

固收点评 20191110

10月物价数据点评：价格升权重涨同促猪价，PPI 延续下行盈利受制

2019 年 11 月 10 日

事件

- **数据公布：**2019 年 11 月 9 日，国家统计局公布 2019 年 10 月份 CPI 和 PPI 相关数据：(1) 10 月 CPI 同比增长 3.8%，预期 3.7%，前值 3.0%，高于前值。(2) 10 月 PPI 同比下降 1.6%，预期-1.7%，前值-1.2%，低于前值。

观点

- **CPI：猪价飞起抬升食品，核心 CPI 延续不动。**从同比角度看：食品项同比为 15.5%，较 9 月上行 4.3 个百分点。非食品项同比为 0.9%，较 9 月下行 0.1 个百分点，食品项系主要上行分项。环比角度上：10 月 CPI 环比 0.9%，从大分类上来看，食品项的环比收于 3.6%，高于 9 月环比增速 0.1 个百分点。非食品项环比收于 0.2%，与 9 月环比增速相同。CPI 呈现同比、环比均上升的状态，食品项对 CPI 上行的驱动力增强。从分项来看，猪肉价格为 10 月 CPI 的主要驱动分项。猪周期的演进：从历史周期角度来看，自有数据纪录以来，出现的三次猪肉价格峰值分别在 2008 年 3 月，25.91 元/千克；2011 年 7 月，29.88 元/千克；2016 年 5 月，29.91 元/千克。每两次价格峰值之间大体相隔 3-5 年左右。因此合理预判本轮猪价到顶可能要持续到 2020 年 6 月数据。

- **PPI：内需疲敝 PPI 低位，企业盈利仍受压制。**10 月 PPI 同比收于-1.6%（我们预测-1.7%，高于预测值），较 9 月下行 0.4 个百分点。9 月 PPI 环比收于 0.1%，与 9 月涨幅相同。本月 PPI 的下行与原油价格持续低位以及内需疲敝等因素相关。10 与前瞻指标 PMI 出厂价格下行也显示出价格的下行压力。从行业角度来分析：中上游行业增速多数下行，增速下行也比较明显。具体来说：石油开采、石油加工、黑色冶炼降幅分别收于-17.90%、-12%、-6.1%，降幅较 9 月进一步扩大；煤炭开采由 9 月 0.2%下降至-1.0%，增速由正转负。

- **价格升权重涨同促猪价，PPI 延续下行盈利受制。**对 CPI 而言，年内受猪价持续抬升以及权重调升等因素影响，CPI 由进一步回升的可能。这一轮的高点预计出现在 2020 年春节附近，春节备货以及基数效应都是助力 CPI 回升的因素，2020 年下半年后 CPI 同比逐渐回落至正常水平。PPI 方面，预计年内仍保持负值波动，2020 年 PPI 同比前三季度有所回升，但仍处于负值波动区间，四季度后 PPI 同比有转正的可能。

- **风险提示：**猪价回升幅度过大，地缘政治风险导致油价的上行。

证券分析师 李勇

执业证号：S0600519040001

010-66573671

liyong@dwzq.com.cn

研究助理 付昊

010-66573671

fuh@dwzq.com.cn

研究助理 侯静

010-66573671

houj@dwzq.com.cn

相关研究

1、《信用风险及关注信息周报

20191109：风险信息周报

（2019.10.28 -2019.11.03）》

2019-11-09

2、《固收月报 20191107：10 月

经济数据前瞻月报：猪价推动

CPI 高企，进口出口双双回升》

2019-11-07

3、《固收月报 20191106：季末跳

升自然回落，主动去库仍将延

续》2019-11-06

4、《固收点评 20191105：MLF

降低成本续作，货币政策偏重维

稳》2019-11-05

5、《固收点评 20191104：预期四

季度 7000 亿落地，专项债发行

“维稳”为主》2019-11-05

事件：国家统计局公布 CPI 和 PPI 相关数据

2019 年 11 月 9 日，国家统计局公布 2019 年 10 月份 CPI 和 PPI 相关数据：(1) 10 月 CPI 同比增长 3.8%，预期 3.7%，前值 3.0%，高于前值。(2) 10 月 PPI 同比下降 1.6%，预期-1.7%，前值-1.2%，低于前值。

对此，我们的点评如下：

1. 猪价飞起抬升食品，核心 CPI 延续不动

统计局公布的 CPI 数据显示：10 月 CPI 同比 3.8%，高于 9 月（略高于我们的预测值），10 月环比收于 0.9%，与 9 月相同。具体来看：从同比角度看：食品项同比为 15.5%，较 9 月上行 4.3 个百分点。非食品项同比为 0.9%，较 9 月下行 0.1 个百分点，食品项系主要上行分项。环比角度上：10 月 CPI 环比 0.9%，从大分类上来看，食品项的环比收于 3.6%，高于 9 月环比增速 0.1 个百分点。非食品项环比收于 0.2%，与 9 月环比增速相同。CPI 呈现同比、环比均上升的状态，食品项对 CPI 上行的驱动力增强。从分项来看，猪肉价格为 10 月 CPI 的主要驱动分项。猪周期的演进：从历史周期角度来看，自有数据纪录以来，出现的三次猪肉价格峰值分别在 2008 年 3 月，25.91 元/千克；2011 年 7 月，29.88 元/千克；2016 年 5 月，29.91 元/千克。每两次价格峰值之间大体相隔 3-5 年左右。因此合理预判本轮猪价到顶可能要持续到 2020 年 6 月数据。

从猪价供给端前瞻指标来看：能繁母猪存栏数，这个指标为猪肉价格同比的 11 个月的领先指标。目前看，存栏数持续下行，从趋势上看，猪价还有增长的趋势，但考虑到基数效应的因素，我们预计同比值再将 2 月达到顶峰，之后缓步下行，2020 年 5-7 月处价格略有回升，7 月后持续下行，对 CPI 的影响归于平淡。

政策角度来看，虽然供应逐渐加强，包括放开巴西、加拿大等国家猪肉进口禁令、但其量相对有限，效果并不明显，叠加非洲猪瘟以及规范养殖等限制，猪肉供应难以短期恢复。同时商务部声明猪肉供应将在 2020 年 6 月提升，因此政策角度来看也支持猪价短期持续回升的观点。

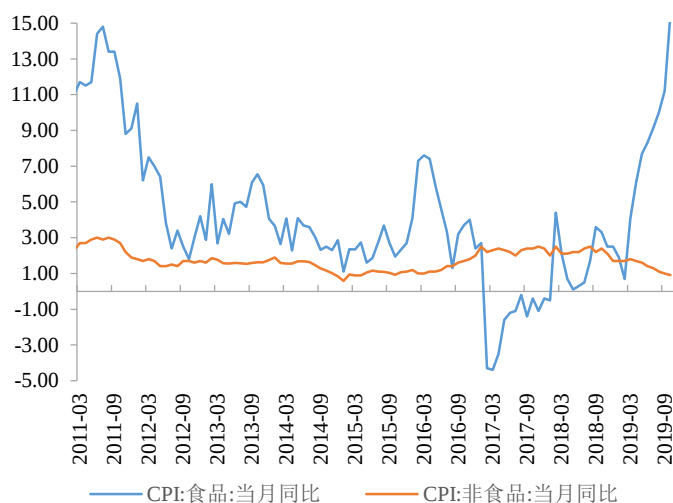
从同比角度来看，统计局公布 CPI 食品以及非食品的同比以及各自对 CPI 同比变动的影响。与 9 月相比，10 月 CPI 同比涨幅扩大 0.8 个百分点，从数据上来看主要系食品项扩大所致。在各食品的分项中：猪肉供应偏紧，价格强势上行，同比上涨 101.3%，涨幅比上月扩大 32 个百分点，影响 CPI 上涨约 2.43 个百分点；鲜果价格同比下降 0.3%，涨幅比上月收窄 8 个百分点；鲜菜价格下降 10.2%，涨幅比上月扩大 1.6 个百分点，鲜果和 5 合计影响 CPI 下降约 0.28 个百分点，成为食品项中仅有的两个下行项。非食品

项中医疗保健上行 2.1%，教育文化和娱乐上行 1.9%，衣着上行 1.2%，主要系国庆出行和降温换季影响；但交通和通信项下行 3.5% 成为主要下行分项，其中交通工具用燃料和通信工具下降幅度最大，分别下行 15.1% 和 3%。

从环比来看，根据我们的模型测算：10 月食品中大部分分项对 CPI 呈正向影响，鲜菜、鲜果、水产品、蛋类对 CPI 环比呈负向影响。具体来说：猪肉价格上涨 20.1%，根据模型测算拉动 10 月 CPI 环比 0.61 个百分点（统计局公布数据为 0.79 个百分点），鲜果价格下降 5.7%，鲜菜价格下降 1.7%，根据模型测算分别拉动 10 月 CPI 环比下降 0.10 和 0.04 个百分点（统计局公布数据为下降 0.10 和 0.04 个百分点）。非食品项中：大部分分项对 CPI 的环比为正向影响，其中仅居住价格持平，其中的房屋租赁费下行 0.1%，影响 CPI 环比为 -0.01 个百分点，预计与现阶段处于租房淡季有关。

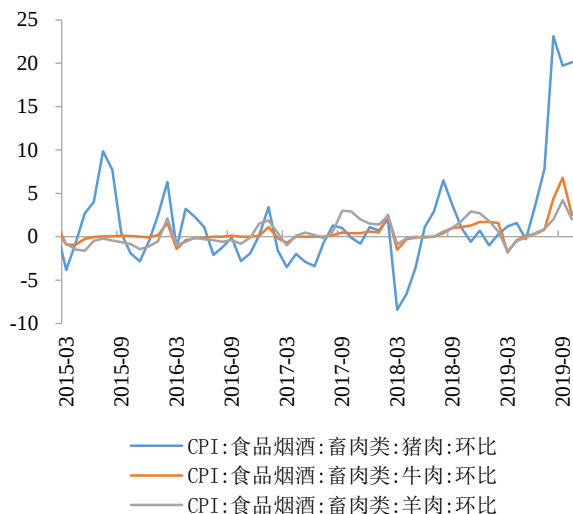
综合来看，本月 CPI 同比增长 3.8%，高于 9 月水平，高于我们之前预测的 3.7%，10 月 CPI 高于预期主要系食品项涨价超预期与基数效应所致。除去猪价回升这一因素之外，猪价的环比、同比权重变化也是 10 月猪价影响 CPI 的主要原因之一。环比权重（环比拉动/环比增速）由 9 月的 3.30% 抬升至 10 月的 3.93%；而同比权重方面，其权重则由 9 月的 2.38% 抬升至 10 月的 2.40%。其中环比的权重抬升了 0.63 个百分点，对 CPI 抬升产生一定的影响。根据我们的分析：环比权重受到上一个月猪价的影响同比权重变化则与 12 个月之前的猪价相关。因此可以预判 11 月猪价环比和同比权重均有可能上行，尤其是环比权重的上行对 CPI 会产生正向影响，叠加猪价仍有上升动力，预计 11、12 月 CPI 仍将持续上升。

图 1：食品项与非食品项同比比较（单位：%）



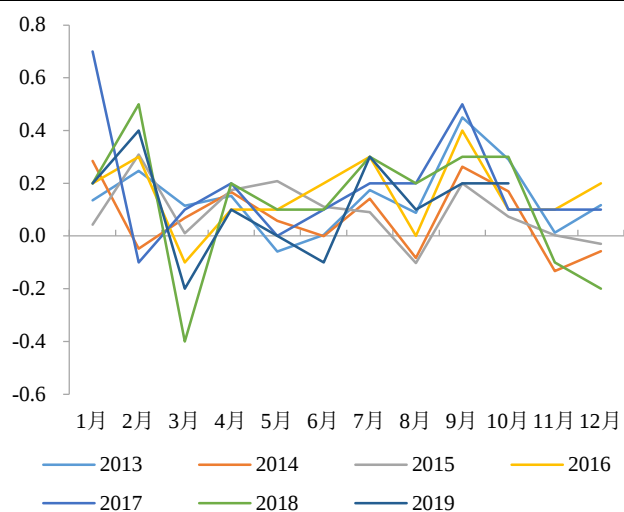
数据来源：Wind, 东吴证券研究所

图 2：肉类价格环比变动（单位：%）



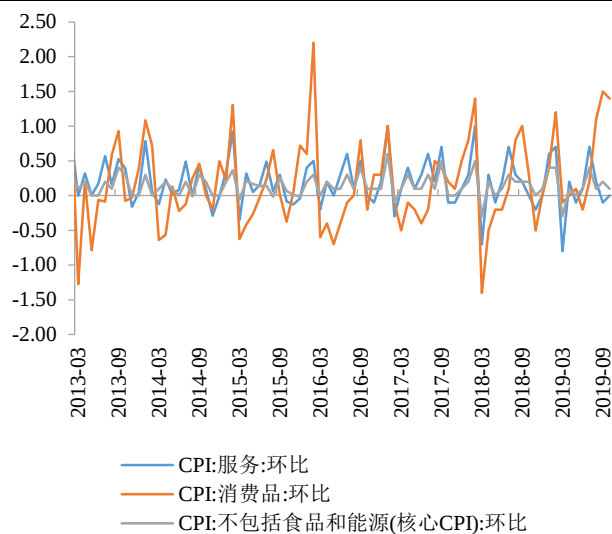
数据来源：Wind, 东吴证券研究所

图 3: 非食品价格各月环比涨幅年度对比 (单位: %)



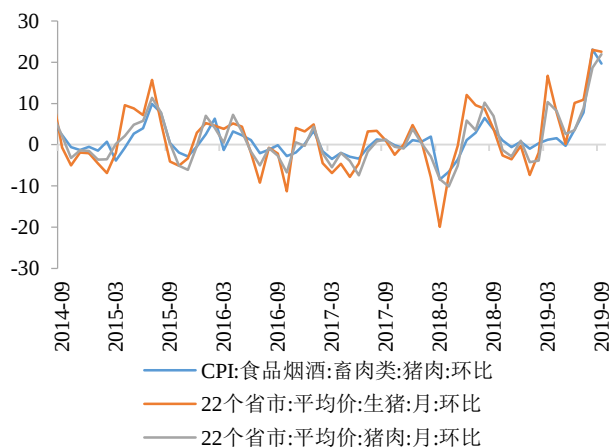
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 4: 核心 CPI、消费品、服务环比变动 (单位: %)



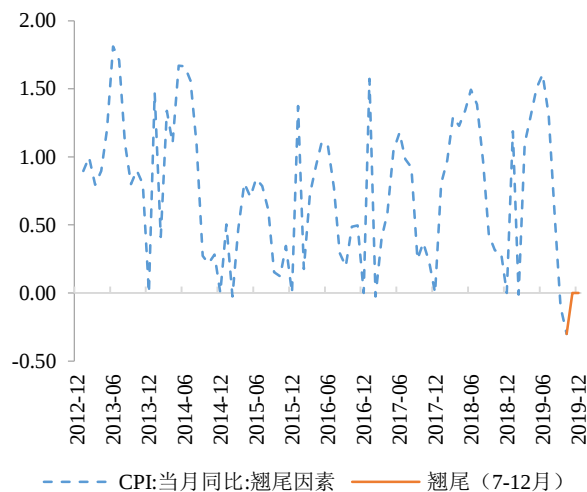
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 5: 猪肉价格变动与 CPI 分项关系 (单位: %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 6: 翘尾因素变动趋势 (单位: %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2. 内需疲敝 PPI 低位，企业盈利仍受压制

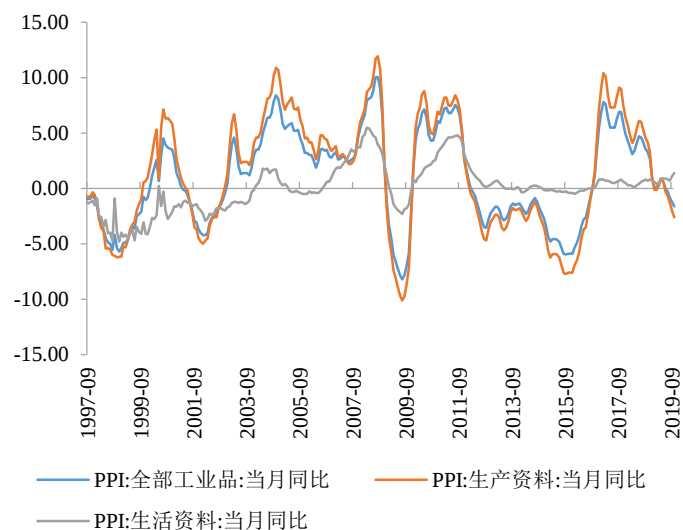
10 月 PPI 同比收于-1.6%（我们预测-1.7%，高于预测值），较 9 月下行 0.4 个百分点。9 月 PPI 环比收于 0.1%，与 9 月涨幅相同。

整体而言，10 月物价指数涨多降少，CPI 的涨幅、PPI 的降幅双双高于预判。展望后期：CPI 方面，10 月猪肉价格持续上涨依然是 CPI 的主要支撑因素，我们分析：本月 PPI 的下行与原油价格持续低位以及内需疲敝等因素相关。10 月与前瞻指标 PMI 出厂价格下行也显示出价格的下行压力。第一，从行业角度来分析：中上游行业增速多数下行，增速下行也比较明显。具体来说：石油开采、石油加工、黑色冶炼降幅分别收于-17.90%、-12%、-6.1%，降幅较 9 月进一步扩大；第二，煤炭开采增速出现负值，煤炭开采由 9 月 0.2%下降至-1.0%，增速由正转负，我们认为，尽管 10 月煤炭价格环比高于前值，但仍有价格下行风险。第三、国内经济基本面疲软，基建对冲效果仍然有限，需求势头持续不佳对 PPI 涨幅回落也有一定影响。据测算，在 10 月份 PPI 的 1.6%的降幅中，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。

从同比上看：PPI 下降 1.6%，降幅比上月的扩大 0.4 个百分点。其中，生产资料价格下降 2.6%，降幅比上月扩大 0.6 个百分点；生活资料价格上涨 1.4%，涨幅比上月扩大 0.3 个百分点。部分主要行业同比有所下降，跌幅比较大的有石油和天然气开采业、石油、煤炭及其他燃料加工业、化学原料和化学制品制造业，与 9 月比回落分别为 4.5、2.4 和 0.7 个百分点。

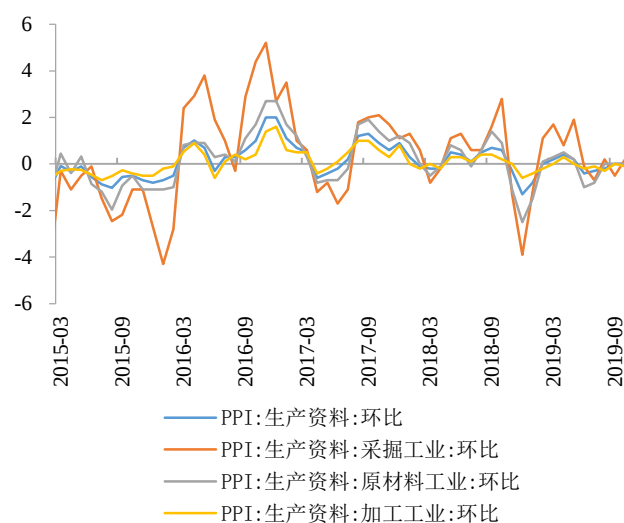
从环比上看：PPI 上涨 0.1%，较上月由微降转为微涨。其中，生产资料价格持平；生活资料价格上涨 0.3%，涨幅比上月回落 0.2 个百分点。价格上涨的行业有 17 个，比上月减少 1 个，下降的行业有 16 个，较上月增加 5 个。其中环比跌幅比较大的有黑色金属矿采选业、黑色金属冶炼和压延加工业，增速分别为-0.5%和-0.3%，较 9 月增速回落 1.9 和 1.0 个百分点。除此之外，石油和天然气开采业、石油、煤炭及其他燃料加工业和燃气生产和供应业由跌转正，上涨 0.8、0.4 和 0.3 个百分点。

图 7: PPI、PPI 生产资料、生活资料同比 (单位: %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 8: PPI 生产资料分项环比 (单位: %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 9: 布伦特原油价格和 PPI 生产资料的关系 (单位: %)

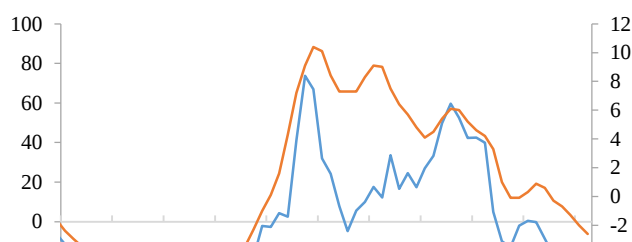
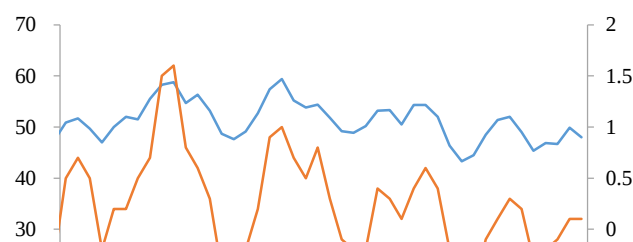


图 10: PMI 价格分项与 PPI 环比关系 (单位: %)



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_9149

