

猪肉价格推动 CPI 增速触及政策目标

—— 9 月物价数据点评

宏观点评

潘向东（首席经济学家）

证书编号：S0280517100001

刘娟秀（分析师）

liujuanxiu@xsdzq.cn

证书编号：S0280517070002

陈韵阳（联系人）

chenyongyang@xsdzq.cn

证书编号：S0280118040020

相关报告

宏观报告：猪肉、蔬菜涨价推动 CPI 增速略超季节性——3 月通胀数据点评

2019-5-9

宏观报告：上游行业进入通缩——2019 年 1 月通胀数据点评

2019-2-15

宏观报告：渐行渐近的通缩风险——2018 年通胀数据点评

2019-1-10

● 猪肉价格推动 CPI 增速触及政策目标

猪肉涨价带动 CPI 增速触及 3% 的政策目标。2018 年 9 月 CPI 环比处于近几年同期高位，当时市场正处于对“滞胀”的讨论中，蔬菜、猪肉、水果价格环比涨幅均处于近几年同期高位，尽管基数较高并且 2019 年 9 月蔬菜、鲜果价格环比涨幅均是近年同期最低，但猪肉价格涨幅远超过季节性，涨幅扩大 22.6 个百分点，影响 CPI 上涨约 1.65 个百分点，并带动牛羊肉价格显著超过季节性。在 8 月 CPI 增速超预期之后，市场对年内 CPI 增速破 3 预期上调，9 月 CPI 数据公布后，国债期货反而冲高。由于非洲猪瘟病毒可能将存活相当长时间，生猪产能恢复需要周期，未来两三年内可能都要接受高猪价现实，目前看，CPI 增速已经突破基数抬升的限制，随着四季度基数下降，可能发生“猪油共振”，CPI 增速继续回升。

供给因素导致的物价上涨暂时不影响逆周期政策加码，但可能制约宽松空间。猪肉价格上涨将会带动其他食品价格上涨，这会提高居民的生活成本，历史上这种情况往往伴随货币政策收紧，但本轮周期不太一样，CPI 与核心 CPI 增速极度分化，这表明需求仍很疲弱，意味着物价上涨主要由供给因素导致，即便收紧政策也改变不了未来猪肉短缺的事实，同时，就业压力很大，历史上就业压力大的时候政策往往宽松。8 月底到 9 月初的各大会议措辞都指向政策发生了明显调整，逆周期政策从“适时适度”到“加大力度”，同时，针对猪肉价格上涨，主要通过增加供给方式（补贴、保险、融资支持等）来应对。不过，由于食品占居民消费的比重仍较大，若物价涨幅长期高居不下，不排除货币政策会更加中性。

● PPI 环比转正，同比继续回落

PPI 环比转正，高基数拖累 PPI 增速回落。9 月 PPI 环比增速转正，与 PMI 价格分项以及大宗商品价格指数走势一致，化工、有色金属、计算机等行业带动 PPI 环比降幅收窄，但在高基数的影响下，同比降幅扩大至 1.2%，9 月 PPI 翘尾因素进一步回落 -0.7%，PPI 同比增速继续下降。

PPI 环比增速转正并连续 3 个月小幅回升，同比降幅扩大主要受高基数影响，这与传统意义上的通缩完全不同，当前不存在工业品通缩风险。经过市场自发去产能与行政去产能，供给曲线变得陡峭，近期逆周期政策力度明显加大，PPI 负增长的幅度不会太大。再结合大宗商品价格的基数分布，三季度可能是 PPI 同比增速的底部区域，四季度再度向上。PPI 同比增速回落意味着企业利润增速不会很快就反转，但增值税减税增厚企业利润，尤其是上游制造企业利润增厚幅度，并且后续进一步减税降费政策可能逐渐落地，将对冲 PPI 增速下滑。

● 风险提示：四季度“猪油共振”引发政策收紧

目 录

1、猪肉价格推动 CPI 增速触及政策目标.....	3
2、PPI 环比转正，同比继续回落.....	6

图表目录

图 1: 猪肉涨价带动 CPI 增速触及政策目标 (%)	3
图 2: 9 月 CPI 基数偏高.....	4
图 3: 9 月鲜菜价格环比涨幅低于季节性.....	4
图 4: 9 月猪肉价格继续突破高基数的限制.....	5
图 5: 9 月牛肉价格环比涨幅远高于季节性.....	5
图 6: 核心 CPI 增速低位 (%)	6
图 7: 当前就业压力很大 (%)	6
图 8: PPI 环比转正，同比降幅扩大 (%)	7
图 9: 有色行业价格环比增速回升 (%)	7

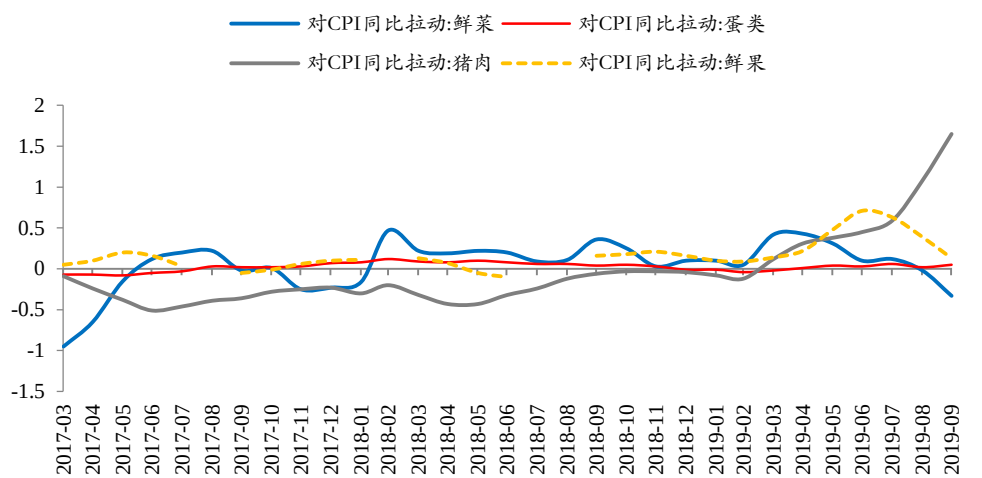
1、猪肉价格推动 CPI 增速触及政策目标

猪肉涨价带动 CPI 增速触及 3% 的政策目标。2018 年 9 月 CPI 环比处于近几年同期高位，当时市场正处于对“滞胀”的讨论中，蔬菜、猪肉、水果价格环比涨幅均处于近几年同期高位，尽管基数较高并且 2019 年 9 月蔬菜、鲜果价格环比涨幅均是近年同期最低，但猪肉价格上涨 69.3%，远超过季节性，涨幅扩大 22.6 个百分点，影响 CPI 上涨约 1.65 个百分点，并带动牛羊肉价格显著超过季节性，导致 9 月 CPI 增速达到 3%。在 8 月 CPI 增速超预期之后，市场对年内 CPI 增速破 3 预期上调，9 月 CPI 数据公布后，国债期货反而冲高。由于非洲猪瘟病毒可能将存活相当长时间，生猪产能恢复需要周期，未来两三年内可能都要接受高猪价的现实，目前看，CPI 增速已经突破基数抬升的限制，随着四季度基数下降，可能发生“猪肉共振”，CPI 增速继续回升。

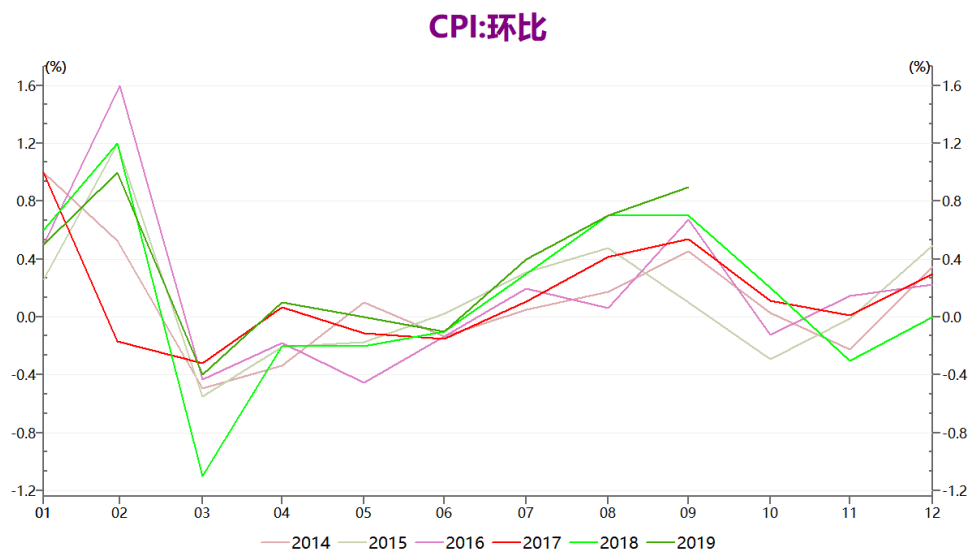
核心 CPI 增速继续维持相对低位。9 月核心 CPI 增速持平于 1.5%，与 CPI 增速继续分化，在低基数的情况下，核心 CPI 增速依然疲弱，从分项来看，交通和通信、教育文化和娱乐、医疗保健价格环比涨幅均明显低于季节性。年内核心 CPI 增速可能难有明显改善，一方面，10 月和 12 月核心 CPI 面临相对较高的基数，另一方面，PMI 从业人员、BCI 招工前瞻指数还处于下降趋势，就业压力增加，企业通过降薪裁员等方式将压力转移到居民部门，这种情况下，劳动力成本显著提升的可能性不大。

供给因素导致的物价上涨暂时不影响逆周期政策加码，但可能制约宽松空间。猪肉价格上涨将会带动其他食品价格上涨，这会提高居民的生活成本，历史上这种情况往往伴随货币政策收紧，但本轮周期不太一样，CPI 与核心 CPI 增速极度分化，这表明需求仍很疲弱，意味着物价上涨主要由供给因素导致，即便收紧政策也改变不了未来猪肉短缺的事实，同时，就业压力很大，历史上就业压力大的时候政策往往宽松。8 月底到 9 月初的各大会议措辞都指向政策发生了明显调整，逆周期政策从“适时适度”到“加大力度”，同时，针对猪肉价格上涨，主要通过增加供给方式（补贴、保险、融资支持等）来应对。不过，由于食品占居民消费的比重仍较大，若物价涨幅长期高居不下，不排除货币政策会更加中性。

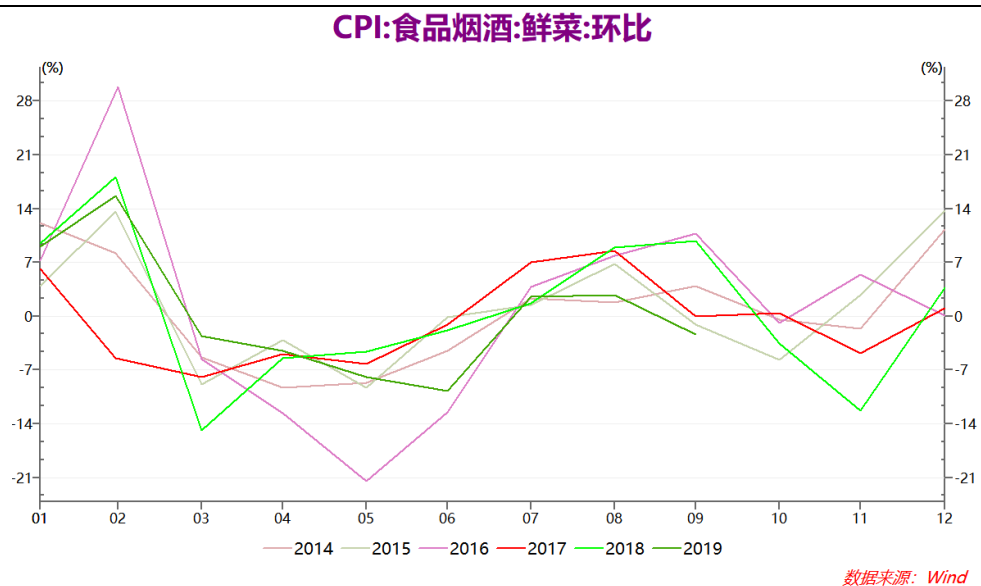
图1：猪肉涨价带动 CPI 增速触及政策目标（%）



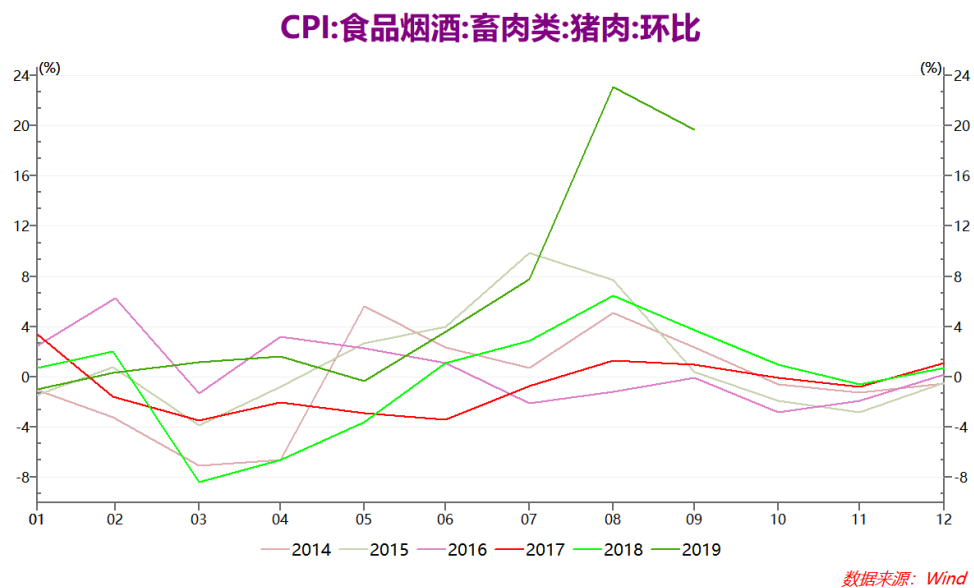
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图2： 9 月 CPI 基数偏高

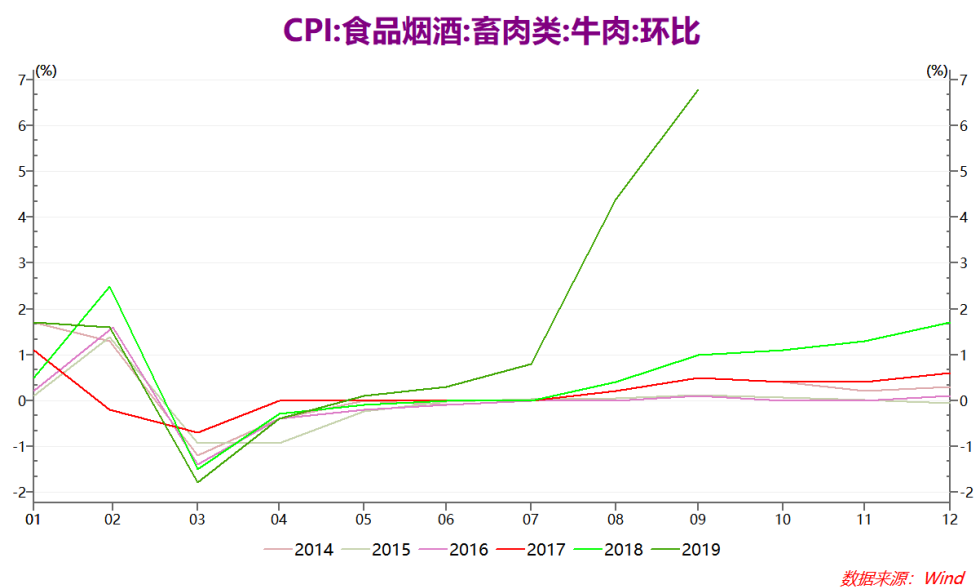
资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图3： 9 月鲜菜价格环比涨幅低于季节性

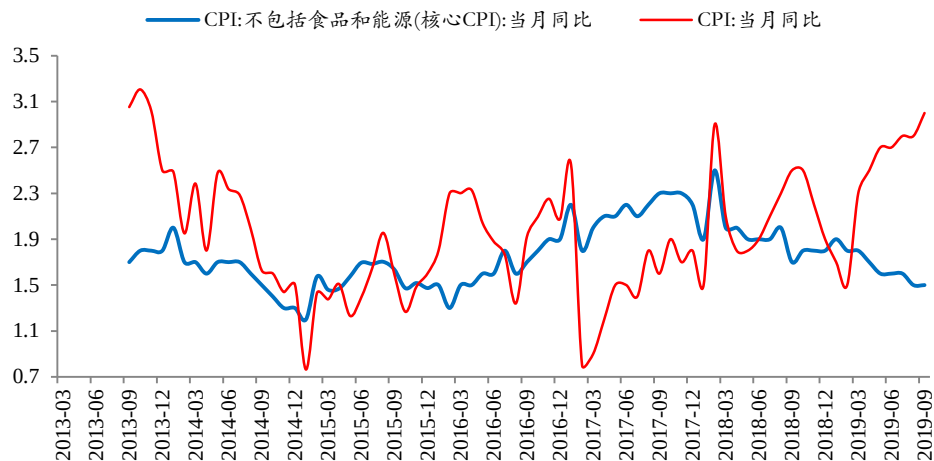
资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图4： 9月猪肉价格继续突破高基数的限制

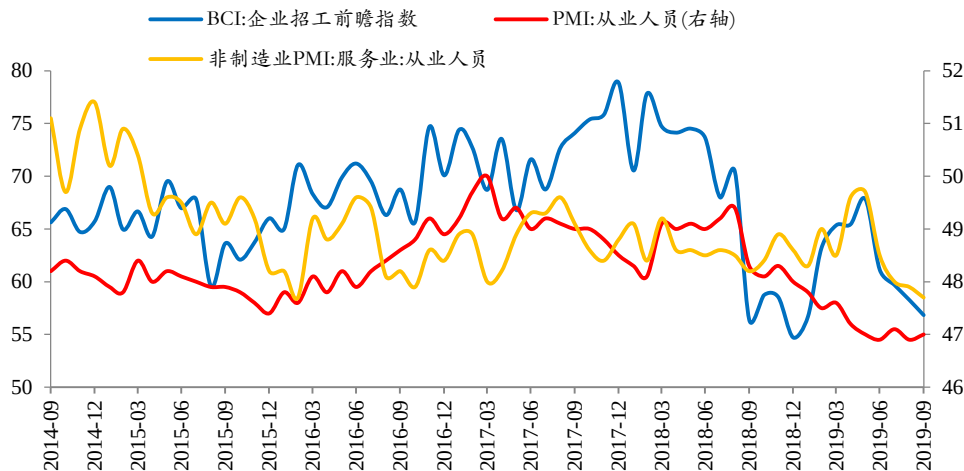
资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图5： 9月牛肉价格环比涨幅远高于季节性

资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图6： 核心 CPI 增速低位 (%)

资料来源：Wind，新时代证券研究所

图7： 当前就业压力很大 (%)

资料来源：Wind，新时代证券研究所

2、 PPI 环比转正， 同比继续回落

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_9669

