

宏观研究/动态点评

2019年11月10日

李超 执业证书编号: S0570516060002
研究员 010-56793933
lichao@htsc.com

朱洵 执业证书编号: S0570517080002
研究员 021-28972070
zhuxun@htsc.com

相关研究

- 1《宏观: 数据微幅改善, 贸易形势仍有压力》
2019.11
- 2《宏观: 外储环比增加, 国际收支压力不大》
2019.11
- 3《宏观: 四中全会公报值得关注的新变化》
2019.11

四季度 CPI 持续面临较强上行压力

10 月通胀数据点评

四季度 CPI 持续面临较强上行压力

10 月 CPI 环比+0.9%，同比+3.8%，高于我们预期 0.4 个百分点。我们将 2019/2020 全年通胀中枢预测分别上调到+2.9%和+3.6%，今年年末 CPI 同比增速可能接近+5%，而 2020 年 CPI 高点可能达到+5.5%左右，时点在年初 1 月份。在短期内经济类滞胀压力加大的情况下，稳增长可能是国家首要确保的经济工作目标，可能适度提高通货膨胀的容忍度；2020 年政府工作报告存在较大概率将 CPI 目标值上调至 3.5%左右，同时应继续发力保障重要农产品合理充裕供给。

猪肉 CPI 环比和同比涨幅继续扩大，涨价压力趋缓需等待补栏逐渐完成

我们认为，今年 8 月以来猪肉价格快速上行，主要还是因为供给端存栏量维持低位，而对猪肉的需求端向下的弹性不大，供不应求的缺口短期难以弥补。市场预期受猪肉供给不足的信息影响较大，部分养殖户可能存在压栏行为，这可能加剧近期猪价上行幅度。对未来猪肉价格走势的判断，我们认为，存栏仍需时间，叠加年底为春节备货等因素，猪价可能到 2020 年春节前后（1-2 月）都将维持上涨，价格涨势趋缓需等待补栏逐渐完成。但到 2020 年下半年，随着猪肉供给量可能逐渐增大，猪肉价格有望环比回落，受其影响，届时食品 CPI 的表现可能弱于历史季节性。

涨价压力在 CPI 各类别间出现扩散了吗？

我们认为猪肉持续涨价将使其他肉禽蛋类对产生一定的替代效应，可能令涨价出现一定的结构性扩散。不过目前看来，今年并未出现大范围极端天气，鲜菜鲜果价格表现较为正常，而牛/羊/鸭蛋价格同比上涨暂未达到明显风险情形、涨幅远低于猪肉。除食品价格之外，CPI 其他用品及服务（主要是首饰手表、箱包、美容美发等高端消费）同比在今年二季度以来也较快上行，我们认为其反映了消费升级因素、以及流动性存量在一定程度上向高端消费和服务领域溢出现象。整体来看，目前的通胀风险主要集中在体现为猪肉价格的上涨，其他类别暂未出现快速上行风险。

较低的翘尾因素拖累 PPI 当月同比继续下行，明年一季度有望转正

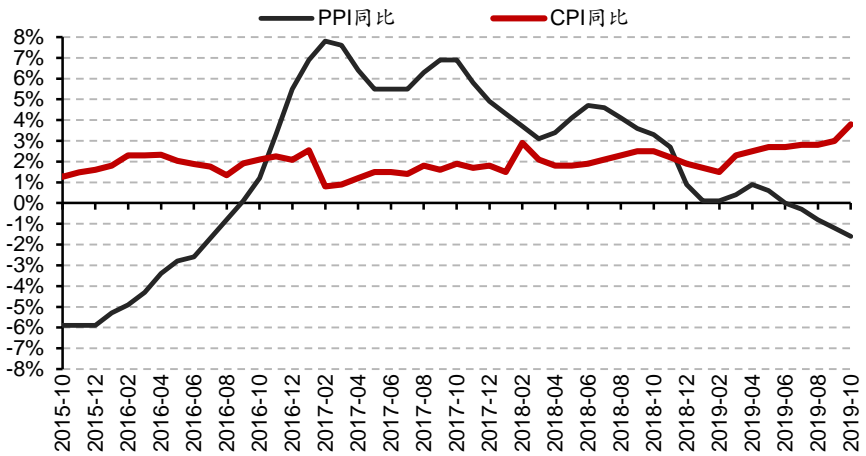
10 月 PPI 环比+0.1%，同比增速-1.6%，高于我们预期 0.1 个百分点，持平 Wind 一致预期。10 月份原油、黑色、煤炭行业价格环比强于前值。我们认为，目前原油的供需基本面大体均衡；供给侧政策暂未对各类大宗商品价格体现明显正面逻辑，未来一至两个季度，PPI 环比重点关注基建等政策刺激投放节奏。我们中性预计今年 PPI 中枢在-0.5%~0 之间，2020 年 PPI 翘尾因素可能较今年上行，同时经济下行压力可能倒逼基建等需求侧政策刺激从明年初开始就较早投放。今年四季度可能是 PPI 的阶段性低点，明年一季度 PPI 有望由负转正。

需警惕通胀预期自我实现的通胀风险情形

各国中央银行都认为通胀是一种货币现象，我们认为中国的流动性存量过剩在过去主要体现在地产价格上涨，而目前政策继续坚持“房住不炒”，当前较为宽裕的流动性存量也可能成为 CPI 持续上行的推动因素。在猪价居高不下、且可能环比继续上涨的背景下，我们应警惕在 CPI 同比突破+3%以后，通胀预期自我实现；若国际油价再出现上涨，可能形成猪油共振的通胀风险情形。我们将 2019/2020 全年通胀中枢预测分别上调到+2.9%和+3.6%，2020 年 CPI 高点可能达到+5.5%左右，如果国际油价再出现快速上涨，在猪油共振的风险情形下，预计 2020 年 CPI 高点有可能突破+6%。

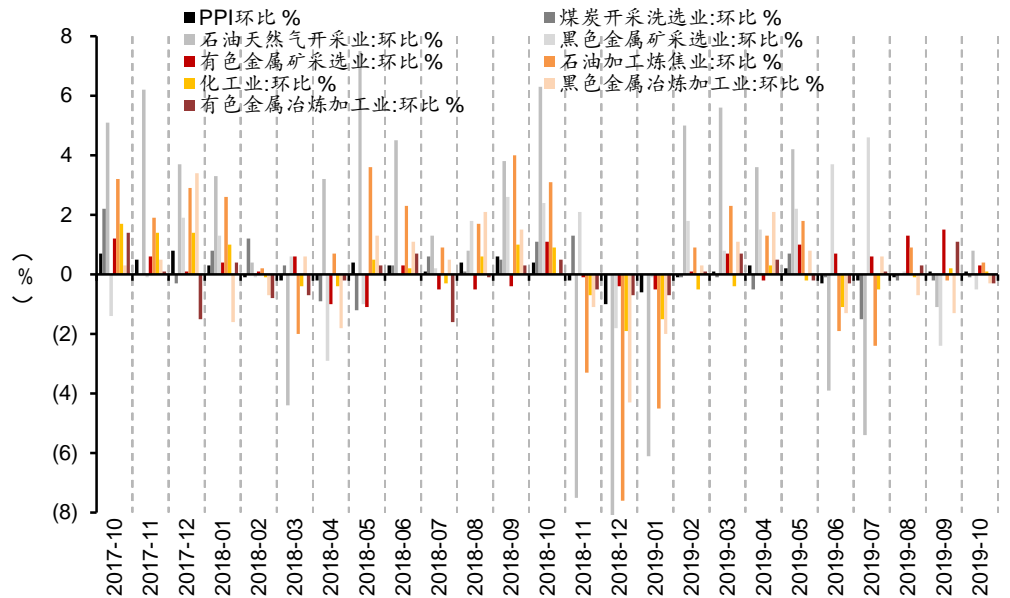
风险提示：受猪周期上行因素影响，通胀上行速度可能超预期，货币政策可能超预期收紧，对资本市场和实体经济产生超预期负面冲击。

图表1: 2019年10月份PPI同比下行, CPI同比增速上行较快



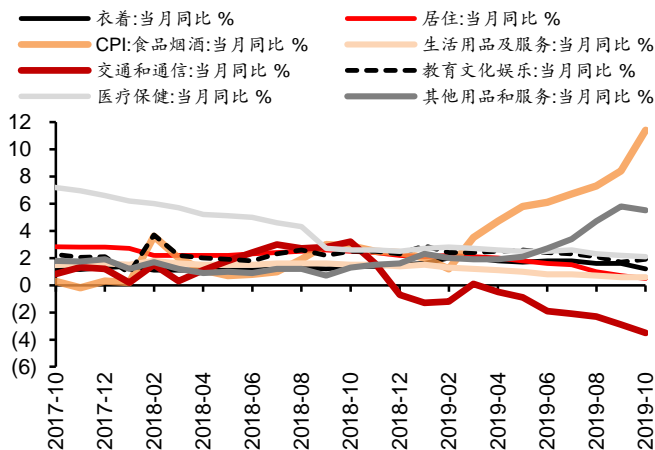
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表2: 2019年10月, PPI原油、黑色、煤炭行业价格环比强于前值



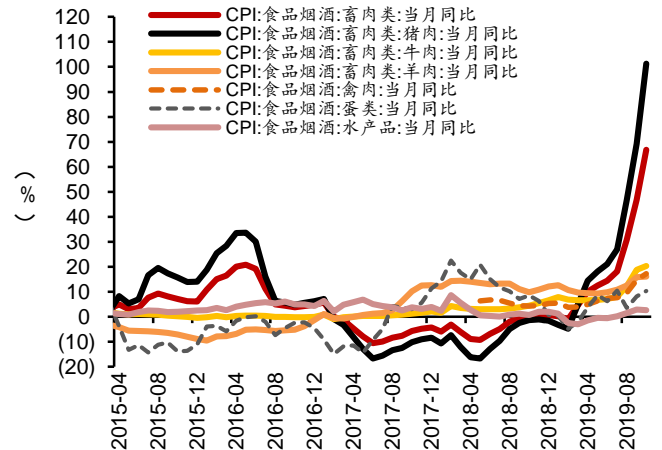
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表3: CPI新涨价因素仍主要集中在食品端 %



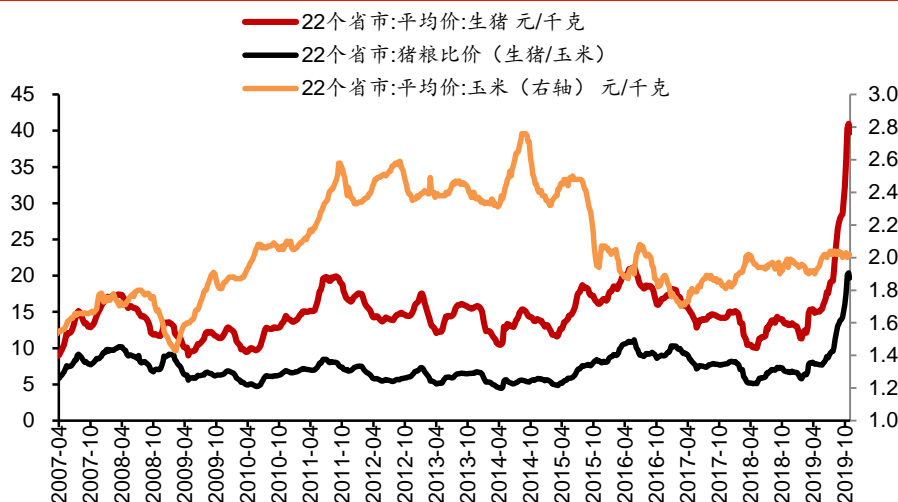
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表4: 猪肉价格同比涨幅快速扩大



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表5：生猪价格和猪粮比均继续上行



资料来源：Wind，华泰证券研究所

10月CPI环比+0.9%，同比+3.8%，高于我们预期0.4个百分点。10月食品CPI同比达到+15.5%，非食品CPI同比小幅回落到+0.9%。在短期内经济类滞胀压力加大的情况下，稳增长可能是国家首要确保的经济工作目标，可能适度提高通货膨胀的容忍度；2020年政府工作报告存在较大概率将CPI目标值上调至3.5%左右，同时应继续发力保障重要农产品合理充裕供给。

我们认为，尽管当前看来新涨价因素主要集中在猪肉一项，但仍需警惕CPI突破+3%之后，通胀预期自我实现的风险情形。而且各国中央银行都认为通胀是一种货币现象，我们认为中国的流动性存量过剩在过去主要体现在地产价格上涨，但目前政策继续坚持“房住不炒”，当前较为宽裕的流动性存量也可能成为CPI持续上行的推动因素。在猪价居高不下、且可能环比继续上涨的背景下，我们应警惕在CPI同比突破+3%以后，通胀预期自我实现；若国际油价再出现上涨，可能形成猪油共振的通胀风险情形。

10月猪肉CPI环比+20.1%、同比+101.3%，环比和同比涨幅均较前值扩大，统计局解释猪肉一项对CPI当月同比拉动2.43个百分点。截至11月8日，农业部口径猪肉均价为51.4元/公斤，2019年11月均价同比涨幅达到+170%，猪价同比涨幅可能继续扩大。

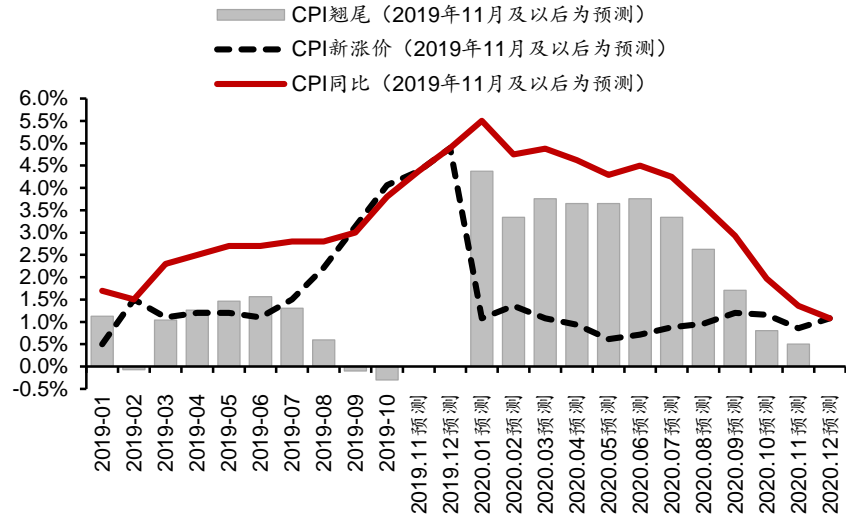
我们认为，今年8月以来猪肉价格快速上行，主要还是因为供给端存栏量维持低位，而对猪肉的需求端向下的弹性不大，供不应求的缺口短期难以弥补。市场预期受猪肉供给不足的信息影响较大，部分养殖户可能存在压栏行为，这可能加剧了近期的猪价上行幅度。

本轮猪周期上行受非洲猪瘟疫情影响较大，叠加了养殖行业环保标准严格化等因素，导致存栏持续较低、补栏不易。国家已出台一系列政策鼓励补栏、增加猪肉供给：1) 调集多批冷冻储备猪肉投放市场；2) 部分省份推出生猪养殖鼓励政策。农业部数据显示9月生猪存栏量较8月环比下行3%，尽管生猪和能繁母猪存栏量仍在下行，但存栏环比下行速度较6-8月放缓，我们认为这可能反映了部分地区已在补栏过程中（但目前出栏量仍大于补栏量）。

对未来猪肉价格走势的判断，我们认为，存栏仍需时间，叠加年底为春节备货等因素（今年春节较早，猪价从12月底开始就可能反映春节的季节性上涨压力），猪价可能到2020年春节前后（1-2月）都将维持上涨，价格涨势趋缓需等待补栏逐渐完成。由于2018年11月~2019年2月的猪肉价格基数维持较低，我们认为，至少在2020年二季度之前，猪肉CPI同比上涨压力可能持续较大，对期间CPI持续形成较强上行压力。但到2020年下半年，随着猪肉供给量可能逐渐增大，猪肉价格有望环比回落，受其影响，届时食品CPI的表现可能弱于历史季节性。

我们将2019/2020全年通胀中枢预测分别上调到+2.9%和+3.6%，今年年末CPI同比增速可能接近+5%，而2020年CPI高点可能达到+5.5%左右，时点在年初1月份；2020年1-8月CPI可能都高于+3%，但年末CPI可能回落到+1%~+1.5%之间。如果国际油价再出现快速上涨，在猪油共振的风险情形下，预计2020年CPI高点有可能突破+6%。

图表6：我们上调通胀预测，2020年通胀高点可能在年初（1月是春节月份），高点可能在+5.5%左右



资料来源：Wind，华泰证券研究所

风险提示

受猪周期上行因素影响，通胀上行速度可能超预期，货币政策可能超预期收紧，对资本市场和实体经济产生超预期负面冲击。

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_9124

