

分析师: 王哲

执业证书编号: S0730516120001

wangzhe@ccnew.com 021-50586798

研究支持: 白江涛

baijt@ccnew.com 021-50586982

外贸增速弱势延续，猪肉带动 CPI 上攻至 3%

——宏观点评

证券研究报告-宏观点评

发布日期: 2019 年 10 月 15 日

相关研究

- 1 《宏观报告: 经济惯性下行, 货币定力暂缓短期降息-宏观月报》 2019-09-26
- 2 《宏观报告: 9 月美联储降息未超预期, 全球宽松趋势已定-宏观专题》 2019-09-23
- 3 《宏观报告: 经济惯性下行, 稳增长需要政策刺激-宏观定期》 2019-09-16
- 4 《宏观报告: 央行降准全面落地, 货币发力确保“稳增长”-宏观专题》 2019-09-07
- 5 《宏观报告: 9 月中采 PMI 收缩, 国常会释放降准维稳信号-宏观专题》 2019-09-06

联系人: 李琳琳

电话: 021-50586983

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道 1600 号 18 楼

邮编: 200122

数据:

10 月 15 日统计局发布 9 月物价数据: CPI 同比上涨 3%, 预期 2.8%, 前值 2.8%。9 月 PPI 同比下降 1.2%, 预期降 1.3%, 前值降 0.8%。

10 月 14 日海关总署发布 9 月进出口数据: 中国 9 月出(以美元计)同比降 3.2%, 预期降 2.6%, 前值降 1%; 进口降 8.5%, 预期降 4.7%, 前值降 5.6%; 贸易顺差 396.5 亿美元。

9 月 30 日和 10 月 1 日统计局公布景气度数据, 9 月中采制造业 PMI 报收 49.8% (49.5%), 财新 PMI 为 51.4% (50.4%); 非制造业商务活动指数报收 53.7% (53.8%)。

观点:

- 基本面: 9 月中采制造业 PMI 在弱势修复, 供需均有改善, 9 月 PMI 升 0.3 个百分点, 结构上: 供需双双攀升至扩张域。9 月产成品库存回落仍处收缩域, 原材料库存修复, 反映出下游需求改善, 但对上游采购意愿不强, 主动去库延续。
- 价格: 猪肉价格对 CPI 食品项持续拉升, 9 月 CPI 报 3%。PPI 同比增速跌幅或进一步扩大, 压缩企业利润, 8 月份, 全国规模以上工业企业利润总额同比下滑 2%, 7 月份为增长 2.6%。
- 外贸: 9 月外贸数据明显不及预期, 出口增速跌幅扩大-3.2% (-1%), 主因是中美贸易战期间层层加码的附加关税并未实质性取消, 第一阶段协议不含具体降低关税的细则, 只是推迟和暂停部分新加关税。
- 政策面: 10 月 8 日国常会审议通过《优化营商环境条例(草案)》围绕市场主体需求, 聚焦转变政府职能, 同时, 10 月 9 日国务院印发《实施更大规模减税降费后调整中央与地方收入划分改革推进方案》, 引导改善地方消费环境。四季度经济下行压力较大, 对加强基建兜底作用, 促消费扩内需方面也提出更高要求。
- 整体来看, 全球央行降息预期改善货币环境, 为工业生产动能的修复提供支撑。工业下行压力的背景下, 减税降费的推进, 逆周期调节工具的充分运用, 财政托底作用的发挥以及货币工具的对冲将加大工业企业企稳的概率。三架马车中消费的贡献最为突出, 四季度政策或向刺激消费方面倾斜, 以达对冲经济增速下滑的目的。

风险提示: 经济增速下行过快; 监管趋严超预期; 中美关系多变

内容目录

1. 基本面：PMI 供需两侧边际改善	3
2. 物价：CPI 与 PPI 进一步分化，食品项仍强	4
3. 外贸：进出口增速降幅扩大	6
4. 政策：六稳是主线	7
5. 总结与建议	8

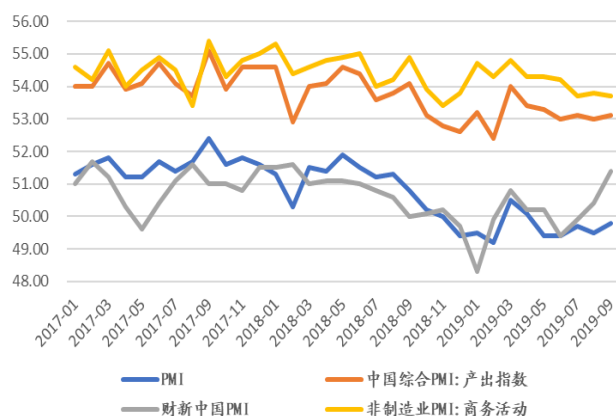
图表目录

图 1：9 月主要景气度指标整体修复	3
图 2：9 月生产需求均有改善	3
图 3：高炉开工率 10 月企稳回暖	3
图 4：10 月上旬 6 大发电厂日均耗煤修复	3
图 5：食品项带动 CPI 至 3%（年初所设物价目标上限）	4
图 6：10 月食品项中猪肉价格一柱擎天	4
图 7：猪价稳中有升，但增速放缓（均价 43.4 元每公斤）	4
图 8：母猪和存栏量降猪价年内或将继续攀升	4
图 9：非食品项整体走弱，交通通信降幅居前	5
图 10：9 月原油价格走弱降低交通成本	5
图 11：9 月产成品库存回落(左)，原材料库存增加(右)	5
图 12：9 月下游产成品和原材料价格 PMI 上升	5
图 13：9 月生产资料价格跌幅扩大	6
图 14：9 月上游生资三大分项均有下行	6
图 15：9 月生活资料中食品类增速最快	6
图 16：翘尾因素的贡献逐步转正	6
图 17：外贸增速下行，不及预期	7
图 18：进口跌幅更快，贸易顺差扩大	7
图 17：主要工业国 PMI 下行	7
图 18：美国经济下行概率	7

1. 基本面：PMI 供需两侧边际改善

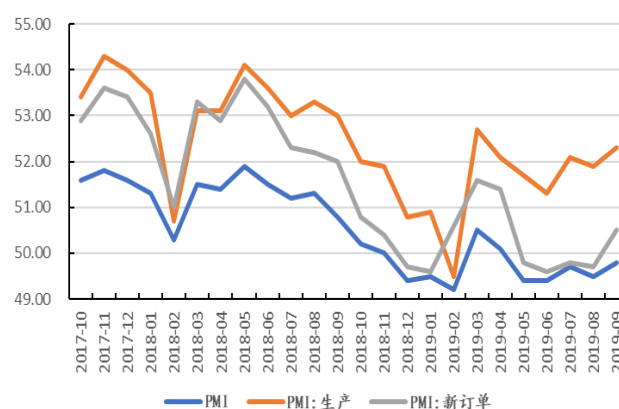
9 月中采制造业 PMI 在弱势修复，供需均有改善，9 月 PMI 升 0.3 个百分点，结构上：供需双双攀升至扩张域，生产指数 52.3% (51.9%)；新订单指数为 50.5% (49.7%)。生产（荣枯线上）优于需求（线下），需求阶段修复与双节提振有关，扩张趋势能否延续仍需考证，并不意味需求的真正拐点已经到来，需求对生产的带动作用有限。9 月产成品库存回落仍处收缩域，原材料库存修复，反映出下游需求改善，但对上游采购意愿不强，主动去库延续。

图 1：9 月主要景气度指标整体修复



资料来源：中原证券，wind

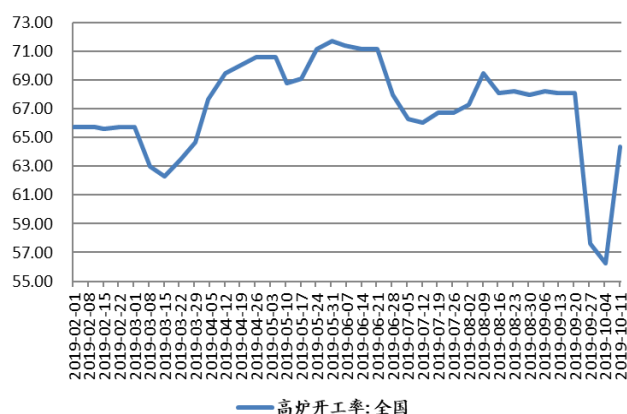
图 2：9 月生产需求均有改善



资料来源：中原证券，wind

9 月 PMI 数据与 10 月高频数据相互印证，生产边际改善：10 月以来 6 大发电耗煤较 9 月末反弹，双节提振消费，产成品库存回落，原材料补库，节后生产修复；拖累因素：产成品价格持续弱势，PPI 回落抑制工业利润，就业压力仍大；10 月高炉开工率回暖趋稳，钢铁产能触底修复。

图 3：高炉开工率 10 月企稳回暖



资料来源：中原证券，wind

图 4：10 月上旬 6 大发电厂日均耗煤修复

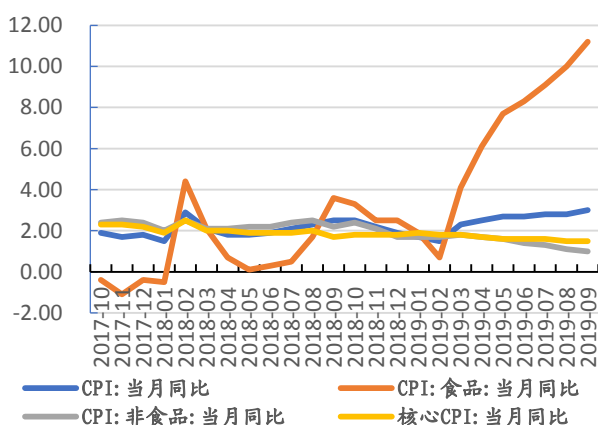


资料来源：中原证券，wind

2. 物价：CPI 与 PPI 进一步分化，食品项仍强

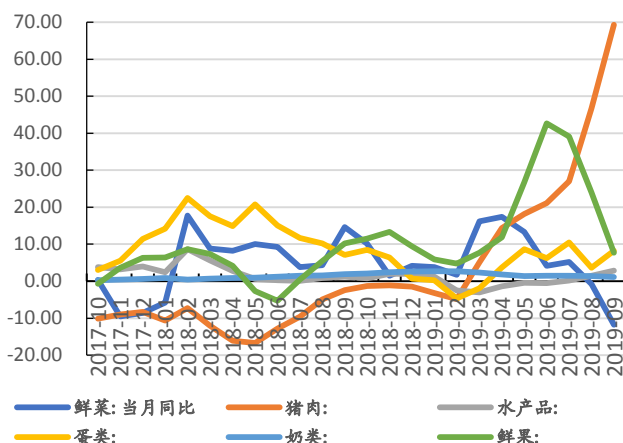
10月15日统计局发布9月物价数据：CPI 同比上涨 3%，预期 2.8%，前值 2.8%。9月 PPI 同比下降 1.2%，预期降 1.3%，前值降 0.8%。其中：食品项增速高达 11.4%，猪肉供应仍然偏紧，价格环比继续上涨 19.7%，涨幅回落 3.4 个百分点，影响 CPI 上涨约 0.65 个百分点；同比上涨 69.3%，影响 CPI 上涨约 1.65 个百分点。

图 5：食品项带动 CPI 至 3%（年初所设物价目标上限）



资料来源：中原证券，wind

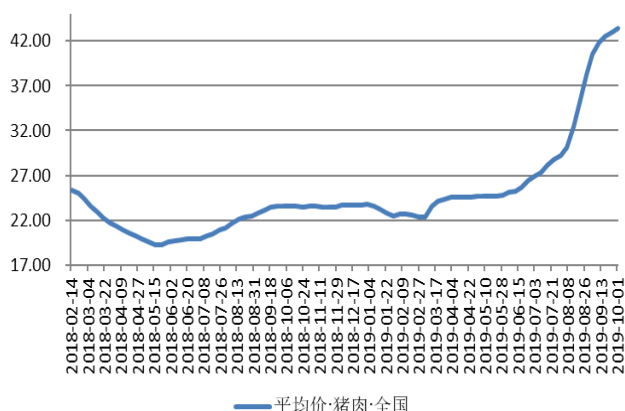
图 6：10 月食品项中猪肉价格一柱擎天



资料来源：中原证券，wind

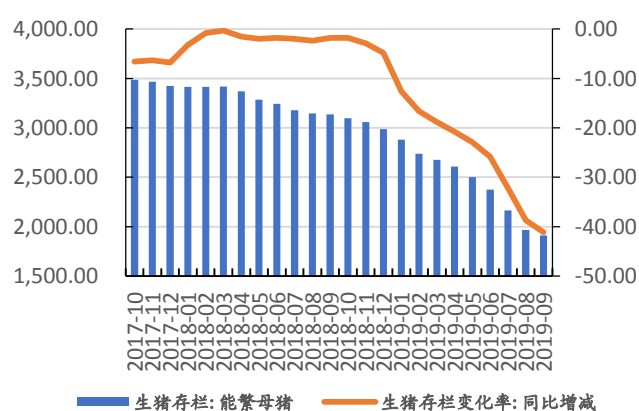
结合高频数据看，猪肉价格仍具上升动力，这主要受生猪存栏量下降影响，9 月份开始中央高层开始陆续出台增加猪肉供给的一系列举措，包括：增加对欧洲、南美猪肉的进口；对猪农予以一定程度的政策支持并调出库存冷鲜肉投放市场，这些举措已开始释放效能，从外三元和全国猪价的增速上看，增速斜率边际平缓，但要真正走出这一轮外生性冲击，或至少要等到明年 3 季度，生猪生长供应修复。

图 7：猪价稳中有升，但增速放缓（均价 43.4 元每公斤）



资料来源：中原证券，wind

图 8：母猪和存栏量降猪价年内或将继续攀升

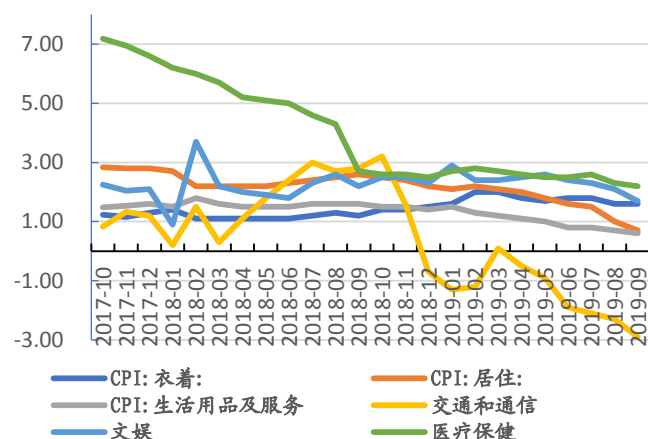


资料来源：中原证券，wind

而非食品项中，交通通信降幅居前，9 月交通燃料价格增速下行至 -12.1%（-10.2%），结合高频数据 9 月 OPEC 一揽子油价有所回落，步入 10 月后中东局势紧张，油价波动加大，但 9 月

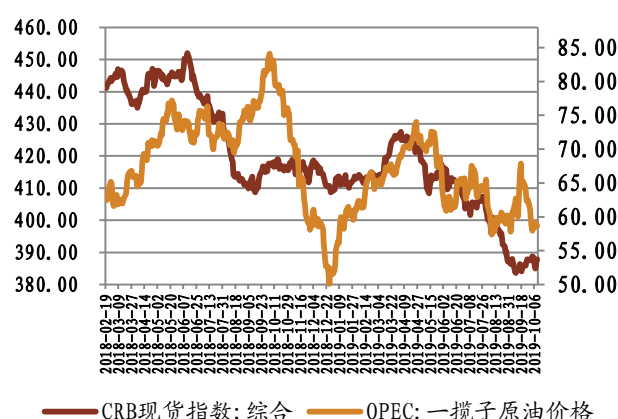
交通成本的下降助推了 CPI 非食品项下行。

图 9: 非食品项整体走弱, 交通通信降幅居前



资料来源: 中原证券, wind

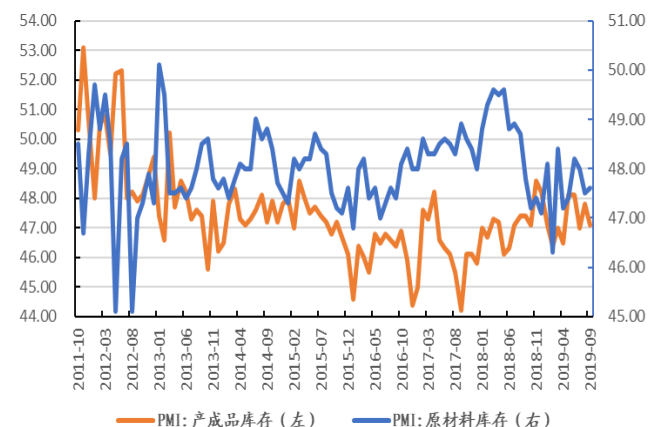
图 10: 9 月原油价格走弱降低交通成本



资料来源: 中原证券, wind

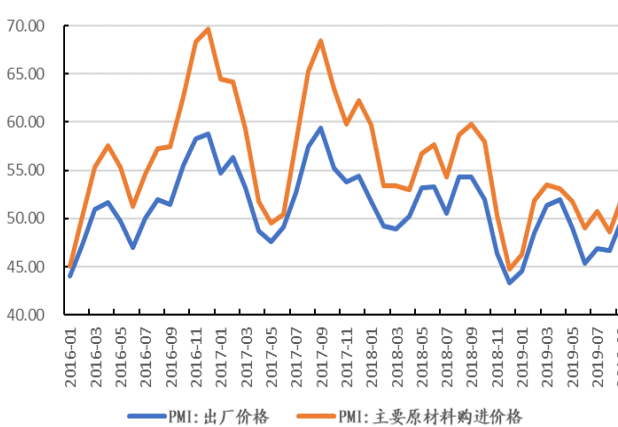
PPI 降幅扩大与 PMI 库存与价格指标相印证。9 月 PMI 上下游库存指数分化，结合 PMI 新订单指数较前值修复，需求改善追加了厂商对上游原材料的库存，下游产能得到消化，产成品库存下滑，9 月受双节刺激，暂时缓解了消费低迷的状况，在此情况下，原材料和产成品价格得到一定支撑，均有改善，但从产成品价格仍处在 50 下方的收缩域中，料 PPI 增速下行的方向没有转变。

图 11: 9 月产成品库存回落(左), 原材料库存增加(右)



资料来源: 中原证券, wind

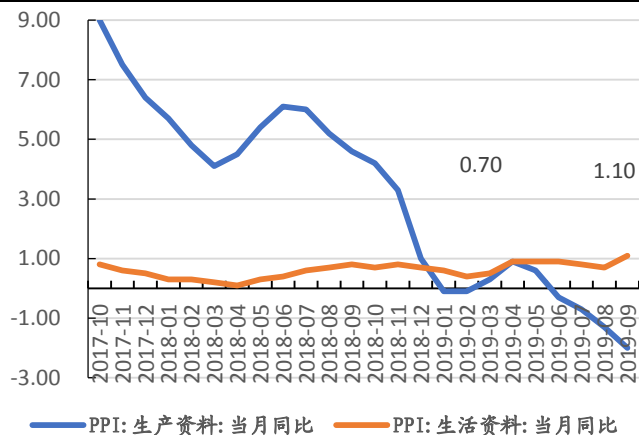
图 12: 9 月下游产成品和原材料价格 PMI 上升



资料来源: 中原证券, wind

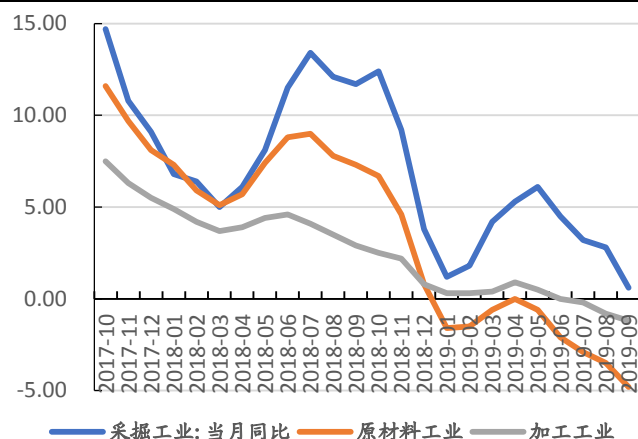
9 月 PPI 增速为 -1.2% (-0.8%)，从主要分项看，上游原材料、加工业、采掘业产品的价格增速均有下行，其中上游原料的价格跌幅最大，生活资料 9 月价格增速为 1.1% (0.9%)，分项上看，耐用品价格跌幅收窄，日用品价格修复，食品价格增速居前，衣着类价格持平。

图 13: 9 月生产资料价格跌幅扩大



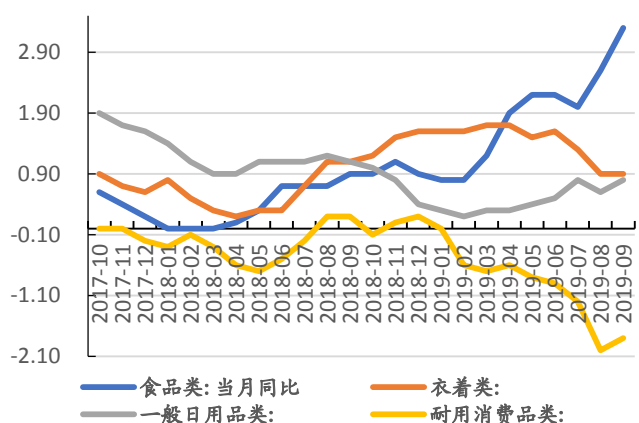
资料来源: 中原证券, wind

图 14: 9 月上游生资三大分项均有下行



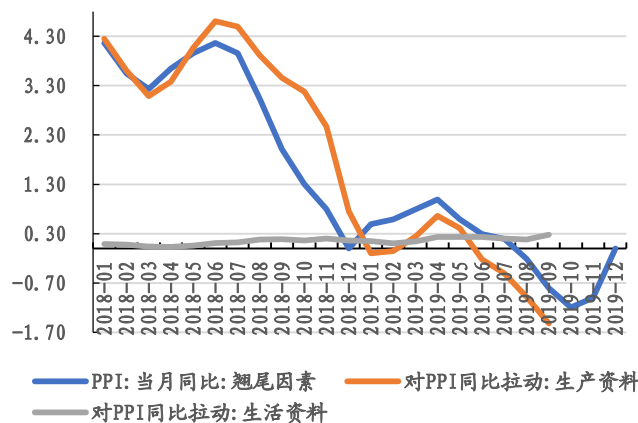
资料来源: 中原证券, wind

图 15: 9 月生活资料中食品类增速最快



资料来源: 中原证券, wind

图 16: 翘尾因素的贡献逐步转正



资料来源: 中原证券, wind

整体来看, PPI 与 CPI 表现分化, 剪刀差扩大, CPI 主要受猪肉价格拉动; PPI 主要受生产资料价格拖累, 这种趋势目前仍将延续, 核心 CPI 反而稳中有降反映出需求不旺, 扩大内需仍需政策加码。

3. 外贸: 进出口增速降幅扩大

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_9641

