

宏观周报

“猪通胀”仍有上行压力，货币政策何去何从？

■ 核心观点

第一，从生猪存栏以及能繁母猪数据来看，未来猪肉供给还会进一步紧张，猪肉价格存在继续上涨的压力，并带动 CPI 继续上行。我国当前的通胀为结构性通胀，同时伴随着总需求回落以及经济的下行压力。

第二，回顾过去三轮猪肉价格大幅上涨的历史可以发现：在前两轮猪肉价格上涨时期（2006.06—2007.12 和 2009.05—2011.07），CPI 增速都大幅超过 3%，PPI 也处于上行态势，经济总需求强劲并处于过热期，货币政策都采取了连续加息。在第三轮猪肉价格大幅上涨时期（2015.01—2016.05），CPI 温和上涨，没有对货币政策宽松形成掣肘；同时，PPI 持续为负，经济增长存在较大下行压力，货币政策连续下调存贷款基准利率。

第三，本轮猪肉价格大幅上涨的经济环境与第三轮猪肉价格上涨时期更为相似，但本轮 CPI 上涨的幅度更大。

第四，四季度宽松货币政策的操作可能会相对审慎：其一，四季度经济虽然存在下行压力，但下行幅度可能较为缓和，而且去年四季度 GDP 基数相对较低；其二，央行强调通胀预期管理，并通过改革的办法来降低融资成本，这意味着四季度 LPR 报价利率有望继续下行；其三，央行关注如何降低风险溢价以及疏通货币政策的传导渠道，这说明着央行更希望通过压缩 LPR 报价的加点幅度而非直接调整 MLF 利率来降低 LPR 报价利率；其四，货币政策的一个重要目标是保持币值稳定，对内是保持物价总水平稳定。因此，总需求回落与经济下行压力决定了货币政策宽松态势不变，但 CPI 在破 3 之后依然存在上行压力，会对货币政策宽松的力道形成一定的掣肘。

本周市场重点

9 月 CPI 同比上涨 3.0%，达到 2013 年 12 月以来最高涨幅，其中猪肉价格是拉动 CPI 上涨的主导因素。9 月份 CPI 分项中猪肉价格同比增速为 69.3%，是近十年猪肉价格单月同比最高增速，对 9 月 CPI 同比增速拉动 1.65 个百分点。考虑到猪肉价格上涨带来的替代效应，导致其他肉类价格的上涨，整体畜肉类对 CPI 同比增速的拉动为 2.03 个百分点。

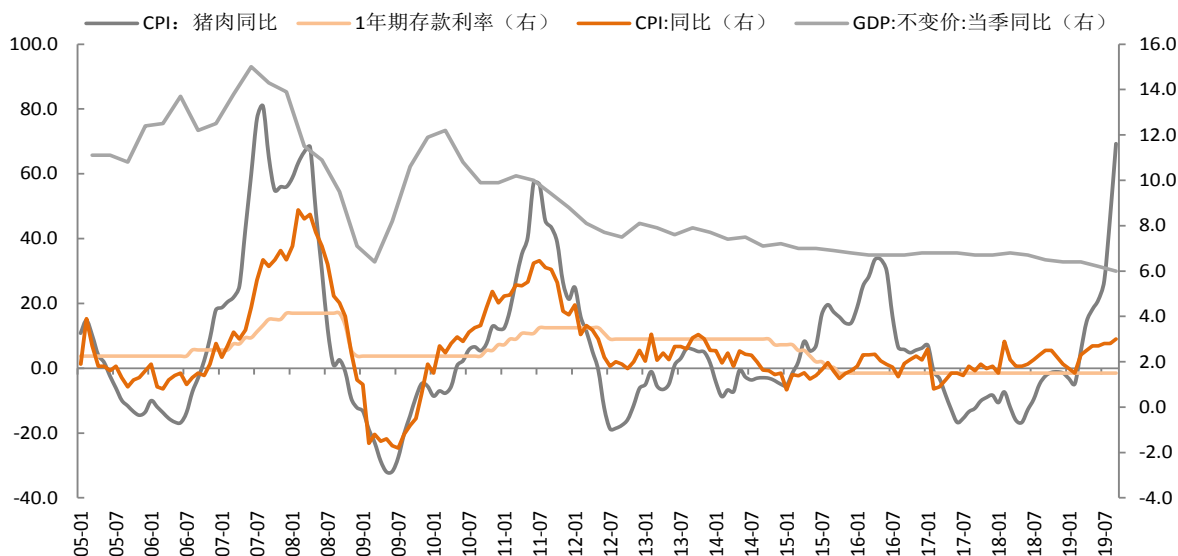
不过，从生猪存栏以及能繁母猪数据来看，未来猪肉供给还会进一步紧张，猪肉价格存在继续上涨的压力。根据中国政府网数据，生猪存栏同比增速从年初的-13.1%下降到 9 月份的-41.0%，能繁母猪同比增速从年初的-15.6%下降到 9 月份的-39.0%，生猪存栏的断崖式下降意味着将来的生猪出栏增速会进一步大幅下行，能繁母猪增速的大幅下降意味着生猪未来的补栏能力大幅下降。当前似乎还不是猪肉供给最紧张的时期，猪肉价格未来还会继续上涨，并带动 CPI 同比增速上行。如果剔除食品和能源价格，我们看到核心 CPI 自年初以来一直在震荡下行，9 月份核心 CPI 同比为 1.5%；PPI 同比增速自 4 月份以来持续下行，目前已经连续三个月为负，9 月份为-1.2%。结合最新的三季度经济数据可以看出，目前经济依然存在下行压力。这说明我国当前的通胀为结构性通胀，并伴随着总需求回落以及经济存在下行压力。那么货币政策宽松的态势是否会受到结构性通胀的影响呢？我们首先回顾过去几轮猪肉价格大幅上涨时物价水平以及货币政策的变化特点。

- 第一轮：2006.06——2007.12，CPI 分项猪肉价格同比由-16.8%上升到 56%，期间最高增速为 80.9%，带动 CPI 同比增速由 1.5%上升到 6.5%。同时，PPI 同比增速由 3.5%震荡上行到 5.4%，GDP 同比平均增速为 13.6%。物价水平的上涨很大程度上由强劲的总需求推动，经济处于过热期，存贷款基准利率连续上调 5 次。
- 第二轮：2009.05——2011.07，CPI 分项猪肉价格同比由-32.0%上升到 56.7%，带动 CPI 同比增速由-1.4%上升到 6.5%。同时，PPI 同比增速由-7.2%震荡上行到 7.5%。金融危机之后，我国实施了大规模的刺激政策，经济增长迅速反弹，总需求增长强劲，并推动 CPI 和 PPI 大幅上涨，经济处于过热期，存贷款基准利率上调 4 次。
- 第三轮：2015.01——2016.05，CPI 分项猪肉价格同比由-5.3%上升到 33.6%，CPI 同比增速由 0.76%上升到 2.04%，核心 CPI 在 1.5%附近震荡。同时，PPI 同比增速由-4.3%震荡上行到-2.8%，GDP 同比增速由 7.2%持续下行至 6.7%。在该阶段，虽然猪肉价格大幅上涨，但 CPI 温和上涨，整体经济环境总需求不足，经济存在较大下行压力，货币政策 5 次下调存贷款基准利率。

综上所述，在前两轮猪肉价格上涨时期，CPI 增速都大幅超过 3%，PPI 也处于上行态势，经济总需求强劲并处于过热期，货币政策都采取了连续加息。在第三轮猪肉价格大幅上涨时期，CPI 温和上涨，没有对货币政策宽松形成掣肘。同时，PPI 持续为负，经济增长存在较大下行压力，货币政策连续下调存贷款基准利率。本轮猪肉价格大幅上涨的经济环境与第三轮猪肉价格上涨的背景更为相似，那么短期内货币政策是否会下调政策利率（MLF 利率）呢？我们认为出于以下几个因素，四季度宽松货币政策的操作可能会相对审慎。

其一，“衰退型”顺差对经济仍有一定的支撑。房地产行业虽然处于下行周期，但短期受房地产企业加快销售推盘以及年底集中交房加快施工，房地产投资将保持韧性，短期断崖式下跌的概率较低。伴随着基建投资增速的反弹以及汽车消费由于低基数的边际改善，四季度经济虽然存在下行压力，但下行幅度可能较为缓和。其二，央行强调通胀预期管理，并通过改革的办法来降低融资成本，这意味着四季度 LPR 报价利率有望继续下行。其三，央行在三季度金融数据发布会上表示，LPR 利率本身更多的是通过市场利率去体现，市场利率水平比去年已经有很大幅度的下降，现在关键的问题在于怎么降低风险溢价以及疏通货币政策的传导渠道，促进贷款的实际利率下行。这意味着央行更希望通过压缩 LPR 报价的加点幅度而非直接调整 MLF 利率来降低 LPR 报价利率。其四，虽然当前我国的通胀为结构性通胀，但人民银行表示，货币政策的一个重要目标是保持币值稳定，对内是保持物价总水平稳定。因此，总需求回落与经济下行压力决定了货币政策宽松态势不变，但 CPI 在破 3 之后依然存在上行压力，会对货币政策宽松的力度形成一定的掣肘。

图表1 猪肉价格上涨与政策利率调整（%）



资料来源：WIND，平安证券研究所

上周市场动态

■ 国务院修改外资保险、银行管理条例

事件：10月14日，国务院总理李克强日前签署国务院令，公布《国务院关于修改〈中华人民共和国外资保险管理条例〉和〈中华人民共和国外资银行管理条例〉的决定》，自公布之日起施行。《中华人民共和国外资保险管理条例》的主要修改内容为：取消申请设立外资保险公司的外国保险公司应当经营保险业务30年以上，且在中国境内已经设立代表机构2年以上的条件；允许外国保险集团公司在我国境内投资设立外资保险公司，允许境外金融机构入股外资保险公司。《中华人民共和国外资银行管理条例》的主要修改内容为：一是取消拟设外商独资银行的唯一或者控股股东、拟设中外合资银行的外方唯一或者主要股东、拟设分行的外国银行在提出设立申请前1年年末总资产的条件，取消拟设中外合资银行的中方唯一或者主要股东应当为金融机构的条件。二是规定外国银行可以在中国境内同时设立外商独资银行和外国银行分行，或者同时设立中外合资银行和外国银行分行。三是放宽对外资银行业务的限制，允许其从事代理发行、代理兑付、承销政府债券以及代理收付款项业务，将外国银行分行可以吸收中国境内公民定期存款的数额下限由每笔不少于100万元人民币改为每笔不少于50万元人民币，并取消对外资银行开办人民币业务的审批。四是改进对外国银行分行的监管措施，放宽外国银行分行持有一定比例生息资产的要求，对资本充足率持续符合有关规定的外国银行在中国境内的分行，放宽其人民币资金份额与其人民币风险资产的比例限制。

点评：本次对《中华人民共和国外资保险管理条例》和《中华人民共和国外资银行管理条例》的修改是我国进一步扩大金融业对外开放的需求，也是对2018年博鳌论坛提出的一系列扩大开放重大举措的落实。截至2019年二季度末，外资银行在华共设立了41家外资法人机构、116家外国银行分行和151家代表处。境外保险公司在我国一共设立59家外资保险法人机构和131家代表处。我国相对循序渐进的金融开放路径是基于我国金融安全需要的考量。当前我国商业银行与保险企业已具备在更加开放的环境下与外资金融机构进行竞争与合作的能力，因此，放宽外资银行与外资保险公司的准入限制及业务范围可以有效促进中外资企业的竞争与合作，优化我国金融市场结构。下一步银保监会将加快推进《外资银行管理条例实施细则》《外资保险管理条例实施细则》等相关配套制度的修订完善，这将会进一步优化银行业、保险业投资和经营环境，激发外资参与中国金融业发展的活力，丰富金融服务和产品体系，提升金融服务实体经济的质效。

■ 外交部确认中美达成阶段性协议

事件：第十三轮中美经贸高级别磋商近日在华盛顿举行。美方表示双方达成实质性第一阶段协议。10月15日，外交部发言人耿爽回应称，美方所说是实际情况。这份经贸协议对中国、美国和世界都有利，对经贸与和平也都有利。今年以来中国企业已自美采购2000万吨大豆。

■ 李克强会见先进制造业国际咨询委员会成员

事件：10月18日下午，国务院总理李克强在人民大会堂会见先进制造业国际咨询委员会成员。李克强表示，中国能够实现全年经济社会发展主要目标任务；中国政府把推进先进制造业发展作为一项战略举措，为先进制造业发展创造良好环境。发展先进制造业需要开放合作。欢迎世界制造业企业抓住中国进一步扩大开放的机遇，积极来华开展合作，开拓市场。

点评：当前我国虽然面临经济下行压力，GDP增速逐渐放缓，但在全球环境下依旧处于领先地位，经济环境相对稳定，因此依旧对于世界制造业企业具有相当的吸引力。近期我国减税降费、加强知识产权保护、加强监管等举措也在为境外先进制造业企业营造相对于过去更加优越的经营环境。而对于银行与保险业的准入放宽也有利于提高境外制造业企业的预期。技术进步对于世界各国经济发展而言越来越重要，我国当前先进制造业整体相对于发达国家依旧存在劣势，但部分企业已拥有与境外企业进行竞争与合作的能力。当前我国进一步扩大开放，如果能为先进制造业创造良好的环境，并推动与境外企业的合作，相信可以倒逼我国先进制造业提升自身竞争力，从而推进我国的工业化与现代化进程。

■ 易纲出席美国华盛顿G20财长和央行行长会议和副手会议

事件：2019年10月17-18日，中国人民银行行长易纲、副行长陈雨露出席了在美国华盛顿举行的二十国集团(G20)

财政和央行部长级和副手级会议。会议主要讨论了全球经济形势、基础设施投资、国际金融架构、金融部门改革、稳定币、国际税收等议题。各方普遍认为，全球经济持续扩张，但增速疲弱。货币政策宽松、部分新兴市场经济体经济形势好转有利于推动全球经济改善，但贸易摩擦、地缘政治等因素仍可能对全球经济造成冲击，风险偏向下行。各方同意将加强对话，使用货币政策、财政政策和结构性改革等各类政策工具，推动经济强劲、可持续、平衡和包容性增长。

重要数据跟踪

图表2 重要高频指标跟踪

	最新值 (2019.10.20)	最新值分位	本周均值 (2019.10.14-10.20)	本周均值分位	周均涨跌	月均涨跌
R001	2.62	71.8%	2.68	74.8%	45.45	3.91
R007	2.78	63.1%	2.80	62.8%	17.12	-0.33
SHIBOR:3M	2.74	17.5%	2.73	17.5%	1.36	1.27
1 年期国债收益率	2.55	47.5%	2.55	46.9%	-0.69	-3.13
10 年期国债收益率	3.16	24.6%	3.17	25.2%	3.44	6.29
1 年期国开债收益率	2.72	38.9%	2.72	38.7%	-1.38	-2.60
10 年期国开债收益率	3.55	27.3%	3.57	28.8%	2.86	5.49
美元兑人民币:中间价	7.08	45.4%	7.07	45.8%	0.20%	-0.70%
美元指数	97.58	61.4%	97.91	61.0%	-2.60%	-0.20%

资料来源: WIND, 平安证券研究所

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_9533

