

猪肉价格推动 CPI 增速显著破 3

——10月物价数据点评

宏观点评

潘向东（首席经济学家）

刘娟秀（分析师）

陈韵阳（联系人）

证书编号: S0280517100001

liujuanxiu@xsdzq.cn

chenyunyang@xsdzq.cn

证书编号: S0280517070002

证书编号: S0280118040020

● 猪肉价格推动 CPI 增速加速回升

猪肉价格推动 CPI 增速显著破 3。2018 年 10 月 CPI 环比处于年同期高位，在高基数的情况下，2019 年 10 月 CPI 增速达到 3.8% 的高位，主要原因在于：（1）猪肉价格继续大涨。10 月猪肉价格同比上涨 101.3%，影响 CPI 上涨约 2.43 个百分点，占 CPI 同比总涨幅的近三分之二。（2）蔬菜价格降幅收敛。8-9 月鲜菜对 CPI 拖累较大，而 10 月鲜菜价格同比降幅从 11.8% 收窄至 10.2%。（3）猪肉价格上涨的外溢效应。受猪肉价格上涨拉动与消费替代需求影响，牛肉、羊肉、鸡肉、鸭肉和鸡蛋价格涨幅在 12.3%—21.4% 之间，五项合计影响 CPI 上涨约 0.41 个百分点。由于非洲猪瘟病毒可能将存活相当长时间，生猪产能恢复需要周期，未来两三年内可能都要接受高猪价的现实，目前看，CPI 增速已经突破基数抬升的限制，随着四季度基数下降，可能发生“猪油共振”，CPI 增速将持续处于高位。

供给因素导致的物价上涨暂时不影响逆周期政策加码，但可能制约宽松空间。猪肉价格上涨已经带动其他食品以及餐饮价格上涨，这会提高居民的生活成本，历史上这种情况往往伴随货币政策收紧，但本轮周期不太一样，CPI 与核心 CPI 增速极度分化，这表明需求仍很疲弱，意味着物价上涨主要由供给因素导致，即便收紧政策也改变不了未来猪肉短缺的事实，针对猪肉价格上涨，目前主要通过增加供给方式来应对。目前非食品价格还没有明显上涨，结合近期央行下调 MLF 利率的操作，反映当前的物价上涨暂时不会导致政策基调发生根本转向。不过，由于食品占居民消费的比重仍较大，若物价涨幅长期高居不下，不排除货币政策会更加中性。

● 年底 PPI 增速或将止跌

10 月 PPI 环比继续正增长，高基数拖累 PPI 增速回落。年底 PPI 增速或将止跌。当前 PPI 同比负增长主要受高基数影响，PPI 环比并没有回落，这与传统意义上的通缩完全不同，当前不存在工业品通缩风险。10 月之后，PPI 翘尾因素将回升，大宗商品价格迎来超低基数。同时，基于我们对全球经济的展望以及 OECD 综合领先指标、企业杠杆率同比增量等领先指标，预计年底 PPI 增速将止跌，由于油价增速同步或领先 PPI 增速 1 个月，PPI 低点可能在 10 月或 11 月。PPI 增速止跌回升可能导致：（1）推动企业补库存。（2）不再拖累企业盈利，并与减税降费政策共振，带动企业盈利改善。（3）改变债市多头关于 PPI 通缩的逻辑。

● 风险提示：物价全面上涨

相关报告

宏观报告：猪肉、蔬菜涨价推动 CPI 增速略超季节性——3 月通胀数据点评

2019-5-9

宏观报告：上游行业进入通缩——2019 年 1 月通胀数据点评

2019-2-15

宏观报告：渐行渐近的通缩风险——2018 年通胀数据点评

2019-1-10

目 录

1、猪肉价格推动 CPI 增速加速回升	3
2、年底 PPI 增速或将止跌	6

图表目录

图 1: 猪肉涨价带动 CPI 增速显著破 3 (%)	3
图 2: 10 月 CPI 基数偏高	4
图 3: 猪肉价格继续显著超出季节性	4
图 4: 10 月牛肉价格环比涨幅高于季节性	5
图 5: 核心 CPI 增速低位 (%)	5
图 6: 未来物价预期指数上升	5
图 7: PPI 翘尾因素将回升 (%)	6
图 8: 油价增速同步或领先 PPI 增速 1 个月 (%)	6
图 9: 年底 PPI 增速或将止跌	7

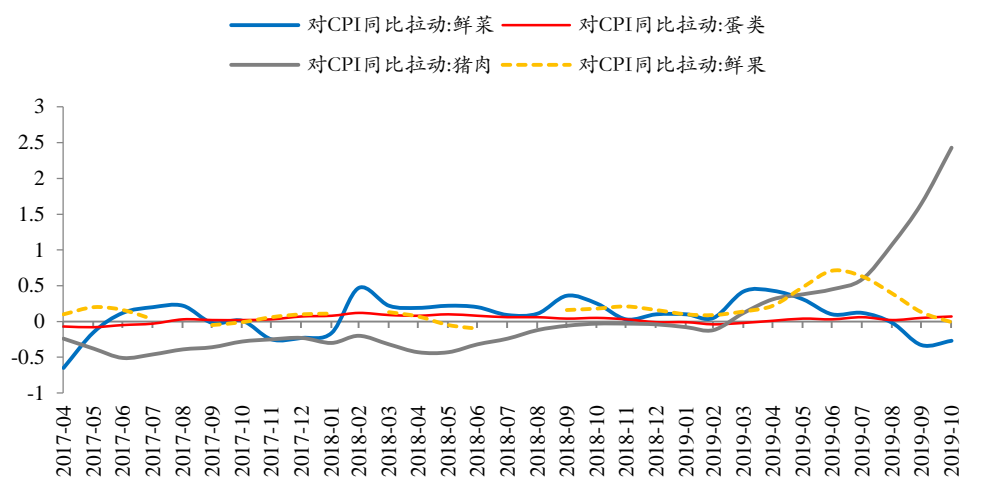
1、猪肉价格推动 CPI 增速加速回升

猪肉价格推动 CPI 增速显著破 3。2018 年 10 月 CPI 环比处于年同期高位，在高基数的情况下，2019 年 10 月 CPI 增速达到 3.8% 的高位，主要原因在于：(1) 猪肉价格继续大涨。10 月猪肉价格同比上涨 101.3%，影响 CPI 上涨约 2.43 个百分点，占 CPI 同比总涨幅的近三分之二。(2) 蔬菜价格降幅收敛。8-9 月鲜菜对 CPI 拖累较大，而 10 月鲜菜价格同比降幅从 11.8% 收窄至 10.2%。(3) 猪肉价格上涨的外溢效应。受猪肉价格上涨拉动与消费替代需求影响，牛肉、羊肉、鸡肉、鸭肉和鸡蛋价格涨幅在 12.3%—21.4% 之间，五项合计影响 CPI 上涨约 0.41 个百分点。由于非洲猪瘟病毒可能将存活相当长时间，生猪产能恢复需要周期，未来两三年内可能都要接受高猪价的现实，目前看，CPI 增速已经突破基数抬升的限制，随着四季度基数下降，可能发生“猪油共振”，CPI 增速将持续处于高位。

核心 CPI 增速继续维持相对低位。10 月核心 CPI 增速持平于 1.5%，与 CPI 增速继续分化，10 月核心 CPI 疲弱，一方面受高基数影响，另一方面反映当前需求仍然不强。从分项来看，居住、衣着、医疗保健价格环比增速均处于近年同期低位，交通和通信价格环比增速大致持平于季节性。

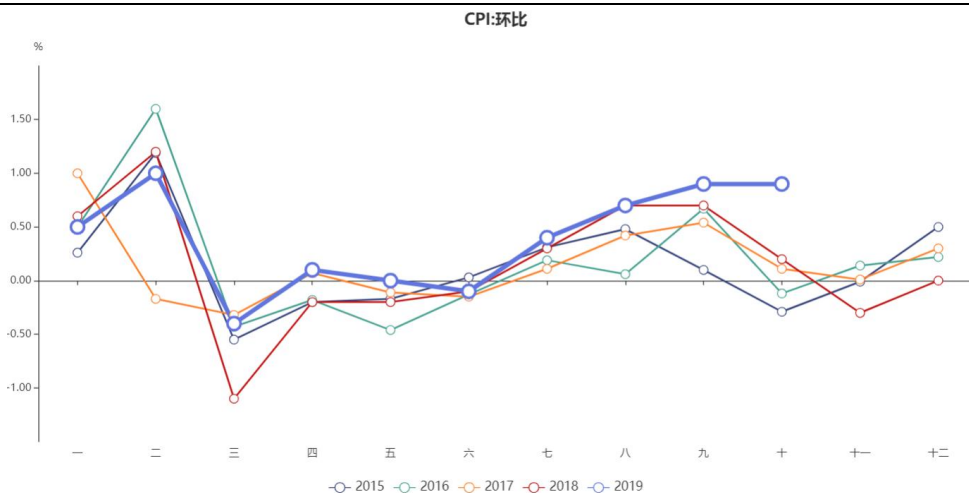
供给因素导致的物价上涨暂时不影响逆周期政策加码，但可能制约宽松空间。猪肉价格上涨已经带动其他食品以及餐饮价格上涨，这会提高居民的生活成本，历史上这种情况往往伴随货币政策收紧，但本轮周期不太一样，CPI 与核心 CPI 增速极度分化，这表明需求仍很疲弱，意味着物价上涨主要由供给因素导致，即便收紧政策也改变不了未来猪肉短缺的事实，针对猪肉价格上涨，目前主要通过增加供给方式来应对。目前非食品价格还没有明显上涨，结合近期央行下调 MLF 利率的操作，反映当前的物价上涨暂时不会导致政策基调发生根本转向。不过，由于食品占居民消费的比重仍较大，若物价涨幅长期高居不下，不排除货币政策会更加中性。

图1：猪肉涨价带动 CPI 增速显著破 3 (%)



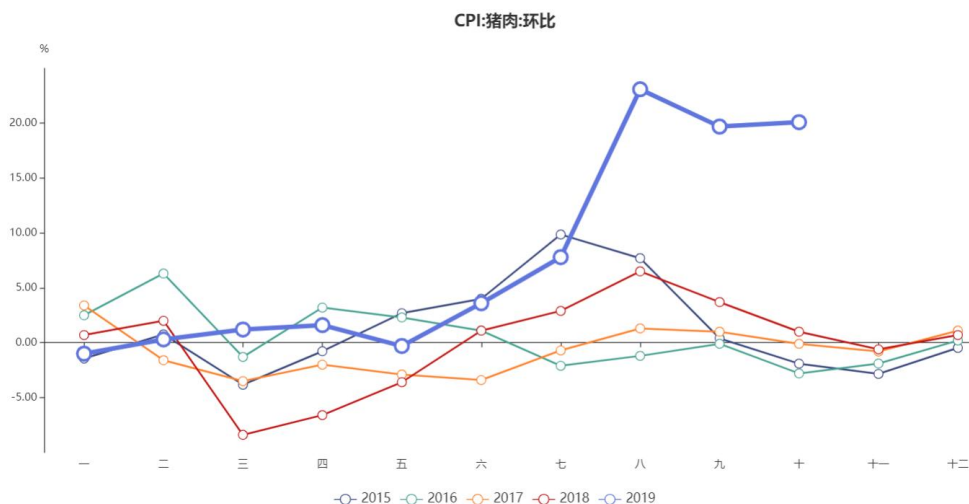
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图2： 10月CPI基数偏高



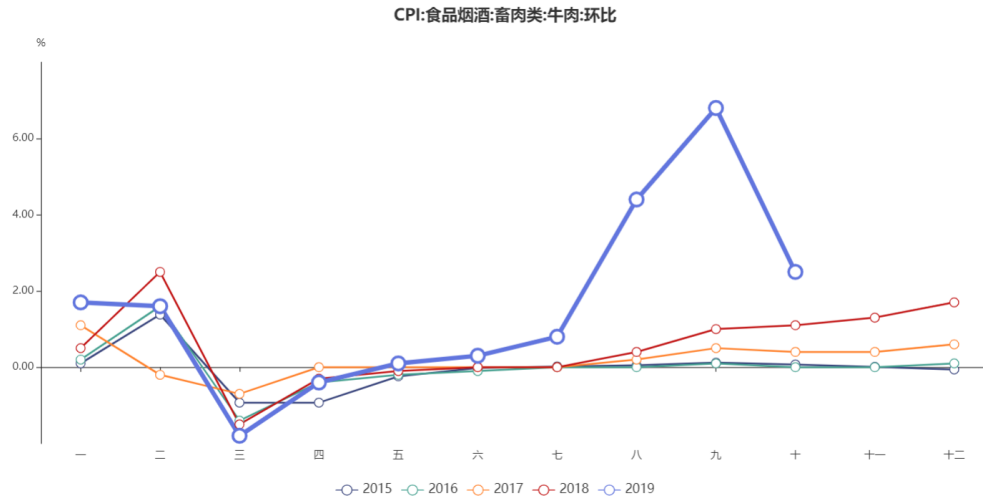
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图3： 猪肉价格继续显著超出季节性



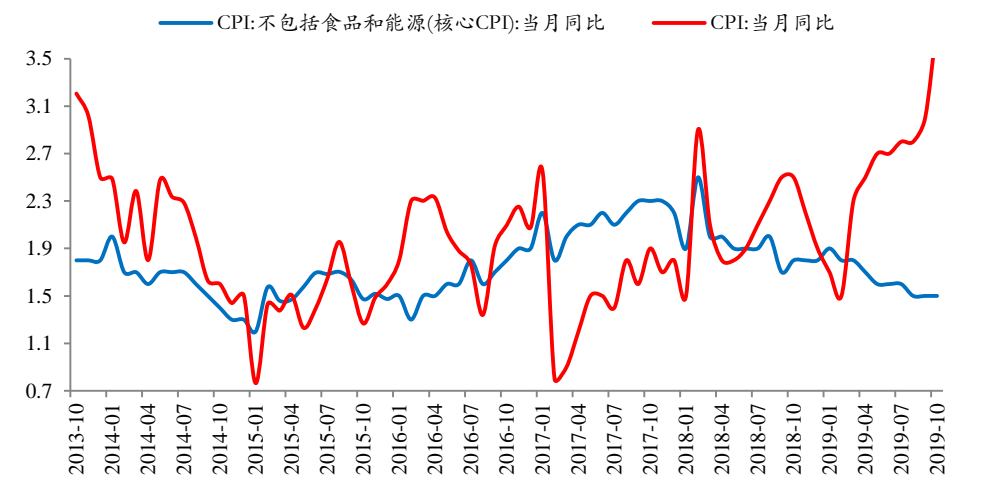
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图4： 10月牛肉价格环比涨幅高于季节性



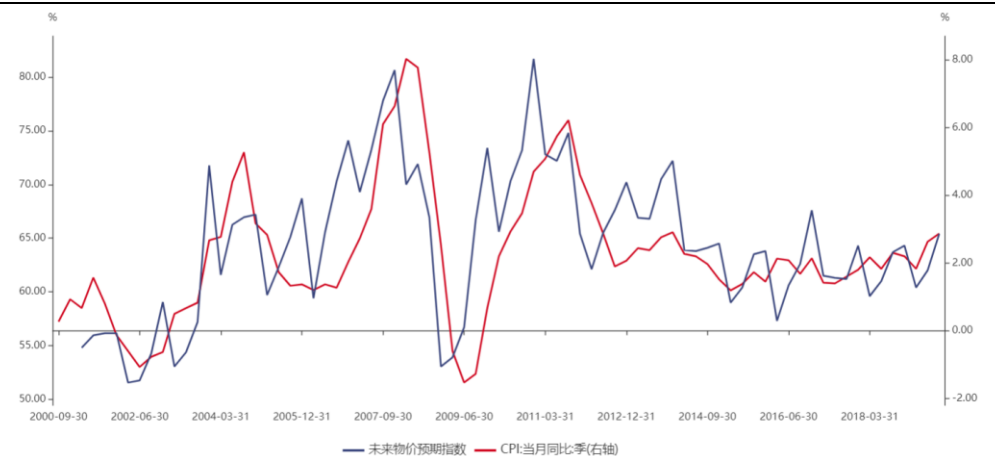
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图5： 核心CPI增速低位 (%)



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图6： 未来物价预期指数上升



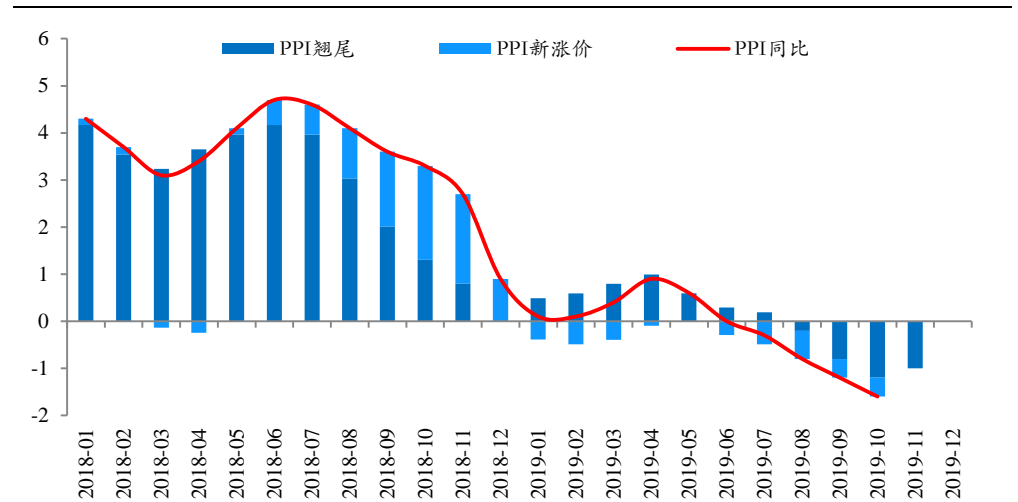
资料来源：Wind，新时代证券研究所

2、 年底 PPI 增速或将止跌

PPI 环比继续正增长，高基数拖累 PPI 增速回落。10 月 PPI 环比增速持平于 0.1%，石油、黑色等行业价格环比涨幅回升较多，但在高基数的影响下，同比降幅扩大至 1.6%，10 月 PPI 翘尾因素进一步回落-1.2%，PPI 同比增速继续下降。

年底 PPI 增速或将止跌。当前 PPI 同比负增长主要受高基数影响，PPI 环比并没有回落，这与传统意义上的通缩完全不同，当前不存在工业品通缩风险。10 月之后，PPI 翘尾因素将回升，大宗商品价格迎来超低基数。同时，基于我们对全球经济的展望以及 OECD 综合领先指标、企业杠杆率同比增量等领先指标，预计年底 PPI 增速将止跌，由于油价增速同步或领先 PPI 增速 1 个月，PPI 低点可能在 10 月或 11 月。PPI 增速止跌回升可能导致：(1) 推动企业补库存。(2) 不再拖累企业盈利，并与减税降费政策共振，带动企业盈利改善。(3) 改变债市多头关于 PPI 通缩的逻辑。

图7： PPI 翘尾因素将回升 (%)



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图8： 油价增速同步或领先 PPI 增速 1 个月 (%)

— PPI:石油和天然气开采业:环比 — 现货价:原油:英国布伦特Dtd:月:环比

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_9156

