

证券研究报告 / 宏观数据

结构性通胀不会引发货币政策收紧——10月物价数据点评

报告摘要:

10月CPI同比上涨3.8%，大超市场预期。拉动CPI超预期上行的主要因素仍是猪肉价格的大幅上涨。10月猪肉价格环比上涨20.1%，同比上涨101.3%。同时，在猪肉价格高企的影响下，牛肉、羊肉、鸡肉和鸭肉等其它替代品的价格也有所上涨。虽然今年2月以来，CPI同比涨幅呈现单边上行趋势，但实际上核心通胀水平并不高。10月份核心CPI同比上涨1.5%，维持在2016年3月以来的低位。这一方面与4月增值税调降压低部分消费品价格有关，另一方面也反映出国内消费实际需求并不强劲。

11月CPI同比可能破4%，并在较长时间内维持4%以上。虽然11月份猪肉价格出现回调，但我们认为猪价上涨趋势并未结束。首先，生猪存栏尚未企稳回升。农业部公布的生猪存栏量来看，9月生猪与能繁母猪同比分别下降41.1%和38.9%；环比分别下降3%和2.8%。可以看出生猪总供给仍处于下降趋势。即使能繁母猪存栏量能很快企稳回升，但从猪周期的时间来看，猪肉实际供给的回升也需要10个月以上甚至更长。猪肉供给压力难以在短期消除。其次，进口能补充的供给有限。我们近期在进博会上与部分国外猪肉供应商交流，反馈结果是很多供应商年内能够提供的猪肉已经售罄，反映出进口能增加的供给也不会有很大的量。国内猪肉供给缺口短期难以通过进口缓解。

10月PPI同比下降1.6%，环比上涨0.1%，符合市场预期。10月份国际油价同比跌幅扩大，带动石油相关行业PPI下行明显。在国内经济下行的压力下，黑色金属和有色金属相关行业PPI涨幅也有所回落。我们认为11月份与12月份PPI同比有望企稳回升。一是去年11月份开始基数明显下降。二是PPI生活资料与CPI相关性很高。CPI在11月与12月将会继续维持上行趋势，进而会拉动PPI生活资料上涨。

下半年CPI持续超预期上涨引发了近期市场对于货币政策可能收紧的担忧。诚然，在CPI高企的背景下，货币政策难有大幅放松，但我们认为也不会收紧。除去猪肉影响以外，当前经济实际处于通缩状态。此次结构性通胀的分化程度前所未有，故而货币政策未必遵循以往的经验通过紧缩来打压通胀。11月5日MLF利率调降实际上也是央行稳定市场情绪的举措之一。虽然5bp的降幅并不大，但可以看出央行不会因为当前通胀的高企而实施紧缩政策。稳定经济增长仍是货币政策的重要目标。我们认为未来LPR仍有小幅下调空间。



相关报告

《降息体现稳增长态度，但年内再降息可能性不大——11月MLF利率下调点评》(20191107)

《剔除肉价通胀下行，货币政策有约束但不会收紧——9月物价数据点评》(20191016)

《CPI超预期上行，年末破3%概率较大——8月物价数据点评》(20190911)

证券分析师：沈新风

执业证书编号：S0550518040001
18917252281 shenxf@nesc.cn

研究助理：尤春野

执业证书编号：S0550118060022
13817489814 youcy@nesc.cn

联系人：曹哲亮

执业证书编号：S0550119010010
18010018933 caozl@nesc.cn

目 录

1. 主要数据	3
2. 猪肉拉动 CPI 大幅上涨，核心通胀并不高	3
3. PPI 继续下行，11 月有望企稳回升	5
4. 货币政策将保持松紧适度	6

图 1: CPI 超预期上行	3
图 2: 食品价格大幅上涨	3
图 3: 猪肉价格同比翻倍	3
图 4: CPI 各大类涨幅	4
图 5: 核心 CPI 涨幅一路下行	4
图 6: CPI 非食品价格涨幅很低	4
图 7: PPI 继续下行	5
图 8: 生产资料与生活资料背离	5

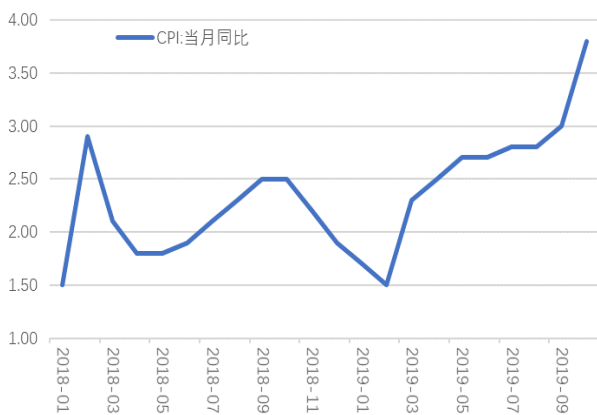
1. 主要数据

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

2. 猪肉拉动 CPI 大幅上涨，核心通胀并不高

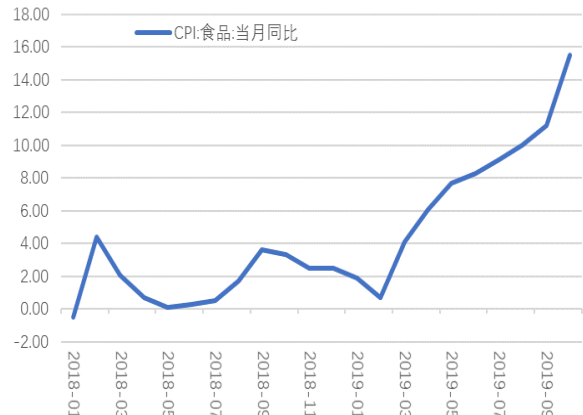
10 月 CPI 同比上涨 3.8%，大超市场预期。其中，城市上涨 3.5%，农村上涨 4.6%；食品价格上涨 15.5%，非食品价格上涨 0.9%。10 月 CPI 环比上涨 0.9%。

图 1: CPI 超预期上行



数据来源：东北证券，Wind

图 2: 食品价格大幅上涨



数据来源：东北证券，Wind

拉动 CPI 超预期上行的主要因素仍是猪肉价格的大幅上涨。10 月猪肉价格环比上涨 20.1%，涨幅比上月扩大 0.4 个百分点，影响 CPI 上涨约 0.79 个百分点，占 CPI 环比总涨幅的近九成。猪肉价格同比上涨 101.3%。同时，在猪肉价格高企的影响下，牛肉、羊肉、鸡肉和鸭肉等其它替代品的价格也有所上涨。

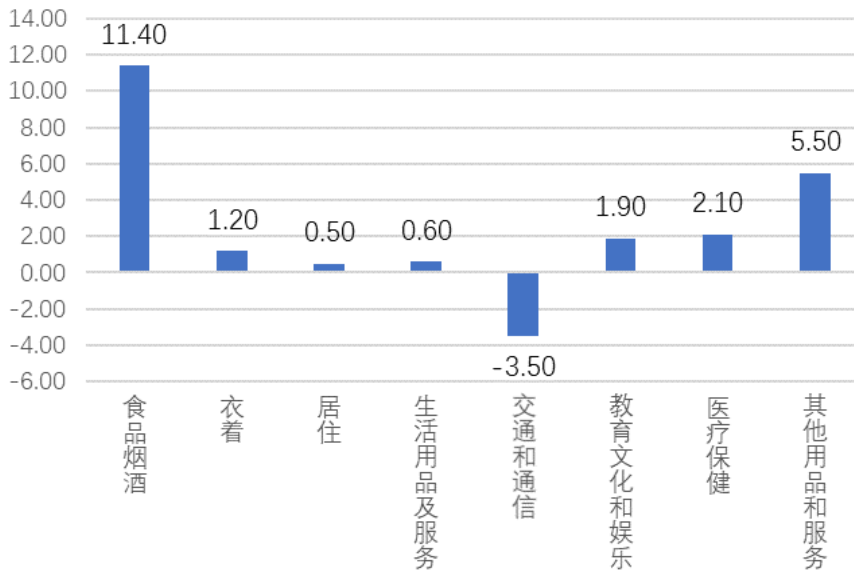
图 3: 猪肉价格同比翻倍



数据来源：东北证券，Wind

其他七大类消费品价格中，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%。

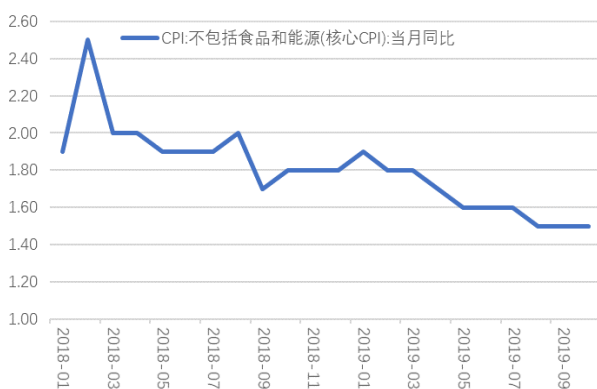
图 4: CPI 各大类涨幅



数据来源：东北证券，Wind

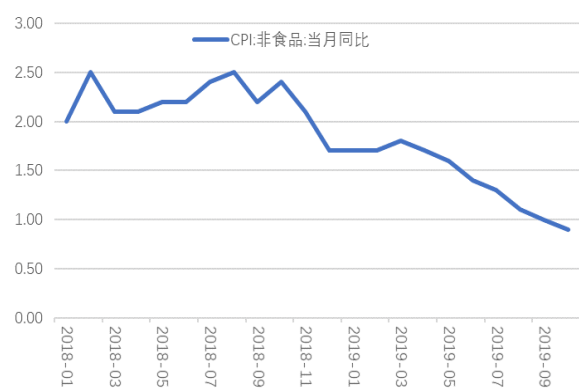
虽然今年 2 月以来，CPI 同比涨幅呈现单边上行趋势，但实际上核心通胀水平并不高。10 月份核心 CPI 同比上涨 1.5%，维持在 2016 年 3 月以来的低位。非食品价格同比涨幅仅为 0.9%。这一方面与 4 月增值税调降压低部分消费品价格有关，另一方面也反映出国内消费实际需求并不强劲。

图 5: 核心 CPI 涨幅一路下行



数据来源：东北证券，Wind

图 6: CPI 非食品价格涨幅很低



数据来源：东北证券，Wind

11 月 CPI 同比可能破 4%，并在较长时间内维持 4%以上。虽然 11 月份猪肉价格出现回调，但我们认为猪价上涨趋势并未结束。

首先，生猪存栏尚未企稳回升。农业部公布的生猪存栏量来看，9 月生猪与能繁母

猪同比分别下降 41.1%和 38.9%；环比分别下降 3%和 2.8%。可以看出生猪总供给仍处于下降趋势。即使能繁母猪存栏量能很快企稳回升，但从猪周期的时间来看，猪肉实际供给的回升也需要 10 个月以上甚至更长。猪肉供给压力难以在短期消除。

其次，进口能补充的供给有限。以往中国每年猪肉进口量在 200 万吨以内，而历年全球猪肉贸易量亦不超过 900 万吨。市场普遍认为今年中国猪肉缺口在 1000 万吨以上，依靠进口难以弥补缺口。而且，我们近期在进博会上与部分国外猪肉供应商交流，反馈结果是很多供应商年内能够提供的猪肉已经售罄，反映出进口能增加的供给也不会有很大的量。国内猪肉供给缺口短期难以通过进口缓解。

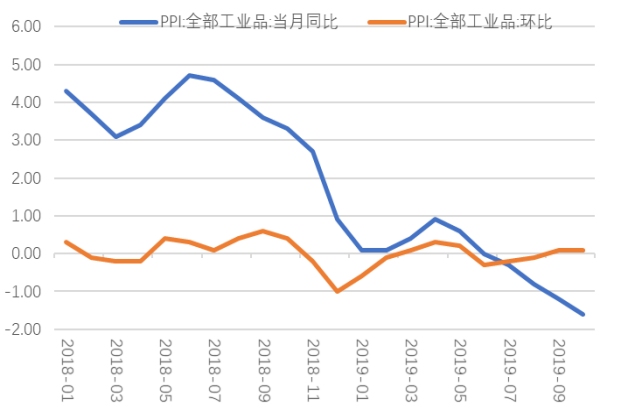
所以我们认为，猪肉价格上涨的趋势还会延续较长时间，且由于去年年末基数下降的影响，11 月份开始 CPI 同比可能升破 4%。

3. PPI 继续下行，11 月有望企稳回升

10 月 PPI 同比下降 1.6%，环比上涨 0.1%，符合市场预期。其中，生产资料价格同比下降 2.6%，降幅比上月扩大 0.6 个百分点；生活资料价格同比上涨 1.4%，涨幅比上月扩大 0.3 个百分点。

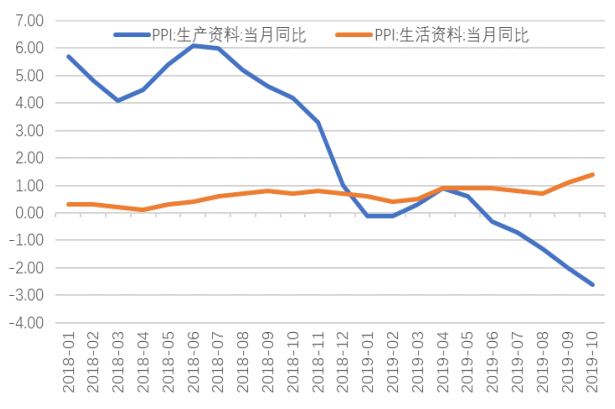
10 月份国际油价同比跌幅扩大，带动石油相关行业 PPI 下行明显：石油和天然气开采业同比下降 17.9%，比上月扩大 4.5 个百分点；石油、煤炭及其他燃料加工业同比下降 12.0%，跌幅扩大 2.4 个百分点。在国内经济下行的压力下，黑色金属和有色金属相关行业 PPI 涨幅也有所回落。

图 7: PPI 继续下行



数据来源：东北证券，Wind

图 8: 生产资料与生活资料背离



数据来源：东北证券，Wind

我们认为 11 月份与 12 月份 PPI 同比有望企稳回升。

第一，去年 11 月份开始基数明显下降。PPI 受基数影响较为明显，去年基数的下降将支撑今年 PPI 的上行。

第二，PPI 生活资料与 CPI 相关性很高。CPI 在 11 月与 12 月将会继续维持上行趋势，进而会拉动 PPI 生活资料上涨。

4. 货币政策将保持松紧适度

下半年 CPI 持续超预期上涨引发了近期市场对于货币政策可能收紧的担忧。诚然，在 CPI 高企的背景下，货币政策难有大幅放松，但我们认为也不会收紧。

除去猪肉影响以外，当前经济实际处于通缩状态。PPI 与 CPI 的“冰火两重天”反映出国内经济下行压力实际较大，物价水平疲软；核心 CPI 低位徘徊也反映出居民消费需求并不强。此次结构性通胀的分化程度前所未有，故而货币政策未必遵循以往的经验通过紧缩来打压通胀。

11 月 5 日 MLF 利率调降，为 LPR 打开下行空间，这实际上也是央行稳定市场情绪的举措之一。虽然 5bp 的降幅并不大，但可以看出央行不会因为当前通胀的高企而实施紧缩政策。稳定经济增长仍是货币政策的重要目标。

我们认为货币政策将保持松紧适度，LPR 仍有小幅下调空间。

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_9098

