

CPI 3%，怎么看？

9 月通胀数据点评

策略展望：CPI 3%，怎么看？

1、CPI 同比单月“破 3”原因

- (1) 猪通胀仍是最主要拉动因素；
- (2) 比价效应下，猪肉价格带动其他肉蛋类价格上行；
- (3) 猪肉项权重保持平稳，不存在部分投资者认为的猪肉价格同比增速较高时统计局会下调 CPI 猪肉项权重的情况。

2、由于猪肉价格领先指标能繁母猪存栏仍未出现拐点，猪肉价格在明年二季度之前预计仍会保持上涨，考虑基数条件下未来半年 CPI 同比大概率仍会处于 3% 以上，而高点将会出现在明年 2 月，接近 4%，随后应该会出现回落。

3、政策角度如何看通胀？

目前猪通胀和工业品通缩并存，虽然 CPI 同比“破 3”下货币政策宽松力度有限，但整体来看未来通胀压力无需过分担忧，在基本面下行的大背景下货币政策也不会出现明显收紧。

4、对债市的影响？

虽然 CPI 同比“破 3”会在未来一段时间内对债市形成一定扰动，但是工业品通缩的压力同样无法根除，政策的天平在最近的表述中显然更偏向于稳增长，所以不能排除基本面超预期下行情况下央行加大逆周期调节力度的可能。就此，我们预计短期内利率调整幅度仍然有限，短期走平或有所振荡。市场需要关注基本面、政策面和外围因素中新的预期差。从基数效应外推，明年 2 月之后随着 CPI 同比高位见顶和 PPI 通缩，货币政策空间将会打开，中期来看利率中枢下行的趋势不变。

风险提示：猪肉价格超预期上涨，油价下行不及预期。

作者

孙彬彬 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516090003
sunbinbin@tfzq.com

陈宝林 分析师
SAC 执业证书编号：S1110519080002
chenbaolin@tfzq.com

许锐翔 联系人
xuruixiang@tfzq.com

近期报告

- 1 《固定收益：境外机构买了多少债？-2019 年 9 月中债登和上清所托管数据点评》 2019-10-15
- 2 《固定收益：华夏转债，稀缺航空标的-申购建议：积极参与》 2019-10-14
- 3 《固定收益：盐湖股份重整带来哪些思考？-信用债市场周报（2019-10-13）》 2019-10-13



内容目录

1. CPI 同比单月“破 3”原因	4
1.1. 猪通胀仍是最主要拉动因素	4
1.2. 比价效应下，猪肉价格带动其他肉蛋类价格上行	5
1.3. 统计局是否调整过 CPI 猪肉项权重？	6
2. CPI 未来走势预判	7
3. 政策角度怎么看通胀？	9
3.1. 央行的视角	9
3.2. 政府层面视角	11
4. 对债市的影响	12

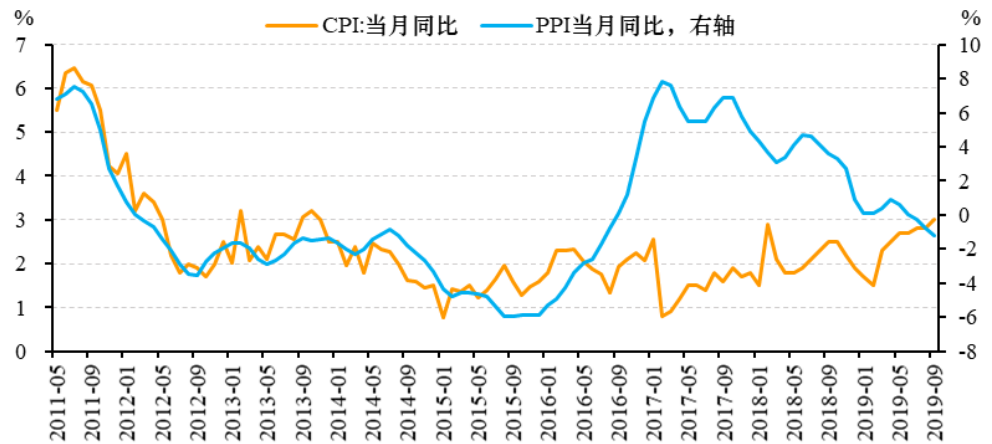
图表目录

图 1：CPI、PPI 同比	4
图 2：CPI 同比结构	4
图 3：猪肉价格同比	4
图 4：消费替代作用	5
图 5：猪肉价格与 CPI 猪肉项权重	6
图 6：CPI 猪肉项环比权重	7
图 7：CPI 猪肉项同比权重	7
图 8：生猪养殖周期	7
图 9：能繁母猪存栏与猪肉价格变化	7
图 10：非洲猪瘟疫情逐渐消退	8
图 11：CPI 同比预测（假设原油价格下降至 55 美元）	8
图 12：CPI 同比与 1 年定存之间的关系被打破	9
图 13：DR007 和 CPI	9
图 14：DR007 和 PPI	10
图 15：PPI 同比预测	10
图 16：GDP 平减指数预测	10
图 17：CPI 同比与 R007、10 年国债收益率	12
图 18：CPI 同比与 10 年国开收益率	12
图 19：CPI 同比与 10 年国开收益率	12
图 20：CPI 同比与实际 GDP 同比	13
图 21：实际 GDP 增速处于低位	13
图 22：失业率处于高位	13
表 1：统计局关于消费替代的相关表述	5
表 2：政府关于促进生猪生产和稳定生猪价格的措施	8
表 3：央行关于通胀指标的相关表述	9

表 4：政府层面关于通胀指标的相关表述.....	11
--------------------------	----

9 月 CPI 同比单月“破 3”，小幅超过市场预期，为 2013 年以来的最高值，引起市场对于通胀的担忧。对于 CPI 单月“破 3”应该如何看待？未来走势如何？是否会制约货币政策？对未来债市会产生什么影响？

图 1：CPI、PPI 同比



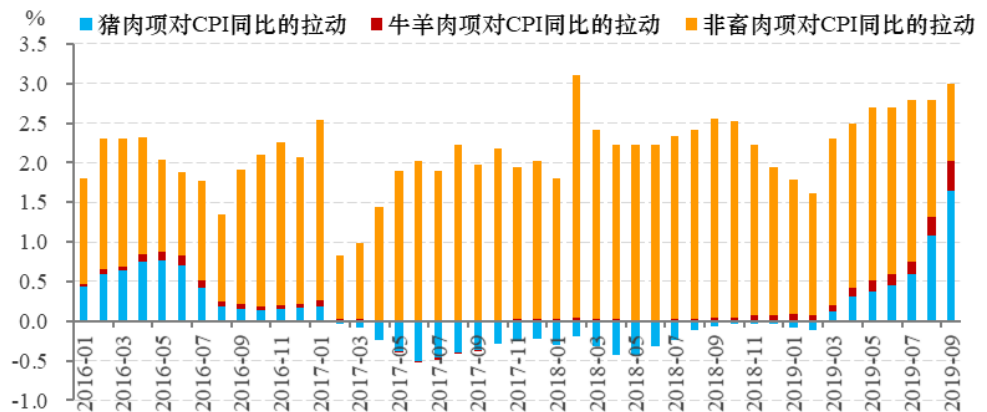
资料来源：Wind，天风证券研究所

1. CPI 同比单月“破 3”原因

1.1. 猪通胀仍是最主要拉动因素

9 月 CPI 同比为 3%，其中猪肉项仍是最主要的贡献因素，拉动 CPI 同比约 1.65 个百分点，并且 2019 年以来猪肉项的拉动作用不断提升；牛羊肉拉动约 0.38 个百分点；非畜肉类（猪，牛，羊肉统称为畜肉）拉动仅为 0.97 个百分点，拉动作用也在逐渐降低。

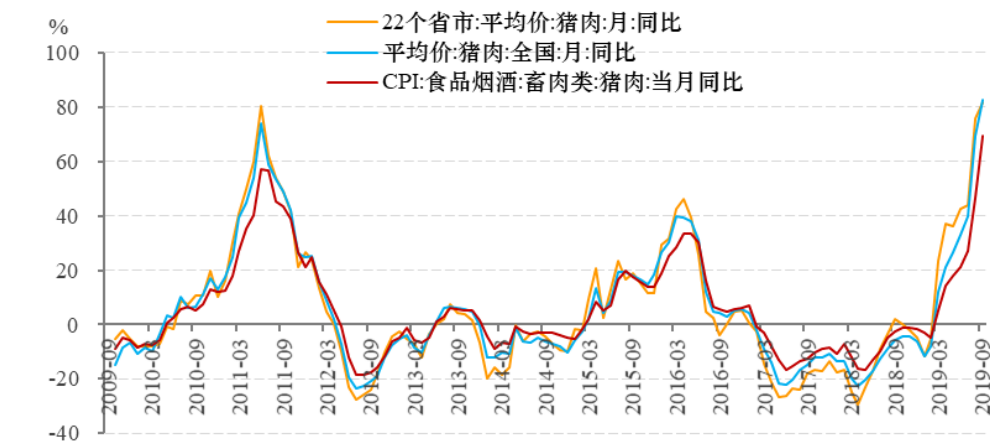
图 2：CPI 同比结构



资料来源：Wind，天风证券研究所

猪通胀问题则是非洲猪瘟+环保因素+猪周期三项叠加演绎的结果。

图 3：猪肉价格同比

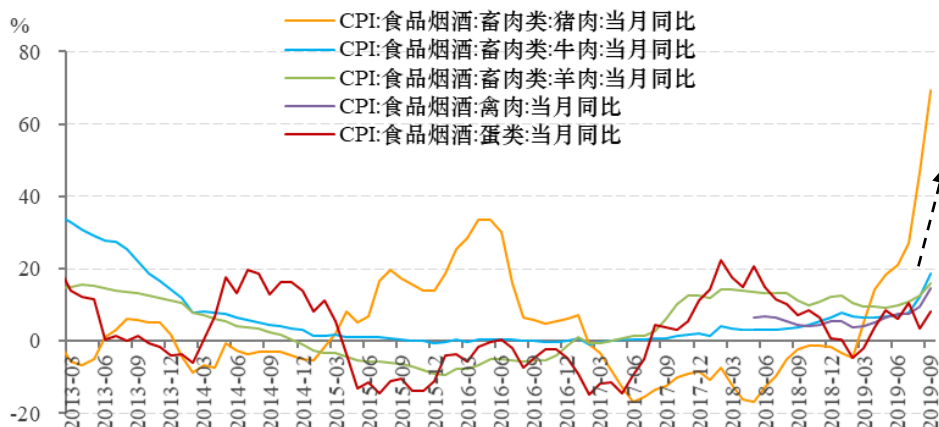


资料来源: Wind, 天风证券研究所

1.2. 比价效应下，猪肉价格带动其他肉蛋类价格上行

由于牛肉、羊肉、禽肉（主要为鸡鸭肉）和蛋类都是猪肉消费的主要替代品，存在比价效应，猪肉价格大涨时，消费替代和比价效应拉动其他肉蛋类价格上行。

图 4: 消费替代作用



资料来源: Wind, 天风证券研究所

表 1: 统计局关于消费替代的相关表述

时间	相关内容
2019 年一季度	消费替代效应导致其他肉禽价格上涨较多，羊肉、牛肉和鸡肉价格同比分别上涨 11.0%、7.2%和 4.5%。 ¹
2019 年上半年	由于消费替代效应，其他肉禽价格上涨，羊肉、牛肉和鸡肉价格同比分别上涨 10.2%、7.0%和 6.1%。 ²
2019 年 8 月	受中秋节临近和消费替代影响，鸡蛋、牛肉、羊肉、鸡肉和鸭肉价格上涨 2.0%—5.9%，合计影响 CPI 上涨约 0.10 个百分点。 ³
2019 年 9 月	受天气转凉需求增加和消费替代影响，牛肉、羊肉、鸡肉、鸭肉和鸡蛋价格上涨 4.0%—7.7%，合计影响 CPI 上涨约 0.16 个百分点。 ⁴

资料来源: 国家统计局, 天风证券研究所

¹ http://www.stats.gov.cn/tjsj/sjjd/201904/t20190418_1660387.html.

² http://www.stats.gov.cn/tjsj/sjjd/201907/t20190717_1676908.html.

³ http://www.stats.gov.cn/tjsj/sjjd/201909/t20190910_1696868.html.

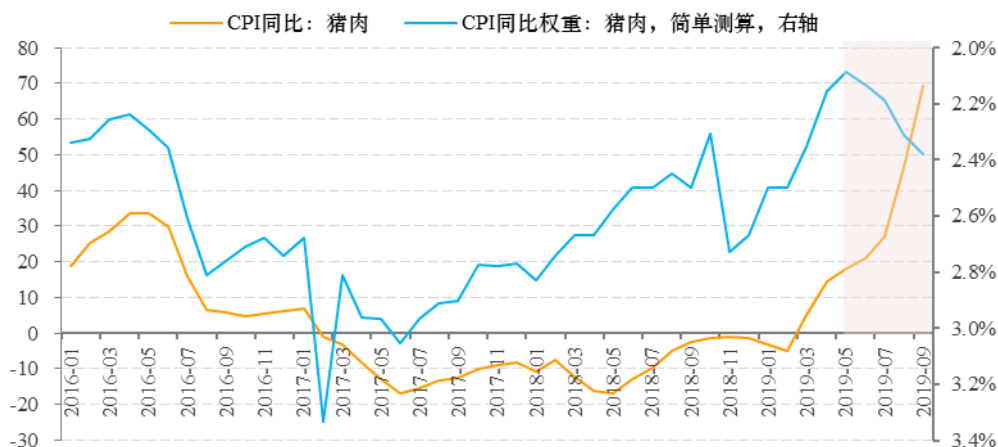
⁴ http://www.stats.gov.cn/tjsj/sjjd/201910/t20191015_1702642.html.

1.3. 统计局是否调整过 CPI 猪肉项权重?

值得注意的是，有投资者将 CPI 同比超预期部分归结于统计局的权重调整。之前市场存在一种朴素的观点，即认为在猪肉价格同比增速较高时统计局会下调 CPI 猪肉项权重，反之亦然。

从历史数据来看，2019 年 6 月之前猪肉价格和简单测算下的猪肉项权重走势基本符合上述观点，但是在 2019 年 6 月之后两者关系出现了明显背离，这也是最近几个月部分投资者误判 CPI 走势的重要原因之一。

图 5：猪肉价格与 CPI 猪肉项权重



资料来源：Wind，天风证券研究所

那么，为什么会产生上述的背离现象呢？我们认为这主要是因为 CPI 猪肉项权重的测算方式有误造成的。

以同比权重为例，按照市场朴素的理解：

$$\text{猪肉项对 CPI 同比的拉动} = \text{CPI 猪肉项同比} \times \text{CPI 猪肉项同比权重}$$

因为统计局会公布 CPI 猪肉项同比和猪肉项对 CPI 同比数据，按照上述公式可以简单测算出猪肉项权重。按照这种简单方法测算出来的猪肉项权重确实会出现上述背离现象。

然而，这种对猪肉项权重的简单测算方法并不准确，因为实际上统计局测算各分项对 CPI 同比拉动时采用的是基于基期的方法，而简单测算方法却忽略了基期的影响，是有偏差的。

统计局最近一次调整 CPI 分项权重是 2016 年初，因此我们以 2015 年 12 月为基期，按照以下公式进行测算：

$$\text{猪肉项对 CPI 同比拉动} = (\text{猪肉项当期价格指数} - \text{猪肉项去年同期价格指数}) / \text{CPI 去年同期价格指数} \times \text{CPI 猪肉项同比权重}$$

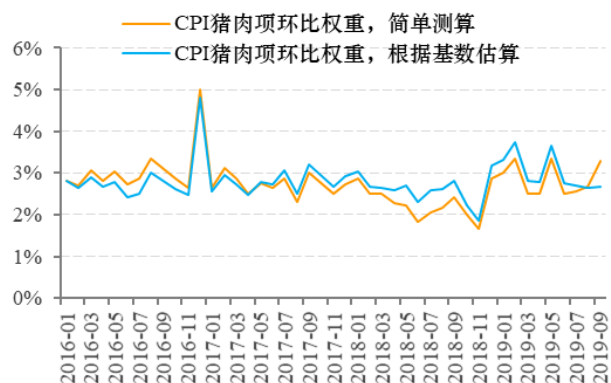
按照基期的测算方法，可以发现 CPI 猪肉项同比权重在大部分时间里都保持平稳，权重约为 2.66% 左右，并不会出现如上述简单方法测算下猪肉项权重随猪肉价格而波动的现象。

CPI 猪肉项环比权重的测算也类似。

按照规定，统计局每 5 年调整一次 CPI 分项权重（2006、2011 和 2016 年均进行过调整），每年进行一次小规模调整，因此统计局没有必要过分频繁地调整各细分项权重⁵。

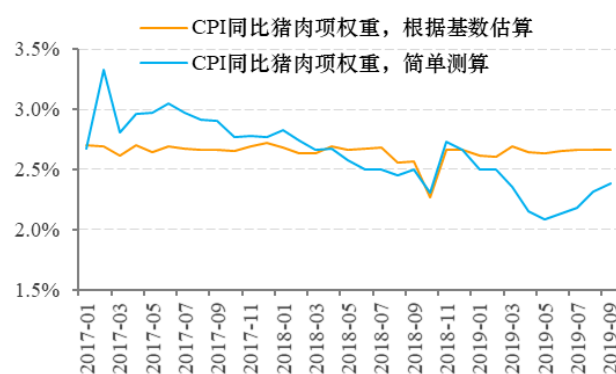
⁵ 现行制度规定，CPI 中的权数每五年调整一次。但同时也考虑到，随着我国国民经济的持续快速发展，城乡居民生活水平不断提高的同时，消费结构也在发生变化，加之统计局每年都有城乡居民消费支出抽样调查资料，因此每年还要根据全国 12 万户城乡居民家庭消费支出的变动及相关资料对权数进行一次相应的调整。

图 6: CPI 猪肉项环比权重



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 7: CPI 猪肉项同比权重

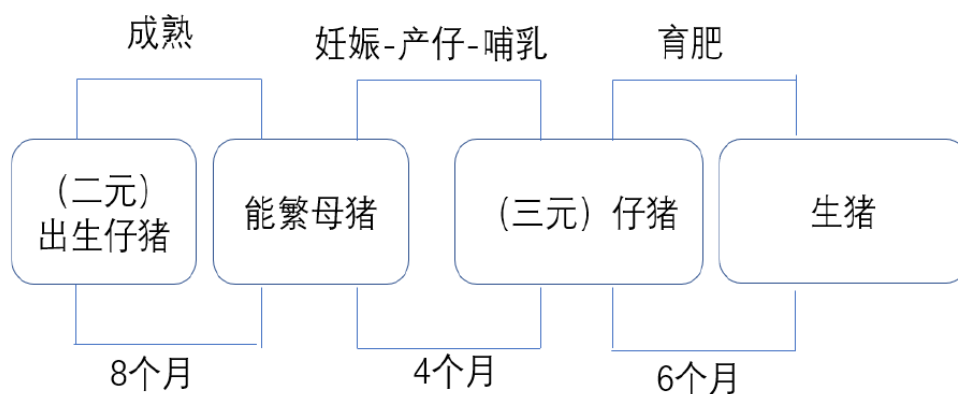


资料来源: Wind, 天风证券研究所

2. CPI 未来走势预判

猪肉价格周期是由养殖周期决定的，由于二元仔猪-能繁母猪-三元仔猪-生猪之间的养殖周期长度约为 1.5 年。养殖户由于猪价变化导致亏损或盈利，进而调整猪肉生产，最终导致猪肉产能释放的时滞也在 1.5 年左右。

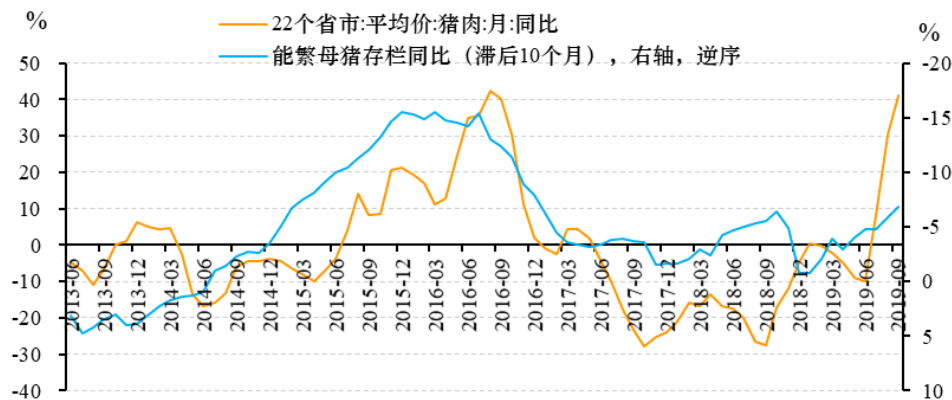
图 8: 生猪养殖周期



资料来源: 中国报告网, 天风证券研究所

从能繁母猪角度来看，按照养殖周期其应当领先猪肉价格变化约 10 个月，数据上也较好地拟合了这一点。

图 9: 能繁母猪存栏与猪肉价格变化

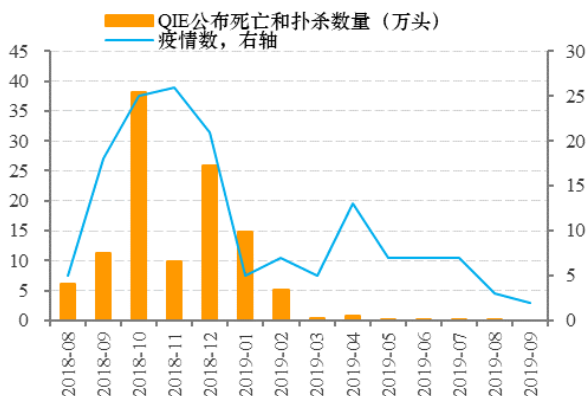


资料来源：Wind，天风证券研究所

展望未来，一方面非洲猪瘟疫情的影响实际上从今年一季度后开始就逐渐消退，另一方面近几个月各地方出台了多种措施以促进生猪生产和稳定生猪价格，这可能会对能繁母猪存栏恢复和猪肉价格稳定有一定促进作用，但仍需观察。

图 10：非洲猪瘟疫情逐渐消退

表 2：政府关于促进生猪生产和稳定生猪价格的措施



资料来源：OIE，大畜牧网，天风证券研究所

措施	省市
投放储备冻猪肉	中央、陕西、山东、海口、儋州、广东、郑州
财政补贴	北京
提供平价猪肉	上海、杭州、郑州

资料来源：Wind，天风证券研究所

由于猪肉价格领先指标能繁母猪存栏仍未出现拐点，猪肉价格在明年二季度之前预计仍会保持上涨，考虑基数条件下未来半年 CPI 同比大概率仍会处于 3%以上，而高点将会出现在明年 2 月，接近 4%，随后应该会出现回落。

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_9629

