

证券研究报告 / 宏观数据

剔除肉价通胀下行，货币政策有约束但不会收紧——9月物价数据点评

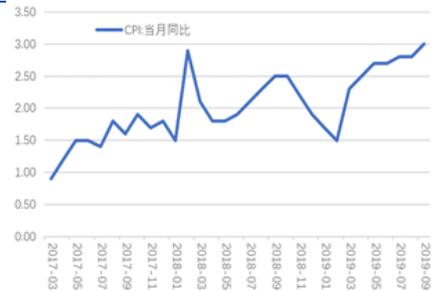
报告摘要：

中国9月CPI同比上升3%，预期2.8%，前值2.8%。9月CPI再度超出预期，原因在于猪肉价格继续快速上涨。9月猪肉价格上涨69.3%，影响CPI上涨约1.65个百分点。同时，猪价上涨引起其它食品、尤其是肉类食品价格跟随上涨。牛肉、羊肉同比分别上涨18.8%和15.9%，禽肉类价格亦上涨14.7%。除去食品项，CPI自3月以来是一路下行的，9月非食品项CPI同比仅为1%，反映出内需实际并不强劲。

10月CPI同比预计维持在3%附近，CPI进入“3”时代，至少持续到明年1月。目前CPI基本由猪价决定，而10月份以来猪价上涨势头未减。目前控制猪价的方法主要有三个：一是投放冷冻库存，二是扩大进口，三是鼓励养殖户扩产。市场普遍认为今年中国猪肉供给缺口在1000万吨左右。2016年上一轮猪周期中，国家投放冷冻猪肉共12万吨，预计今年即使增量，也难达到百万吨量级；根据美国农业部数据，去年中国猪肉进口量为156万吨，而全球猪肉出口量也仅为845万吨，难以弥补今年中国猪肉缺口；由于生猪的养育周期较长，当前养殖户扩产，至少需要10个月以上才能增加猪肉供给。综合以上几个原因，猪肉价格在年内会一直面临上涨压力，从而继续推升通胀水平。

9月PPI同比下降1.2%，预期降1.3%，前值降0.8%。国内经济下行压力较大导致工业品价格承压。9月布油同比下跌超过20%，引起相关行业PPI同比下行幅度较大。PPI生活资料与CPI走势相近，受猪肉带动的食品涨价影响，PPI食品价格也有明显上涨。预计10月PPI继续小幅下降。9月PMI显示国内经济下行压力仍大，而原油等原材料价格在10月并未有回暖，PPI仍然承压。但10月之后由于基数效应，PPI会逐渐上升，并将在年底由负转正。

通胀压力较大，货币政策难有大幅宽松，但也不会收紧。CPI进入“3”时代，至少持续到明年1月，货币政策将受到较大制约。国内经济下行，且剔除肉价后通胀实际不高，所以货币政策仍应保持合理宽松；加之美联储已经两度降息，全球货币政策均转向宽松，故中国LPR还有小幅下调空间。但年内难有大幅降息或全面降准。近日中美谈判进展顺利，企业和市场情绪有望得到提振，央行并不急于追随其它国家大幅宽松的脚步。同时10月份之后CPI和PPI会再度明显提升，国内通胀压力较大。我们认为国内货币政策将会坚持稳健的取向，难有大幅宽松刺激。



相关报告

《CPI超预期上行，年末破3%概率较大——8月物价数据点评》(20190911)

《通胀水平即将明显下降——7月物价数据点评》(20190809)

《下半年通胀先抑后扬，滞胀压力将在年底——6月物价数据点评》(20190711)

证券分析师：沈新风

执业证书编号：S0550518040001
18917252281 shenxf@nesc.cn

研究助理：尤春野

执业证书编号：S0550118060022
13817489814 youcy@nesc.cn

联系人：曹哲亮

执业证书编号：S0550119010010
18010018933 caozl@nesc.cn

目 录

1. 主要数据	3
2. 猪肉价格推动 CPI 再超预期	3
3. CPI 跨入“3”时代	4
4. PPI 持续下行，10 月之后有望回升	5
5. 货币政策将松紧适度	6

图 1: CPI 同比超预期上行	3
图 2: CPI 环比增长 0.9%	3
图 3: 猪肉价格大幅上涨	3
图 4: 牛羊肉价格跟随猪价上涨	3
图 5: CPI 非食品项一路下行	4
图 6: 核心 CPI 实际较低	4
图 7: 中国猪肉进口量较小	5
图 8: 全球猪肉出口量亦难填补中国缺口	5
图 9: PPI 同比继续下行	5
图 10: PPI 环比上升 0.1%	5
图 11: 生产资料各项同比	6
图 12: 布油同比继续下行	6
图 13: PPI 生活资料各项同比	6
图 14: PPI 食品项亦一路上升	6

1. 主要数据

中国 9 月 CPI 同比上涨 3%，预期 2.8%，前值 2.8%。

中国 9 月 PPI 同比下降 1.2%，预期降 1.3%，前值降 0.8%。

2. 猪肉价格推动 CPI 再超预期

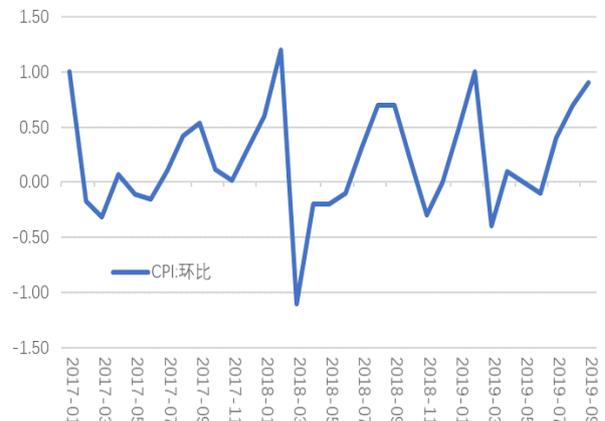
9 月 CPI 同比上涨 3.0%，环比上涨 0.9%。CPI 上涨幅度超出市场预期，创下 2013 年 12 月份以来新高。

图 1: CPI 同比超预期上行



数据来源: 东北证券, Wind

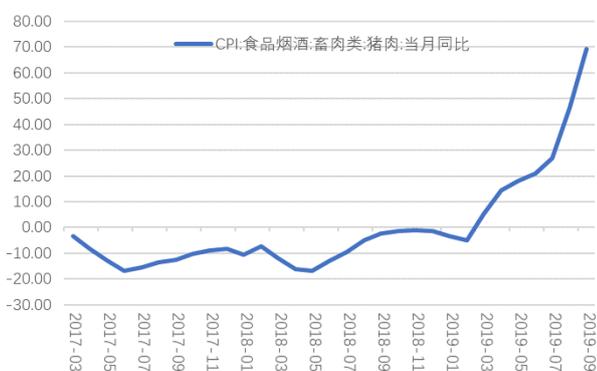
图 2: CPI 环比增长 0.9%



数据来源: 东北证券, Wind

9 月 CPI 再超预期，主要因为猪肉价格持续快速上涨。9 月猪肉价格上涨 69.3%，影响 CPI 上涨约 1.65 个百分点。同时，猪价上涨引起其它食品、尤其是肉类食品价格跟随上涨。牛肉、羊肉同比分别上涨 18.8%和 15.9%，禽肉类价格亦上涨 14.7%。

图 3: 猪肉价格大幅上涨



数据来源: 东北证券, Wind

图 4: 牛羊肉价格跟随猪价上涨



数据来源: 东北证券, Wind

CPI 虽高，但主要是受到猪肉单因素影响，CPI 非食品项同比自今年 3 月份以来是

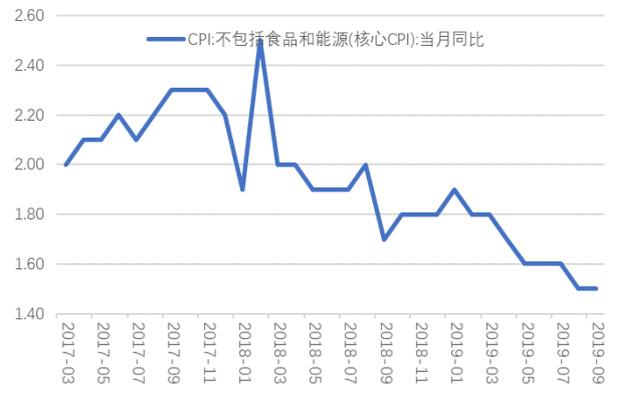
一路下行的，9月非食品项CPI同比仅为1%。从核心CPI来看，今年同比也是一直下行，9月份核心CPI为1.5%。所以国内实际消费需求并不强。

图 5: CPI 非食品项一路下行



数据来源: 东北证券, Wind

图 6: 核心 CPI 实际较低



数据来源: 东北证券, Wind

3. CPI 跨入 “3” 时代

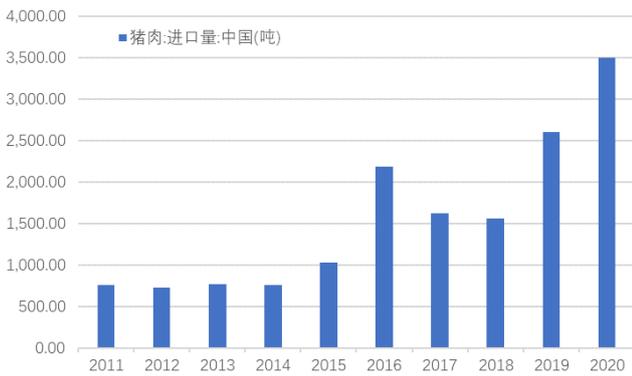
10月CPI同比预计维持在3%附近，CPI进入“3”时代，至少持续到明年1月。目前CPI基本由猪价决定，而10月份以来猪价上涨势头未减。那么猪肉价格能否得到有效控制？

目前控制猪价的方法主要有三个：一是投放冷冻猪肉库存，二是扩大进口，三是鼓励养殖户扩产。三种方法皆能在一定程度上增加猪肉供给，但我们认为猪肉供给缺口仍然较大，未来价格依旧面临较大的上涨压力。

第一，投放冷冻猪肉库存来看，据央视新闻报道，2016年上半年的上一轮猪周期高点中，国家投放冷冻猪肉共12万吨，预计今年即使增量，也难达到百万吨量级。而市场普遍认为今年中国猪肉供给缺口在1000万吨左右。投放冷冻猪肉后供给缺口仍会很大。

第二，扩大猪肉进口来看，根据美国农业部数据，去年中国猪肉进口量为156万吨，而全球猪肉出口量也仅为845万吨。也就是说，即使全球的猪肉都出口到中国，也难以弥补今年中国猪肉缺口。中国猪肉消费量占全球的一半，进口量占消费量比例很小，所以扩大进口对供给的补充也有限。

图 7: 中国猪肉进口量较小



数据来源: 东北证券, USDA

图 8: 全球猪肉出口量亦难填补中国缺口



数据来源: 东北证券, USDA

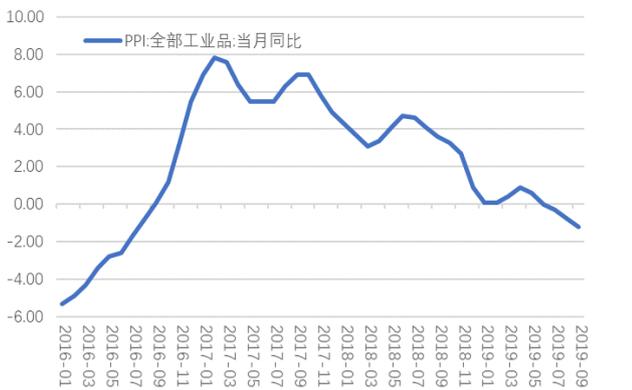
第三, 鼓励养殖户扩产来看, 由于生猪的养育周期较长, 现在养殖户扩产, 至少需要 10 个月以上才能增加猪肉供给。所以短期之内猪肉供给仍难以得到补充。

综合以上几个原因, 我们认为猪肉价格在年内会一直面临上涨压力, 从而继续推升通胀水平。10 月份 CPI 同比预计会维持在 3% 左右, 11 月和 12 月将由于基数的降低而继续走高。

4. PPI 持续下行, 10 月之后有望回升

9 月 PPI 同比下降 1.2%, 预期降 1.3%, 前值降 0.8%。其中生产资料价格同比下降 2.0%, 降幅比上月扩大 0.7 个百分点。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。PPI 环比上涨 0.1%。

图 9: PPI 同比继续下行



数据来源: 东北证券, Wind

图 10: PPI 环比上升 0.1%

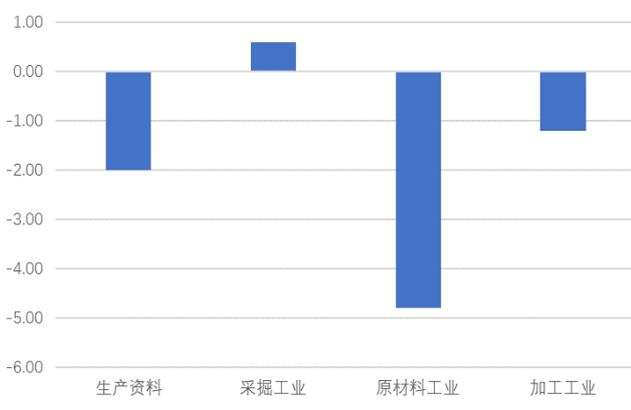


数据来源: 东北证券, Wind

生产资料来看, 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%。国内经济下行压力较大导致工业品价格承压。原材料价格疲软, 油价同比跌幅扩大。9 月布油同比下跌超过 20%, 引起相关行业 PPI 同比下行幅度较大。石油和天然气开采业 PPI 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。

图 11: 生产资料各项同比



数据来源: 东北证券, Wind

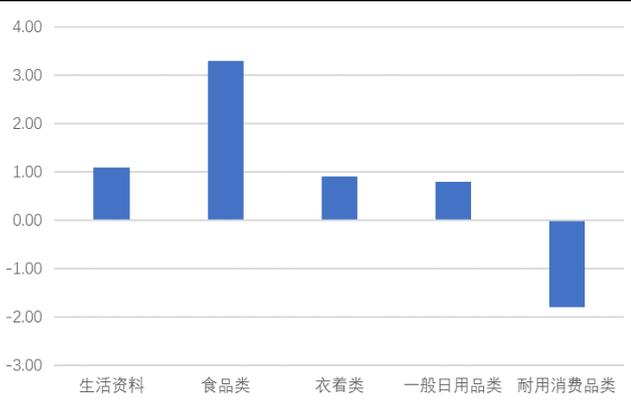
图 12: 布油同比继续下行



数据来源: 东北证券, Wind

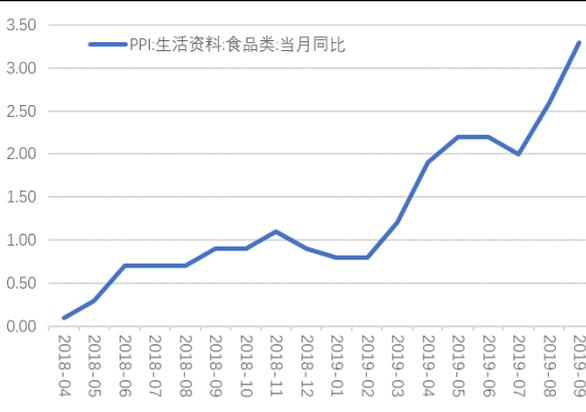
PPI 生活资料与 CPI 走势相近, 受猪肉带动的食品涨价影响, PPI 食品价格也有明显上涨, 带动 PPI 生活资料同比上升。

图 13: PPI 生活资料各项同比



数据来源: 东北证券, Wind

图 14: PPI 食品项亦一路上升



数据来源: 东北证券, Wind

预计 10 月 PPI 同比继续小幅下降。9 月 PMI 显示国内经济下行压力仍大, 而原油等原材料价格在 10 月并未有回暖, PPI 仍然承压。但 10 月之后由于基数效应, PPI

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_9652



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn