

## 宏观研究/动态点评

2019年10月15日

**李超** 执业证书编号：S0570516060002  
研究员 010-56793933  
lichao@htsc.com

**朱洵** 执业证书编号：S0570517080002  
研究员 021-28972070  
zhuxun@htsc.com

### 相关研究

- 1 《宏观：进出口低迷主要源于全球总需求弱》2019.10
- 2 《宏观：PSL 转正，政策性金融工具有望发力》2019.10
- 3 《宏观：美联储开启扩表抵抗负利率》2019.10

# CPI 与 PPI 剪刀差扩大

## 9 月通胀数据点评

### 食品端价格上涨带动 CPI 上行

9 月 CPI 环比+0.9%，同比+3%，同比较 8 月上行 0.2 个百分点，高于我们预期 0.2 个百分点。9 月食品 CPI 同比达到+11.2%，继续创下 2012 年 2 月以来新高；非食品 CPI 同比小幅回落到+1%。我们认为受经济顺周期下行的影响，年内非食品类 CPI 同比可能延续小幅回落；但食品端猪肉同比涨幅持续扩大、牛羊肉替代消费使得涨价呈现一定的结构扩散，四季度 CPI 有可能持续高于+3%。我们最担心的是在猪价可能仍将在一段时间内维持高位的背景下，中东地区地缘政治因素带动油价短期上行、形成“猪油共振”的风险情形，这种情况下 CPI 可能面临较大上行压力。

### 猪肉同比涨幅扩大，价格涨势趋缓需等待补栏逐渐完成

9 月猪肉 CPI 环比+19.7%、同比+69.3%，环比继续上涨、同比涨幅较前值明显扩大，统计局的解释和上月类似，仍受猪肉供应偏紧影响。农业部数据显示 8 月生猪存栏量较 7 月继续环比下行 9.8%，我们认为，受非洲猪瘟疫情影响，前期生猪存栏过度去化，补栏尚需时间。我们认为目前的生猪低存栏量、叠加年底为春节备货等因素，四季度猪价仍可能环比上涨，价格涨势趋缓需等待补栏逐渐完成。另一方面，我们认为猪肉价格的持续上涨将对猪肉消费产生更明显的抑制，促使猪肉消费向牛羊禽肉等替代品转移，可能使得涨价在各食品类别间出现一定的结构性扩散。

### PPI 环比由负转正

9 月 PPI 环比+0.1%，同比增速-1.2%。PPI 当月环比由负转正，但受制于翘尾因素，同比增速较前值下行。环保限产对 9 月 PPI 环比产生了一定的正向影响，9 月化工、有色行业价格环比强于 8 月份。我们预计受制于翘尾因素，10 月、11 月 PPI 同比增速可能继续探底，但从 12 月份开始有望触底反弹。9 月国常会特别部署加快专项债发行和形成有效投资，落实到交运、能源、生态、民生等领域，我们认为需求侧政策工具有望前置，今年四季度末可能是 PPI 同比增速的阶段性低点。

### 企业盈利和库存周期的正面因素有望在明年上半年逐渐显现

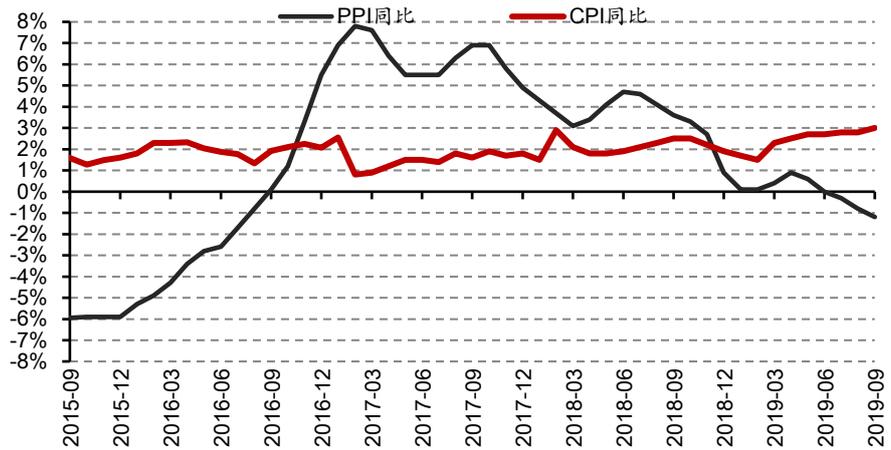
工业利润累计同比目前仍处于修复过程中，负增长幅度收窄。我们认为未来利润累计同比增速的利好因素主要来自量价修复，即 PPI 上行、且需求侧关注“六稳”，有一定的逆周期对冲；而利润率的改善，我们认为需要从财务角度期待财政减税降费正面效应的体现。工业企业利润累计同比增速有望在今年末至明年一季度转正。本轮库存周期从 2016 年 7 月份开启补库存，目前仍处于被动去库存阶段。考虑到库存周期略滞后于 PPI 和企业盈利变动，我们认为最早可能在明年上半年转入新一轮新的补库阶段。

### CPI-PPI 剪刀差扩大，食品饮料、农林牧渔相关行业仍可能受益

截至 10 月 14 日，农业部口径的猪肉均价达到 42.3 元/公斤，10 月初以来，猪肉价格环比继续上涨。由于 2018 年 10 月~2019 年 2 月基数较低，我们认为一直到明年 2 月，猪肉 CPI 同比上涨压力或将持续较大，对期间 CPI 持续形成较强上行压力。我们认为，CPI 上行预期对当前债市无风险利率走势影响较大；且 CPI 同比维持高位，四季度央行对下调政策利率的操作将较为审慎。CPI-PPI 当月剪刀差较前值扩大，对应食品饮料、农林牧渔相关行业仍可能受益于结构性涨价，以及剪刀差扩张带来的盈利空间提升。

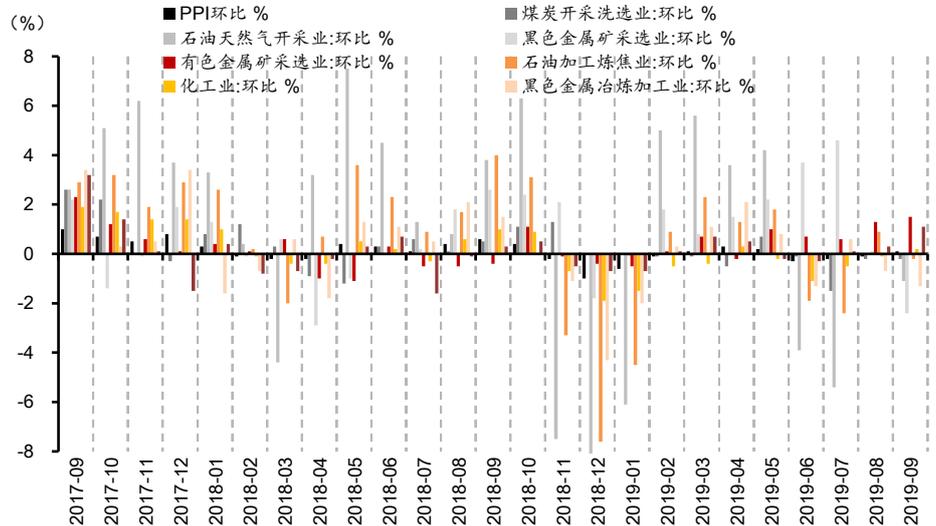
风险提示：受猪周期上行因素影响，通胀上行速度可能超预期，货币政策可能超预期收紧，对资本市场和实体经济产生超预期负面冲击。

**图表1：2019年9月PPI同比下行，CPI同比增速上行，CPI-PPI剪刀差扩大**



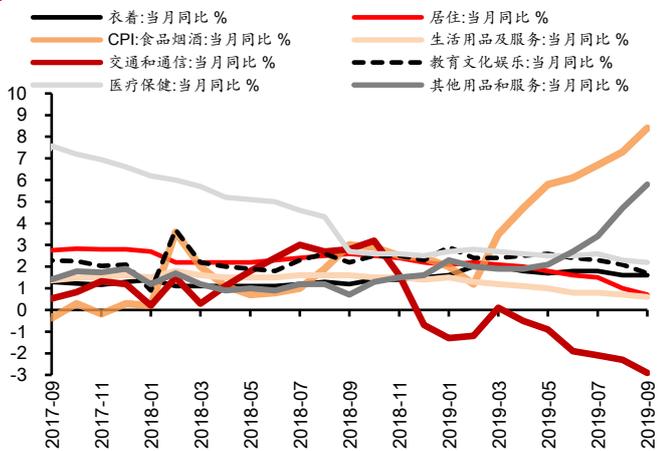
资料来源：Wind，华泰证券研究所

**图表2：2019年9月，PPI有色、化工行业环比强于前值**



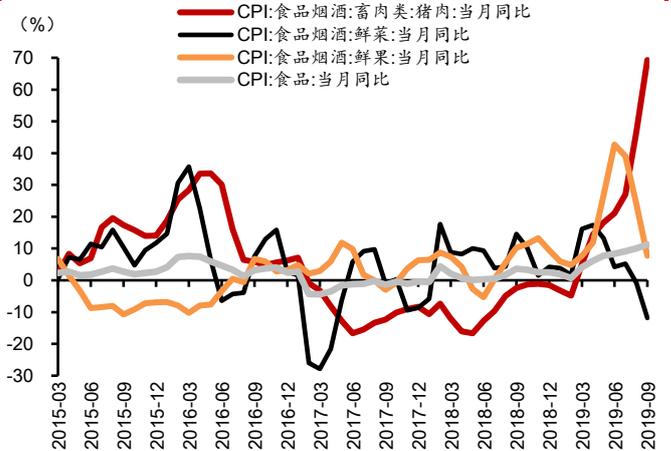
资料来源：Wind，华泰证券研究所

**图表3：CPI新涨价因素仍主要集中在食品端%**



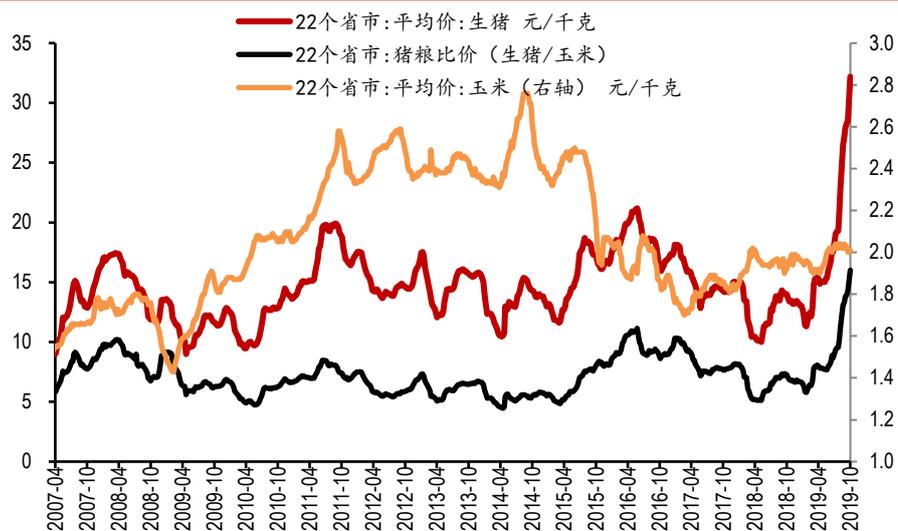
资料来源：Wind，华泰证券研究所

**图表4：猪肉价格同比涨幅扩大**



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表5：生猪价格和猪粮比均继续上行



资料来源：Wind，华泰证券研究所

风险提示：受猪周期上行因素影响，通胀上行速度可能超预期，货币政策可能超预期收紧，对资本市场和实体经济产生超预期负面冲击。

## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

— 报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

— 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

### 公司评级体系

— 报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

— 投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

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\\_9610](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_9610)

