

旬度经济观察

——经济有下行压力，通胀有上行压力

韦志超¹ 袁方(联系人)²

2019年10月31日

内容提要

10月制造业 PMI49.3，低于前值和预期的 49.8；制造业和非制造业 PMI 均明显下行，显示经济下行压力仍大。

10月猪肉价格加速上行，引发市场担忧。在中性假设下，2020年 CPI 高点可能在 5.2，全年均值 4.5，与往年相比明显更高，这将在一定程度上制约货币宽松。

美联储决定再降息一次，但 FOMC 决议与鲍威尔的答记者问显示，美联储降息后将进入一段时间的观望期。

风险提示：（1）贸易摩擦加剧；（2）地缘政治风险

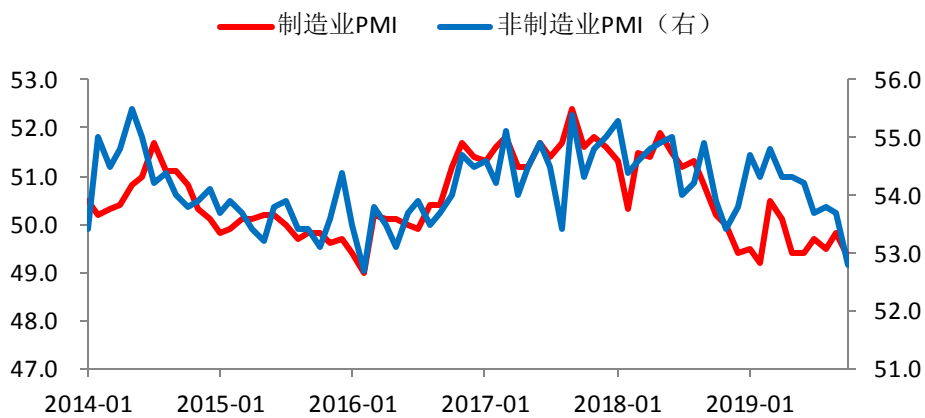
1 高级宏观分析师，weizc@essence.com.cn，S1450518070001

2 宏观分析师，yuanfang@essence.com.cn，S1450118080052

一、经济仍有下行压力

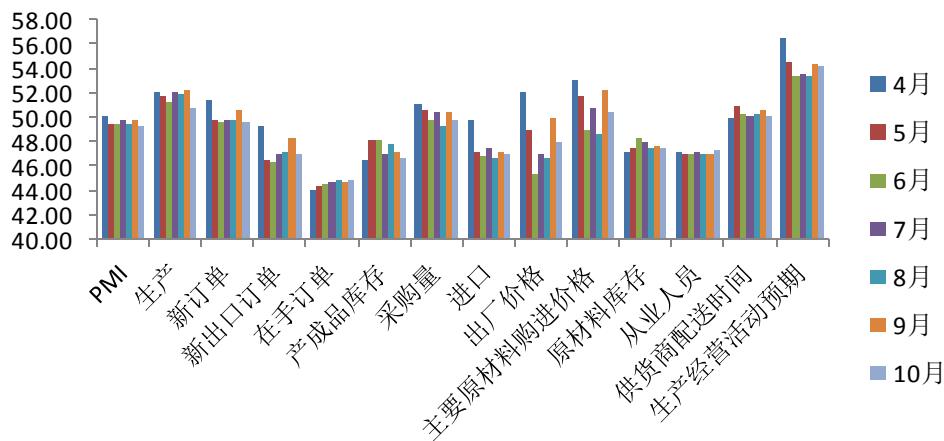
10月中采制造业PMI读数为49.3，相比9月的49.8明显下降，也低于预期的49.8。9月PMI的各个分项都有明显的反弹，但似乎昙花一现，10月份又明显回落。49.3的读数是年内第二低，并低于7-8月的读数，说明经济仍有下行压力。新出口订单指数曾出现连续三个月的反弹，但10月出现回落，可能预示着出口的回补告一段落。另外，非制造业PMI的下行幅度更为显著，由53.7下降为52.8，可能说明除了制造业外，更为广泛的行业领域在承受着下行压力。

图1: %



数据来源: Wind, 安信证券

图2: %

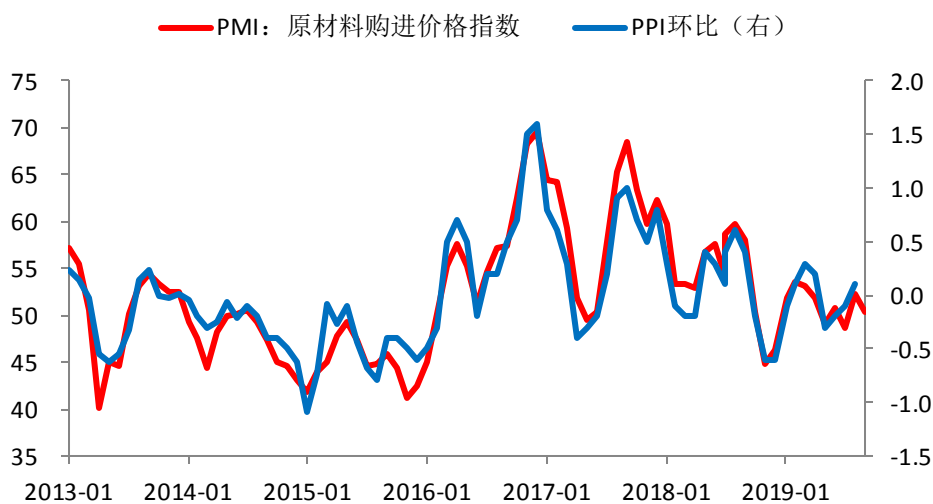


数据来源: Wind, 安信证券

10月的PMI有两个分项要比预期的好。一个是经营活动预期指数，仅仅是小幅下降，这可能说明中美摩擦的缓和以及政府托底政策对市场信心起了一些正面的影响。另一个是从业人员指数，连续两个月小幅回升，这或许说明就业压力要比市场预期的要小。这两项指标好于预期都增加了政府的回旋余地。

原材料购进价格指数明显回落，预示10月PPI环比可能在0附近。这一轮PPI小周期的反弹力度比之前明显要小，也和经济的疲弱相对应。

图3：点，%



数据来源：Wind，安信证券

二、猪价大涨，CPI承压

受猪瘟疫情的影响，7月以来猪价明显上行，在鲜菜和鲜果价格明显下行的背景下猪价的快速上涨仍把9月CPI推升至3.0。10月的高频数据显示猪价仍在上涨，甚至有所加速，引发了市场对未来CPI的担忧。因此，我们对未来CPI做了简要的分析和预测。我们认为，CPI在今年四季度将加速上行，将在2020年前

三季度都维持高位，可能在 2020 年四季度明显回落。在中性假设下，CPI 在 2020 年的均值水平为 4.5，处于相当高的水平。

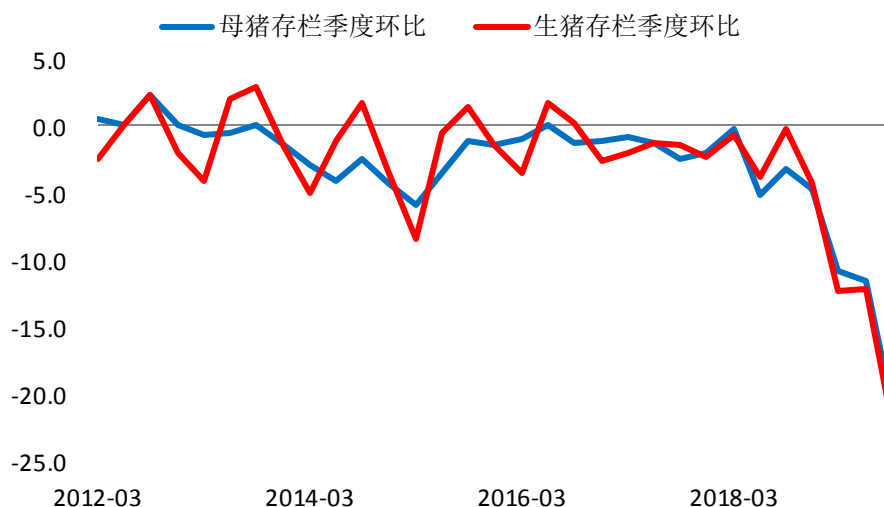
预测 CPI 的同比，关键在于预测 CPI 的环比。我们假设未来的 CPI 环比与往年季节性类似，唯一的扰动项是猪价的影响。未来猪价的变化取决于两个因素：

- (1) 未来生猪供应将减少多少？
- (2) 猪肉的需求价格弹性是多少？

这两个问题都没有现成的答案，我们将基于几种假设，来估计猪价和 CPI 大致的波动区间。

首先，我们来讨论第一个问题。从母猪存栏、生猪存栏以及生猪定点屠宰量的数据来看，最近几个月的环比减少在 40% 左右，诸多草根调研的结果显示，母猪死亡率在 50-60%。目前我们还难以知道猪瘟最后的结局如何，我们做出以下假设：我们假设猪瘟在最近两三个月内得到控制，在得到控制的时点上，相比 2019 年初，乐观情形下，母猪死亡率为 50%，中性情形下，母猪死亡率为 60%，悲观情形下，母猪死亡率为 70%。

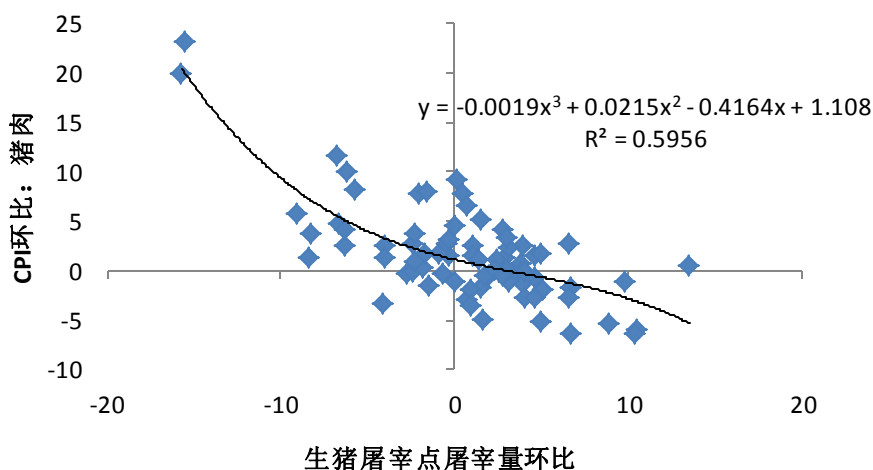
图4： %



数据来源：Wind，安信证券

关于第二个问题，我们难以从历史经验上找到相似的阶段，因为如此高的猪价前所未有。如果剔除变动异常的这几个月的样本，我们发现猪价环比对生猪屠宰量环比的弹性是 0.5-0.6 左右，但供给曲线在供给减少的时候会变得更为陡峭。最近两个月的弹性已经高达 1.6³，未来大概率会更高。假如猪肉供给持续紧张，我们假设，乐观情形下，弹性为 1.8；中性情形下，弹性为 2.0；悲观情形下，弹性为 2.3。

图5: %



数据来源: Wind, 安信证券

基于上述分析，我们将得到各种假设下 2020 年的猪价情形。

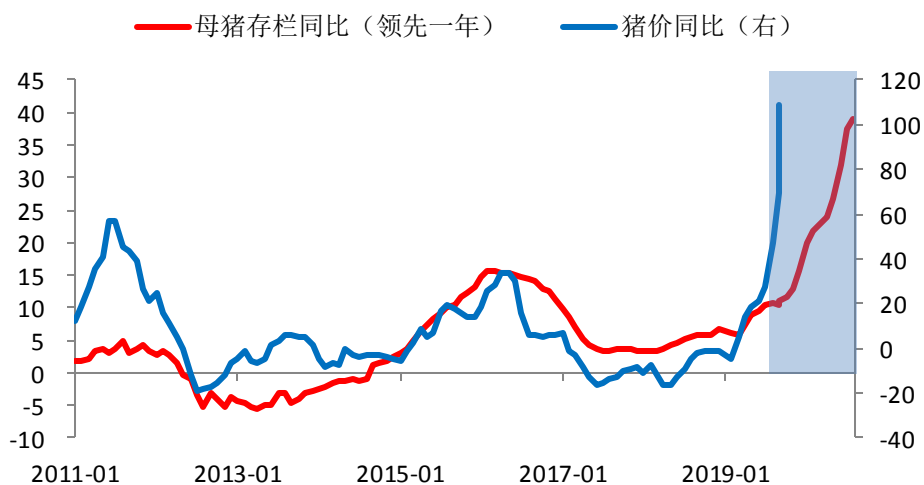
³ 8-9月生猪屠宰量减少 29%而猪价环比增加 47%，47%/29%=1.6

表 1：2020 年生猪价格均值预测

价格变动情景假设 (2019 年 9 月零售均价为 45 元/千克)		生猪减少比例		
		乐观 (-10%)	中性 (-20%)	悲观 (-30%)
价格弹性	乐观 (1.8)	54 元/千克	62 元/千克	70 元/千克
	中性 (2.0)	55 元/千克	64 元/千克	73 元/千克
	悲观 (2.3)	56 元/千克	67 元/千克	78 元/千克

另外，值得注意的一点是，猪价在 2019 年四季度快速上涨后，可能在 2020 年全年均维持较高的水平。一般认为，猪本身的生理周期导致能繁母猪的数量领先生猪出栏的数量一年左右。但这次与以往的规律有很大的不同，此次的猪瘟使得生猪和母猪同时大规模死亡。这使得生猪的价格上涨并不滞后于母猪存栏的下降，而是同时发生（请参见图 6）。因此，一旦猪瘟疫情得到控制，那么生猪价格基本见顶；但由于猪自身的生理周期影响，猪价的回落需要等到 2021 年，猪价同比的显著回落需要等到 2020 年四季度。

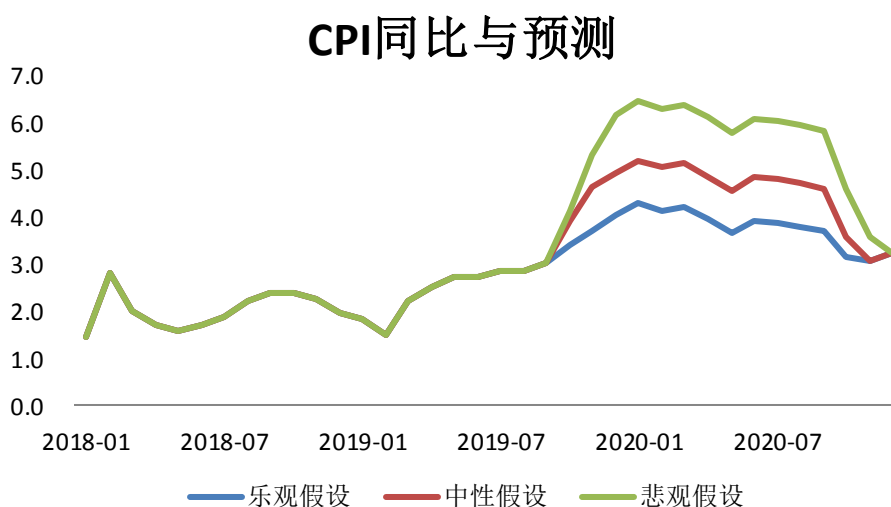
图 6: %



数据来源：Wind，安信证券

猪肉在 CPI 里的狭义权重大致在 2.5%左右，但广义权重可能在 4%左右。如果假定 CPI 的其他影响因素没有太大变化，那么猪价的大涨将显著拉升目前至 2020 年的 CPI 水平。即使按照中性假设估计，2020 年的 CPI 高点高达 5.2，全年均值高达 4.5，为 2012 年之后的最高水平。这将在一定程度上制约货币宽松的空间。

图7： %



数据来源：Wind，安信证券

三、全球风险偏好持续提升，美联储降息后进入观望期

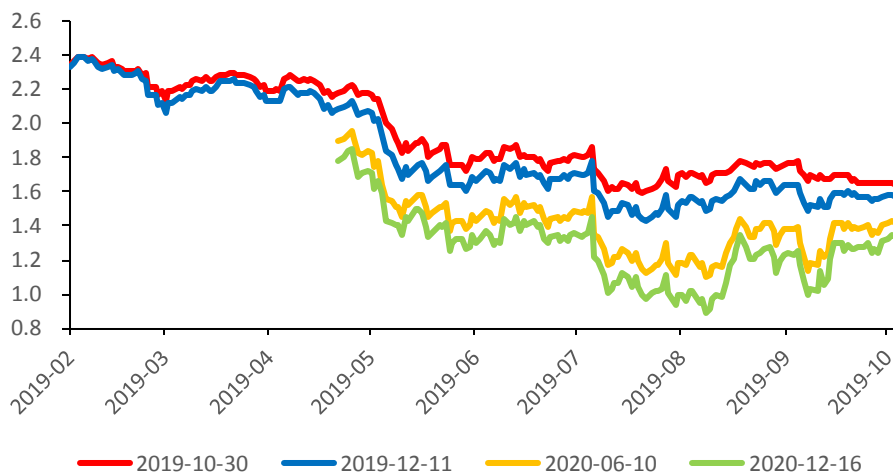
10月30日的美联储会议决定降息一次，基本符合市场预期；因此降息后市场表现基本平稳。美联储声明发布时，市场做鹰派解读，美国10年期国债收益率上行2BP；随后鲍威尔的新闻发布会，市场转向鸽派解读，美国10年期国债收益率下行4BP。美股则小幅上行，美元小幅下跌，黄金先跌后涨，整体幅度都不大。

综合各方面情况看，美联储此次降息后将进入一段时间的观望期。首先，美联储对降息的态度明显变得更加踌躇。非常关键的一点是，此次FOMC的声明将六月以来每次会议声明都出现的“act as appropriate to sustain the expansion”去除

了。但同时，美联储对加息的考虑也还很遥远，美联储主席鲍威尔在记者会上明确说，如果要加息的话需要看到“really significant rise in inflation”。进一步的，鲍威尔在新闻发布会上明确表示，目前的货币政策“in a good place”，目前的这个阶段“likely to remain appropriate”。尽管如此，市场预期美联储 12 月降息的概率仍有 25%。

图8: %

联邦基金利率市场预期值（当前值：1.75-2）



数据来源：Wind，安信证券

尽管鲍威尔没有在新闻发布会上明确说明美联储态度转变的原因，但我们相

信经济中美贸易摩擦土六经济以及美国经济复苏前景乐观 美国 M1 同比增长

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_9313



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn