

左手结构性通胀，右手工业品通缩

——9月物价数据点评

宏观事件点评

2019年10月16日

报告摘要：

9月CPI同比上涨3%，PPI同比下降1.2%，均符合我们之前预期。猪肉是通胀主要推力，核心CPI仍处低位，中国经济更多面临通缩风险。

● 重要信息一：未来猪肉可能会继续上涨，明年春节CPI有可能上升到3.5%以上

以衡量猪价长期走势的能繁母猪存栏变化率来看，9月能繁母猪存栏量同比下降38.9%，相比8月多降1.5%，参照历史，能繁母猪存栏量同比每下降1%，未来猪肉CPI指数同比上涨2%左右，未来猪通胀压力仍然较大。另一方面，由于非洲猪瘟影响仍在持续，叠加农村剩余劳动力紧缺因素，猪肉补库存存在一定压力，短期内猪肉难有回落空间。我们预计猪肉价格上涨对CPI的冲击将持续到明年一至二季度，受此影响，明年春节CPI可能上升到3.5%以上。

● 重要信息二：CPI主要是食品上涨带来的结构性上涨，经济通缩压力更大

食品价格上涨11.2%，影响CPI上涨约2.21%，贡献了CPI上涨3.0%中大部分比重，其中单猪肉上涨就影响CPI上涨约1.65%；非食品价格上涨1.0%，仅影响CPI上涨约0.82个百分点。也就是说，刨去猪肉上涨及猪肉上涨带动的食品类价格上涨，我国CPI上涨压力整体不大。另一方面9月PPI同比下降1.2%，其中，生产资料价格下降2.0%，生活资料价格上涨1.1%，走势较为分化。PPI持续处于负区间。总体看，中国经济面临的并非通胀风险，更多的还是通缩风险。

● 重要信息三：油价下跌风险或导致PPI继续走低

当前来看，全球经济增速放缓使对原油的需求量在下降，尽管短期受供给扰动，但中长期来看油价走势可能继续疲软。在9月PPI数据中，主要行业中，降幅扩大最大的是石油和天然气开采业和石油、煤炭及其他燃料加工业，分别下降13.4%和下降9.6%。如果未来油价进一步下降，或导致我国PPI进一步走低，带来输入性通缩。

● 未来展望：供给受限引起的结构性通胀，对货币政策的影响不宜高估

当前CPI上涨呈现出典型的结构性通胀特征，尽管猪肉价格和食品价格高企，但核心通胀一直保持低位。9月核心CPI同比1.5%，仍然是2016年3月以来的低位。整体CPI和核心CPI之差达到1.5个百分点，为有数据以来最高。与此同时，PPI持续处于负区间。总体看，中国经济面临的并非通胀风险，更多的还是通缩风险。我们判断，货币政策既不会因供给受限引起的单一物价上涨而收紧，也不会大水漫灌再度推高风险和固化结构扭曲，方向上仍有边际小幅宽松空间，时点上需等到政治局会议之后。

● 风险提示：油价下跌超预期，猪价上涨带动食品类价格全面上涨。

民生证券研究院

分析师：解运亮

执业证号：S0100519040001

电话：010-85127665

邮箱：xieyunliang@mszq.com

研究助理：毛健

执业证号：S0100119010023

电话：021-60876720

邮箱：maojian@mszq.com

研究助理：付万丛

执业证号：S0100119080008

电话：010-85127730

邮箱：fuwancong@mszq.com

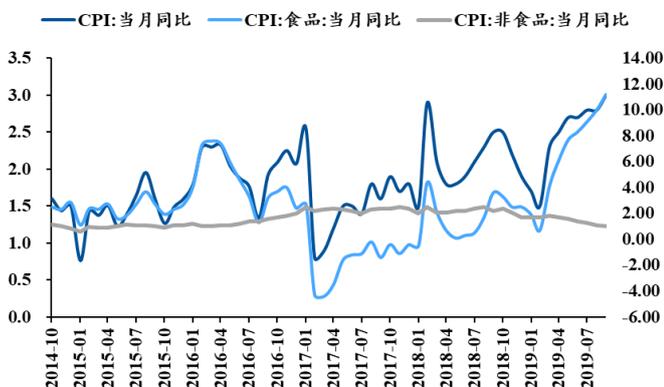
相关研究

一、数据表现：猪肉上行带动 CPI 破 3，PPI 继续下行

（一）受猪肉上涨影响 CPI 同比环比涨幅均扩大

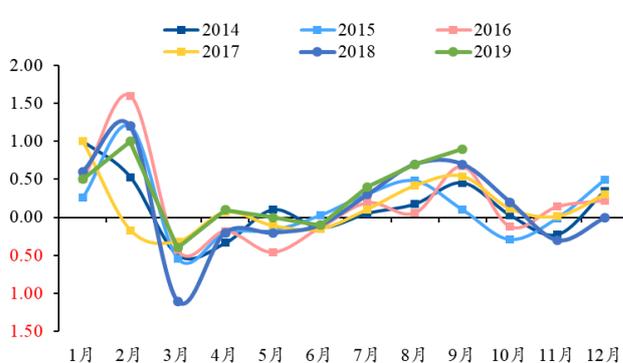
9 月 CPI 同比和环比涨幅均扩大。从同比看，CPI 上涨 3.0%，涨幅比上月扩大 0.2 个百分点。其中，食品价格上涨 11.2%，涨幅扩大 1.2 个百分点，影响 CPI 上涨约 2.21 个百分点；非食品价格上涨 1.0%，涨幅回落 0.1 个百分点，影响 CPI 上涨约 0.82 个百分点。从环比看，CPI 上涨 0.9%，涨幅比上月扩大 0.2 个百分点。其中，食品价格上涨 3.5%，涨幅扩大 0.3 个百分点；非食品价格上涨 0.2%，涨幅扩大 0.1 个百分点。消费者物价指数出现结构性上涨态势。

图 1：9 月 CPI 同比上升 3% 创 2013 年以来历史新高



资料来源：Wind，民生证券研究院

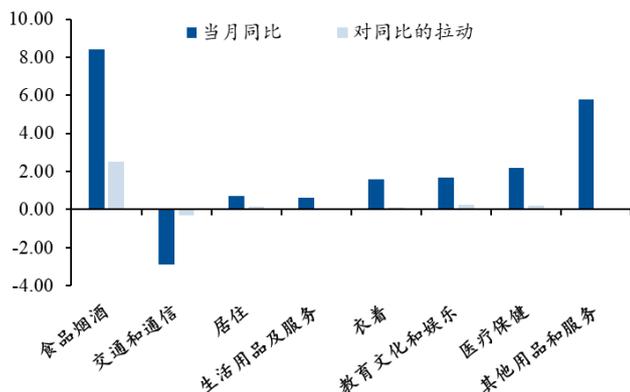
图 2：9 月 CPI 环比增长 0.9% 处于历史同期高位



资料来源：Wind，民生证券研究院

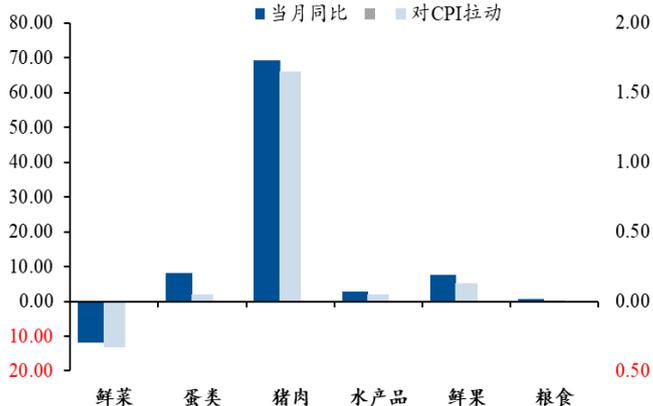
从大类同比看，食品烟酒上涨是 CPI 上涨的主要推动力：（1）食品烟酒：9 月食品烟酒同比上涨 8.4%，拉动 CPI 上涨 2.49%。其中猪肉价格上涨 69.3%，涨幅扩大 22.6%，影响 CPI 上涨约 1.65%。受猪肉带动，牛肉、羊肉、鸡肉、鸭肉和鸡蛋价格涨幅在 9.4%—18.8% 之间；鲜果价格上涨 7.7%，涨幅回落 16.3 个百分点。上述六项合计影响 CPI 上涨约 0.49 个百分点。鲜菜下跌 -11.8%，影响 CPI 下跌 -0.33%；水产品 and 粮食轻微上涨。（2）交通和通信下跌 2.9%，影响 CPI 下跌，医疗保健、教育文化和娱乐、衣着价格分别上涨 2.2%、1.7% 和 1.6%，合计影响 CPI 上涨约 0.51 个百分点。交通和通信价格下降 2.9%，影响 CPI 下降约 0.35 个百分点。居住上涨 0.7%，生活用品及服务上涨 0.6%，分别影响 CPI 上涨 0.14% 和 0.03%。

图 3：9 月食品烟酒是拉动 CPI 上涨的根本原因



资料来源：Wind，民生证券研究院

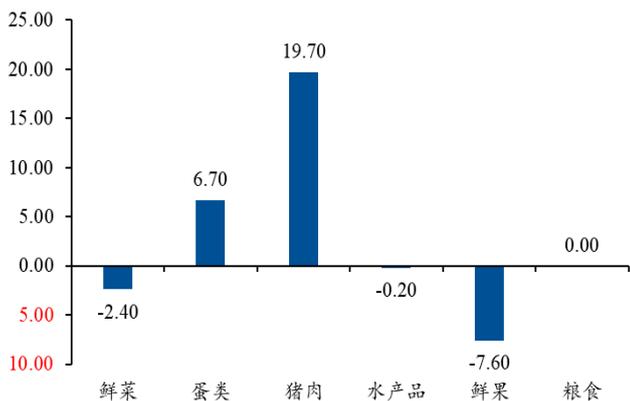
图 4：食品类中猪肉是拉动 CPI 上涨的主要因素



资料来源：Wind，民生证券研究院

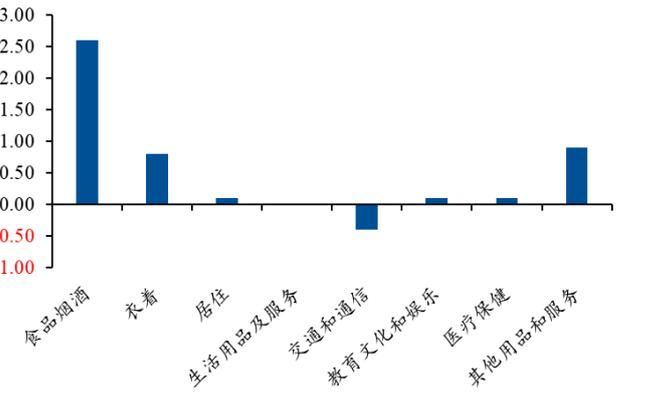
从大类环比看，受猪肉带动，食品烟酒上升最为明显：（1）食品：9 月食品食品价格上涨 3.5%。猪肉供应偏紧，价格继续上涨 19.7%；受天气转凉需求增加和消费替代影响，牛肉、羊肉、鸡肉、鸭肉和鸡蛋价格上涨 4.0%—7.7%；鲜菜供应充足，价格下降 2.4%；苹果、梨等水果大量上市，鲜果价格下降 7.6%；水产品 and 粮食价格变动不大。（2）非食品：教育服务价格上涨 0.1%；受换季影响，衣着上涨 0.8%；暑期过后出行人数减少，交通和通信下跌 0.4%；居住、医疗保健、其他用品和服务分别上涨 0.1%、0.1%和 0.9%。（3）食品 CPI 环比处于过去 5 年历史高位，非食品 CPI 处于过去 5 年历史低位，表面消费者物价指数呈现结构性上涨的现象，食品类尤其是猪肉价格上涨使消费者物价指数上涨主要推动力。

图 5：9 月食品类环比分项情况



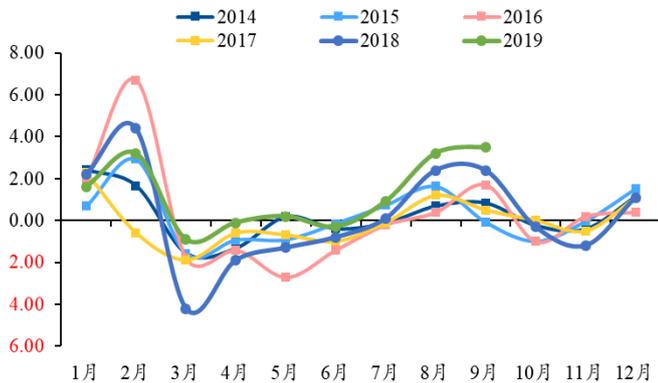
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 6：9 月 CPI 环比分项



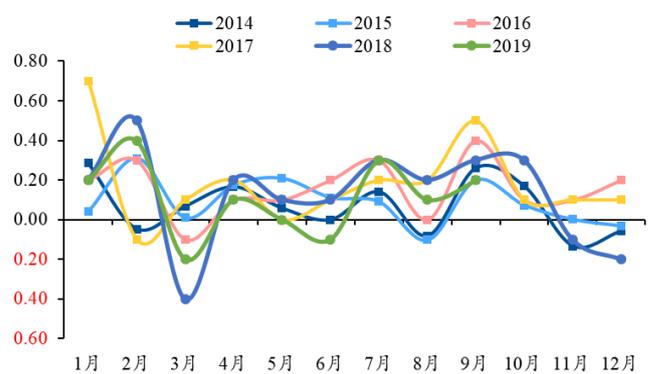
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 7：9 月食品环比处于历史同期高位



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 8：9 月非食品环比处于历史同期地位

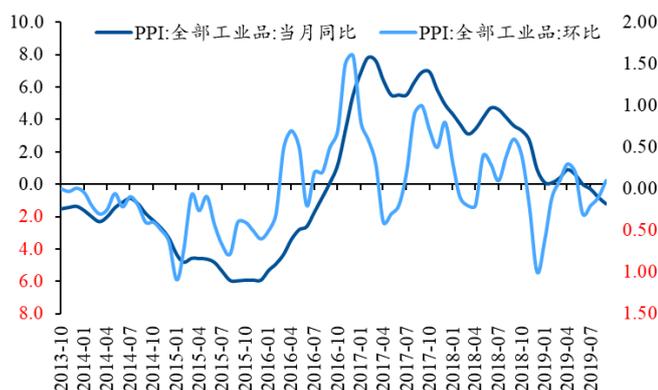


资料来源：Wind，民生证券研究院

（二）PPI 同比降幅扩大，环比有所回升

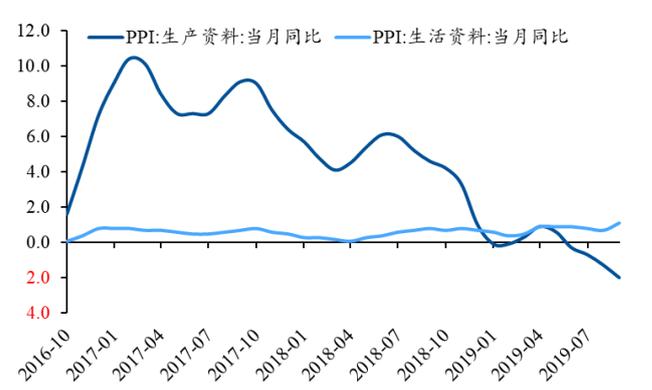
PPI 生产资料和生活资料价格走势继续背离：从同比看，PPI 下降 1.2%，降幅比上月扩大 0.4 个百分点。其中，生产资料价格下降 2.0%，降幅扩大 0.7 个百分点，影响工业生产者出厂价格总水平下降约 1.52 个百分点；生活资料价格上涨 1.1%，涨幅扩大 0.4 个百分点，影响工业生产者出厂价格总水平上涨约 0.28 个百分点。生活资料上涨导致 PPI 下跌幅度变慢。从环比看，PPI 由上月微降转为微涨，上涨 0.1%。其中，生产资料价格由降转平；生活资料价格上涨 0.5%，涨幅比上月扩大 0.3 个百分点。10 月，受高基数影响，PPI 降幅可能继续扩大，在全球经济持续放缓背景下，一直到 2020 年上半年，PPI 可能持续面临负增长的压力。

图 9：9 月 PPI 同比继续下跌，环比有所回升



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 10：9 月生产资料同比下降，生活资料同比上涨



资料来源：Wind，民生证券研究院

从同比看：采掘工业价格上涨 0.6%，原材料工业价格下降 4.8%，加工工业价格下降 1.2%。生活资料价格同比上涨 1.1%，涨幅比上月扩大 0.4 个百分点，影响工业生产者出厂价格总水平上涨约 0.28 个百分点。其中，食品价格上涨 3.3%，衣着价格上涨 0.9%，一般日用品价格上涨 0.8%，耐用消费品价格下降 1.8%。受原油价格下降等因素影响，主要行业中，降幅扩大的包括石油和天然气开采业，下降 13.4%，比上月扩大 4.3 个百分点；石油、煤炭及其他燃料加工业，下降 9.6%，扩大 3.7 个百分点。

从环比看：采掘工业价格下降 0.5%，原材料工业和加工工业价格均持平。生活资料价格环比上涨 0.5%，涨幅比上月扩大 0.3 个百分点，影响工业生产者出厂价格总水平上涨约 0.13 个百分点。其中，食品价格上涨 1.0%，一般日用品价格上涨 0.3%，衣着和耐用消费品价格均上涨 0.1%。

二、重要信息：猪肉价格上涨导致结构性通胀，原油下跌风险可能带来输入性通缩，中国经济或在类滞胀和类通缩摇摆

重要信息一，未来猪肉可能会继续上涨，明年春节 CPI 有可能上升到 3.5% 以上。以衡量猪价长期走势的能繁母猪存栏变化率来看，9 月能繁母猪存栏量同比下降 38.9%，相比 8 月多降 1.5%，参照历史，能繁母猪存栏量同比每下降 1%，未来猪肉 CPI 指数同比上涨 2% 左右，未来猪通胀压力仍然较大。另一方面，由于非洲猪瘟影响仍在持续，叠加农村剩余劳动力紧缺因素，猪肉补库存存在一定压力，短期内猪肉难有回落空间。我们预计猪肉价格上涨对 CPI 的冲击将持续到明年一至二季度，受此影响，明年春节 CPI 可能上升到 3.5% 以上。

重要信息二，CPI 主要是食品上涨带来的结构性上涨，经济通缩压力更大。食品价格上涨 11.2%，影响 CPI 上涨约 2.21%，贡献了 CPI 上涨 3.0% 中大部分比重，其中单猪肉上涨就影响 CPI 上涨约 1.65%；非食品价格上涨 1.0%，仅影响 CPI 上涨约 0.82 个百分点。也就是说，刨去猪肉上涨及猪肉上涨带动的食品类价格上涨，我国 CPI 上涨压力整体不大。另一方面 9 月 PPI 同比下降 1.2%，其中，生产资料价格下降 2.0%，生活资料价格上涨 1.1%，走势较为分化。PPI 持续处于负区间。总体看，中国经济面临的并非通胀风险，更多的还是通缩风险。

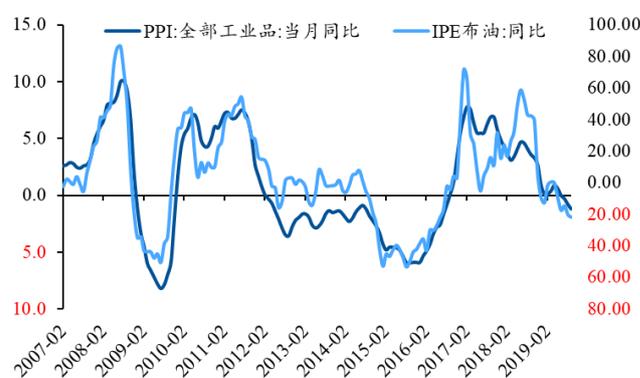
重要信息三，油价下跌风险或导致 PPI 继续走低。当前来看，全球经济增速放缓使对原油的需求量在下降，尽管短期受供给扰动，但中长期来看油价走势可能继续疲软。在 9 月 PPI 数据中，主要行业中，降幅扩大最大的是石油和天然气开采业和石油、煤炭及其他燃料加工业，分别下降 13.4% 和下降 9.6%。如果未来油价进一步下降，或导致我国 PPI 进一步走低，带来输入性通缩。

图 11：生猪存栏继续下降，未来猪肉上涨压力仍较大



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 12：油价下跌风险或导致 PPI 继续走低



资料来源：Wind，民生证券研究院

三、未来展望：结构性通胀对货币政策影响有限

供给受限引起的结构性通胀，对货币政策的影响不宜高估。当前 CPI 上涨呈现出典型的结构性通胀特征，尽管猪肉价格和食品价格高企，但核心通胀一直保持低位。9 月核心 CPI 同比 1.5%，仍然是 2016 年 3 月以来的低位。整体 CPI 和核心 CPI 之差达到 1.5 个百分点，为有数据以来最高。与此同时，PPI 持续处于负区间。总体看，中国经济面临的并非通胀风险，更多的还是通缩风险。我们判断，货币政策既不会因供给受限引起的单一物价上涨而收紧，也不会大水漫灌再度推高风险和固化结构扭曲，方向上仍有边际小幅宽松空间，时点上需等到政治局会议之后。

风险提示

油价下跌超预期，猪价上涨带动食品类价格全面上涨

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_9640

