

虚的通胀，实的经济

摘要

近期猪肉价格大幅上涨推升通胀，CPI 同比将在 10 月明显提升，明年 1 月会达到 5%或更高，高通胀不断刷新人们的眼球。但这种通胀是单一商品价格上涨带来的通胀，而非价格全面上涨；同时，猪肉价格在今年大幅推升通胀，也将在明年下半年对称的拉低通胀；而且，这种供给冲击带来的单一商品价格上涨，货币政策无需作反应，即使作反应也无效，而更应通过产业政策应对。因而我们称这种通胀为“虚的通胀”。

而实体经济增长则是真实的。虽然中采 PMI 和财新 PMI 在 10 月出现较大分歧，但结合企稳的高频数据来看，经济总体保持平稳。随着房地产市场持续强韧，房地产投资将保持平稳，而基建项目审批加快，前期地方债发行以及财政发力改善资金来源，基建也将在高基数的基础上小幅回升。而信贷社融小幅回升推动实体经济改善，意味着银行将增加贷款等资产配置，并对债券配置形成挤压，债券市场将延续弱势。但考虑到实体经济出现企稳迹象，因而央行也难以让流动性大幅趋紧，债券市场调整幅度有限。当前债市利率水平与基本面所支撑利率中枢比较一致，债市继续调整空间有限，将延续震荡态势。

风险提示：经济下行超预期。

西南证券研究发展中心

分析师：杨业伟
执业证号：S1250517050001
电话：010-57631229
邮箱：yyw@swsc.com.cn

分析师：张伟
执业证号：S1250519060003
电话：010-57758579
邮箱：zhwhg@swsc.com.cn

相关研究

1. 经济保持平稳，通胀上行压力依然较大 (2019-11-01)
2. 联储再度鸽派降息鹰派表态，降息或暂缓但不会停止 (2019-11-01)
3. 数据再度不一致，如何看待中采 PMI 下行 (2019-11-01)
4. 关注信贷继续超预期的风险——2019 年 4 季度银行信贷经理调研 (2019-10-28)
5. 企业盈利再度走弱，但无需过度悲观 (2019-10-27)
6. 砾中拾金：从宏观基本面寻找 A 股长期投资机会——基本面看股市系列（二） (2019-10-21)
7. 金融危机以来 A 股表现弱于海外的宏观解释——基本面看股市系列（一） (2019-10-20)
8. 地产销售有韧性，经济保持弱平稳 (2019-10-20)
9. 新分歧：经济会企稳还是继续放缓 (2019-10-18)
10. 负利率时代资产配置选择--欧日经验 (2019-10-16)

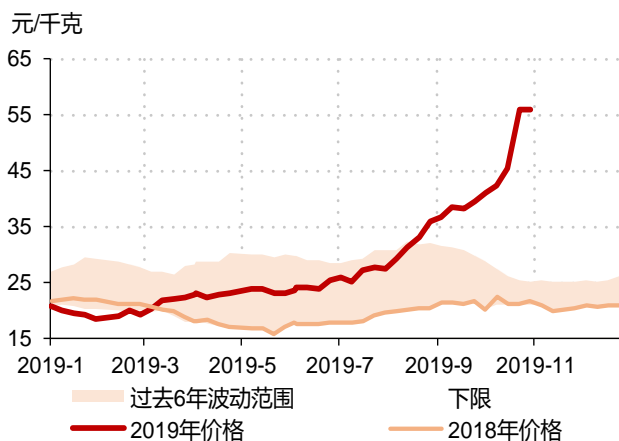
1 猪肉价格继续推动通胀快速攀升

猪肉价格继续大幅增长，显著推升通胀。由于前期供给大幅收缩，10月猪肉价格继续大幅增长。22省市猪肉平均价格从9月27日的39.6元/公斤大幅攀升至11月1日的55.9元/公斤，累计上涨41.2%。猪肉价格上涨将大幅推升通胀水平，受猪肉价格推动，10月食品价格涨幅明显高于去年同期，推动总体CPI同比增速上行。我们预计10月CPI同比增速将较上月攀升0.5个百分点至3.5%左右。

通胀压力将在未来几个月明显加大。考虑到目前猪肉供给并未出现大幅改善，9月生猪存栏和能繁母猪环比跌幅虽然较7、8月10%左右的幅度有所收窄，收窄至-3.0%和-2.8%，但环比依然是下跌的，显示生猪存栏和能繁母猪存栏并未见底，这意味着未来猪肉价格存在继续上升的压力。同时，随着春节猪肉需求高峰来临，猪肉价格上涨压力可能有所加大。

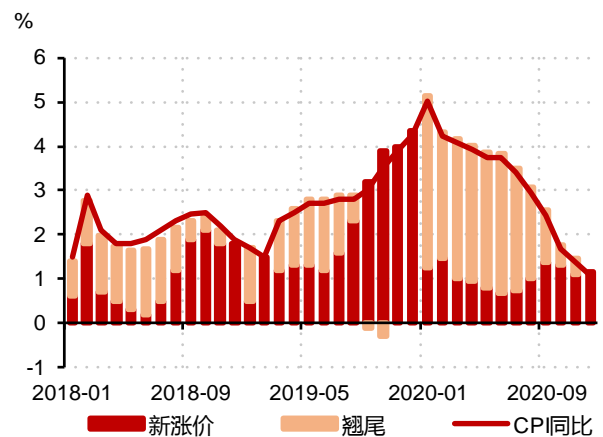
明年通胀高点可能达到5.0%甚至更高。猪价持续上涨叠加春节错位因素，明年1月CPI同比增速可能创下本轮峰值。如果猪肉价格保持目前水平，今年末CPI同比增速将攀升至4.0%附近。而如果猪肉价格在春节期间继续上涨10%左右，叠加其它价格的春节错位影响，今年1月CPI同比增速将攀升至5.0%左右。如果未来几个月猪价涨幅比我们假设的幅度更大，那么明年通胀高点甚至可能比5.0%更高。

图1：猪肉价格继续快速上涨



数据来源：wind、西南证券整理

图2：猪价上涨将在未来几个月持续推升通胀

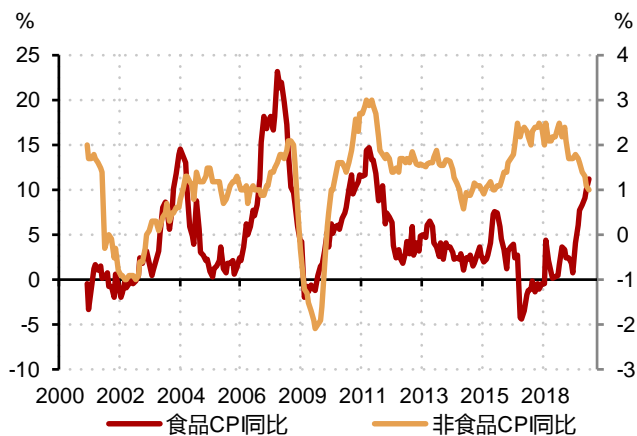


数据来源：wind、西南证券整理

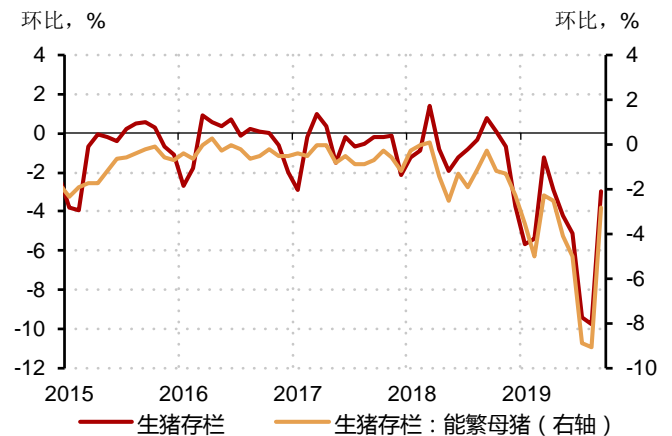
如果明年CPI同比增速超过5%，那么这将成为2011年以来最高水平，是近9年来未出现过的明显通胀。但本轮通胀却与过往历次较大幅度的通胀存在明显差别，因而，影响也存在实质性区别。首先，本轮通胀并非所有价格上涨，在CPI推动食品价格大幅攀升的同时，核心通胀持续维持低位，近两个月同比增速稳定在1.5%左右，显示物价并非普遍上涨。而对于猪肉价格上涨是否会推升其它商品价格的逻辑，目前传导链条并不通畅。之前猪肉等食品价格能够与非食品价格同向波动，主要是因为背后经济周期驱动，经济景气时，非食品价格上涨，同时劳动力转移加速，从供需两端加快食品价格上涨，因而食品与非食品同向。本轮经济弱势情况下，劳动力转移并未加速，猪肉价格上涨对其它商品价格的挤出效应会更大，因而猪肉价格上涨对其它商品价格的推动作用可能较为有限。总体来看，商品价格上涨应该还是局部的，而非全体的。

其次，猪肉价格上涨由自身周期决定，如果补栏及时，可能在明年2季度之后逐步回落。猪价上涨的主要原因是自身供给不足，因而改变猪价上涨压力的根本措施是提升供给，即增加能繁母猪和生猪存栏。从目前情况来看，9月生猪存栏和能繁母猪存栏环比跌幅已经收窄，如果10月或11月存栏见底，未来补栏有效，猪肉价格可能在明年2季度左右见顶。而明年下半年猪肉价格环比下跌，叠加高基数因素推动，整体CPI将再度进入显著回落阶段，到年底CPI可能在猪肉价格同比下跌带动下回落至1.0%左右。未来一两年，CPI可能更多反映猪价周期，而非整体物价周期。

再次，这种供给收缩带来猪价上涨，进而推升通胀，应该由产业政策应对，而非货币政策，因而对市场影响更多是情绪面，而非实质的。面对供给收缩带来的猪肉价格上涨，进而推升的通胀，货币政策无需，也无法应对。一方面，调控需求的货币政策即使收紧，也难以有效抑制这种通胀；另一方面，偏紧的货币政策对经济的负面效应可能更大。因而，应对目前单一商品价格上涨推升的通胀，应该更多的使用产业政策，而非货币政策。货币政策对通胀如果不做明显反应，通胀对市场的影响就更多是情绪面，而非实质性的。

图3：核心通胀延续弱势，物价上涨更多是猪肉单一商品


数据来源：wind、西南证券整理

图4：生猪存栏和能繁母猪存栏环比变化


数据来源：wind、西南证券整理

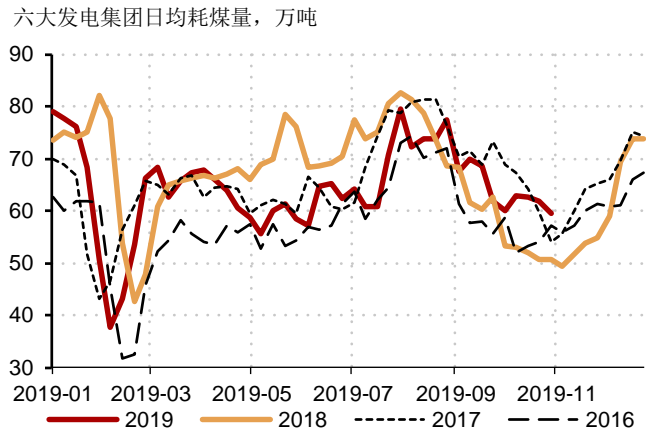
2 经济逐步企稳，高频数据显示十月经济并不弱

高频数据显示经济呈现企稳态势。从生产面高频数据来看，六大发电集团耗煤量同比增速有所提升，在10月同比增长19.4%，增速较上月提升13.4个百分点。虽然考虑到9月由于季末因素，部分产出数据可能被提前上报，导致9月工业增加值偏高而10月工业增加值偏低。但高频数据显示生产面的改善，意味着10月工业增加值不会太低，至少会好于今年7、8月份水平，我们预计10月工业增加值同比增速将达到5.2%左右，经济总体呈现企稳态势。

虽然先导数据PMI再度出现分歧，但结合高频数据预计财新PMI对经济更好的领先性，我们依然认为经济处于企稳状态。10月中采制造业PMI较上月下降0.5个百分点至49.3%，而财新制造业PMI却较上月提升0.3个百分点至51.7%。两者再度出现明显分化。考虑到历史上财新PMI较中采PMI对经济具有更好的领先性，同时，结合高频数据企稳状况，我们依然认为经济处于企稳状态。中采制造业PMI下滑并非经济下行压力上升，而可能主要是工业品价格下滑的结果。从近年数据来看，制造业PMI，包括其中生产分项与PPI环比相关性更高，而与生产面实际指标工业增加值相关性则较弱，背后原因是PPI环比决定企业盈利，

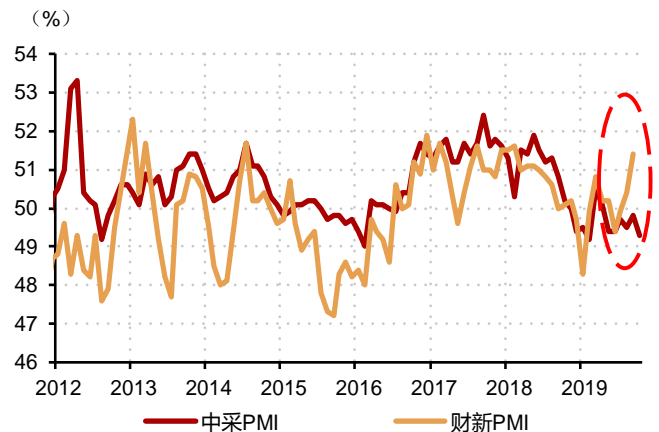
进而影响企业预期。而 10 月由于供给较需求更快速度增长，导致工业品价格小幅下滑，带动中采制造业 PMI 下行。

图 5：六大发电集团耗煤量增速继续攀升



数据来源：wind、西南证券整理

图 6：中采与财新 PMI 再度分化

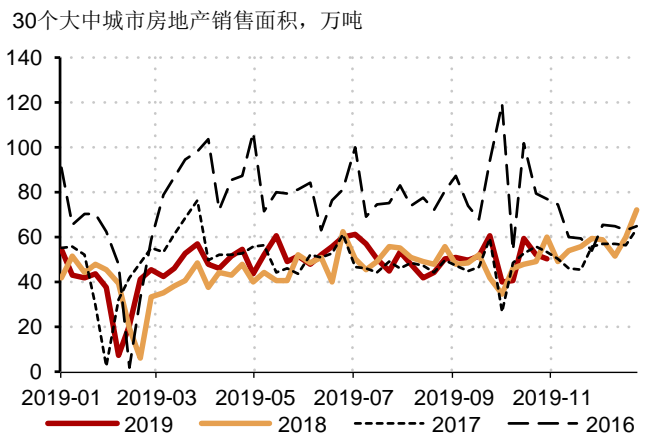


数据来源：wind、西南证券整理

房地产继续强韧，需求与投资可能均保持平稳。虽然房地产管控在明显加强，但房地产市场继续呈现韧性。10 月 30 个大中城市商品房销售面积同比小幅下降 0.8%，虽然较上月增速回落 12.1 个百分点，但同比基本持平，显示需求依然强韧。这一方面是房地产供需基本面较好，继续处于供给不足状况；另一方面也可能因为房地产商加快推盘，支撑了房地产销售增速。销售回升情况下，房地产投资可能也尚未明显走弱。从与房地产投资相关的钢材消耗来看，9 月钢材库存明显下降，在产出保持高位情况下，库存下降意味着需求依然强韧，因而房地产投资需求可能尚未明显放缓。

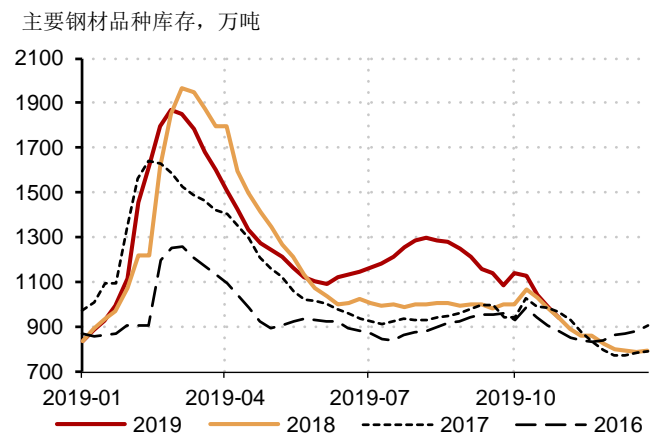
前期地方债集中发行以及财政发力继续对基建投资形成支撑，基建投资在高基数基础上继续小幅改善。前期地方债集中发行，这可能将改善基建投资资金来源，并推动基建投资继续小幅改善。而近期钢材库存持续下降，水泥价格持续回升，也从侧面显示了基建投资存在继续改善的可能。因而虽然去年基数效应有明显抬升，但 10 月基建投资数据或在高基数基础上继续小幅回升。

图 7：30 个大中城市房地产销售面积与去年同期基本持平



数据来源：wind、西南证券整理

图 8：钢材库存下降从侧面印证地产、基建投资需求基本稳定



数据来源：wind、西南证券整理

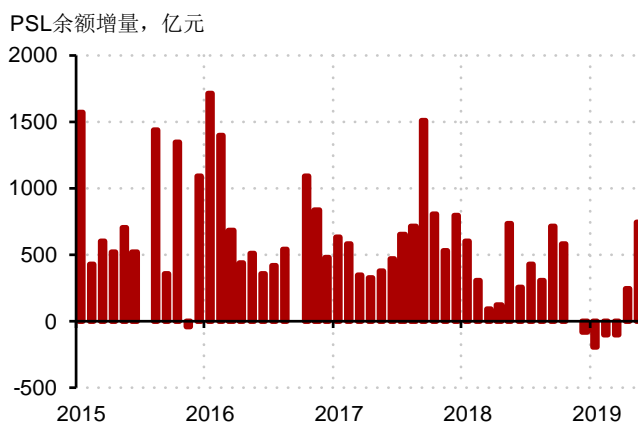
3 政策继续发力，旨在通过推动信用扩张实现稳增长

政策继续发力，从货币政策来看，发力目标并非释放流动性，而是推动实体信用扩张。政策继续发力来稳定增长。而与以往周期不同的是，这次货币政策发力并非通过向银行注入大量流动性来间接实现信用扩张，而是更多的配合其他政策，直接推动信用扩张。今年 10 月央行通过各种公开市场操作实现净回笼 900 亿元，同比虽然少回笼 4680 亿元，但考虑到央行在去年 10 月降准 1 个百分点，释放资金在 1.4 万亿左右，因而今年央行资金投放大幅少于去年，这也是整个银行间市场流动性并不宽松的原因。同时，央行通过其他方式投放资金。近两个月，央行重启 PSL，10 月 PSL 净增 750 亿元，是今年 PSL 增加最多的一个月。考虑到目前棚改货币化明显放缓，央行 PSL 再度放量可能更大程度上是在支持部分基建等领域的重大项目。

地方债发行处于季节性低位，而企业债券等其它融资保持强韧，甚至有所改善。今年的地方债新增额度基本上已经被用尽，而明年地方债额度虽然会提前下发，但是否会在今年发行并不确定。10 月称为地方债发行空窗期，但去年同期地方债发行也是低位，因而对整体社融影响有限。而企业债融资有所回升，10 月城投债融资 2855 亿元，较去年同期增加 1000 亿元左右。而从高频数据显示的信托发行额上来看，信托发行并未明显收缩，显示表外融资可能也尚未出现明显下行。结合银行间流动性状况，10 月信贷社融可能并不差，我们预计较去年同期将继续保持同比小幅多增态势。

同时，我们最新一期信贷调研¹也显示，实体融资需求在改善。根据我们最近对百位以上一线信贷经济调研，4 季度信贷可能继续改善。主要基于以下 4 点理由：1) 实体融资需求同比持续改善，其中按揭需求强韧，房地产开发贷平稳，制造业需求回升，但主要是流贷需求。2) 地方政府融资将继续回升。政策鼓励银行协助地方政府化解隐性债务，不能断贷。因而为地方政府隐性债务置换带来的新增贷款投放可能超市场预期。其实分省份来看，8-9 月新增信贷超预期，也主要来自债务置换报道较多的湖南、江苏以及对基建比较依赖中西部省份。4) 地方债额度提前下达或将导致银行配套融资提前发放。4) 4 季度信贷额度与往年基本持平，没有因为提前投放而大幅透支。信贷经理表示 4 季度还剩下全年 20% 的额度，对应 4 季度信贷投放 3.4 万亿，同比回升 4000 亿左右。

图 9：央行再度加大 PSL 投放规模



数据来源：wind、西南证券整理

图 10：社融存量增速将保持平稳



数据来源：wind、西南证券整理

¹ 详见我们报告《关注信贷继续超预期的风险》2019 年 10 月 27 日

4 流动性并不十分宽松，债市或延续震荡

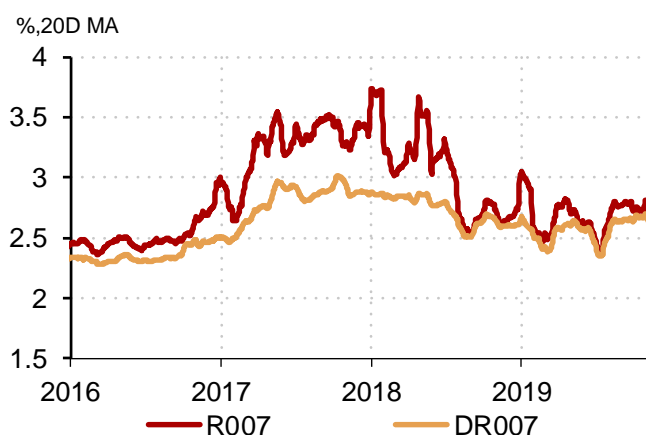
通胀对债市冲击更多为情绪层面，并非决定债券的核心变量。虽然猪肉价格持续上涨推升通胀，但这对债市的冲击更多是情绪层面。通胀对利率的影响一般通过两个渠道，一个是通胀上升导致货币政策收紧，资金供给减少推动利率上升；另一个是通胀回升往往伴随着经济基本面改善，融资需求增加，这会导致资金需求增加，推升利率。但目前来看，单一商品价格上涨难以决定货币政策方向，而实体经济融资需求同样并未增加。因而通胀向利率传导渠道并不顺畅，通胀对债市冲击更多为情绪层面，并非决定债市的核心变量。

流动性并不十分宽松，央行继续保持审慎。由于央行较为审慎，公开市场资金投放有限，在实体社融扩张背景下，流动性并不十分宽松，而是相较于 5-7 月水平，小幅趋紧。目前 R007 和 DR007 利率中枢都处于 2.6%-2.7% 左右，较 5-7 月平均 2.3%-2.4% 水平有所上升。短端利率上升意味着资金面并不相 5 月至 7 月那么宽松，是直接导致债市调整的原因。目前来看，央行审慎的态度将持续，资金投放可能更多通过扩大信贷社融的方式，因而流动性可能延续目前状况。

实体信贷社融将持续改善，银行逐步减少债市资产配置。随着实体信贷社融持续改善，应将增加对贷款等资产的配置，而减少量对债券资产的配置。从托管数据来看，全国性商业银行结束了 5 月至 8 月连续增持利率债的状况，转而开始从 9 月减持利率债，9 月当月净减持 1600 亿以上的利率债。商业银行减持直接增加了利率债调整压力。

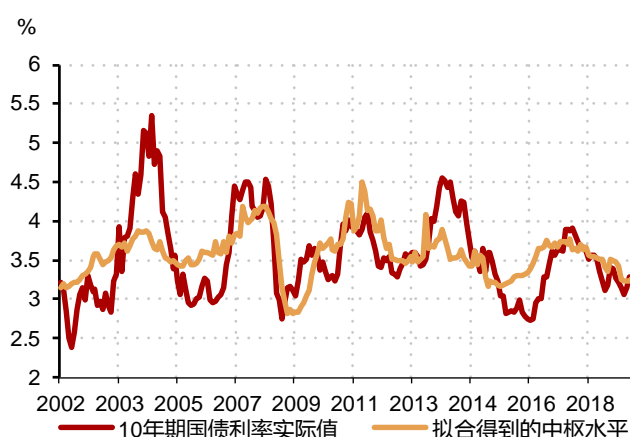
但考虑到利率对社融的影响，央行也不会放任短端利率大幅上行，因而债市调整幅度有限，或延续震荡情况。虽然短端利率下降不一定能够推动实体融资增加，但短端利率上升却能够抑制实体融资。因而在实体经济尚未明确企稳情况下，央行不会放任流动性大幅趋紧。因而长端利率大幅调整可能性有限。我们通过基本面、资金面和利率对应的经验关系来看，即通过 CPI 和 PPI、工业增加值、R007 月均值即月波动率对 10 年期国债历史经验回归关系来看，当前 10 年期国债利率中枢在 3.3% 左右，因而债市进一步调整空间有限，或延续震荡态势。

图 11：流动性并不十分宽松



数据来源：wind、西南证券整理

图 12：10 年期国债利率中枢值为 3.3%，与当前水平较为接近



数据来源：wind、西南证券整理

表 1：西南证券月度宏观数据预测

		2018-9	2018-10	2018-11	2019-4	2019-5	2019-6	2019-7	2019-8	2019-9	2019-10	2019-11	预测误差及修正		市场预期	
														2019-9F	2019-10F	2019-10F
CPI	同比%	2.5	2.5	2.2	2.5	2.7	2.7	2.8	2.8	3.0	3.5	3.9	-0.1	0.6	3.2	3.5
PPI	同比%	3.6	3.3	2.7	0.9	0.6	0.0	-0.3	-0.8	-1.2	-1.6	-1.2	0.1	-0.2	-1.6	-1.2
工业增加值实际增速/1	同比%	5.8	5.9	5.4	5.4	5.0	6.3	4.8	4.4	5.8	5.2	5.4	-0.2	0.3	5.1	5.6
固定资产投资累积名义增速/1	同比%	5.4	5.7	5.9	6.1	5.6	5.8	5.7	5.5	5.4	5.4	5.5	0.0	0.2	5.4	5.6
消费品零售名义增速/1	同比%	9.2	8.6	8.1	7.2	8.6	9.8	7.6	7.5	7.8	7.9	8.0	0.0	0.0	8.0	8.4
新增人民币贷款	亿人民币	13800	6970	12500	10200	11800	16600	10600	12100	16900	8500	13500	-3900	2000.0	8071	14000
社会融资总额	亿人民币	22054	7288	15191	13592	13952	22629	10112	19771	22725	10000	17000	-5725	2500.0		
M2增速	同比%	8.3	8.0	8.0	8.5	8.5	8.5	8.1	8.2	8.4	8.4	8.6	-0.4	0.5	8.3	8.5
一年期定存	%	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	0.0	0.0	1.50	1.50
出口名义增速(美元计价)	同比%	14.4	15.6	5.4	-2.7	1.1	-1.3	3.3	-1.0	-3.2	-5.0	-2.0	-1.8	0.5	-2.7	-1.3
进口名义增速(美元计价)	同比%	14.5	21.4	3.0	4.0	-8.5	-7.3	-5.3	-5.6	-8.5	-10.0	-3.0	2.5	-2.0	-7.6	-1.3
贸易顺差	亿美元	312.8	340.2	447.5	123.7	416.6	509.8	450.5	348.3	396.5	404.1	428.5	-99.2	57.8	405.7	400.0
人民币兑美元汇率(月末值)	人民币/美元	6.88	6.96	6.94	6.74	6.90	6.87	6.89	7.09	7.14	7.05	7.00	-0.01	-0.11	7.15	
存款准备金率(月末值)	%	15.5	14.5	14.5	13.5	13.5	13.5	13.5	13.5	13.0	13.0	13.0	0.0	0.0		

资料来源：CEIC, Wind, 西南证券

1/ 1、2月份数字为1-2月累计增速

注：表格最右两列为最新数据及预测相对上月预测的差异，预测误差为预测值减实际值。准备金率为大型金融机构存准率

表 2：西南证券季度宏观数据预测

		16Q4	17Q1	17Q2	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4F	20Q1F	预测误差及调整	
																19Q3F	19Q4F
GDP同比增速	同比%	6.8	6.9	6.9	6.8	6.8	6.8	6.7	6.5	6.4	6.4	6.2	6.0	6.0	6.1	0.0	0.0
CPI(季度平均)	同比%	2.1	1.4	1.4	1.6	1.8	2.2	1.8	2.3	2.2	1.8	2.6	2.9	3.9	4.4	0.0	0.8
PPI(季度平均)	同比%	3.3	7.5	5.8	6.2	5.9	3.7	4.1	4.1	2.3	0.2	0.5	-0.8	-1.0	0.7	-0.1	-0.6
工业增加值实际增速	同比%	6.1	6.8	6.7	6.3	6.2	6.7	6.6	6.0	5.7	6.5	5.6	5.0	5.3	5.2	0.1	0.2
固定资产投资累积名义增速	同比%	8.1	9.2	8.6	7.5	7.2	7.5	6.0	5.4	5.9	6.3	5.8	5.4	5.5	5.8	0.0	0.3
消费品零售名义增速	同比%	10.8	10.0	11.0	10.2	9.9	9.8	9.0	9.0	8.3	8.3	8.5	7.6	8.0	8.2	0.4	0.0
新增人民币贷款	万亿人民币	2.5	4.2	3.8	3.2	2.4	4.9	4.2	4.1	3.0	5.8	3.9	4.0	3.3	6.0	-0.7	0.3
M2增速(季末值)	同比%	11.3	10.6	9.4	9.2	8.2	8.2	8.0	8.3	8.1	8.6	8.5	8.4	8.6	8.8	-0.4	0.8
一年期定存(季末值)	%	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	0.00	0.00
出口名义增速(美元计价)	同比%	-5.2	7.7	9.3	7.0	10.0	17.6	12.2	12.2	5.5	1.4	-1.0	-0.3	0.0	0.0	0.4	6.0
进口名义增速(美元计价)	同比%	2.3	25.0	14.6	14.4	13.1	19.2	20.5	20.5	5.6	-4.8	-3.9	-6.5	-2.0	1.0	-1.4	3.0
贸易顺差	十亿美元	132.2	66.0	121.6	117.1	133.1	49.1	94.8	87.6	135.8	76.3	105.1	119.5	142.2	69.1	18.8	23.7
人民币兑美元汇率(季末值)	人民币/美元	6.94	6.90	6.77	6.64	6.53	6.29	6.62	6.88	6.87	6.72	6.87	7.04	7.00	6.95	0.11	-0.20
存款准备金率(季末值)	%	17.0	17.0	17.0	17.0	17.0	17.0	15.5	15.5	14.5	13.5	13.5	13.0	12.5	12.0	0.5	-0.5

资料来源：CEIC, Wind, 西南证券

注：表格最右两列为最新数据及预测相对上月预测的差异，预测误差为预测值减实际值。准备金率为大型金融机构存准率

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_9238



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn