

如何看待近期猪肉，PPI 与 MLF？——10 月通胀数据点评



报告发布日期 2019 年 11 月 10 日

研究结论

- **10 月 CPI (3.8%，前值 3%) 再次成为 9 月份 CPI 的强化版，向上的猪周期与承压的需求分化加剧：**猪肉价格（同比 101.3%，前值 69.3%，上行 32 个百分点，大幅高于之前两个月上行 23、20 个百分点）带动 CPI 食品项（15.5%，前值 11.2%）快速上行，牛肉（20.4%，前值 18.8%）、羊肉（16.1%，前值 15.9%）也出现进一步上涨；另一方面，非食品项同比进一步下降（0.9%，前值 1%），主要由成品油负增加加剧所导致（交通工具用燃料同比-15.1%，前值-12.1%），核心 CPI 停留在低位（连续 3 个月 1.5%，系 2016 年 3 月以来最低水平），尤其值得关注的是房租，同比录得 1.2%，仅仅比上一轮低点（出现在金融危机期间的 2009 年 6 月）1.1%高 0.1 个百分点。
- **展望之后猪价，上行趋势不改但幅度略有收窄。**一方面，从近期中高频数据来看，11 月份至今猪肉平均批发价同比 170%，较上月上行 33 个百分点，而 10 月相比 9 月上行 56 个百分点，趋势稍有所缓和；另一方面，我们将人均猪肉消费量（2018 年为 22.8 公斤）乘以 22 个省市猪肉平均价，再除以城镇居民人均消费性支出来衡量居民消费猪肉的压力，不难发现，截至今年二季度，这一压力没有超过有统计数据以来的高点，但三、四季度迅速攀高，当前已达到 4.7%（四季度数据采用截至当前的猪价*单季度猪肉消费量/上季度单季支出），这同样将对猪肉价格后续的上行空间构成一定制约。
- **本月 PPI 数据并不差，相比同比的进一步下行，更值得关注的是环比维持了 0.1% 的增长，连续两个月高于 0，其中生产资料 PPI 连续两个月保持为 0（之前连续 3 个月低于 0）。**从过去几年的情况来看，PPI 同比数据受到基数压力的影响更大，环比变化并不能主导 PPI 的走势，这一特征导致了当前 PPI 的萎靡，随着 11 月、12 月 PPI 基数压力的回落，预计 PPI 将出现反弹。
- 在猪肉价格带动的高通胀背景下，11 月 5 日，央行开展 MLF 操作 4000 亿元，与当日到期量基本持平，中标利率为 3.25%，较上期下降 5 个基点。尽管利率市场化改革的目标本身就是实体经济融资成本的下降，但经历了前期 MLF 调降落空、9 月份 LPR 不下降等事件之后，本次 MLF 下行略超市场预期。**如何综合看待近期猪肉，PPI 与货币政策？我们认为：（1）11 月降 MLF 的一个重要背景在于 10 月份 R007、DR007（描述银行间资金流动性是否合理充裕的最重要指标）已达到年内高位，央行具有一定的呵护流动性的必要：10 月份 DR007 为 2.8%、R007 为 2.65%，高于 9 月份 2.72%、2.63%，而且双双达到年内高点，MLF 调降后 11 月至今已降低到 2.55%、2.42%，效果明显；（2）猪肉对货币政策的影响有限，当前结构性通胀并不会长期维持，我们判断 2020 年下半年通胀预计会明显快速下行；（3）不应期待对货币政策有过高期待，原因并非猪肉价格导致的通胀，而是：1、长期下行的趋势已经确立，需要为利率留出下行空间；2、地产出现普遍放松的可能性很小，相应降低对流动性的需求；3、利率变动频率可参考美联储（一个季度一次），频繁变动利率增加政策不稳定性，我们判断 12 月 LPR 大概率不会再变动；4、需求没有那么差，核心 CPI 尽管较低，但本月出现企稳，PPI 环比连续两个月上涨，释放乐观信号，企业中长期贷款的改善也支持前期货币政策开始起效。**
- 风险提示：基建持续性低于预期，PPI 下行压力加剧；稳定生猪供应的政策见效弱于预期。

证券分析师 孙金霞
021-63325888*7590
sunjinxia@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860515070001

证券分析师 王仲尧
021-63325888*3267
wangzhongyao1@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860518050001

联系人 陈至奕
021-63325888-6044
chenzhiyi@orientsec.com.cn

联系人 曹靖楠
021-63325888-3046
caojingnan@orientsec.com.cn

相关报告

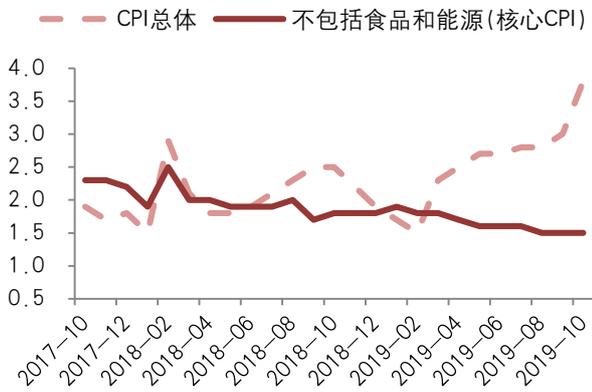
PMI 继续走弱	2019-11-01
价格拖累盈利下滑——9 月工业企业效益数据点评	2019-10-28
经济增长继续放缓，季末工业生产强劲反弹——三季度经济数据点评	2019-10-19

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

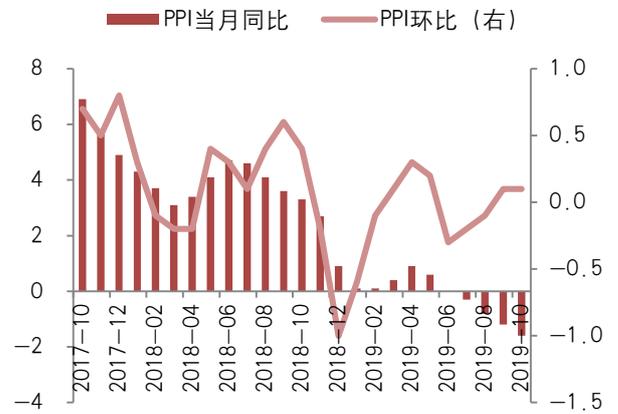
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

图 1: CPI 近期走势 (%)



数据来源: Wind, 东方证券研究所

图 2: PPI 近期走势 (%)



数据来源: Wind, 东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有

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_9113

