

国开证券
CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

猪肉持续推高 CPI PPI 或将回升

—10月物价数据点评

分析师:

杜征征

执业证书编号: S1380511090001

联系电话: 010-88300843

邮箱: duzhengzheng@gkzq.com.cn

2019年11月10日

内容提要:

10月CPI同比上涨3.8%，预期3.4%，前值3.0%；PPI同比回落1.6%，预期回落1.6%，前值回落1.2%。

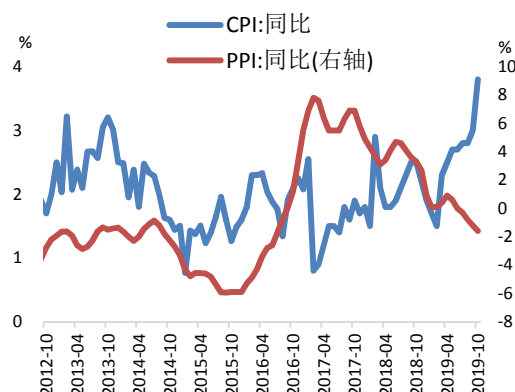
CPI高于市场预期。从环比看，食品类价格大超季节性，非食品价格则与季节性规律一致。前者上涨3.2%，大幅强于2011-2018年均值(-0.5%)，主要受猪肉等肉类价格大涨推动。其中，10月猪肉价格环比上涨20.1%，为有数据以来的最高涨幅，连续3个月涨幅在20%左右，大幅强于2011-2018年均值(-0.8%)，同比上涨101.3%，较9月扩大32个百分点，拉动CPI2.4个百分点，较9月扩大0.8个百分点。虽然国家层面出台多项措施鼓励补栏，同时高猪价抑制居民猪肉消费需求从而转向其他替代品，但短期内缺口难以有效弥补，无论是环比还是同比，猪肉价格仍有上涨空间。

PPI基本符合市场预期。10月PPI环比上涨0.1%，与2011-2018年均值一致；同比回落1.6%，与市场预期基本一致。近期全球制造业PMI边际改善，叠加近期国内逆周期调整力度有所加大以及2018年11-12月基数走弱，大宗商品同比增速或有所企稳，PPI触底反弹可能性较大。

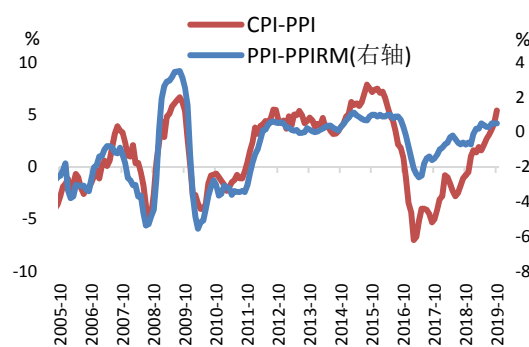
CPI与PPI的分化持续加大。一方面，预计2020年上半年猪肉价格仍将维持高位，CPI2019年内破4、短期破5的概率较大。另一方面，PPI受需求偏弱及基数效应影响连续4个月负增长。虽然目前拉动CPI的主要贡献来自猪肉，但是通胀预期的扩散与强化是需要警惕的，短期而言货币政策有放松可能但空间有限。

风险提示: 供给侧改革调整力度加大，央行超预期调控，贸易摩擦升温，猪肉与原油价格超预期上涨，经济下行压力增大，海外黑天鹅事件等。

CPI与PPI



企业盈利情况



相关报告

1. 《内困外患下的变与不变—2019年国内宏观经济展望》
2. 《通胀总体温和 利润分配转移—2019年通胀形势展望》
3. 《经济下行压力尚存 疏通机制甚于放水—2019年中期国内宏观经济展望》
4. 《猪肉推涨CPI PPI仍将寻底—8月物价数据点评》

事件: 国家统计局 11 月 8 日公布的数据显示, 10 月 CPI 同比上涨 3.8%, 预期 3.4%, 前值 3.0%; PPI 同比回落 1.6%, 预期回落 1.6%, 前值回落 1.2%。

点评: CPI 与 PPI 的分化持续加大。猪肉价格超预期上涨以及猪肉权重大幅提升共同推动 CPI 同比增速呈跳升走势, 虽然国家在供给端多点发力, 但短期内缺口仍难以有效弥补, 预计 2020 年上半年猪肉价格仍将维持高位, 2019 年内 CPI 破 4、短期破 5 的概率较大。另一方面, PPI 受需求偏弱及基数效应影响连续 4 个月负增长。虽然目前拉动 CPI 的主要贡献来自猪肉, 但是通胀预期的扩散与强化是需要警惕的, 短期而言货币政策有放松可能但空间有限。

1、CPI 持续高于预期, 猪肉价格过快上涨贡献较大

10 月 CPI 高于市场预期。从环比看, 食品类价格大超季节性, 非食品价格则与季节性规律一致。食品中肉类涨幅最大, 鲜菜、鸡蛋等表现强于季节性, 只有鲜果等少数环比表现弱于季节性。从同比看, 食品价格上涨 15.5% (9 月为 11.2%), 为 2008 年 7 月以来新高, 其中猪肉上涨 101.3% (9 月为 69.3%), 鸡蛋上涨 10.4%, 鲜果与鲜菜价格同比下跌; 非食品价格上涨 0.9% (9 月为 1.0%)。在 3.8% 的同比涨幅中, 翘尾因素和新涨价因素分别为 -0.3 和 4.1 个百分点, 后者较前值扩大 1.0 个百分点。

统计局公布的数据还显示, 10 月食品价格上涨 3.2%, 涨幅扩大 0.1 个百分点, 影响 CPI 上涨约 0.78 个百分点。其中, 猪肉价格上涨 20.1%, 影响 CPI 上涨约 0.79 个百分点; 牛肉、羊肉、鸡肉和鸭肉价格上涨 1.0-3.1%, 合计影响 CPI 上涨约 0.06 个百分点; 鲜果和鲜菜价格分别下降 5.7% 和 1.7%, 两项合计影响 CPI 下降约 0.14 个百分点。

食品价格环比表现持续超季节性。10 月食品价格环比上涨 3.2%, 大幅强于 2011-2018 年均值 (-0.5%), 主要受猪肉等肉类价格大涨推动。

肉类价格大涨, 尤其是猪肉价格。其中, 10 月猪肉价格环比上涨 20.1%, 为有数据以来的最高涨幅, 连续 3 个月涨幅在 20% 左右, 大幅强于 2011-2018 年均值 (-0.8%), 同比上涨 101.3%, 较 9 月扩大 32 个百分点, 拉动 CPI 2.4 个百分点, 较 9 月扩大 0.8 个百分点; 肉禽及其制品环比上涨 14.7% (9 月为 15.0%), 同比上涨 66.8% (9 月为 46.9%)。统计局公布的猪肉权重升至 2.40%, 进一步抬升了 CPI 同比增速。关于猪肉价格走势有几个问题值得注意: 第一, 9 月能繁母猪与生猪存栏数分别环比下降 2.8%、3.0%, 降幅均为近 5 个月最少, 有可能是加速补栏, 也有可能是

惜售造成的，若是前者占主导地位，持续补栏至环比正增长后 6 个月左右，供给将有实质性增加。第二，2019 年初以来猪肉环比与同比权重均发生变化，虽然同比权重大多在 2.4% 左右波动，但环比权重 10 月比 4 月高出 1.43 个百分点，同期同比权重差距仅为 0.25 个百分点，因此用猪肉价格同比涨幅预测猪肉分项对 CPI 的贡献存在低估，这也是 10 月 CPI 实际值与预期值差距较大的重要原因。第三，11 月以来多地猪肉价格出现回调，22 个省市猪肉价格连续 2 周回落，其同比涨幅从 165.6% 降至 158.7%，不过 2018 年 10 月中旬至 2019 年 2 月初猪肉价格震荡下行，未来基数效应与新增效应或有一定的冲销。第四，猪肉进口数量持续大幅增长，5 月以来单月同比增速均在 60% 以上，3 季度进口量占当季国内产量比重达到 7.1%，前 2 个季度则分别为 2.3%、4.8%，进口大增有助于部分缓解供给紧张。不过，2019 年内进口峰值（5 月，18.75 万吨）仍不及 2016 年峰值（当年 6 月，19.42 万吨），而 2016 年供需缺口不如 2019 年如此之大。总体而言，虽然国家层面出台多项措施鼓励补栏，同时高猪价抑制居民猪肉消费需求从而转向其他替代品，但短期内缺口难以有效弥补，无论是环比还是同比，猪肉价格仍有上涨空间。

表 1：2019 年初以来不同统计渠道猪肉价格同比涨幅（单位：%）

时间	统计局 (全国)	农业部 (全国)	中国畜牧业信息网 (22 个省市)
1 月	-3.2	-11.7	-14.9
2 月	-4.8	-8.0	-6.9
3 月	5.1	12.1	23.3
4 月	14.4	23.7	37.2
5 月	18.2	26.9	30.7
6 月	21.1	32.8	42.8
7 月	27.0	37.8	44.1
8 月	46.7	69.5	75.9
9 月	69.3	82.5	81.9
10 月	101.3	148.3	165.6

资料来源：Wind，国开证券研究部

表 2：2019 年初以来猪肉权重变化情况（单位：%）

时间	环比权重	同比权重
1 月	3.00	2.50
4 月	2.50	2.15
8 月	2.68	2.31
9 月	3.30	2.38
10 月	3.93	2.40

资料来源：根据国家统计局公布数据估算

鲜果价格连续 4 个月环比回落。10 月鲜果价格环比下跌 5.7%，大幅弱于 2011-2018 年均值（上涨 0.7%）；同比下跌 0.3%，为近 16 个月以来首次。

鲜菜价格小幅下跌但稍强于季节性规律。10 月鲜菜价格环比下跌 1.7%，强于 2011-2018 年均值（下跌 3.6%）；同比下跌 10.2%，较 9 月收窄 1.6 个百分点。

非食品价格走势温和。10 月非食品价格环比上涨 0.2%，与 2011-2018 年均值一致。分项数据 6 涨 1 降，其中其他用品和服务、医疗保健、教育文化和娱乐价格分别上涨 5.5%、2.1%和 1.9%，衣着、生活用品及服务、居住价格分别上涨 1.2%、0.6%和 0.5%；交通和通信价格下降 3.5%。

核心 CPI 低位徘徊。10 月除去食品与能源的核心 CPI 同比上涨 1.5%，与 8 月、9 月持平；环比增长 0.1%，稍弱于 2013-2018 年均值（0.14%）。

综上，肉类尤其是猪肉价格的加速上涨是持续拉动近期食品价格同比超预期的主要因素，而其他食品价格大多回落、非食品价格仍然温和。虽然当前通胀的结构性特征突出（CPI 强与 PPI 弱、食品强与非食品弱、肉类强与其他食品弱），同时稳增长诉求持续上升，猪价难以成为货币政策的掣肘，但若猪肉价格维持上涨之势，CPI 在 11 月破 4、短期达到 5 左右或将成为现实，这可能在一定程度上导致通胀预期的扩散与强化。从这个意义上说，货币政策仍有放松可能但短期内空间有限。

2、PPI 或已触底

PPI 基本符合市场预期。10 月 PPI 环比上涨 0.1%，与 2011-2018 年均值一致；同比回落 1.6%，与市场预期基本一致，较 2018 年同期涨幅回落 4.9 个百分点。PPIRM 环比上涨 0.2%，同比回落 2.1%，后者为近 39 个月新低。在-1.6%的同比涨幅中，翘尾因素约为-1.2 个百分点，新涨价因素约为-0.4 个百分点，后者较前值收窄 0.1 个百分点。

统计局的数据还显示，10 月生产资料价格持平；生活资料价格上涨 0.3%，涨幅比 9 月回落 0.2 个百分点。主要行业中，石油和天然气开采业反弹 0.8%，石油、煤炭及其他燃料加工业反弹 0.4%，农副食品加工业上涨 1.8%；化学原料和化学制品制造业下降 4.6%，黑色金属冶炼和压延加工业下降 0.3%，黑色金属矿采选业下降 0.5%，煤炭开采和洗选业上下降 0.1%。

大宗商品价格表现仍较弱。10 月 CRB 指数均值环比回落 0.1%，同比回落 11.0%；LME 基本金属指数均值环比回落 0.1%，同比回落 5.7%；Brent 原油价格均值环比回落 4.3%，同比回落 26.0%。近期全球制造业 PMI 边际改善，叠加 2018 年 11-12 月基数走弱，大宗商品同比增速或有所反弹。

从国内中观高频数据看，10月以来工业生产边际改善，发电日耗煤量基本保持在16%以上的较高增速，近期国内逆周期调整力度有所加大，有利于稳定基建投资与GDP，亦有助于大宗商品价格企稳。

综上，初步预计11月PPI同比回落1.3%，岁末年初有可能接近零。

风险提示：供给侧改革调整力度加大，央行超预期调控，贸易摩擦升温，猪肉与原油价格超预期上涨，经济下行压力增大，海外黑天鹅事件等。

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_9015

