



首创证券  
Capital Securities

## 首创宏观“茶”： 4 季度货币政策大概率保持定力

证券研究报告·宏观研究报告

2019 年 10 月 30 日

——9 月通胀数据点评

### 研究发展部宏观策略组

王剑辉  
宏观策略分析师  
电话：010-56511920  
邮件：wangjianhui1@sczq.com.cn  
执业证书：S0110512070001

### 主要观点：

- 9 月 CPI 同比 3.0%，预期 2.9%，前值 2.8%；9 月 PPI 同比-1.2%，预期-1.2%，前值-0.8%；9 月 PPIRM 同比-1.7%，前值-1.3%。我们点评如下：
- 一、10 月 CPI 当月同比大概率还将上行；
- 二、10 月 PPI 当月同比大概率还将下行；
- 三、食品系价格增速全线上扬；
- 四、4 季度货币政策大概率继续保持定力。

## 目录

一、10月CPI当月同比大概率还将上行.....	4
二、10月PPI当月同比大概率还将下行.....	7
三、食品系价格增速全线上扬.....	8
四、4季度货币政策大概率继续保持定力.....	9

## 图表目录

图 1：9 月 CPI 同比创 2013 年 12 月以来新高 (%) .....	5
图 2：“猪肉系”持续发力支撑 CPI 同比 (%) .....	5
图 3：短期之内，能繁母猪和生猪存栏断崖式下跌依旧不可避免 (%) .....	6
图 4：生活资料 PPI 同比与生产资料 PPI 同比的走势出现背离 (%) .....	7
图 5：在历次周期中，采掘工业 PPI 同比波动性最大 (%) .....	8
图 6：食品系价格增速全线上扬 (%) .....	9

**事件：**9月CPI同比3.0%，预期2.9%，前值2.8%；9月PPI同比-1.2%，预期-1.2%，前值-0.8%；9月PPIRM同比-1.7%，前值-1.3%。

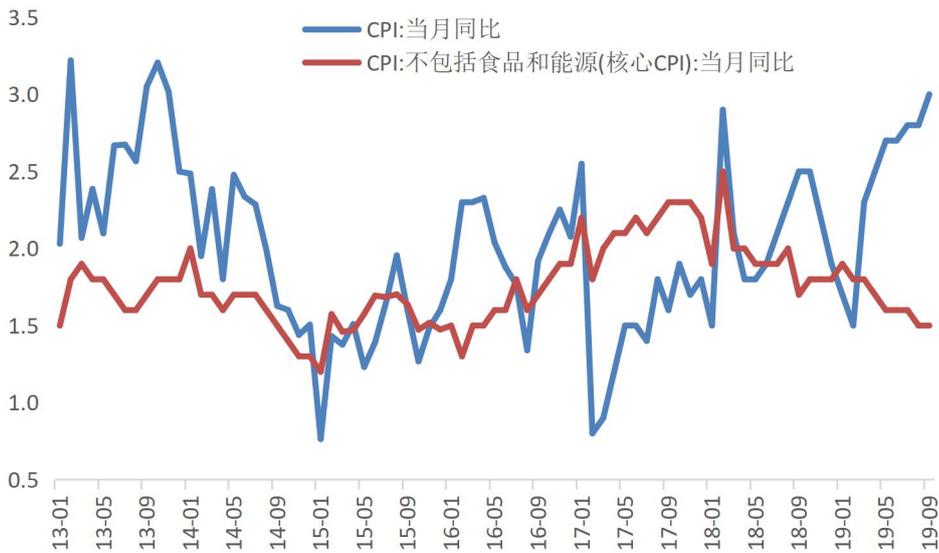
**点评：**

### 一、10月CPI当月同比大概率还将上行

9月CPI同比录得3.0%，高于预期0.1个百分点，较前值上行0.2个百分点，创2013年12月以来新高。其中，食品CPI同比与非食品CPI同比的“剪刀差”在8月的基础上进一步扩大：9月食品CPI同比为11.20%，较前值上行1.20个百分点，创2011年11月以来新高；非食品CPI同比为1.00%，较前值下行0.10个百分点，创2016年4月以来新低。消费品CPI同比与服务CPI同比的“剪刀差”也在8月的基础上进一步扩大：9月消费品CPI同比为4.00%，较前值上行0.40个百分点，创2012年5月以来新高；服务CPI同比为1.30%，较前值下行0.30个百分点，创2010年4月以来新低。

9月核心CPI同比为1.50%，持平于前值，创2016年5月以来新低。核心CPI累计同比为1.70%，连续2个月持平于前值，目前呈逐级“下台阶”的趋势。与8月完全一致，从8大分项7升1降，其中，食品烟酒、其他用品和服务、医疗保健、教育文化和娱乐、衣着、居住、生活用品及服务的CPI同比分别为8.40%、5.80%、2.20%、1.70%、1.60%、0.70%、0.60%，分别较前值上行1.10、1.10、-0.10、-0.40、0、-0.30、-0.10个百分点，而交通和通信的CPI同比为-2.90%，较前值下行0.60个百分点。与8月相比，食品烟酒、其他用品和服务较前值上行，衣着持平于前值，而其余5个分项均较前值下行。核心CPI同比逐级“下台阶”，叠加5个分项均较前值下行，一是表明宏观经济压力尚存，二是预示短期之内社会消费品零售总额当月同比大幅上行概率较低。

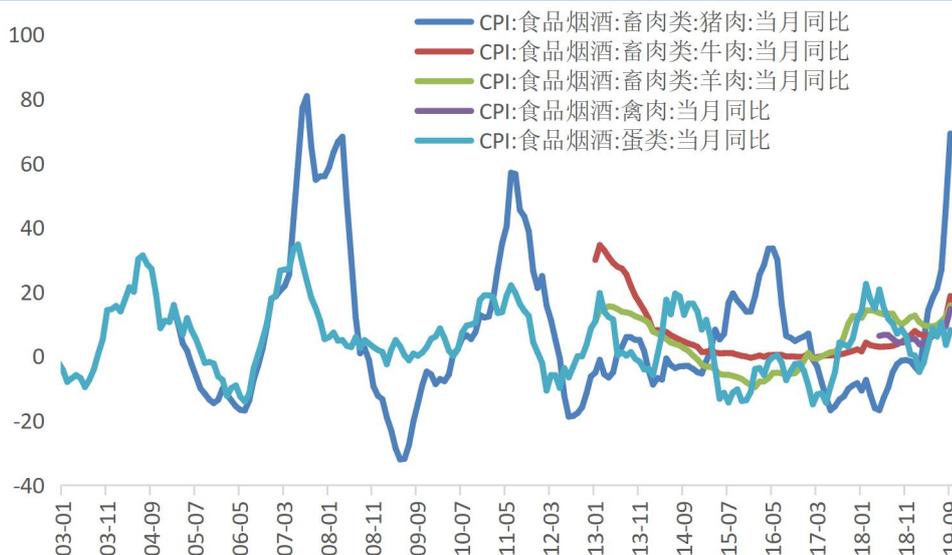
图 1：9 月 CPI 同比创 2013 年 12 月以来新高 (%)



资料来源：wind，首创证券研究发展部

在31个最细项上，猪肉、牛肉、羊肉、禽肉、蛋类CPI同比分别为69.30%、18.80%、15.90%、14.70%、8.20%，分别较前值上行22.60、6.50、3.40、5.10、4.60个百分点，是9月CPI上行的主要贡献项，而前期的主要贡献项鲜果类在9月CPI同比则大幅下行至7.7%。另一方面，交通工具用燃料、鲜菜、通信工具、交通工具、家用器具、通信服务、邮递服务CPI同比分别为-12.10%、-11.80%、-3.00%、-1.10%、-0.90%、-0.60%、-0.50%，分别较前值上行-1.90、-11.00、-0.80、0、0、0.20、0个百分点，是9月CPI同比上行的主要拖累项。

图 2：“猪肉系”持续发力支撑 CPI 同比 (%)



资料来源：wind，首创证券研究发展部

展望10月，2018年9月、10月CPI当月同比均为2.5%，虽然翘尾因素同比从-0.1%下行至-0.3%，但是在这轮史无前例的猪周期面前，这已经不太重要了。2019年4月17日，农业农村部新闻办公室举行例行新闻发布会，“下半年猪肉价格同比涨幅可能超过70%”。彼时猪肉价格是20.00元/公斤，70%的涨幅对应的是34.00元/公斤，这一价格在9月2日已经被突破。国庆长假结束之后，猪肉平均批发价跳升至38.91元/公斤，目前已经升至52.23元/公斤，较4月17日的价格上涨了161%。在非洲猪瘟疫苗未研发出来之前，工商资本对进入养猪行业存在一定顾虑，这对扩大生猪产能形成一定压制，预计10月猪肉价格还将面临压力。

图3：短期之内，能繁母猪和生猪存栏断崖式下跌依旧不可避免（%）



资料来源：wind，首创证券研究发展部

展望11月与12月，CPI同比面临四重冲击：一是猪肉价格大概率继续上行；二是虽然国际油价大幅上行概率较低，但是国际油价的同比大概率上行；三是CPI同比基数下行；四是翘尾因素同比上行。展望2020年，1月春节错位，叠加猪肉价格基数下行，预计CPI同比在12月的基础上继续上行；2月CPI基数处于低位，猪肉价格基数同时到达低位，预计2月CPI同比续高位运行。预计1季度是2020年全年CPI同比的最高点，且在基数效应的作用下，上半年CPI同比的中枢高于下半年。

## 二、10月PPI当月同比大概率还将下行

9月PPI当月同比-1.2%，持平于预期，较前值下行0.4个百分点，连续3个月处于负值区间，创2016年8月以来新低；9月PPI累计同比0%，较前值下行0.1个百分点，创2017年1月以来新低，预计11月将进入负值区间。具体看，生产资料PPI同比-2.00%，较前值下行0.70个百分点，续创2016年7月以来新低。其中，采掘工业、原材料工业、加工工业PPI同比分别为0.60%、-4.80%、-1.20%，分别较前值下行2.20、1.30、0.40个百分点。目前PPI同比何时触底是宏观经济的一个焦点。一个可供参考的经验是：在历次周期中，采掘工业PPI同比波动性最大，在价格周期顶部，采掘工业PPI同比高于原材料工业、加工工业PPI同比，在周期底部，采掘工业PPI同比低于原材料工业、加工工业PPI同比。在本轮下降周期中，目前采掘业PPI当月同比还高于原材料工业同比与加工工业PPI同比，这意味着9月PPI当月同比可能尚未触底，大概率继续下行。生活资料PPI同比1.10%，较前值上行0.4个百分点，创2012年5月以来新高。其中，食品类、衣着类、一般日用品类、耐用消费品类PPI同比分别为3.30%、0.90%、0.80%、-1.80%，分别较前值上行0.70、0、0.20、0.20个百分点。9月生活资料PPI同比的四个分项无一较前值下行，食品类CPI同比是主要推手，展望10月，虽然基数小幅下行利多PPI当月同比，但是翘尾同比大幅下行，对PPI当月同比形成较大利空，预计10月PPI当月同比大概率约为-1.5%。

图 4：生活资料 PPI 同比与生产资料 PPI 同比的走势出现背离（%）



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\\_9364](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_9364)

