

首席经济学家：任泽平

研究员：罗志恒

✉ luozhiheng@evergrande.com

研究员：马图南

✉ matunan@evergrande.com

#### 相关研究：

- 1.不是通胀，是通缩！--点评 9 月物价数据  
2019-10-16
- 2.拿掉猪以后都是通缩，该降息了  
--点评 8 月物价数据  
2019-09-10

#### 导读：

中国 10 月 CPI 同比上涨 3.8%，预期 3.4%，前值 3%。中国 10 月 PPI 同比下降 1.6%，预期降 1.6%，前值降 1.2%。

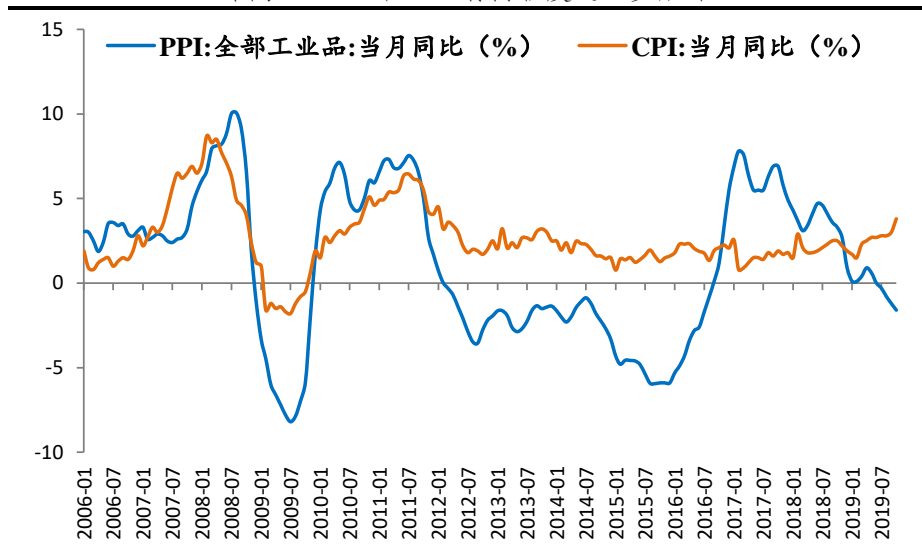
## 目录

1	猪肉带动 CPI 大幅上涨，PPI 通缩，CPI、PPI 分化程度继续加大 .....	4
2	猪肉价格飙涨带动 CPI 创 7 年半新高，拿掉猪以后都是通缩 .....	6
3	PPI 同比连续 4 个月为负，通缩程度进一步加深 .....	9
4	应对当前物价形势，财政、货币政策和结构性改革要协同发力，加强逆周期调节 .....	10
4.1	货币政策要加强逆周期调节，进一步疏通利率传导机制 .....	10
4.2	财政政策要加力提效，适当扩大中央财政赤字，优化减税降费的方式，提升政策有效性 .....	10
4.3	汇率政策：继续坚持以市场定价为主，有管理的浮动汇率政策 .....	11
4.4	改革：当务之急是解决企业家调动地方政府和企业家的积极性 .....	12

## 图表目录

图表 1: PPI 和 CPI 背离程度进一步加深 .....	4
图表 2: 猪肉价格快速接近牛羊肉价格 .....	7
图表 3: 生猪存栏仍持续下滑 .....	8
图表 4: 猪粮价比和养殖利润大幅刷新历史峰值 .....	8
图表 5: CPI 食品和非食品剪刀差进一步扩大 .....	8
图表 6: 部分行业价格近期持续下跌 .....	9

图表1: PPI 和 CPI 背离程度进一步加深



资料来源: Wind, 恒大研究院

## 1 猪肉带动 CPI 大涨, PPI 通缩加剧, 分化加大

10 月物价数据的主要特点:

1) 拿掉猪以后都是通缩。

10 月 CPI 同比上涨 3.8%，比上月涨幅扩大 0.8 个百分点。值得注意的是，畜肉类价格上涨 66.8%，影响 CPI 上涨约 2.92 个百分点，其中猪肉价格上涨 101.3%，影响 CPI 上涨约 2.43 个百分点，占 CPI 同比总涨幅的近三分之二。

10 月 CPI 环比上涨 0.9%。其中，食品价格上涨 3.6%，非食品价格上涨 0.2%；食品中，畜肉类价格上涨 14.7%，影响 CPI 上涨约 0.91 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，占 CPI 环比总涨幅的近九成。

如扣除猪肉价格上涨因素，CPI 环比上涨约 0.1%，同比上涨约 1.3%。

同时，非食品 CPI 继续下行，PPI 同比-1.6%，PPI 连续 4 个月通缩，实际利率上升。

猪价大涨是环保一刀切+非洲猪瘟导致的供给侧短缺，工业品价格持续下跌反映的是需求侧低迷，萧条，通缩。与经济下行、货币金融环境是匹配的。

从货币环境看，当前货币金融环境整体稳健、局部偏紧，显然不具备全面通胀的条件。当前 M2 增速-实际 GDP 增速处于历史低位，贷款加权利率-PPI 增速的差持续上升，反映实际利率不断攀升，全面通胀的货币环境并不具备。

事实已经非常清楚，因此，当前物价形势的关键不是通胀，而是通缩！这与经济下行、需求低迷、M2 增速偏低等匹配。

当前货币政策要避免误判，避免犯 2007 年底-2008 年上半年的错误，当时也是猪周期推升 CPI，但实体经济已经开始下行、需求收缩，而货币政策出现重大误判，持续加息，加重了 2008 年下半的经济衰退，以及 2009 年的 4 万亿刺激，导致经济大起大落。好的逆周期调节是尽可能使经济平稳健康发展。



2) 超级猪周期继续成为 CPI 超预期上涨的核心因素。猪肉价格同比、猪粮比价大幅刷新历史峰值。10 月 CPI 创 2012 年初以来新高。猪肉价格是推动 CPI 上涨的核心因素。10 月猪肉价格同比上涨高达 101.3%，大幅刷新了历史峰值，创下 2005 年有数据记录以来新高。猪粮比价本月进一步上涨至 20.4，继续大幅刷新历史记录。猪肉价格上涨也带动了牛羊鸡鸭等替代品的价格。往后看，由于促进生猪生产政策落地，生猪生长等均需要时间，因此预计 2020 年下半年猪肉价格有望迎来拐点。短期来看，由于猪肉价格快速接近牛羊肉价格，替代效应下近期猪肉上涨速度放缓。但由于供需缺口仍大，后续可能会出现猪肉和替代品价格螺旋上升的情况，需要加强通胀预期管理。

非食品价格同比涨幅回落 0.1 个百分点至 0.9%。今年 4 月以来非食品价格同比涨幅逐月下行，至今已连续下跌 7 个月。其中油价同比跌幅扩大和汽车价格同比下滑是拖累非食品 CPI 的主因。

3) PPI 通缩程度进一步加深。10 月 PPI 同比-1.6%，跌幅较上月继续扩大 0.4 个百分点。主要行业中，煤炭、黑色、化工等行业持续低迷。石油行业价格本月环比虽小幅回暖，但由于基数明显增大，同比跌幅继续扩大。主要原因在于内外需持续不足，房地产融资收紧导致地产投资下行，基建受隐性债务控制下滑而低迷，尽管提前下达 2020 年新增专项债额度，但提振效果目前仍不明显。中美贸易谈判尽管初步达成“第一阶段”协议，但后续仍具有很大不确定性，全球经济增速放缓，出口仍将下行。

4) 当前 CPI 和 PPI 走势空前分化，我们认为货币政策、财政政策、改革政策应关注主要矛盾、协同发力，加强逆周期调节，增加政策协同性。货币政策方面，人民银行近期调降 MLF 利率，8 月以来累计三次降息，累计幅度已达 16BP。下一阶段应继续根据经济增长和物价情况适时适度逆周期调节，该降息降息，该降准降准。同时要注意疏通货币政策的传导路径，确保货币政策能充分、有效的传导到实体经济。尽管当前出现了经济增速下、CPI 上涨的情况，但政策上不宜将这一情况定义为“滞胀”，主要原因一是当前只是猪肉价格引起的结构性通胀，并非滞胀环境下全面通胀，二是国际上治理滞胀的主要政策手段是紧缩货币，而当前我国主要面临的通缩风险，如果采用货币紧缩将进一步恶化企业经营盈利，加大就业风险。

财政政策可以考虑适当扩大赤字，突破 3%，为减税降费和增加支出稳基建腾出空间。从国际看，3%并非绝对红线，逆周期调节部分年份突破 3%为正常现象，我国政府债务率在国际上偏低，政府部门尤其是中央政府具有加杠杆空间。从国内看，当前宏观经济下行期需加强逆周期调节，提高赤字率，支持大力度减税降费“放水养鱼”。虽然赤字可能产生通胀和挤出效应，但当前我国经济的主要矛盾是通缩而非通胀，是经济下行而非总需求过热。

当前减税降费政策效果明显，前九个月累计减税降费达 1.7 万亿元，超过去年全年 1.3 万亿元的水平，但下一阶段有必要进一步降低社保缴费率和企业所得税税率，改变当前主要针对增值税的减税格局，提升企业获得感。当前主要减税税种为增值税，增值税为间接税，对企业利润改善有限，同时减税额度将在上下游企业之间分配，行业话语权较弱的企业的减税获得感不强。企业所得税可以直接增加企业利润，且对中小企业相对公平。

从长期看，解决中国经济面临的结构性问题，需要进一步深化改革，激发经济新的增长潜力。具体而言，可以通过改革进一步完善土地等要素的市场化水平，通过开放进一步提升制造业、金融业、服务业等行业的竞争力。当务之急是要调动企业家和地方官员的积极性。



5) 近期央行的货币政策操作再度验证了我们的前瞻性判断。6月份数据出来以后,市场一片“经济企稳”“企稳回升”“超预期”的声音,我们发布震撼全市场的报告《充分估计当前经济金融形势的严峻性——全面解读6月经济金融数据》(7月21日):近期的先行指标纷纷下滑,比如房地产销售、土地购置和资金来源回落,PMI订单和PMI出口订单下滑,一系列房地产融资收紧政策密集出台,而且经济金融结构正在趋于恶化。随后7月份经济金融数据全面回落。

7月份数据公布以后,市场仍然沉浸在“降息降准就是大水漫灌”的错误认识中(混淆了货币政策正常逆周期调节和货币超发的关系)。我们再度前瞻性提出《该降息了!——全面解读7月经济金融数据》(8月15日):当前经济下行压力加大,全球降息潮,汇率破“7”,核心CPI保持稳定,PPI负增长通缩企业实际利率上升,表明货币宽松的空间已经打开。在《金融形势严峻,何时降息降准?——点评7月金融数据》(8月13日)中我们认为:7月社融、信贷、M2数据全面回落,宽货币到宽信用政策效果较差,原因无非是企业实际利率并未下降、流动性投放渠道收窄、资产价格低迷难以起到抵押放大器效应,社融领先实体经济和投资,意味着下半年到明年上半年经济下行压力较大。随后8月17日央行通过LPR改革市场化降息,9月6日宣布全面降准+定向降准,国务院强调加大逆周期调节力度(参考:8月18日《“降息”来了!——解读央行改革完善LPR形成机制》、9月7日《全面解读降准对经济、股市、债市、房市影响及展望》)。

9月CPI“破3”后,市场普遍认为今年央行不会降息,部分观点甚至提出央行会加息对抗通胀。我们坚持认为《不是通胀,是通缩!——点评9月物价数据》(10月16日):猪肉价格运行的主要逻辑是猪周期自身,货币政策对猪周期和猪肉价格通常难以起到明显作用,无需担心货币政策宽松导致的猪价上涨,解决猪价上涨不是货币政策的问题,而是猪周期的猪肉供给问题;当前货币政策关注的重点应该是防止总需求过快下滑影响宏观经济稳定,不能因为一头猪制约财政货币政策稳增长,不能因为一头猪牺牲整个国民经济。在《迈向“5”时代——全面解读9月经济金融数据》(10月18日),我们再度强调:“当前,降息的时机已经成熟。”随后人民银行于11月5日调降MLF利率,验证了我们的前瞻性判断。

6) 我们为什么观点鲜明?因为我们追求客观、专业、实战、接地气,敢于面对现实、成功和失败,不断进化学习。不坐而论道,不模棱两可,更不以贬低别人来抬高自己。放眼过往,没有敌人,只有师友。相由心生,修身修心。以梦为马,不负韶华。

我们近期对经济再下台阶、货币降息降准进行了前瞻预测,被一一验证,并引发了市场“该不该降息”的大讨论。11月5日,央行开展1年期MLF操作,利率从3.3%下调至3.25%,为2016年以来首次下调MLF利率。这是第三次降息。

做了20多年宏观经济形势分析,深感没人可以阻止趋势的力量,对市场多一些敬畏,对研究多一些客观专业精神。越大气越成功,越努力越幸运。

知我者谓我心忧,不知者谓我何求。

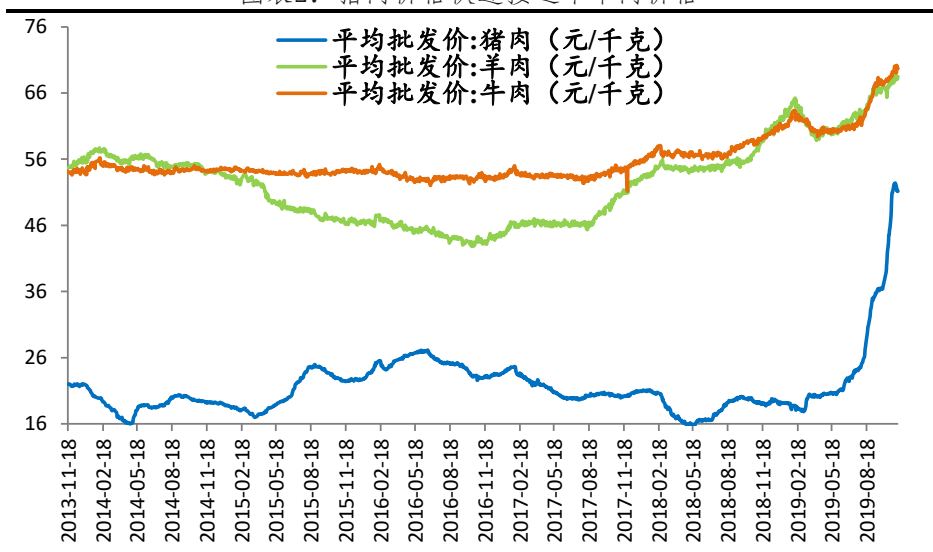
我们都深爱这片土地,深爱这个国家,多一些建设性,少一些抱怨。即使遇到再大的困难,也要相信未来!相信梦想的力量!

## 2 猪肉价格飙涨带动CPI创7年半新高,拿掉猪以后都是通缩



10月CPI同比上涨3.8%，较上月大幅跳涨0.8个百分点，明显超出3.4%的市场预期，涨幅创2012年2月以来新高，环比上涨0.9%。其中，食品价格上涨同比上涨15.5%，猪肉价格继续是CPI上涨的核心。由于8-9份生猪存栏快速下滑，国庆节之后猪肉供给收缩速度有所加速，猪肉价格大幅飙升。10月猪肉价格环比上涨20.1%，同比上涨高达101.3%，同比涨幅大幅刷新了历史峰值，创下2005年有数据记录以来新高。猪粮比价本月进一步大幅上涨至20.4，继续大幅刷新历史记录。超级猪周期的影响仍在持续，并已经引发社会高度关注。猪肉价格的上涨产生的拉动和消费替代作用还带动了牛肉、羊肉、鸡肉和鸭肉价格的上涨，10月四种肉类环比涨幅在1.0%—3.1%之间，合计影响CPI上涨约0.06个百分点。从短期来看，由于当前猪肉价格已经快速接近牛羊肉价格，消费替代效应短期内会有所放大，猪肉价格短期内上涨速度有所放缓。高频数据显示，11月猪肉价格边际放缓，略有小幅回落。但从长期来看，若猪肉供给难以恢复，则猪肉和替代品价格会呈现螺旋上升的情况，进一步推升食品价格。

图表2：猪肉价格快速接近牛羊肉价格

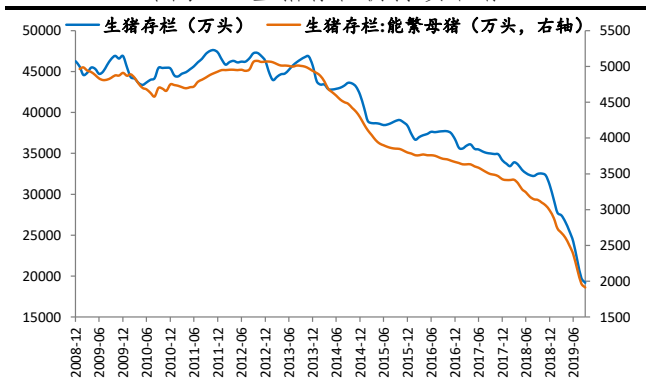


资料来源：Wind，恒大研究院

本轮超级猪周期，涨幅大、速度快，四大原因：第一，近年尤其是2015年以来，环保政策对生猪养殖的影响凸显。各地纷纷制定了划定禁养区和区内污染养殖户搬迁计划，层层加码扩大化，一刀切。第二，规模化养殖升级导致散户大量退出，猪肉供给下降，但仍未改变我国散户养殖占比较高、规模化养殖率不高的格局。第三，非洲猪瘟导致大批生猪受到感染，截至2019年7月，全国共发生非洲猪瘟疫情143起，扑杀生猪116万余头。第四，非洲猪瘟前，上一轮猪周期中积累的过剩产能逐渐出清完毕，新一轮猪周期已经启动，猪肉价格存在内生上涨动力。

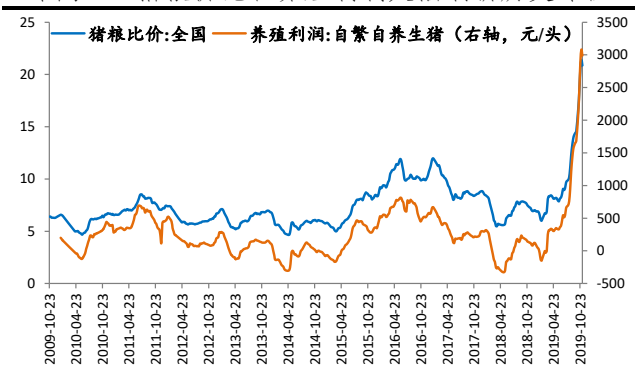
当前各部门已经采取多项措施增加生猪养殖、加大猪肉进口、并投放储备猪肉稳定市场。但由于政策落地执行需要时间，生猪育肥也需要半年左右时间。同时非洲猪瘟疫情仍在持续，对于散养的养殖户而言，防疫防病要求空前提升，补栏难度增大。因此产能恢复仍需时间。从猪周期的角度看，当前能繁母猪和生猪存栏量大幅减少，完全恢复产能需从增加能繁母猪开始，能繁母猪到仔猪再到育肥需要的周期较长，预计到2020年下半年供需矛盾缓解，届时猪肉价格可能迎来拐点向下。11月7日，商务部市场运行和消费促进司副司长王斌也表示，近期生猪补栏积极性明显提高，生产逐步回升，如非洲猪瘟疫情不出现反复，预计2020年下半年受非洲猪瘟影响恢复生产的生猪将开始增加市场供给，猪肉供给状况将有所改善。

图表3: 生猪存栏仍持续下滑



资料来源: Wind, 恒大研究院

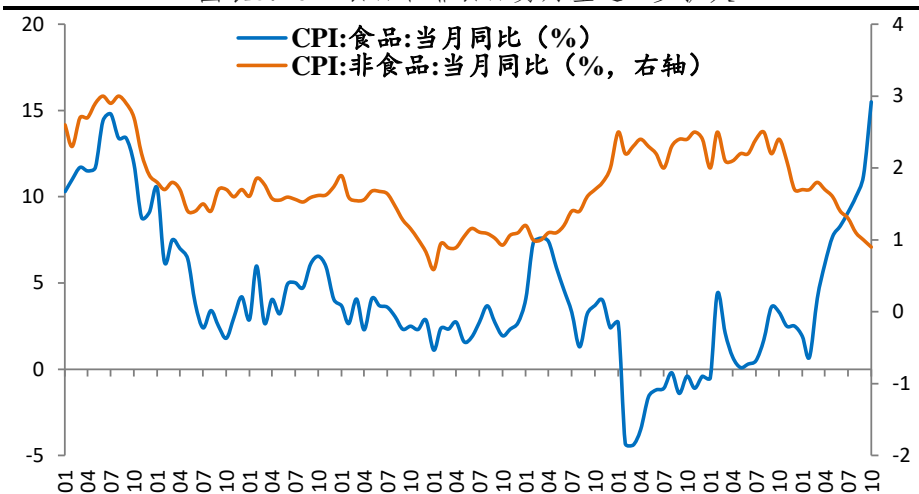
图表4: 猪粮比价和养殖利润大幅刷新历史峰值



资料来源: Wind, 恒大研究院

非食品价格同比涨幅回落 0.1 个百分点至 0.9%。今年 3 月以来非食品价格同比涨幅逐月下行，至今已连续下跌 7 个月。核心 CPI 涨幅继续稳定于 1.5%。其中，交通与通信分项仍是最大拖累项，10 月跌幅继续扩大 0.6 个百分点至-3.5%，同比跌幅甚至超过 2008 年金融危机时期的水平，创 2001 年以来新低。一方面，尽管本月原油价格小幅上行，但去年的高基数效应使得同比跌幅继续扩大。另一方面，汽车销量的持续下滑对价格形成拖累，并已经逐渐在 CPI 中有所反映，10 月交通工具项价格环比下跌 0.3%，同比跌幅由-1.1%扩大至-1.4%。此外，居住、医疗保健、其他用品和服务等分项同比涨幅均有所下滑。教育文化娱乐项受国庆出行人数增加影响季节性上涨。生活用品及服务项整体稳定。

图表5: CPI 食品和非食品剪刀差进一步扩大



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\\_9076](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_9076)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn