月以来，作为企业利润先行指标的 PPI-PPIRM 多数时间为负值，表明市场需求及企业盈利疲弱，但从今年下半年的情况看 PPI-PPIRM 价差逐步收窄，表明下滑的利润增速已经触底。再结合工业利润趋势相关度较高的库存指标、工业增加值及 CRB 等数据情况的观察，各项指标反馈出改善的信息基本一致，意味着工业制造业已进入阶段性回暖。
- 4) **稳定预期并引导融资成本下行仍是政策主线。**CPI 持续走高对货币政策可能会带来干扰，但不会对政策灵活适度的运用构成制约。货币政策目前的主线仍是维持稳定的金融环境，稳定市场预期，并引导融资成本下行，这一总体方向不会发生变化。在灵活适度的基调下，未来货币政策放松空间将更为充裕，进一步围绕“稳增长”和“稳杠杆”工作服务。短期看央行或更多依赖利率工具和“锁短放长”操作，加大中长期流动性投放，引导中长期利率下行，展望 2020 年预计央行会有进一步的降准或降息的操作。
- 5) **风险提示：逆周期调节不及预期、通胀周期超预期。**

正文目录

一、“猪通胀”扰动 CPI 结构性特征	3
1.1、CPI 大涨的表象：结构性特征显著	3
1.2、核心 CPI：仍持续放缓反映整体市场需求依然温和	4
1.3、猪肉价格“一骑绝尘”的驱动因素简析	5
1.4、生猪养殖户盈利表现呈现分化	6
二、物价总体仍稳定，通胀扩散风险低	7
2.1、政府通过各种调节措施寻求削峰平滑效果	7
2.2、通胀预期观察 ①：CPI 各细分项暂未呈现涨价扩散的迹象	8
2.3、通胀预期观察 ②：CPI 食品项向 PPI 各品类的价格传导并不畅通	9
2.4、对 CPI 的展望：“猪通胀”有望于明年下半年逐步消退	10
三、PPI 负增长收敛表明内需和企业利润趋于改善	11
3.1、PPI 持续通缩表明我国内需动力仍不足	11
3.2、主要发达国家经济增长放缓的形态趋于收敛	11
3.3、PPI-PPIRM 指标印证工业企业部门开始回暖	12
3.4、对 PPI 的展望：预计明年“前低后高”并逐步回正	13
四、通过穿透通胀表象和通缩本质来观察政策导向	15
4.1、保持物价稳定是央行货币政策的目标之一	15
4.2、“猪通胀”并不会对货币政策的操作构成制约	15
4.3、展望明年，货币政策空间在灵活适度的条件下更为充裕	16
五、风险提示	17

图表目录

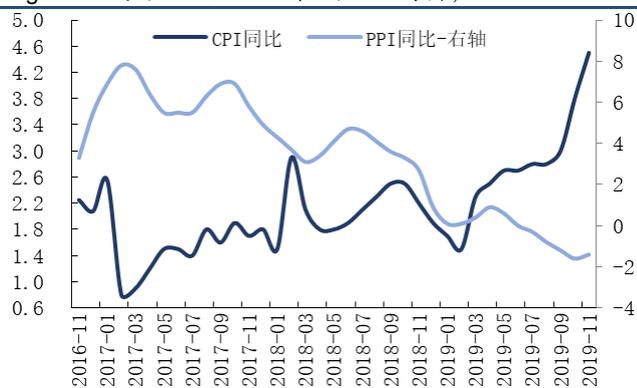
Figure 1 我国 CPI 和 PPI 同比表现（每月，%）	3
Figure 2 我国 CPI 食品项在猪价驱动下呈现暴涨（每月，%）	3
Figure 3 核心 CPI 维持下滑趋势（每月，%）	4
Figure 4 今年 CPI 月环比与过去 18 年月环比均值的比较 %	4
Figure 5 每月 CPI 环比表现（每月，%）	4
Figure 6 CPI 食品项中各项同比表现（每月，%）	4
Figure 7 全国猪肉价格大涨后短期收窄（每月，%）	5

Figure 8 CPI 结构中主要拉动项过去一年的表现（每月，%）	5
Figure 9 过去两年以来猪肉价格月同比表现 %	6
Figure 10 每月 CPI 翘尾因素及新涨价因素 %	6
Figure 11 生（母）猪存栏量每月表现下半年断崖式下跌	6
Figure 12 猪粮比受猪价影响快速飙升（每月，%）	6
Figure 13 中国寿光蔬菜价格指数（每周）	7
Figure 14 下半年起我国进口猪肉数量大增（每月，%）	7
Figure 15 过去两年 CPI 各细分产品项价格同比表现的热力图 %	8
Figure 16 CPI 的价格传导渠道主要通过 CPI 食品项向 PPI 生活资料项进行 %	9
Figure 17 PPI 生活资料各类分项的表现 %	9
Figure 18 PPI 同比下行趋势预示工业需求的不足（每月，%）	11
Figure 19 PPI 同比及 PPI 环比折年率的表现（每月，%）	11
Figure 20 全球主要发达经济体 PMI 指数放缓幅度收窄 %	11
Figure 21 PPI 与库存同比预示企业利润增速已近触底 %	12
Figure 22 CRB 商品价格指数反弹预示 PPI 阶段性见底 %	12
Figure 23 PPI 累计同比与工业增加值短期改善（每月，%）	12
Figure 24 PPI-PPIRM 预示企业部门利润增速将逐步回暖 %	12
Figure 25 国际原油及天然气价格同比的表现（月）	13
Figure 26 LME 铜铝锌价格同比的表现（月）	13
Figure 27 铁矿石、钢材和螺纹钢价格表现（月）	14
Figure 28 进口铁矿石到岸价及涨幅（月）	14
Figure 29 动力煤、水泥及浮法玻璃价格同比（月）	14
Figure 30 天然橡胶及焦炭价格同比表现（月）	14
Figure 31 居民部门负利率及企业部门利率成本偏高 %	15
Figure 32 M1 和 M2 同比增速在底部呈现钝化（每月，%）	15
Figure 33 PPI 同比与国债到期收益率一致性高（每月，%）	16
Figure 34 我国大中小型银行存款准备金率的表现 %	16
Figure 35 人民币贷款加权平均利率下降程度偏小 %	16
Figure 36 同业存单发行利率及 Shibor 利率水平维持向上 %	16

一、“猪通胀”扰动 CPI 结构性特征

2019年11月，我国CPI同比上涨4.5%（前值3.8%），略高于市场一致预期4.3%，CPI环比0.4%（前值0.9%）。其中11月CPI的食品项继续大涨19.1%，而CPI非食品项仅微涨1.0%。同时11月核心CPI同比较上月下滑0.1个百分点至1.4%。另外，2019年11月，我国PPI同比为-1.4%（前值-1.6%），PPI环比为-0.1%（前值0.1%），基本符合市场的一致预期。从今年前11个月的平均情况看全国CPI平均上涨2.8%，而PPI同比平均下跌0.3%。

Figure 1 我国CPI和PPI同比表现（每月，%）



资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 2 我国CPI食品项在猪价驱动下呈现暴涨（每月，%）



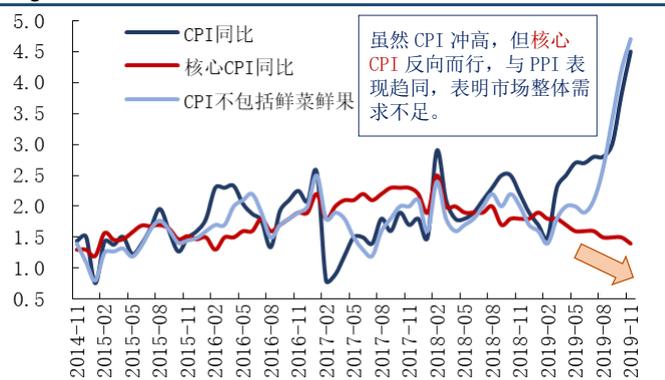
资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

1.1、CPI大涨的表象：结构性特征显著

当前物价上涨的结构化特征非常显著。就CPI整体而言，虽然连续三个月超过3%，且未来几个月依然会冲高，但在CPI的驱动结构中，主要动力是食品价格所带动的，而食品价格的上涨的主要贡献来源是猪肉价格。

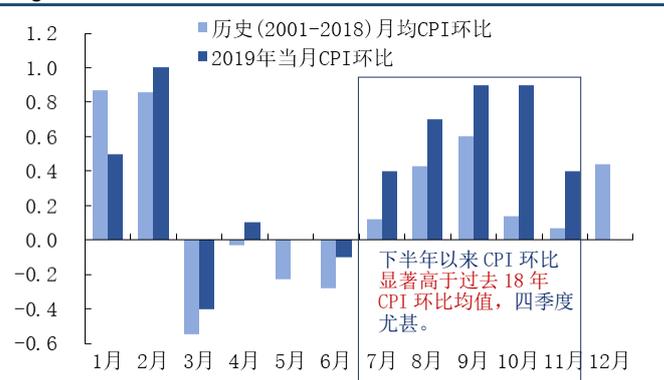
11月份猪肉价格大幅上涨了110.2%，推动CPI上涨约了2.64个百分点，成为拉动CPI和食品项上涨的主要因素。不仅如此，受到猪肉价格上涨的带动，肉禽类产品如牛肉和羊肉的价格也呈现持续上涨的迹象，只不过目前的涨幅较为有限和可控。对于其他主要食品的价格，包括粮油价格依然是比较稳定的，而前期涨幅比较大的鲜果鲜菜，得益于入秋之后，全国气候相对稳定，整体的供应比较充足，价格进入四季度后价格的表现小幅波动，其中在11月鲜菜的价格上涨3.9%，影响CPI上涨约0.09个百分点；而鲜果价格则下降了6.8%，影响CPI下降约0.12个百分点。

Figure 3 核心 CPI 维持下滑趋势（每月，%）



资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 4 今年 CPI 月环比与过去 18 年月环比均值的比较 %



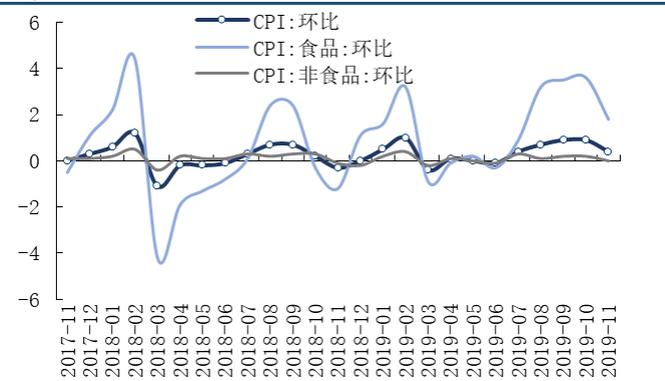
资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

1.2、核心 CPI：仍持续放缓反映整体市场需求依然温和

虽然今年猪肉价格的大幅上涨对 CPI 带来明显的扰动，预计受翘尾因素及春节需求的推动，本轮猪通胀在明年一季度将达到高点，并大概率会超过 5%。不过今年全年 CPI 累计增速预计在 3%，仍属温和通胀。核心 CPI 今年持续回落，目前仅为 1.4%。意味着当前 CPI 的上涨更多来自成本端的推动而非需求端的拉动，市场整体需求仍偏弱。

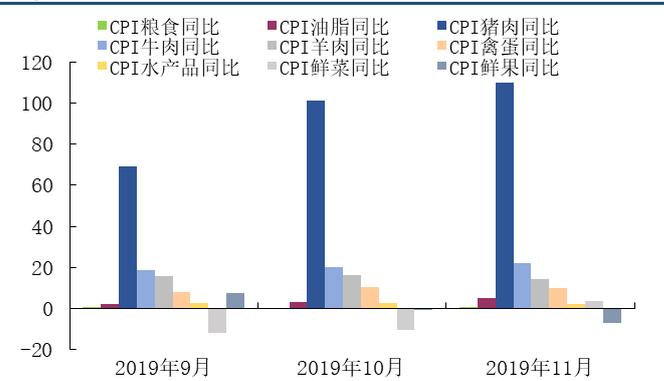
CPI 的非食品价格涨幅持续收敛，结合 PPI 持续负增长的表现，反映出目前市场整体需求是偏弱的。国际上主要经济体国家通常也是用扣除食品、能源价格影响后的核心 CPI 来衡量经济运行的通胀走势，虽然通胀的波动与货币政策的调整会构成一定的联系，但考虑以上因素，我们认为货币当局在制定相关货币政策时，会关注到其中的结构性因素，及本质核心因素，就当前需求环境而言，核心 CPI 的趋势具备更强的参考意义。

Figure 5 每月 CPI 环比表现（每月，%）



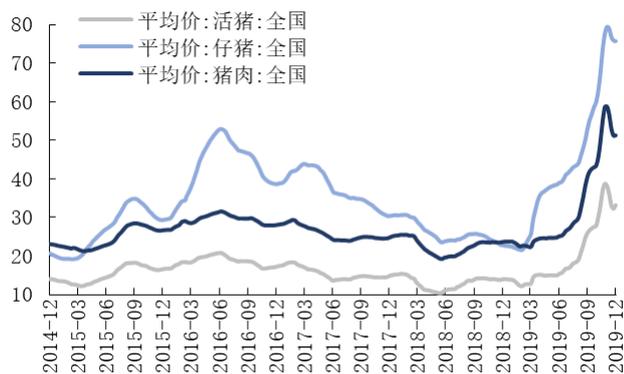
资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 6 CPI 食品项中各项同比表现（每月，%）



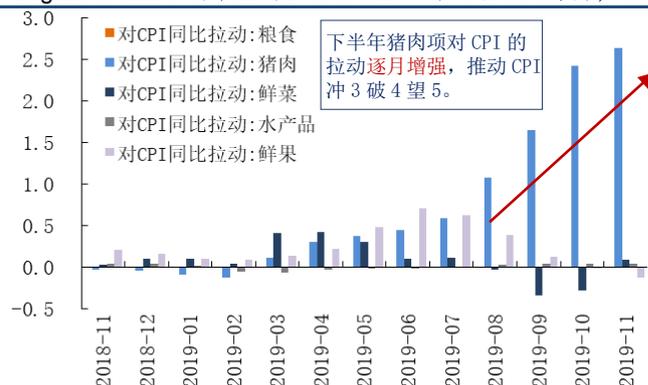
资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 7 全国猪肉价格大涨后短期收窄（每月，%）



资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 8 CPI 结构中主要拉动项过去一年的表现（每月，%）



资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

1.3、猪肉价格“一骑绝尘”的驱动因素简析

今年下半年的猪价同比涨幅较大，偏离绝大多数食品及非食品项的表现，是受到多重因素驱动的，主要原因包括以下：

- (1) 来自低基数因素影响。当然主要在今年年中有一定基数的影响，而后基数因素逐月的弱化；
- (2) 非洲猪瘟疫情因素的蔓延。目前猪瘟疫情在我国 31 个省市（自治区）出现影响，几乎覆盖全国，也因此而捕杀了超过百万头生猪，猪瘟疫情导致大量扑杀生猪，令生猪存栏量和能繁母猪存栏量呈现快速的下降，使猪肉市场的供需出现了阶段性不平衡，而未来几个月，预计猪肉市场供不应求的状况可能仍会延续。
- (3) 生猪补栏周期长。由于猪瘟疫情的影响，大量的（私、小）养殖户暂时放弃养猪而转向其它，如果养殖户要重新再建栏养猪，按照生猪生产规律，从母猪怀孕到育肥猪出栏约大需 10 个月的时间，再加上选种、培育等过程，等到最后的上市销售，大概需要一年左右。因而未来一年生猪补栏量的回升速度预计仍会较慢。
- (4) 拆除违建带来的影响。虽然该因素属于间接影响，但是它与非洲猪瘟疫情叠加之后，实际的影响力是有所加强的。在我国农村，以前很多养猪场都是利用河滩、部分耕地、废旧厂房等场地新建或改造而来，很多规模较小的养殖户并没有办理土地使用相关手续，
- (5) 环保限产问题。养殖场的废物排放一直以来都是棘手的问题，处理不当就会污染地下水源或者造成疾病传播，因而拆违、搬迁及环评的因

素制约了生猪养殖的数量和规模。

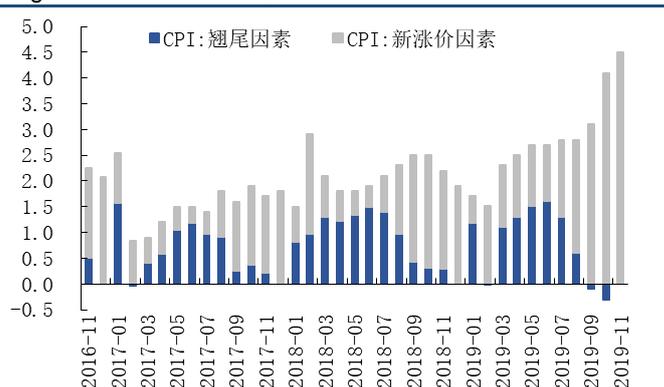
- (6) 惜售及炒猪行为。惜售主要是中大型养殖场，由于猪肉价格高企且供应商对未来生猪价格上涨仍有期待，因而屠宰企业的生猪屠宰量明显降低，生猪供应方的观望和惜售的心态变浓；而炒猪主要涉及到民间团体的投机行为，对此地方政府已展开相应的打击行动。

Figure 9 过去两年以来猪肉价格月同比表现 %



资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 10 每月 CPI 翘尾因素及新涨价因素 %

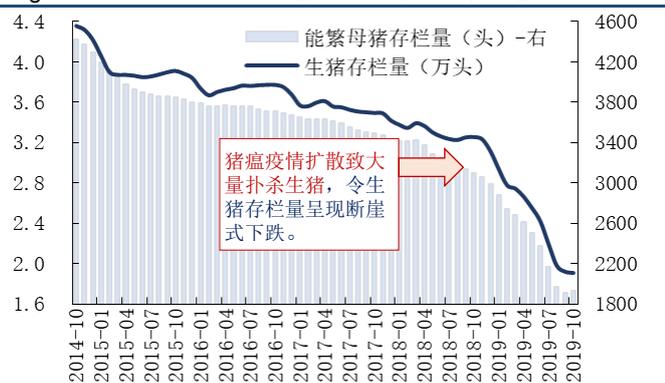


资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

1.4、生猪养殖户盈利表现呈现分化

从猪粮比的情况看，虽然目前呈现大幅攀升最高到 24（一般而言猪粮比越高表明猪农户盈利越好），仅表明生猪出栏后利润丰厚，但这并不能反映实际情况，因为在非洲猪瘟疫情自去年蔓延后，我国生猪养殖户的防疫工作成为新增成本且增加很多，再加上对疫情猪的大面积捕杀，对养猪户而言成为新的损失，这也对猪肉价格上涨起到了助推作用，而且很多中小猪农在疫情未得到有效控制前，对于重新入市显得相当谨慎。不过在疫情暂未涉及的地区，猪农户的盈利回报随猪价水涨船高，这与疫区猪农的情况形成明显反差。因而我们不能简单的以猪粮比的关系，判断目前生猪养殖户的综合盈利情况。

Figure 11 生（母）猪存栏量每月表现下半年断崖式下跌



资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 12 猪粮比受猪价影响快速飙升（每月，%）



资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

二、物价总体仍稳定，通胀扩散风险低

2.1、政府通过各种调节措施寻求削峰平滑效果

在今年 CPI 食品项大幅上涨后，今年春节较往年早，在农历年期间，民间对各类肉制品的需求将呈现季节性的提升，因而我们预计到明年一月份，我国生猪价格仍将快速上涨。为解决猪肉价格的影响，国家及地方层面均采取了一系列稳定生猪生产和供应的措施。虽然我们认为，目前中国经济并不存在持续通胀或通缩的基础，但在食品价格指数同比上涨幅度已经较大的情况下，仍需防止通胀预期的进一步发散。

(1) 国储肉大量投放

从政府操作层面上看，主要从供给端展开调节和干预，如在 9 月中央就开展了 1 万吨冻猪肉的投放工作，各地方储备猪肉也进行了投放，并且部分地区对种猪场给予了生产救助和补贴。11 月份生猪存栏和能繁母猪存栏这两个重要生产指标双双止降回升，表明全国生猪生产整体趋稳向好。截至 11 月底，全国猪肉的平均批发价及生猪上市价格出现环比下跌，带动其他肉品价格上涨也有所放缓，牛羊肉的价格周环比增速也出现了明显的下滑。

Figure 13 中国寿光蔬菜价格指数（每周）

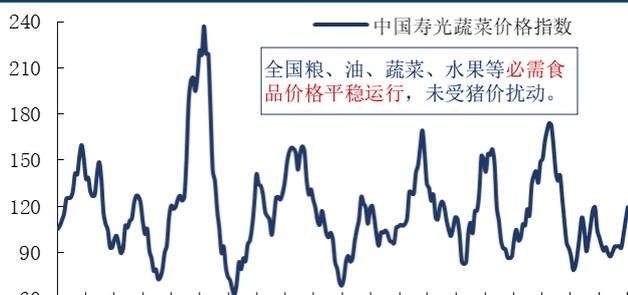
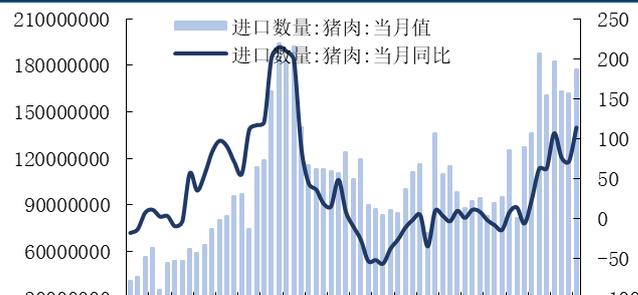


Figure 14 下半年起我国进口猪肉数量大增（每月，%）



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_8248

