

固定收益研究/动态点评

2019年11月10日

张继强 执业证书编号: S0570518110002
研究员 zhangjiqiang@htsc.com

芦哲 执业证书编号: S0570518120004
研究员 luzhe@htsc.com

张大为
联系人 zhangdawei@htsc.com

相关研究

- 1《固定收益研究: 不赎回再现》2019.11
- 2《固定收益研究: MLF 下调 5BP: 幅度小, 意义大》2019.11
- 3《固定收益研究: 降息暂告段落, 进入货币政策观察期》2019.10

CPI 超预期, “猪价掀波澜” 时段到来 ——2019 年 10 月通胀数据点评

核心观点

10 月 CPI 同比 3.8%, 走高 0.8 个百分点, 环比 0.9%, 高于季节性。权重变化导致市场预期低于实际值, 因近期猪价大涨造成猪肉环比权重提高所致。当月猪价环比涨 20.1%, 占环比总涨幅近九成。目前正体现对非食品的挤出效应, 后续关注会否引发成本效应。10 月 PPI 同比-1.6%, 回落 0.4 个百分点, 但边际上由于基建发力、出口修复、基数走低出现回暖动力。眼前 CPI 走高难以主导货币政策取向, 但通胀预期略有回升, 进一步宽松阻力较大。实体通缩决定明年仍会结构性发力。CPI 持续上行过程对债市产生制约, 短期难以凝聚做多共识, 但 PPI 通缩起到一定程度对冲效果。

10 月 CPI 同比达 3.8%, 猪价涨幅贡献三分之二

10 月 CPI 同比 3.8%, 走高 0.8 个百分点, 环比 0.9%, 显著高于历史同期。核心 CPI 持平于上月。其中 CPI 食品同比 15.5%, 环比 3.6%。10 月猪价环比涨 20.1%, 占环比总涨幅近九成, 同比涨 101.3%, 占 CPI 同比总涨幅近三分之二。受猪价上涨拉动与消费替代需求影响, 牛羊鸡鸭等价格均有上涨。猪肉供给的客观短缺是猪价上涨的基础。CPI 非食品同比 0.9%, 环比 0.2%。除教育文娱外, 其他分项物价均弱于历史同期。猪肉等价格上涨对非食品既有成本效应, 又有挤出效应, 需观察哪一个效应更明显。

10 月 PPI 同比回落, 食品部门对其他部门形成挤出

10 月 PPI 同比-1.6%, 较上月回落 0.4 个百分点, 环比 0.1%。其中生产资料同比-2.6%, 环比持平。农副产品环比 1.8%涨幅仍大, 受成本端走高影响, 已持续 8 个月涨价。同时能源、建材、其他工业原料环比涨价, 地产竣工提速对建材需求有所提振, 而工业原材料连续两月涨价或预示 PPI 与库存周期已接近底部, 基建投资可能继续提速。生活资料同比 1.4%, 环比 0.3%。分项仅食品环比涨价, 食品部门对其他部门的挤出影响明显。

CPI 展望: 2020 年 1 月达高点, 全年呈下行走势

从当前猪肉供求缺口、年末需求高峰看, 猪周期上行演化还较难真正止步。近期放开猪肉进口禁令有助于暂时缓解涨价压力, 但进口只是杯水车薪, 本轮涨势可能还难以骤停。在政策扶持、养殖盈利扩大等因素下, 养殖户的补栏热情或已处在修复阶段, 明年下半年生猪出栏有望修复。我们预测, 2019 年四季度 CPI 同比将持续走高, 明年 1 月在翘尾与春节因素叠加下达到本轮最高点。性价比约束、进口补充供给缺口、行政干预是潜在变量。2020 年随着猪价基数逐月走高而猪肉涨价动能趋弱, CPI 或将呈下行走势。

PPI 展望: 实体通缩问题仍在, 但年末或因基建发力与低基数提振

眼前实体通缩问题还未根本缓解, 自今年 PPI 落入通缩区间已达 4 个月。与之伴随是工业盈利负增长、投资疲弱、去库存周期拉长。但在边际上, 已出现了 PPI 在年底回升的可能。其一, 大规模基建投资发力已有预兆。其二, 目前中美贸易摩擦趋于收敛阶段, 贸易环境好转利好出口回暖。其三, 去年底 PPI 受国际油价大幅回落拖累, 今年末 PPI 基数大幅走低。

货币政策启示

成因决定应对思路。本轮由食品端供给收缩引发的局部物价走高是典型的结构性通胀。因此, 眼前 CPI 走高对货币政策有扰动, 但难以主导政策取向。但通胀预期略有回升, 货币政策短期内进一步宽松的阻力较大。实体通缩压力决定了明年货币政策仍会结构性发力, 配合财政是重要着力点。CPI 仍在持续上行的过程中, 对债市无疑会产生制约作用, 短期难以凝聚做多共识。好在 PPI 仍处于通缩状态当中, 一定程度对冲 CPI 上升的冲击。

风险提示: 通胀预期引发成本效应、油价超预期上涨。

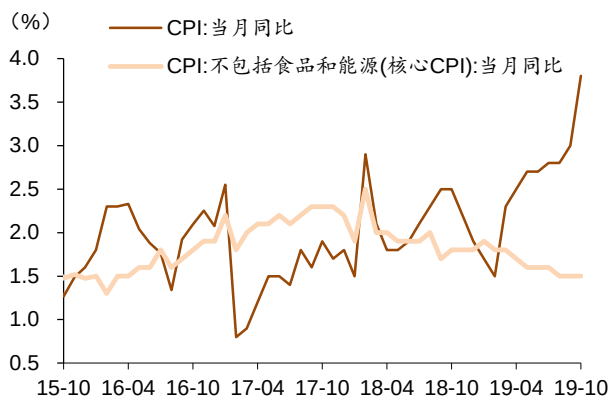
10 月通胀概览

10 月 CPI 同比 3.8%，市场预期 3.4%，前值 3%；环比 0.9%。

10 月 PPI 同比-1.6%，市场预期-1.6%，前值-1.2%；环比 0.1%。

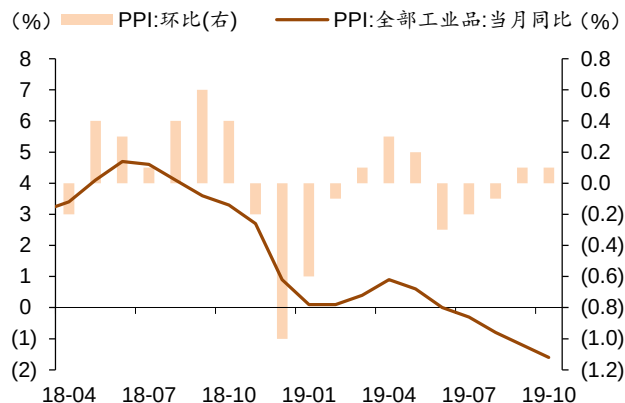
(市场预期为 Wind 一致预期)

图表1: CPI 走高, 核心 CPI 走平



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表2: PPI 同比下行, 环比持平前值



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

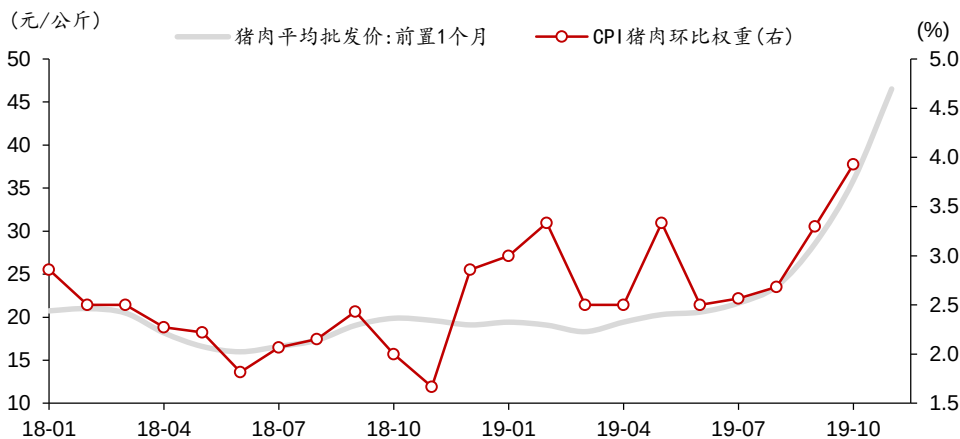
权重变化导致市场预期大幅低于实际值

当月 CPI 同比值高于市场预期 (Wind 一致预期) 0.4 个百分点, 可能主要因为忽视了猪肉在 CPI 环比中的权重变化。

由于统计局的物价统计实践是“采价→计算环比指数→计算定基指数→计算同比指数”，用高频价格加权测算 CPI 环比, 再用 CPI 环比推算同比是预测 CPI 的常用方法。这里“高频价格的拟合效果”与“分项环比的权重”成为测算的关键。

据统计局, CPI 分项权重是根据这一类商品和服务的消费支出占整个篮子里的总支出比重作为权重的。例如, CPI 猪肉环比, 是上个月猪肉消费支出在整个消费支出中的比重作为其权重; CPI 猪肉同比, 是上年同月猪肉消费支出占整个消费支出的比重作为权重。因此, 近几个月猪价大幅上涨造成了 CPI 猪肉环比权重显著提高 (“助长效应”)。据统计局解读稿, 测算 9 月 CPI 猪肉环比权重为 3.30%、10 月则大幅提高至 3.93%。当前猪价变化较大, 对权重影响显著, 或成为近期 CPI 测算误差的关键因素。根据 10 月 CPI 猪肉环比涨幅, 11 月 CPI 猪肉环比权重可能提高至约 4.7%, 猪价走势对 11 月 CPI 的影响也更大。

图表3: CPI 猪肉环比权重受前 1 个月猪价影响



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

10 月 CPI 同比达 3.8%，猪价涨幅贡献三分之二

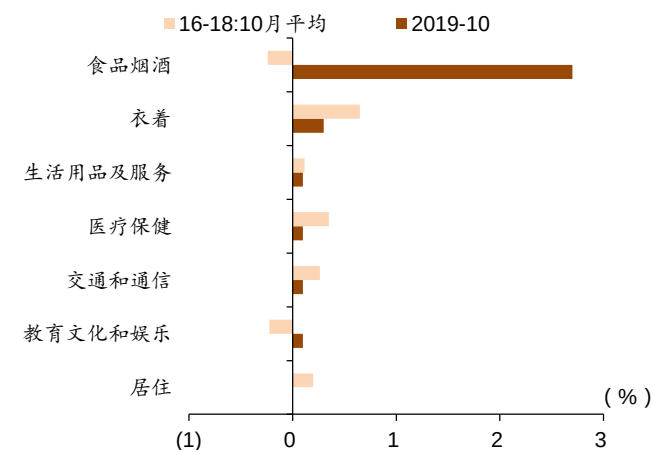
10 月 CPI 同比 3.8%，较上月走高 0.8 个百分点，其中翘尾因素约-0.3%。CPI 环比 0.9%，环比持平但高于历史同期水平（过去 5 年均值 0%）。核心 CPI 同比 1.5%，持平于上月。

分项来看：

10 月 CPI 食品同比 15.5%，环比 3.6%（过去 5 年均值-0.5%）。据统计局，10 月猪价环比涨 20.1%，占环比总涨幅近九成，同比涨 101.3%，占 CPI 同比总涨幅的近三分之二。受猪肉价格上涨拉动与消费替代需求影响，牛羊鸡鸭等价格均有上涨。当月猪价上涨的节奏之快、幅度之大，让猪肉与 CPI 成为牵动市场的焦点之一。猪肉供给的客观短缺是猪价上涨的基础，年初猪瘟扩散引发的加速出栏导致了价格低基数效应。非洲猪瘟发生后，今年上半年的涨价行情主要因存量生猪供给趋紧，但自 8 月以来可能切换至去年母猪存栏下降导致当前生猪供给无法衔接的阶段。以“规模以上生猪定点屠宰企业屠宰量”的历史均值与今年值对比，可以看到今年 8、9 月份供求缺口开始显著扩大，因此 10 月的涨势可能并未脱离基本面。蔬菜与鲜果供给充足，继续环比降价，其中果价降幅甚至超过季节性。近三个月来蔬菜与水果的偏弱表现，对通胀起到了一定的对冲降温效果，猪肉价格上涨是否挤出了其他消费还需要观察。

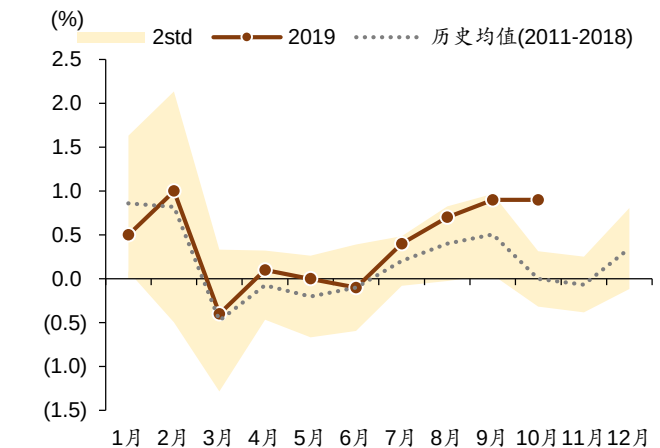
10 月 CPI 非食品同比 0.9%，环比 0.2%（过去 5 年均值 0.1%）。仅教育文娱环比涨幅高于季节性表现，其他分项物价均弱于历史同期。由于食品持续大幅涨价，资金向农业部门聚集对其他部门起到了挤出影响，反映了经济总需求的疲弱与社会存量资金的分化。后续需要观察，猪肉等价格上涨对非食品既有成本效应（比如工资要求提升），又有挤出效应（资金分配），需要观察哪一个效应更明显。

图表4：CPI 分项环比，食品烟酒显著高于季节性



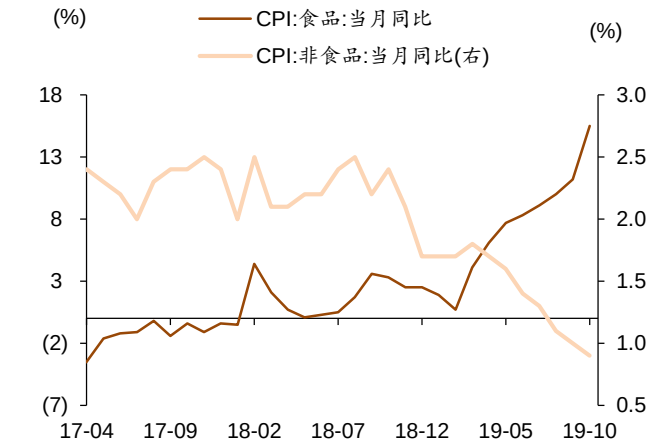
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表5：CPI 环比季节性



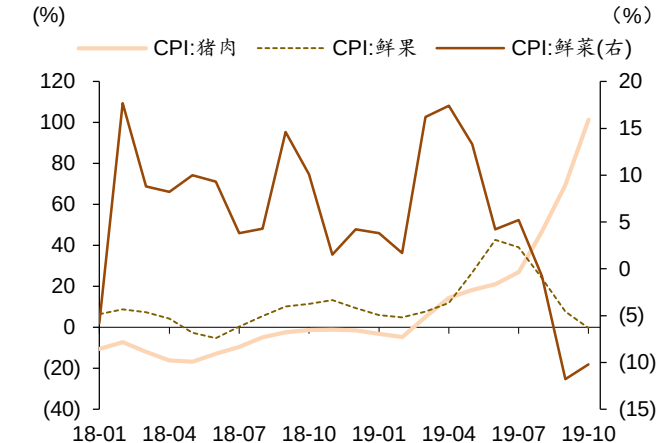
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表6: CPI 食品与非食品同比剪刀差继续走扩



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表7: CPI 猪肉同比走高、鲜果同比回落



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

10 月 PPI 同比回落，食品部门对其他部门形成挤出

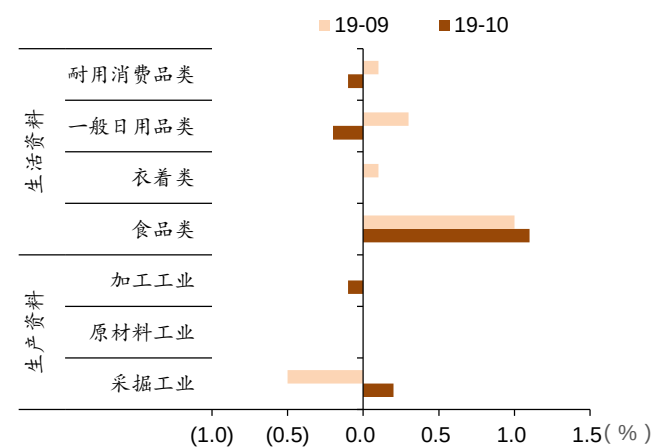
10 月 PPI 同比-1.6%，较上月回落 0.4 个百分点，其中翘尾因素约-1.2%。环比 0.1%，持平于上月。

分项来看：

10 月 PPI 生产资料同比-2.6%，环比持平。其中，采掘、原材料、加工工业环比分别为 0.2%、0、-0.1%。分产品看，农副产品环比 1.8%涨幅仍大，受成本端走高影响，已持续 8 个月涨价。同时能源、建材、其他工业原料等环比涨价，地产竣工提速对建材需求有所提振，而工业原材料连续两月涨价或预示 PPI 与库存周期已接近底部，基建投资可能继续提速。

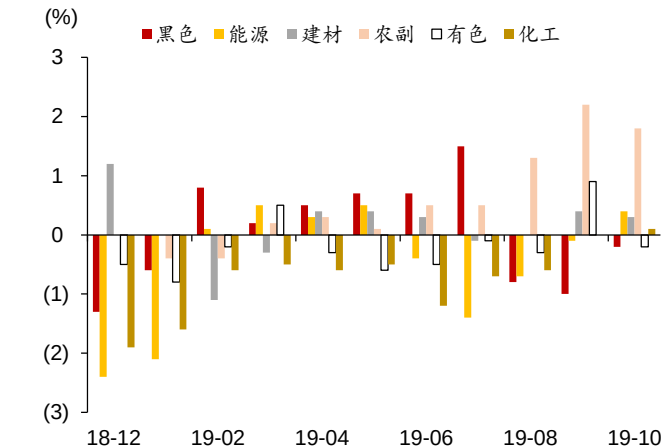
10 月 PPI 生活资料同比 1.4%，环比 0.3%。分项中，仅食品环比涨 1.1%，受肉类持续快速涨价带动。一般日用品与耐用品环比均有所降价，分别为-0.1%、-0.2%，食品部门涨价对其他部门的挤出影响明显。

图表8: PPI 分项环比



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表9: 10 月 PPIRM，农副食品环比涨幅高



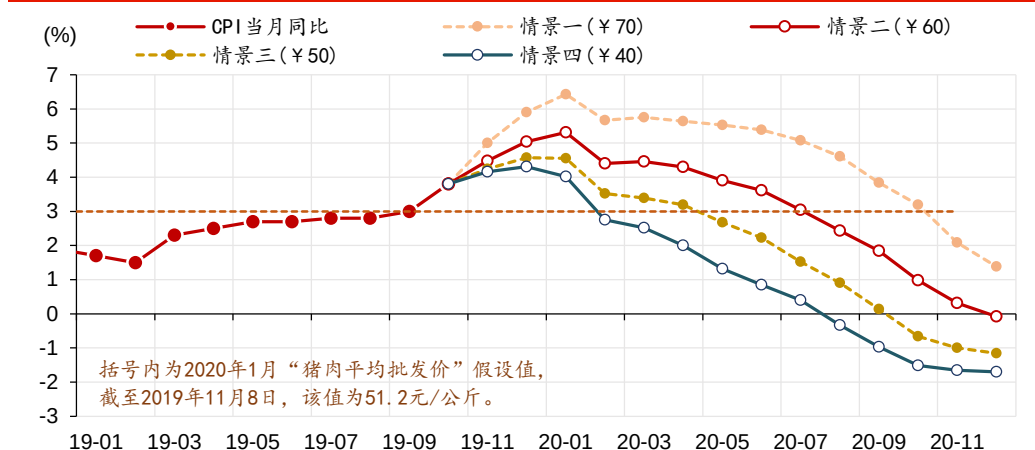
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

CPI 展望：2020 年 1 月达高点，全年呈下行走势

猪周期或成为决定明年 CPI 高点、中枢与节奏的关键。从当前猪肉供求缺口、年末需求高峰来看，猪周期上行演化还较难真正止步。近期放开巴西、加拿大等国家猪肉进口禁令有助于暂时缓解涨价压力，11 月初猪价也略有回落。但考虑到进口对于国内消费量只是杯水车薪，母猪与生猪存栏还未修复，本轮涨势可能还难以骤停。不过目前猪肉涨至高价区间，与其他肉类相对性价比快速切换（目前农业部平均批发价显示每公斤猪肉、牛肉、白条鸡分别为 51.2 元、69.7 元、20.9 元；去年同期价格分别为 19.3 元、59.1 元、14.9 元），对涨幅会有一定的内生抑制作用。此外，在政策扶持、养殖盈利扩大等因素下，养殖户的补栏热情或已处在修复阶段，母猪存栏量有望在四季度企稳。根据养殖周期推断，2020 年下半年生猪出栏有望修复。

我们预测，2019 年四季度 CPI 同比将持续走高，2020 年 1 月在翘尾与春节因素叠加下达到本轮最高点。由于今年 1-2 月份的低基数效应，加上春节前的需求弹性大，考虑猪肉的 CPI 占比、对其他食品的带动及在外餐饮项猪价仍存在上行风险，1-1.5% 的 CPI 预测都是“正常误差”。目前看，CPI 高点破 5% 的概率仍比较高，更高的可能性显然不能排除，性价比约束、进口补充供给缺口、行政干预三个因素是潜在变量。2020 年随着猪价基数逐月走高而猪肉涨价动能趋弱，CPI 或将呈下行走势。

图表10：CPI 测算（2019 年 11 月-2020 年 12 月为测算值）

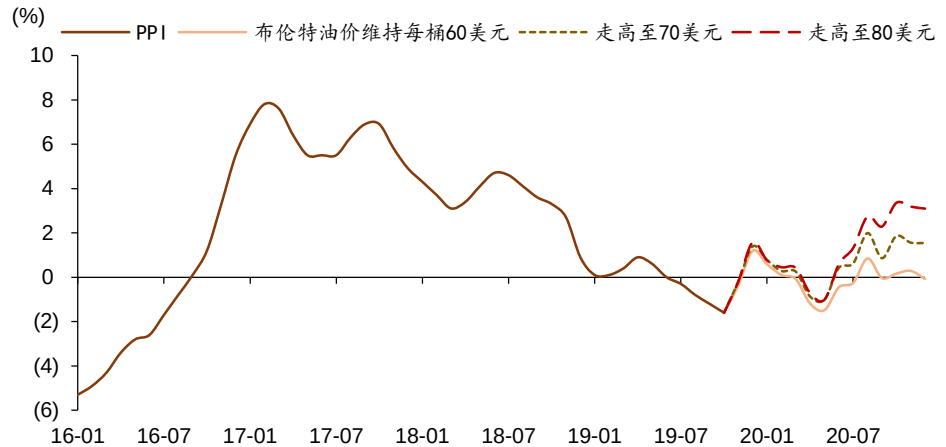


资料来源：Wind，华泰证券研究所

PPI 展望：实体通缩问题仍在，但年末或因基建发力与低基数提振

眼前实体通缩问题还未根本缓解，自今年 PPI 落入通缩区间已达 4 个月。与之伴随的是工业企业盈利负增长、亏损面不断扩大、投资疲弱、主动去库存周期拉长。但在边际上，已出现了 PPI 在年底回升的可能。其一，大规模基建投资发力已有预兆。9 月 4 日国常会部署后，各地加快项目上报，当月全国基建类项目申报投资额高达近 7 万亿，较上月多报 4 万亿，同比达 191.4%，已预示基建投资大幅反弹在即。其二，出口边际修复。10 月美元计出口增速回升 2.3 个百分点。目前中美贸易摩擦趋于收敛阶段，贸易环境好转利好出口回暖。其三，低基数提振。去年底 PPI 受国际油价大幅回落拖累，今年末 PPI 基数大幅走低。

图表11: PPI 测算 (2019 年 11 月-2020 年 12 月为测算值)



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

货币政策启示

成因决定应对思路。本轮由食品端供给收缩引发的局部物价走高是典型的结构性通胀。因此,眼前 CPI 走高对货币政策有扰动,但难以主导政策取向。货币政策不应抑制总需求来治理“猪引发的通胀”已成为当下市场共识,尤其实体通缩问题更值得担忧,但近期通胀预期略有回升。根据 10 月央行新闻发布会上孙国峰司长的表述, CPI 与 PPI 的动态发展变化与通胀预期是央行关注点,防止通胀预期扩散形成恶性循环。从央行城镇调查问卷结果看,三季度“物价预期指数”较前值走高 3.4 个百分点。考虑到四季度 CPI 还会持续走高,通胀预期难以降温,并且 3% 是今年政府工作目标上限值,货币政策短期内进一步宽松的阻力较大。

实体通缩压力决定了明年货币政策仍会结构性发力。由于总需求不足,除食品外的价格指数同比不断走低,而贷款利率目前仍在相对高位,实际利率水平持续攀升成为企业增加资本开支的阻力。同时,实体通缩造成的企业亏损、城镇居民就业问题更加棘手。若明年猪肉价格较快回落,下半年 CPI 反而还可能转向通缩压力。财政政策在逆周期调节过程中独木难支,明年货币政策仍有主动作为的空间和必要性。

上周央行调降 MLF 利率 5bp, 昭示不会因为猪价引发的通胀上行而紧缩。但根据 CPI 走势,为预防通胀预期的蔓延,明年 1 月前货币政策可能仍会受到抑制,操作上以结构性工具、对冲流动性缺口以及配合财政发力为主。而“降低融资成本”的任务,以改革为主,即完善 LPR 报价机制、提高 LPR 贷款定价占比、打破贷款利率隐性下限。为应对实体下行和通缩压力,央行仍有动力引导 LPR 下行,避免债市收益率大幅上行。但 OMO 等利率

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_9109

