



首创证券  
Capital Securities

证券研究报告·宏观研究报告

2019年11月12日

# 首创宏观“茶”： 猪肉 CPI 当月同比创历史新高，货币政策 “中性略偏宽松”

——10月通胀数据点评

## 研究发展部宏观策略组

王剑辉  
宏观策略分析师  
电话：010-56511920  
邮件：wangjianhui1@sczq.com.cn  
执业证书：S0110512070001

### 主要观点：

- 10月CPI当月同比3.80%，预期3.30%，前值3.00%；10月PPI当月同比-1.60%，预期-1.50%，前值-1.20%；10月PPIRM当月同比-2.10%，前值-1.70%我们点评如下：
- 一、10月CPI当月同比超预期大幅上行，且呈加速上行的态势；
- 二、10月PPI累计同比时隔33个月进入负值区间；
- 三、PPIRM同比绝大部分分项走势承压；
- 四、4季度货币政策保持定力，大概率“中性略偏宽松”；
- 五、10月工业企业利润总额累计同比大概率维持个位数负增长。

## 目录

一、10月CPI当月同比超预期大幅上行，且呈加速上行的态势.....	4
二、10月PPI累计同比时隔33个月进入负值区间.....	7
三、PPIRM同比绝大部分分项走势承压.....	9
四、4季度货币政策保持定力，大概率“中性略偏宽松”.....	10
五、10月工业企业利润总额累计同比大概率维持个位数负增长.....	13

## 图表目录

图 1：10 月 CPI 当月同比超预期大幅上行，且呈加速上行的态势（%） .....	4
图 2：消费品 CPI 当月同比与服务 CPI 当月同比相关性较强（%） .....	5
图 3：10 月猪肉当月同比创历史新高（%） .....	6
图 4：10 月 PPI 累计同比时隔 33 个月进入负值区间（%） .....	7
图 5：10 月采掘业 PPI 当月同比尚未到达底部（%） .....	8
图 6：PPIRM 同比绝大部分分项走势承压（%） .....	9
图 7：10 月食品系价格增速加速上扬（%） .....	10
图 8：9 月工业企业亏损家数累计同比为近 7 个月新高（%） .....	12
图 9：2019 年工业企业利润总额累计同比大概率个位数负增长（%） .....	13

**事件：**10月CPI当月同比3.80%，预期3.30%，前值3.00%；10月PPI当月同比-1.60%，预期-1.50%，前值-1.20%；10月PIRM当月同比-2.10%，前值-1.70%。

**点评：**

### 一、10月CPI当月同比超预期大幅上行，且呈加速上行的态势

10月CPI当月同比为3.80%，高于预期0.50个百分点，较前值大幅上行0.80个百分点，创2012年2月以来新高，且呈加速上行的态势。其中，食品CPI同比为15.50%，较前值上行4.30个百分点，创2008年7月以来新高，而非食品CPI当月同比为0.90%，较前值下行0.10个百分点，创2015年5月以来新低。消费品CPI当月同比为5.20%，较前值上行1.20个百分点，创2011年11月以来新高，而服务CPI当月同比为1.40%，较前值上行0.10个百分点，在连续9个月下行之后，10月出现自2019年1月以来的首次反弹。从历史走势上看，消费品CPI当月同比与服务CPI当月同比相关性较强，典型时期如2006年10月至2009年2月，以及2009年7月至2012年6月，其宏观逻辑为消费品价格的上涨，增加服务业的成本，进而使得服务业上调价格，最终推升服务CPI当月同比。对于目前出现的消费品CPI当月同比向服务CPI当月同比传导的苗头，需加以关注。

图 1：10月CPI当月同比超预期大幅上行，且呈加速上行的态势（%）



资料来源：wind，首创证券研究发展部

图 2：消费品 CPI 当月同比与服务 CPI 当月同比相关性较强（%）

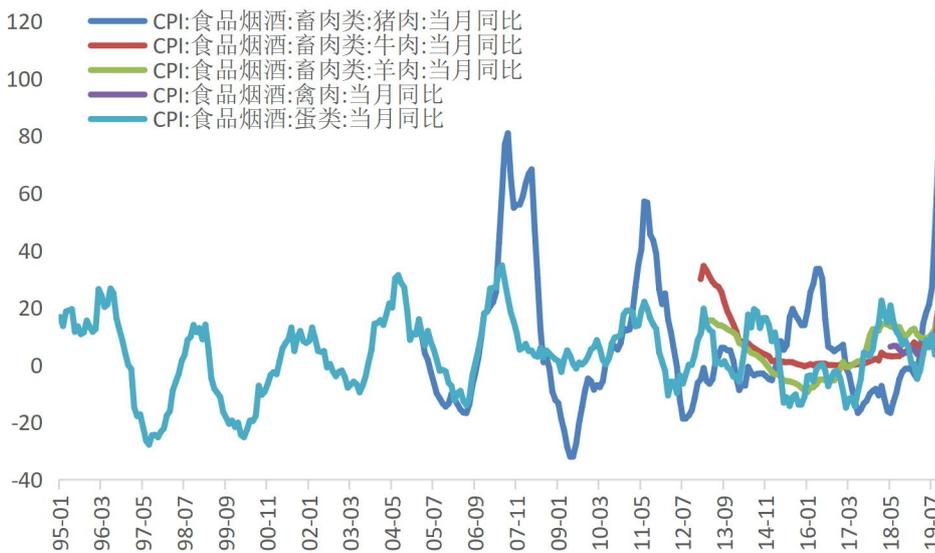


资料来源：wind，首创证券研究发展部

从CPI当月同比的8大分项看，7升1降，该现象已持续7个月。具体看，食品烟酒、其他用品和服务、医疗保健、教育文化和娱乐、衣着、生活用品及服务、居住的CPI当月同比分别为11.40%、5.50%、2.10%、1.90%、1.20%、0.60%、0.50%，分别较前值上行3.00、-0.30、-0.10、0.20、-0.40、0、-0.20个百分点，而交通和通信的CPI当月同比为-3.50%，较前值下行0.60个百分点。10月核心CPI当月同比为1.50%，连续2个月持平于前值，自2018年2月2.50%的高点累计下行1.0个百分点，创2016年5月以来新低。

在31个最细项上，猪肉、牛肉、禽肉、羊肉、蛋类CPI同比分别为101.30%、20.40%、17.30%、16.10%、10.40%，分别较前值上行32.00、1.60、2.60、0.20、2.20个百分点，是10月CPI上行的主要贡献项。其中，10月猪肉当月同比为101.30%，较2007年8月的前期高点高出20.40个百分点，是31个细项自1994年1月以来的最高值。交通工具用燃料、鲜菜、通信工具、交通工具、家用器具、水电燃料CPI当月同比分别为-15.10%、-10.20%、-3.00%、-1.40%、-1.00%、-0.80%，分别较前值上行-3.00、1.60、0、-0.30、-0.10、-0.40个百分点。其中，家用器具CPI当月同比在9月短暂持平于前值之后，10月重启下行趋势，而交通工具用燃料与水电燃料CPI当月同比在10月继续下探，预计11月、12月在基数效应的作用下，下探幅度将有所减弱。

图 3：10月猪肉当月同比创历史新高（%）



资料来源：wind，首创证券研究发展部

目前CPI走势的核心影响因素是猪肉价格。国家对猪肉价格上涨高度重视，从短期与中长期角度多措并举平抑猪价，最近的如11月11日农业农村部召开常务会议，强调要全力恢复生猪生产，加强生猪生产监测预警和形势研判，多方引导稳定市场预期，努力促进禽肉、牛羊肉、水产品等猪肉替代品生产。对于未来猪肉价格走势，可以关注11月7日第十届中国国际肉类大会上商务部市场运行和消费促进司王斌副司长的讲话，“在国家稳定生猪生产保障市场供应一系列政策措施作用下，近期生猪补栏积极性明显提高，生产逐步回升，如非洲猪瘟疫情不出现反复，预计2020年下半年受非洲猪瘟影响恢复生产的生猪将开始增加市场供给，猪肉供给状况将有所改善”。从这段话中，我们注意到，商务部市场运行和消费促进司认为，2020年下半年猪肉供给状况将有所改善，并且是在“非洲猪瘟疫情不出现反复”的前提下，可以说判断较为保守，但是不管怎样，2020年上半年猪肉价格将保持高位。我们维持此前的判断，预计1季度是2020年全年CPI当月同比的最高点，且在基数效应的作用下，上半年CPI当月同比的中枢高于下半年。

## 二、10月PPI累计同比时隔33个月进入负值区间

10月PPI当月同比为-1.60%，低于预期0.1个百分点，较前值下行0.4个百分点，为2016年8月以来新低，而11月PPI累计同比为-0.2%，时隔33个月再次进入负值区间，符合我们在9月通胀数据点评中的判断。其中，生产资料PPI同比为-2.60%，较前值下行0.60个百分点，创2016年7月以来新低，而生活资料PPI同比1.40%，较前值上行0.3个百分点，创2012年4月以来新低。生产资料PPI中，采掘工业、原材料工业、加工工业PPI同比为-1.90%、-5.60%、-1.50%，分别较前值下行2.50、0.80、0.30个百分点。生活资料PPI同比中，食品类、衣着类、一般日用品类、耐用消费品类PPI同比为4.40%、0.60%、0.40%、-1.80%，分别较前值上行1.10、-0.30、-0.40、0个百分点。

图 4：10月PPI累计同比时隔33个月进入负值区间（%）

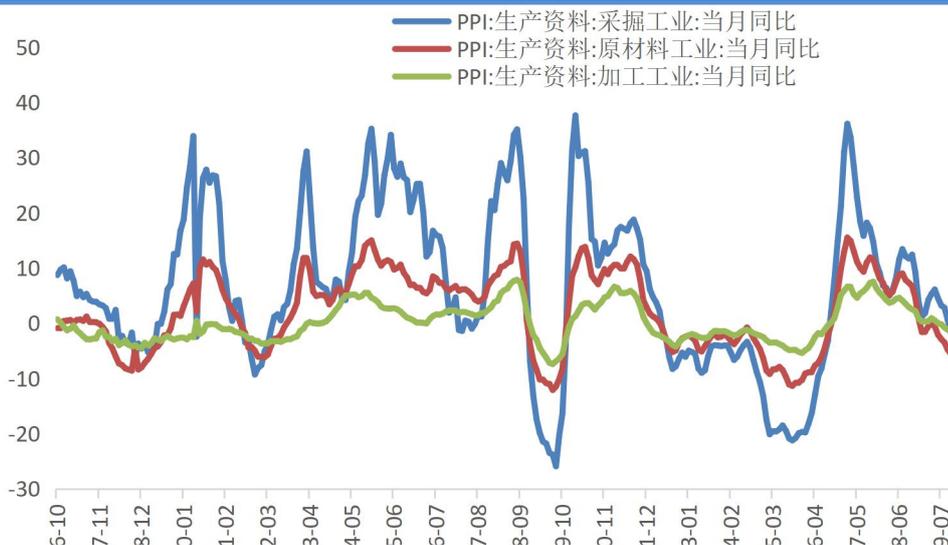


资料来源：wind，首创证券研究发展部

目前宏观经济的焦点是，PPI当月同比是否在10月触底？PPI当月同比是我国库存周期的先行指标，如果PPI当月同比在10月触底，亦即在11月与12月上行，意味着工业企业可能结束主动去库存阶段，进入被动去库存阶段，也就是说，宏观经济进入企稳复苏的阶段，而这是大类资产配置的重要前提。支持10月是本轮PPI周期底部的依据是，PPI翘尾同比在10月触底，另外，从基本面看，2019年10月11日中美贸易摩擦取得阶段性缓和，有望提升市场对大宗商品的偏好，进而推升PPI当月同比。

我们赞成PPI当月同比可能在10月触底这一观点，但是有两点顾虑。第一点顾虑是，目前中美贸易摩擦难言取得实质性进展，这将压制国际油价与国际铜价，对PPI当月同比形成压力。第二点顾虑是，有迹象不支持10月是PPI当月同比的底部：在PPI当月同比的历次周期中，采掘工业PPI同比波动性最大，在PPI当月同比周期顶部，采掘工业PPI同比高于原材料工业、加工工业PPI同比，而在PPI当月同比周期底部，采掘工业PPI同比低于原材料工业、加工工业PPI同比。这一规律的唯一例外是1998年的周期中，是原材料工业PPI当月同比，而不是采掘工业PPI当月同比位于最低位。在本轮PPI当月同比下降周期中，9月采掘业PPI当月同比高于原材料工业同比与加工工业PPI同比，行至10月，采掘业PPI当月同比降至加工工业PPI当月同比之下，但是依旧位于原材料工业PPI当月同比之上。鉴于10月采掘业PPI当月同比位于原材料工业PPI当月同比之上，从历史经验看，10月有可能不是PPI当月同比的底部。但是不管怎样，可以肯定的一点是，PPI当月同比即使在11月与12月出现反弹，预计力度也比较弱，依旧维持负增长状态。

图 5：10月采掘业 PPI 当月同比尚未到达底部（%）



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\\_9034](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_9034)

