

宏观周报

结构通胀持续上行，货币政策温和宽松——10月份物价数据点评

■ 核心观点

第一，10月CPI同比上涨3.8%，高于上月0.8个百分点；环比上涨0.9%，与上月持平。食品价格是导致CPI继续攀升的主要因素。其中，猪肉价格环比继续大涨20.1%，涨幅较上月进一步扩大。受猪肉价格上涨拉动与消费替代需求影响，其它肉类均出现不同程度上涨。鲜菜和水果供应充足价格回落则起到一定对冲作用。

第二，从生猪存栏以及能繁母猪数据来看，未来猪肉供给还会进一步紧张，猪肉价格存在继续上涨的压力。预计2020年1月CPI同比增速将达到本轮通胀的高位，可能会超过4.5%，明年下半年猪肉价格有望开始回落。我们认为，在经济基本面依然存在下行压力、核心CPI增速低迷、PPI同比处于下行通道的情况下，面对仅由猪肉价格大幅上涨带来的CPI结构性通胀，货币政策仍将保持温和宽松。11月5日，央行下调MLF利率5个BP，也向市场传递了货币政策仍在宽松趋势，降低实体经济融资成本以及稳增长仍是货币政策的主要任务。

第三，10月份PPI同比增速继续下滑0.4个百分点至-1.6%；PPI-CPI裂口进一步扩大到-5.4%，显示经济向下的压力依然在增大。

第四，PMI已连续6个月处于荣枯线下，工业企业利润增速仍为负增长，工业景气度总体低迷的状况决定PPI难有强劲表现。但考虑PPI去年同期基数的逐渐降低，年底PPI同比或有一定程度的反弹，但四季度总体仍将在负区间徘徊。预计2020年通缩压力将会显著减轻。

本周市场重点

11月9日，国家统计局公布了10月物价数据：10月份CPI同比3.8%（上期3.0%），环比0.9%；PPI同比-1.6%（上期-1.2%），环比0.1%。

■ 结构性通胀继续上行，猪肉价格仍是主导

10月CPI同比上涨3.8%，达到2013年12月以来最高涨幅，高于上月0.8个百分点；环比上涨0.9%，与上月持平。食品价格是导致CPI继续攀升的主要因素：10月CPI食品分项环比涨幅高达3.6%，超过2月春节期间涨幅，较上月进一步上升0.1个百分点，影响CPI上涨约0.78个百分点。食品中，猪肉价格继续上涨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。受猪肉价格上涨拉动与消费替代需求影响，牛肉、羊肉、鸡肉和鸭肉价格均有所上涨，涨幅在1.0%—3.1%之间，四项合计影响CPI上涨约0.06个百分点。鲜菜和水果供应充足，环比出现不同程度的回落，二者合计影响CPI下降约0.14个百分点，起到了一定的对冲作用。

扣除食品和能源价格的核心 CPI 环比上涨 0.1%，涨幅比上月回落 0.1 个百分点；同比上涨 1.5%，涨幅与上月相同。**核心 CPI 自年初以来震荡下行，显示经济总需求依然较弱。**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%，总体稳定。无论从环比还是同比来看，猪肉价格的大涨都是主导因素，结构性通胀延续。短期预计 11 月 CPI 环比增速 0.1%，同比 4.2%。

■ “猪通胀”仍有上行压力，货币政策何去何从？

从生猪存栏以及能繁母猪数据来看，未来猪肉供给还会进一步紧张，猪肉价格存在继续上涨的压力。根据中国政府网数据，生猪存栏同比增速从年初的-13.1%下降到 9 月份的-41.0%，能繁母猪同比增速从年初的-15.6%下降到 9 月份的-39.0%，生猪存栏的断崖式下降意味着将来的生猪出栏增速会进一步大幅下行，能繁母猪增速的大幅下降意味着生猪未来的补栏能力大幅下降。当前似乎还不是猪肉供给最紧张的时期，猪肉价格未来还会继续上涨，并带动 CPI 同比增速上行。受 2020 年春节错位的影响，预计 2020 年 1 月 CPI 同比增速将达到本轮通胀的高位，可能会超过 4.5%。根据商务部的公布，生猪的供给将会从明年下半年开始增加，届时猪肉价格将会回落。

回顾过去三轮猪肉价格大幅上涨的历史可以发现：在前两轮猪肉价格上涨时期（2006.06—2007.12 和 2009.05—2011.07），CPI 增速都大幅超过 3%，PPI 也处于上行态势，经济总需求强劲并处于过热期，货币政策都采取了连续加息。在第三轮猪肉价格大幅上涨时期（2015.01—2016.05），CPI 温和上涨，没有对货币政策宽松形成掣肘。同时，PPI 持续为负，经济增长存在较大下行压力，货币政策连续下调存贷款基准利率。本轮猪肉价格大幅上涨的经济环境与第三轮猪肉价格上涨时期更为相似，但本轮 CPI 上涨的幅度更大。

我们认为在经济基本面依然存在下行压力、核心 CPI 增速低迷、PPI 同比处于下行通道，面对仅由猪肉价格大幅上涨带来的 CPI 结构性通胀，不会导致货币政策转向收紧，但较高的通胀预期可能会牵制货币政策宽松操作的幅度，**货币政策仍将保持温和宽松。**11 月 5 日，央行下调 MLF 利率 5 个 BP，也向市场传递如下几个信号：其一，货币政策仍处在宽松趋势，并未因 CPI 的高涨转向收紧，缓解市场担忧；其二，降低实体经济融资成本仍是货币政策的重要任务，MLF 利率的下调有助于推动 LPR 报价的下行；其三，修复债券市场过度的悲观情绪，防止无风险利率的上行向实体经济融资传导。

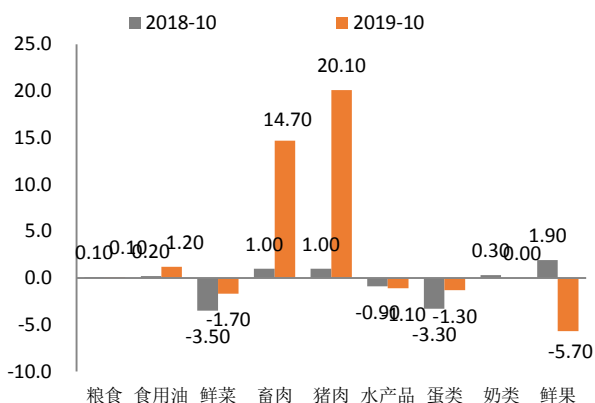
■ PPI 环比微涨，同比降幅扩大

10 月份 PPI 同比增速继续下滑 0.4 个百分点至-1.6%；PPI-CPI 裂口进一步扩大到-5.4%，显示经济向下的压力依然在增大。PPI 环比增速 0.1%，涨幅与上月相同；其中，生产资料价格持平；生活资料价格上涨 0.3%，涨幅比上月回落 0.2 个百分点。从调查的 40 个工业行业大类看，价格上涨的有 17 个，比上月减少 1 个；下降的 16 个，增加 5 个；持平的 7 个，减少 4 个。主要行业中，由降转涨的有石油和天然气开采业，上涨 0.8%；石油、煤炭及其他燃料加工业，上涨 0.4%；燃气生产和供应业，上涨 0.3%。降幅收窄的有黑色金属矿采选业，下降 0.5%，比上月收窄 1.9 个百分点；黑色金属冶炼和压延加工业，下降 0.3%，收窄 1.0 个百分点；煤炭开采和洗选业，下降 0.1%，收窄 0.1 个百分点。农副食品加工业上涨 1.8%，涨幅与上月相同。有色金属冶炼和压延加工业由涨转降，下降 0.3%。

■ 工业品价格继续在负区间徘徊

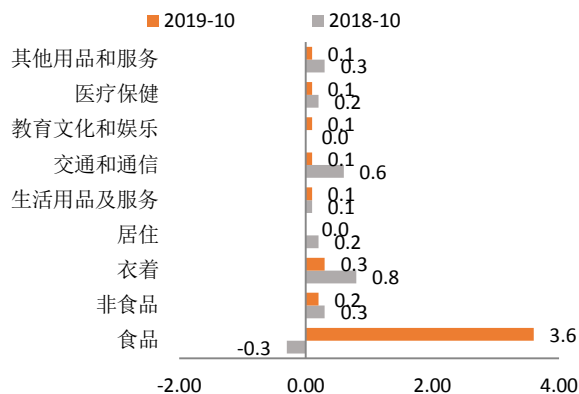
从四季度来看，PPI 同比仍有下行压力。PMI 已连续 6 个月处于荣枯线下，工业企业利润增速仍为负增长，工业景气度总体低迷的状况决定 PPI 难有强劲表现。但考虑 PPI 去年同期基数的逐渐降低，年底 PPI 同比或有一定程度的反弹，但四季度总体仍将在负区间徘徊。短期来看，预计 11 月份 PPI 环比为-0.1%，同比进一步降至-1.5%。

图表1 CPI 食品价格分项环比涨幅 (%)



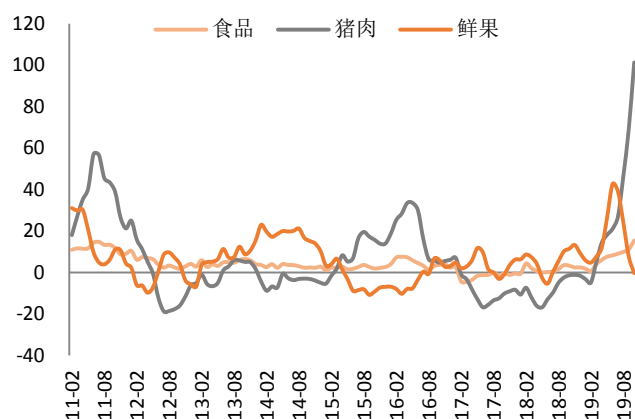
资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表2 CPI 非食品价格分项环比涨幅 (%)



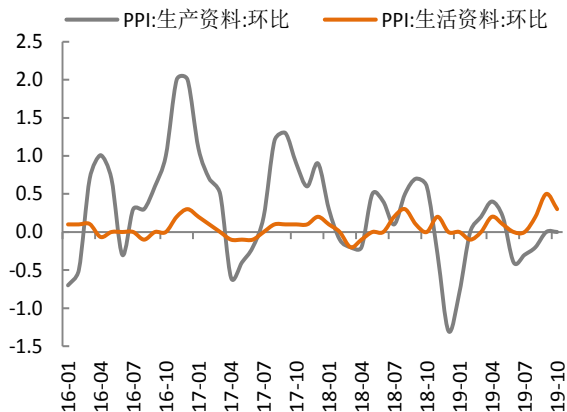
资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表3 猪肉价格同比涨幅突破前高 (%)



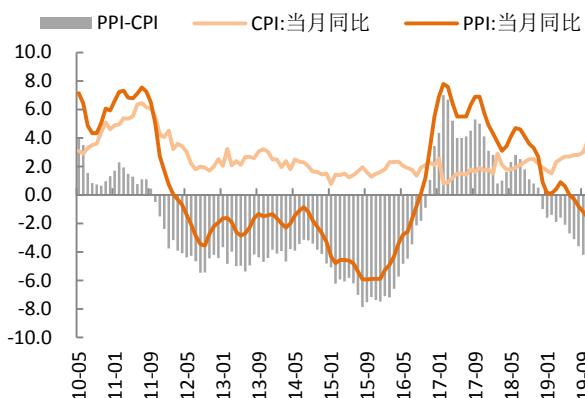
资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表4 PPI 生产资料和生活资料环比变化 (%)



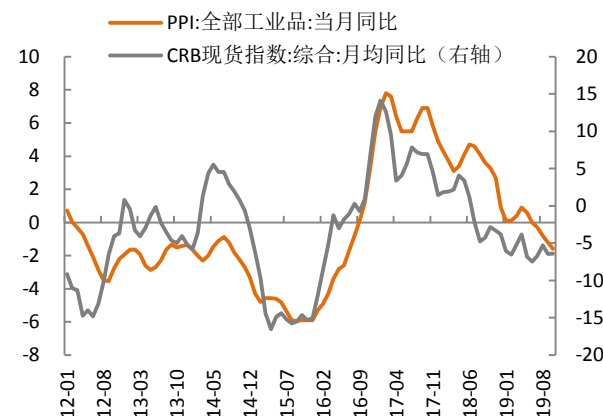
资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表5 PPI-CPI 负裂口进一步扩大 (%)



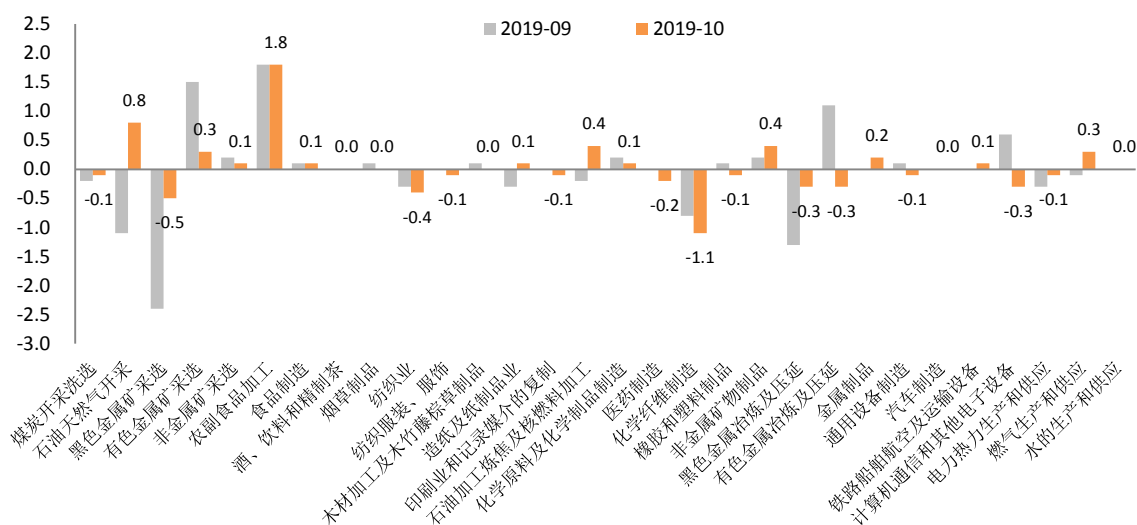
资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表6 CRB 指数低迷拖累 PPI 走势 (%)



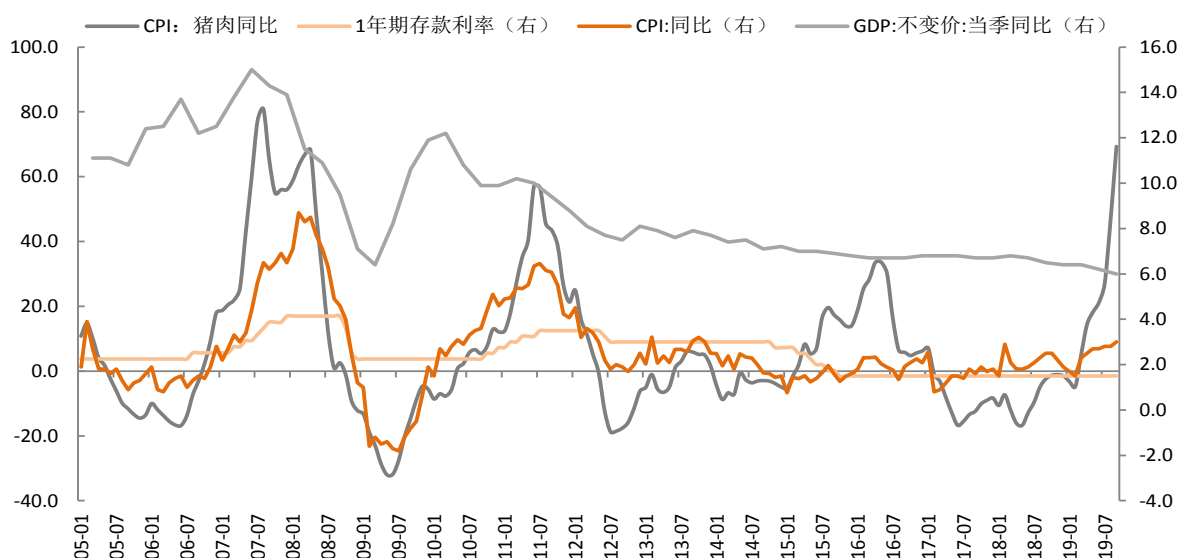
资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表7 分行业 PPI 环比情况 (%)



资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表8 猪肉价格上涨与政策利率调整 (%)



资料来源: WIND, 平安证券研究所

上周市场动态

■ 第二届中国国际进口博览会开幕

事件：11月5日，第二届中国国际进口博览会在上海国家会展中心开幕。国家主席习近平出席开幕式并发表题为《开放合作 命运与共》的主旨演讲，强调各国要以更加开放的心态和举措，共建开放合作、开放创新、开放共享的世界经济，重申中国开放的大门只会越开越大，中国坚持以开放促改革、促发展、促创新，持续推进更高水平的对外开放。

点评：进博会是我国对外开放的重要平台，习主席的演讲也是对我国进一步深化对外开放的态度展现。第一，在第一届进博会上，习主席宣布了扩大对外开放的五项举措，并对上海提出了三点进一步开放的要求，到本届世博会开幕，这些开放措施已经基本落实，体现出中国的信誉。第二，习主席的演讲还提到了经济全球化中的各国合作问题，包括RCEP谈判进程等，在贸易保护主义抬头的当下，展现了中国对外开放的决心。第三，习主席谈及自贸区建设及营商环境的问题，表明中国在对外开放的过程中切实为外资营造了更加便利的环境。第四，习主席强调了中国市场的潜力和中国经济的前景，对世界各国而言，中国的市场十分广阔，中国经济的未来也是世界经济未来的重要组成部分，展现了中国对外开放的胸怀。

■ 国务院金融稳定发展委员会召开第九次会议

事件：11月6日，国务院金融稳定发展委员会（以下简称金融委）召开第九次会议，会议指出，从金融服务实体经济和防范化解金融风险的角度，高度重视建设现代中央银行制度，加强资本市场基础制度建设，健全具有高度适应性、竞争力、普惠性的现代金融体系，深化国有企业改革，支持中小企业发展，建立知识产权侵权惩罚性赔偿制度，健全支持民营经济、外商投资企业发展的法治环境，完善科技创新体制机制等重要要求。要真正抓好贯彻落实，自觉把金融工作放到推进国家治理体系和治理能力现代化的大局中思考，落实好新发展理念，加强金融领域制度建设，增强金融业治理能力。金融部门要按照党中央、国务院要求，齐心协力扎实做好“六稳”工作，防范化解各类风险，保持经济运行在合理区间。深化中小银行改革，健全适应中小银行特点的公司治理结构和风险内控体系，从根源上解决中小银行发展的体制机制问题。要完善金融支持科技创新的政策措施，优化科技创新融资方式，改善配套政策环境。

■ 国务院发布《关于进一步做好利用外资工作的意见》

事件：11月7日，国务院发布《关于进一步做好利用外资工作的意见》（以下简称《意见》），《意见》包含四个方面：深化对外开放；加大投资促进力度；深化投资便利化改革；保护外商投资合法权益。内含二十条政策措施。

点评：《意见》是国务院近三年来出台的第四份关于外资利用的文件，要求进一步降低外资准入措施，通过落实准入前后的国民待遇措施，保障外资在准入后的经营活动的便利性。同时，《意见》中提到，要在中西部地区建立保税区，通过此项措施帮助我国中西部地区吸引外资。过去我国外资机构集中在东南沿海地区，设立保税区后有望对我国外资分布结构进行调整。《意见》特别提到全面取消在华外资银行、证券公司、基金管理公司等金融机构业务范围限制，

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_9138

