

## 中国 11 月通胀数据点评—— 结构性通胀矛盾依旧凸显 但环比来看形势有所缓和

### 本期摘要：

统计局最新公布的数据显示我国 11 月同比来看，CPI 上涨 4.5%，PPI 下降 1.4%。据此，我们的观点是：

- 1、CPI 的上涨仍然主要受到食品价格上涨的影响，新涨价因素影响全面压制翘尾因素。食品烟酒价格同比增长 13.9%。以畜肉同比涨幅居前，高达 74.5%，其中猪肉价格同比增速更是飙升至 110.2%，带动牛羊禽肉价格及蛋类价格在 10 月同比增速均达到两位数。如果从内生周期考虑，本轮猪价的拐点可能要到明年 7 月到来，政策的有效性以及非洲猪瘟及其他疫病的发展情况，将成为左右猪价拐点的重要外生因素。从 11 月来看，虽然由于基数效应导致猪价同比仍在上涨，但是从环比的角度来看已经出现下降，精准调控政策初步起效。
- 2、PPI 分项来看，非食品和食品类仍在分化，食品相关企业的相关价格与 CPI 食品板块保持一致，继续呈现上涨势头；非食品企业的相关价格则因需求疲弱而存在不同程度的承压。但是产业链下游的价格压力还在向上游传导，采掘类企业的相关价格无法维持增长，其增速已经开始受到来自中下游的拖累。
- 3、由于本轮生猪上涨周期面临养殖内生周期、政策周期双期叠加，再加上非洲猪瘟的催化，而需求端又常年保持稳定，导致本轮猪肉价格上涨速度快、幅度大，尚且还不至波及整个“菜篮子”，更遑论带动非食品价格共同上涨。目前通胀主要是结构性通胀，其影响尚在“菜篮子”之内，还未波及到其他非食品价格。针对这一情况，我们认为，我国散养户占比大，养殖补贴、局部放松环保禁养限制等普惠性措施将会通过“菜篮子”市长负责制逐步下沉到各省市；同时，对加拿大和美国猪肉进口的措施最近有放松的迹象，通过进口的方式，部分改善国内蛋白类的供给格局。如果上述精准调控措施失效，CPI 持续一个季度“破 3”，央行才会出手，将稳增长的长期目标暂时搁置，转为解决近在眼前的通胀风险。央行的调控手段也存在优先级，新的利率机制正在形成，央行大概率会先引导 SLF 及 MLF 上行，收回一定流动性；在前述所有政策都失灵的情况下，才会考虑释放加息提准的“大招”。

### 蛋白类食品价格上涨仍然是通胀上行主要来源，但结构性矛盾出现缓和迹象

中国 11 月 CPI 同比增长 4.5%(前月 3.8%，下同)，环比上涨 0.4% (0.9%)。剔除能源和食品的核心 CPI 增速同比录得 1.4% (1.5%)。

分项来看，食品烟酒价格同比增长 13.9% (11.4%)。其中以畜肉同比涨幅居前，高达 74.5% (66.8%)。其中猪肉价格同比增速继续攀升至 110.2% (101.3%)，带动牛肉、羊肉和禽肉价格在 11 月继续维持两位数的同比增幅。同样作为蛋白类食品，水产品由于消费旺季已过，价格增速进一步降至 2.4% (2.7%)，但蛋类价格的增速回落到 10.1% (10.4%)，奶类价格同比增速降至 0.7% (0.9%)。鲜菜同比由降转升，增速 3.9% (-10.2%)，鲜果同比降幅从前月的 0.3% 扩大至 6.8%，这与苹果、柑橘等应季水果大量上市有关，但仍不足以抵消蛋白类价格上涨带来的结构性通胀压力。

非食品类价格同比上涨 1.0% (0.9%)。其中医疗保健、教育文娱、衣着、居住分项保持上涨，同比增速分别为 2.0% (2.1%)、1.7% (1.9%)、1.1% (1.2%)、0.4%(0.5%)。仅交通和通信分项受到燃料价格降幅扩大的影响，同比仍然处于下降，降幅 2.8%(-3.5%)。

自 2006 年至今，我们已经经历了四轮猪肉上涨和下跌的周期，每轮周期差不多是 3 到 4 年左右，对应的是生猪存栏的下降与上升。我们注意到，本轮由猪肉价格驱动的 CPI 上涨仅因替代效应带动了蛋白类价格的上升，但是鲜果鲜菜并未同步上涨。而从

投资咨询业务资格：  
 证监许可【2012】669 号

### 宏观组：

研究员  
 尹丹  
 0755-23991697  
 yindan@citicisf.com  
 从业资格号 F0276368  
 投资咨询号 Z0011352

### 近期相关报告：

- 中国 9 月经济数据点评：基建独力支撑 三季度经济下行压力依旧结构继续调整  
2019-10-18
- 中国 9 月社会融资数据点评：稳增长政策起效 社融数据进一步放量  
2019-10-15
- 中国 9 月通胀数据点评：CPI 增速“破三” 央行宽松政策观察期将延长  
2019-10-15
- 9 月全球制造业景气度观察：贸易摩擦叠加脱欧难产 全球制造业泥潭深陷  
2019-10-08
- 2019 年第四季度报告：观全球宏观政策大势 分久必合合久必分  
2019-09-17
- 中国 8 月经济数据点评：经济下行压力依旧显著 基建仍然是经济的稳定器  
2019-09-16
- 中国 8 月社会融资数据点评：季初退潮效应过后 社融及新增贷款结构出现改善  
2019-09-12
- 中国 8 月通胀数据点评：猪价再度牵动通胀神经 稳增长政策趋于精准调控  
2019-09-10
- 央行降准点评：内因外因共同作用 央行全面降准及定向降准齐发  
2019-09-06

PPI 来看，非食品类价格显然也未受到牵连，因此这与前几轮猪价高企的情形略有区别。我们认为，这主要是由于本轮生猪上涨周期面临养殖内生周期、政策周期双期叠加，再加上非洲猪瘟的催化，而需求端又常年保持稳定，导致本轮猪肉价格上涨速度快、幅度大，尚且还不至波及整个“菜篮子”，更遑论带动非食品价格共同上涨。

从内生周期而言，以 2018 年年中作为起点，预计到明年年中将出现本轮猪价的拐点。如果精准调控政策起效、进口及补栏力度超预期，将加速拐点的到来，但若非洲猪瘟或其他疫情再度出现反复、打击养殖户补栏意愿，则将延后这一拐点的到来。从 11 月来看，虽然由于基数效应导致猪价同比仍在上涨，但是从环比的角度来看已经出现下降，精准调控政策初步起效。

### 上下游价格增速继续“劈叉”，结构性通胀难掩需求疲弱态势

11 月 PPI 同比下降 1.4% (-1.6%)，环比下降 0.1% (0.1%)。从产业链来看，生产资料价格同比下降 2.5% (-2.6%)，其中采掘工业跌幅有所收窄，下滑 1.4% (-1.9%)，原材料工业同比增速下滑趋势同样有所放缓，为 -5.0% (-5.6%)，但是加工工业同比增速下滑幅度进一步扩大至 -1.6% (-1.5%)。生活资料同比增速扩大至 1.6% (1.4%)，其中食品、衣着和一般日用消费品仍然保持增长，同比增速分别为 5.4% (4.4%)、0.3% (0.6%) 和 0.1% (0.4%)，耐用消费品同比下降 2.1% (-1.8%)

从调查的 40 个工业行业大类看，价格上涨的有 12 个，比上月减少 5 个；下降的 19 个，增加 3 个；持平的 9 个，增加 2 个。

从行业来看，涨幅扩大的有燃气生产和供应业，上涨 1.1%，比上月扩大 0.8 个百分点；非金属矿物制品业，上涨 0.8%，扩大 0.4 个百分点。由涨转降的有有色金属矿采选业，下降 1.6%；石油、煤炭及其他燃料加工业，下降 1.0%；化学原料和化学制品制造业，下降 1.0%。降幅扩大的有化学纤维制造业，下降 1.9%，扩大 0.8 个百分点；黑色金属矿采选业，下降 1.6%，扩大 1.1 个百分点；煤炭开采和洗选业，下降 0.5%，扩大 0.4 个百分点。此外，石油和天然气开采业价格上涨 0.1%，涨幅比上月回落 0.7 个百分点。

非食品和食品类仍在分化，食品相关企业的相关价格与 CPI 食品板块保持一致，继续呈现上涨势头；非食品企业的相关价格则因需求疲弱而存在不同程度的承压。但是产业链下游的价格压力还在向上游传导，采掘类企业的相关价格无法维持增长，其增速已经开始受到来自中下游的拖累。

### “破 3”的政策对策：精准政策先行，货币政策徐徐图之

当前 CPI “破 3”完全由猪价驱动，那么结构性矛盾就应该首先考虑用结构性政策精准调控。在过去三个月间，相关部门已经出台了诸如补贴养殖户、局部放松环保禁养限制等措施，规模化养殖对上述政策相对更敏感，但是注意到我国散养户占比大（养殖 500 头以下的养殖户占比高达 99.4%），面对非洲猪瘟疫情，对普惠性措施的响应度不高。对此，国务院常务会议听取了农业工作报告，今年全年粮食丰收已成定局，产量连续五年稳定在 1.3 万亿斤以上。下一步，要求政策精细化、因地制宜，落实好各省总负责及“菜篮子”市长负责制，利用玉米丰收等条件，保障饲料供应，加快恢复各地生猪生产、促进禽肉和牛羊肉生产，确保市场供应，遏制部分产品上涨过快势头。

除国内生产外，海关总署和农业农村部正在研究解除美国禽肉对华出口限制事宜。同时，加拿大方面提出了关于证书签发和传递的整改行动计划，中方评估之后认为，加方整改行动计划基本符合保证安全的要求，同意恢复接受加政府主管部门签发的输华肉产品卫生证书。这一系列举措，有望通过进口的方式，部分改善国内蛋白类的供给格局。

此前我们预计，央行会进入一段比我们此前预期（至 10 月底前）更长的静默观察期，而事实也确实如我们所料。我们认为，如果上述精准调控措施失效，CPI 持续一个季度“破 3”，央行才会出手，将稳增长的长期目标暂时搁置，转为解决近在眼前的通胀风险。央行的调控手段也存在优先级，新的利率机制正在形成，央行大概率会先引导 SLF 及 MLF 上行，收回一定流动性；在前述所有政策都失灵的情况下，才会考虑释放加息提准的“大招”。

图1: CPI同比、环比表现 单位: %

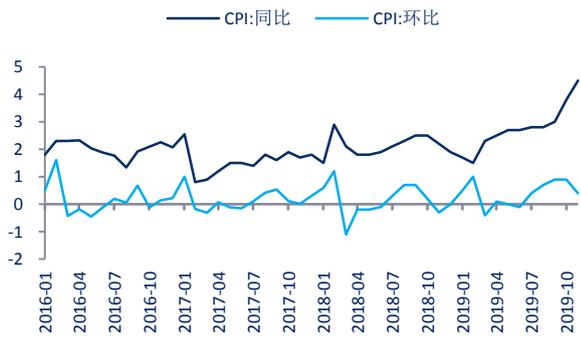


图2: 食品类、非食品类及核心CPI同比涨幅 单位: %



资料来源: Wind 中信期货研究部

图3: CPI影响因素分析 单位: %

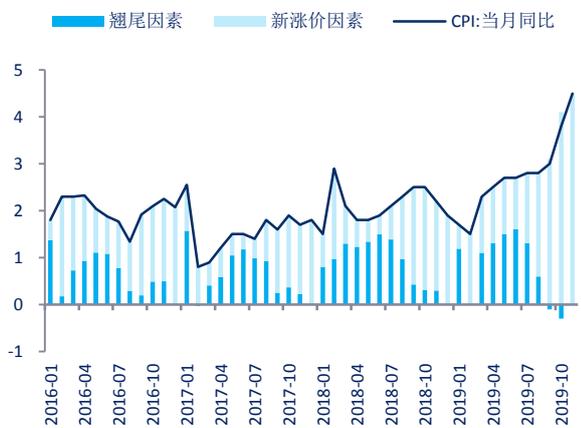
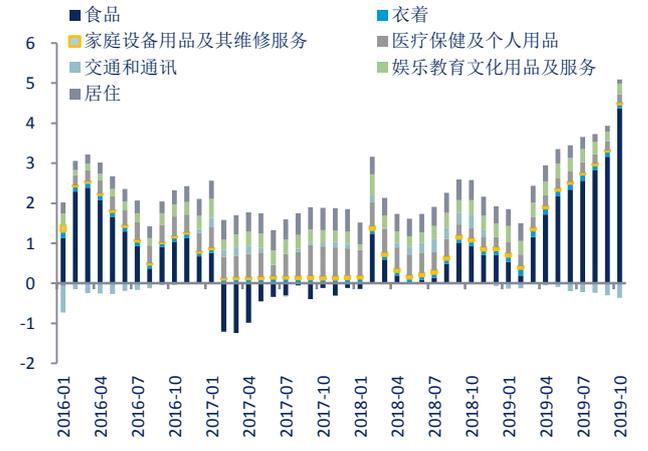


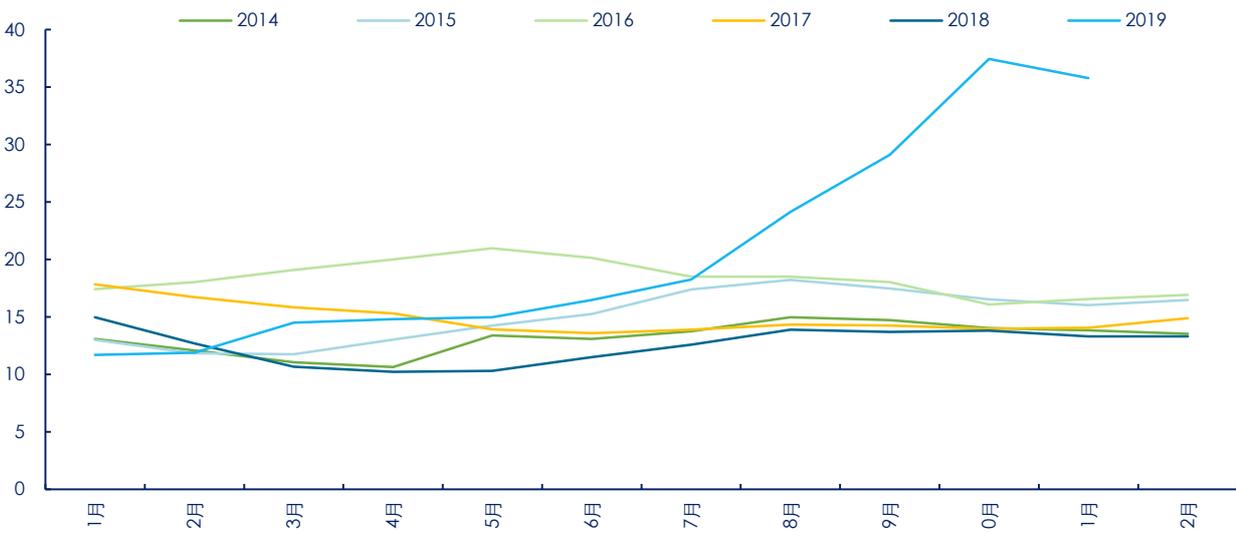
图4: 对CPI拉动因素分析



资料来源: Wind 中信期货研究部

图5: 生猪价格季节性

单位: 元/公斤



资料来源: Wind 中信期货研究部

图6: PPI同比和环比涨幅 单位: %

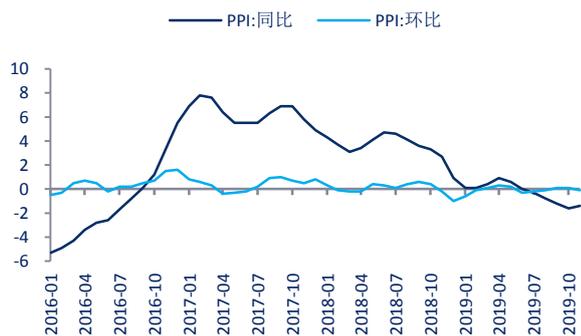


图7: 生产和生活资料价格同比涨幅 单位: %



资料来源: Wind 中信期货研究部

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\\_8469](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_8469)

