

“高通胀”是结构性的、暂时的，不必惊慌——2019年10月物价数据点评

2019年11月9日

宏观经济 | 事件点评

王宇鹏

首席宏观分析师

执业证书编号：S1480519070003

电话：010-66554151；邮箱：wangyp_yjs@dxzq.net.cn

事件：

10月CPI同比上涨3.8%，前值3%，环比上涨0.9%；PPI同比下降1.6%，前值-1.2%，环比上涨0.1%。

观点：**1. 猪肉和“蛋白质替代品”推升CPI，排除猪肉，CPI非常平稳**

10月CPI同比上涨3.8%，较前值上升了0.8%；环比上涨0.9%，与前值相同。食品烟酒价格同比上涨11.4%，影响CPI同比上涨约3.37个百分点。食品项众多肉类价格持续高企，使得食品项仍然是拉动CPI大幅上涨的主要因素。食品各细项中猪肉价格涨幅（101.3%）最大，影响CPI同比上涨2.43个百分点，占CPI同比总涨幅的近三分之二，为有史以来新高。非洲猪瘟的影响持续加重，2018年年底至今生猪和能繁母猪存栏量仍在减少，供给或将持续低迷。与此同时，受国庆节影响，肉类尤其是猪肉需求加速上升。因此，猪肉供给缺口持续空前，猪肉价格继续大幅上涨。受猪肉消费替代和国庆节影响，牛肉、羊肉、鸡肉、鸭肉和鸡蛋价格均有所上涨，同比涨幅在12.3%—21.4%之间，五项合计影响CPI同比上涨约0.41个百分点。但牛羊肉消费量较猪肉小，且全球可进口量大，牛羊肉涨价幅度相对可控。随着气温开始转凉，蛋鸡“歇伏期”结束，产能恢复，鸡蛋市场供应增加。且蛋、鸡生产周期短，需求增加，供给可以得到及时充分的补充。因而同比涨幅有限，且鸡蛋环比价格由涨转降，下降1.5%，影响CPI环比下降约0.01个百分点。6月之后灾害性天气呈持续下降趋势，从而使得时令瓜果蔬菜能够集中大量上市，与此同时，8月到10月是各类水果集中收获的季节，瓜果蔬菜供应增加，市场供给十分充足，鲜菜价格同比下降10.2%，鲜果价格由涨转降，同比下降0.3%，两项合计影响CPI同比下降约0.28个百分点。

非食品项价格走势温和，波动较小，对CPI涨幅形成抑制。10月非食品项同比上涨0.9%，较前值下降0.1个百分点；环比上涨0.2%，与前值持平。其中，受天气转凉和节日因素影响，衣着环比上涨0.8%。国庆节期间出行增加，宾馆住宿、旅行社收费和飞机票价格分别环比上涨2.1%、0.7%和0.5%，三项合计影响CPI环比上涨约0.01个百分点。受经济下行影响，假期部分服务消费力度弱于历史同期交通和通信价格同比下降3.5%。

食品项是推升目前CPI涨幅的核心原因，非食品项较为稳定，总需求仍然平稳，并且存在一定的下行压力。排除猪肉，CPI非常平稳。非食品价格上涨0.9%，涨幅回落0.1个百分点，影响CPI上涨约0.70个百分点。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。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。目前物价反而说明“经济总需求疲软”。与CPI涨幅高企形成对比的是，非食品价格涨幅不断回落、PPI跌幅不断扩大，恰恰反映的是目前经济总需求疲软。

2. PPI跌幅扩大，工业生产压力仍存

PPI 同比下降 1.6%，降幅扩大 0.4 个百分点。环比上涨 0.1%，与前值持平。据测算，在 10 月份 1.6% 的同比降幅中，去年价格变动的翘尾影响约为 -1.2 个百分点，新涨价影响约为 -0.4 个百分点。一方面，去年 10 月生产资料基数较高，受同比基数抬高的影响，阻碍了 PPI 同比回升。另一方面，受能源开采加工、化学原材料等生产资料行业降幅扩大的拖累。生产资料同比下降 2.6%，较前值 -2% 扩大 0.6%，由于生产资料主要受国内工业需求端的影响，在国内经济下行的压力下，工业品价格继续下行。主要行业中，降幅扩大的有石油和天然气开采业，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，下降 12.0%，扩大 2.4 个百分点；化学原料和化学制品制造业，下降 6.2%，扩大 0.7 个百分点；黑色金属冶炼和压延加工业，下降 6.1%，扩大 0.3 个百分点；煤炭开采和洗选业由涨转降，下降 1.0%。

3. 未来物价展望：2020 年 2 季度 CPI 迎来“拐点”，PPI 跌幅恐将进一步扩大

我们认为，CPI 的高企还有一定的持续时间。尽管此次 CPI 的上升基本由猪肉这一单一品类的供给扰动推动，但由于猪肉是我国传统饮食中最为主要的肉类，在 CPI 中权重达到 2.4%，因而猪肉仍是推高 CPI 的核心变量。由于非洲猪瘟加剧的“超级猪周期”，猪价不断突破新高，受节假日、天气转凉等因素，需求支撑高位，猪肉未来的供需缺口会更大。可以确定的是，在政策性稳定价格措施发挥作用前，猪价大概率将继续大幅上涨，由此推动其他食品分项价格上涨，CPI 或持续上涨。

2020 年 2 季度 CPI 将迎来“拐点”。这轮猪周期导致 CPI 高点应该会再 2020 年 1-2 月份，涨幅会在 4-5%，3-4 月份以后，伴随着基数的升高，猪肉对于 CPI 的拉动会逐渐下降，也将迎来 CPI 同比涨幅的拐点。由于基数的原因，2020 年 3-4 季度猪肉涨幅和 CPI 涨幅将大幅、快速下降。

对于 PPI，跌幅恐将进一步扩大。由于经济下行的压力仍然持续存在，预计 1-2 季度 PPI 跌幅将进一步扩大，工业企业仍然将承受比较大的工业品价格下跌压力。

风险提示：猪肉价格上涨 CPI 持续走高

分析师简介

王宇鹏

中科院博士，东兴证券首席宏观分析师，曾就职于国家发改委经济研究所和中信证券研究部，曾获国家发改委研究课题一等奖，在《国际金融研究》、《统计研究》、《经济评论》、《中国人口科学》等国内核心学术期刊发表学术文章数十篇，具有8年中国宏观经济和资产配置研究经验。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

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_9143

