

无需过度担忧通胀，应关注工业品价格回升

摘要

11 月通胀继续快速回升，再度创下 11 年以来的新高，同比增速达到 4.5%，主要还是受猪肉价格和其它畜肉类价格上涨推动。考虑到 11 月初以来高频数据已经显著猪肉价格明显回落，同时，随着政策强力推进，猪肉供给已经出现改善迹象，10 月能繁母猪存栏环比转正，而生猪存栏跌幅也收窄至零附近。3 季度猪肉价格大幅上涨已经反映了当前的供给缺口，而供给已经出现改善，未来供给缺口继续扩大可能性有限，因此猪肉价格也难以再度趋势性上升。预计在 20 年 1 月春节冲击退出后，猪肉价格和 CPI 同比增速均将回落，20 年年末通胀可能回落至零附近。通胀很难再超预期，因而无需过度担忧通胀，货币政策也不大会对这种短期的单一商品价格上涨作反应。相应的，应该更关注工业品价格的回升。高频数据显示 11 月中下旬工业品价格环比开始增长，在低库存情况下需求逐步企稳将带动工业品价格持续回升，而叠加上年同期的低基数效应，未来几个月 PPI 同比将快速转正，这将带动企业盈利改善，进而改观权益市场预期。

风险提示：生猪供给收缩超预期。

西南证券研究发展中心

分析师：杨业伟
执业证号：S1250517050001
电话：010-57631229
邮箱：yyw@swsc.com.cn

分析师：张伟
执业证号：S1250519060003
电话：010-57758579
邮箱：zhwhg@swsc.com.cn

相关研究

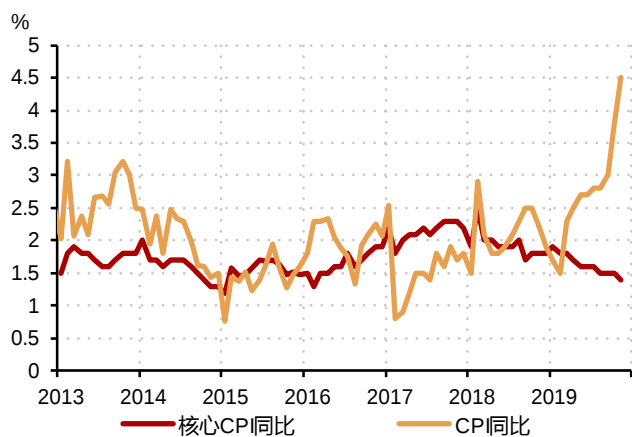
1. 如何正确看待并预测 CPI 中猪肉权重 (2019-12-09)
2. 出口保持平稳，外需依然在企稳回升过程中 (2019-12-08)
3. 央行呵护流动性，经济将逐步企稳 (2019-12-08)
4. 政策定调更为积极，经济企稳确定性上升——中央政治局会议解读 (2019-12-07)
5. 房地产韧性的来源：漫长且缓慢的补库 (2019-12-04)
6. 旧潮已退去，波涛安悠悠——海外经济年度报告 (2019-12-03)
7. 穿越数据迷雾，经济企稳正在逐步被确认——月度经济预测 (2019-12-02)
8. 经济逐步企稳回升，悲观预期需要调整 (2019-12-01)
9. 宏观固收 2020 年投资策略：莫道桑榆晚，为霞尚满天 (2019-12-01)
10. 如何看待 PMI 发出的不同信号 (2019-12-01)

1 通胀预期高点已过，无需过度担忧

猪肉价格推动 CPI 再创阶段性新高。11 月 CPI 同比增速达到 4.5%，增速较上月高出 0.7 个百分点，高出我们与市场的预期（图 1、表 1），继续创下了 2011 年以来的阶段性新高。分项来看，猪肉价格依然是通胀回升的最主要推动力，11 月 CPI 中猪肉价格分项环比上涨 3.8%，带动 CPI 环比上涨 0.18 个百分点，而受猪肉价格回升带动，整体畜肉类价格在 11 月环比上涨 4.8%，带动 CPI 上涨约 0.34 个百分点。其它商品价格基本平稳。猪肉及相关肉类价格带动食品价格回升，同时叠加去年低基数，导致 CPI 同比增速继续快速攀升。而核心通胀继续保持弱势，11 月核心通胀同比增长 1.4%，增速较上月下降 0.1 个百分点。

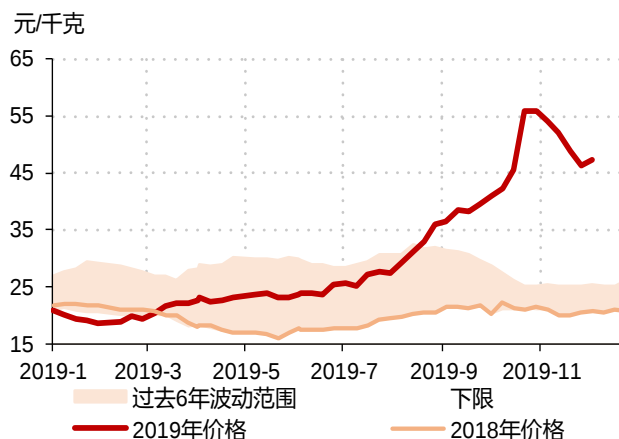
但高频数据显示猪肉价格上涨势头放缓，继续推升通胀动力在减弱。虽然 11 月 CPI 中猪肉价格分项数据环比依然在上涨，但这主要是 10 月下旬猪价上涨导致 11 月猪价平均水平高于 10 月。而从高频数据来看，11 月初开始，猪价出现明显下滑，22 省市平均猪价从 11 月 1 日的 55.9 元/公斤下滑至 11 月 29 日的 46.3 元/公斤，在一个月时间内累计下跌 17.3%。猪肉价格结束 3 季度以来持续回升势头而开始有所走弱，显示猪肉价格继续上涨动力在减弱，相应的对通胀的压力也在减弱。预计 12 月 CPI 同比增速将较 11 月有小幅回落，可能回落至 4.3% 左右。

图 1：CPI 与核心 CPI 走势



数据来源：wind、西南证券整理

图 2：高频数据显示猪肉价格已经开始回落



数据来源：wind、西南证券整理

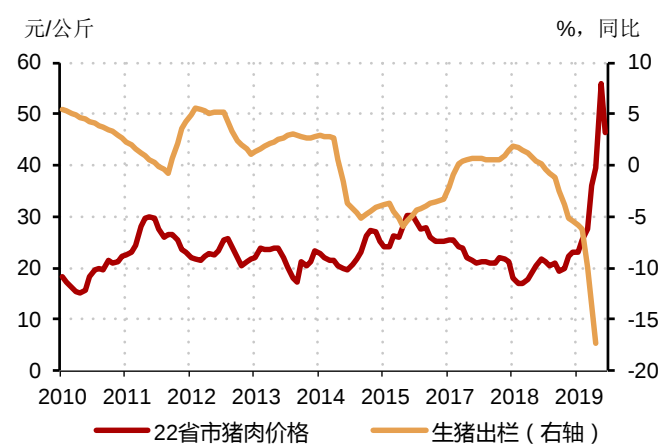
猪肉价格这种回落并非短期调整，而是供给层面发生变化之后的趋势性变化。事实上，今年 3 季度猪肉价格暴涨背后是出栏量的暴跌，这直接影响到生猪的供给。3 季度生猪出栏同比下跌 40.4%，而上半年同比只下跌 6.2%。供给的大幅收缩直接催生了 3 季度猪肉的价格暴涨，而从历史相关关系来看，3 季度的猪肉价格上涨也已经充分反应了这种供给的收缩。

因此，未来猪价是否会再度趋势性上涨取决于供给是否会进一步趋势性收缩。猪肉供给直接反映为生猪出栏，而生猪出栏又是基于生猪存栏，在指标上可以观察生猪出栏和存栏比例来判断供给能力变化。历史上，由于技术进步，生猪出栏和存栏的比例具有线性增长的趋势，而在过程中往往对这个趋势有偏离。例如，今年上半年这个比例由大幅提升，年化出栏与存栏比例从 2018 年 11 月的 2.16 倍提升至 2019 年 6 月的 2.78，这意味着单只存栏需要提供的出栏从之前的 2 头多提升至 3 头左右，短期内这种供给提升显然无法做到，就意味着

未来出栏将明显收缩来保障出栏和存栏比例回到正常值。而 19 年 3 季度出栏大跌，出栏和存栏比例已经开始企稳。

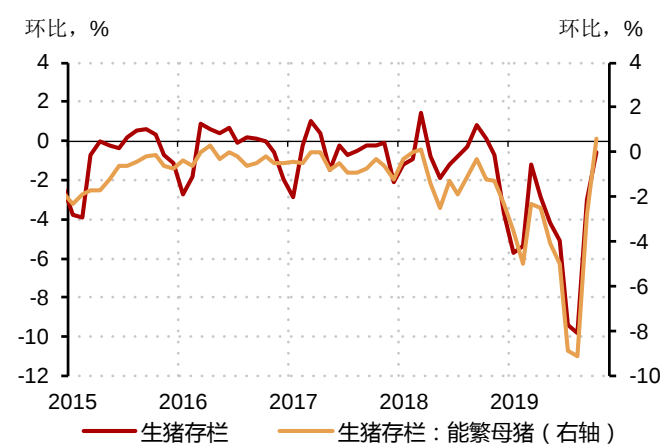
供给指标已经逐步改善，在强力政策推进下，预计生猪供给将持续改观，猪价缺乏继续趋势性上涨的基础。出栏和存栏比例趋于稳定的同时，存栏已经开始企稳。19 年 10 月，能繁母猪存栏环比上涨 0.6%，这是 2018 年 3 月以来的首次正增长，同时，生猪存栏环比近下跌 0.6%，跌幅收窄至近一年的最小水平。显示在决策层以及各级政府强力推进下，生猪供给正在逐步改善。由于生猪供给被多次放到了国务院常务会议等决策层关注的高度，因而保障猪肉供给的政策将得到相对强力的执行，这将带来生猪供给的持续改观。而供给改善之后，猪价将失去持续上涨的基础。从出栏和存栏比例对趋势值偏离领先猪肉价格 6 个月的关系来看，我们认为猪肉价格趋势性的高点已经过去。未来春节可能带来猪肉价格短期季节性上升，但猪肉价格可能不再会趋势性上涨。

图 3：猪价与生猪存栏增速



数据来源：wind、西南证券整理

图 4：能繁母猪存栏环比转正，生猪存栏跌幅显著收窄

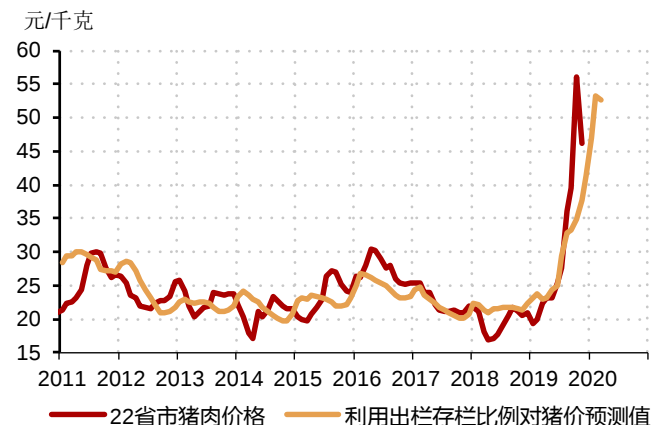


数据来源：wind、西南证券整理

通胀预期高点已过，未来无需过度担忧。随着 3 季度猪肉价格的快速上涨，市场普遍对通胀给予了较高的预期，对 20 年 1 月 CPI 的预测普遍在 5% 左右或更高。但从目前情况来看，由于猪价失去趋势性上涨动力，因而不会继续推升 CPI 超预期上涨。现在来看，对未来通胀预期最高的时候已经过去。而且事实上，在 19 年 1 月春节效应退出之后，CPI 同比增速将逐步回落。因而，无需过度担忧通胀，在 20 年 1 月回升至 5% 左右后将持续回落。同时叠加 20 年下半年按同比数据计算的猪肉权重提升，猪价进入同比下跌阶段将对 CPI 产生更大的抑制。预计到 20 年末是 CPI 同比增速可能回落至 0 附近。

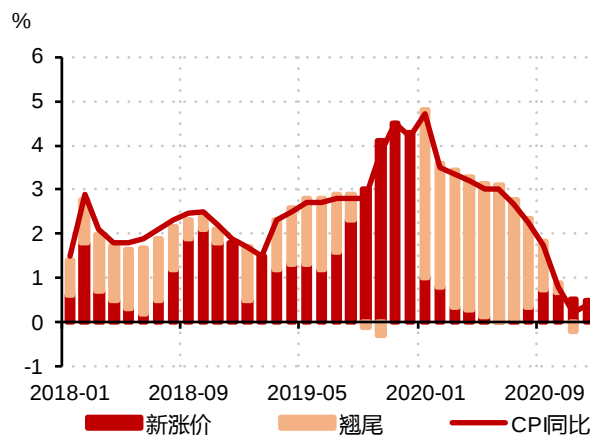
货币政策将继续以经济为主。虽然 11 月 CPI 同比增速再度创下阶段性新高，但考虑到猪肉价格已经结束连续上涨态势，而供给由开始出现改善迹象，这再度印证了本轮猪肉价格推升的通胀是短期的单一食品价格上涨，而持续的全面物价上涨。因而，货币政策无需对这类通胀进行应对，随着猪肉供给的改善，通胀从 20 年 1 月之后将回到逐步下行通道。货币政策应该更多以经济为主。在经济下行压力上升情况下，货币政策需要以稳定经济增长为目标，受近期猪价上涨驱动的通胀约束可能性有限。

图 5：供给缺口不会进一步扩大，猪肉价格趋势高点或已现



数据来源：wind、西南证券整理

图 6：20 年 1 月之后 CPI 同比增速将持续回落



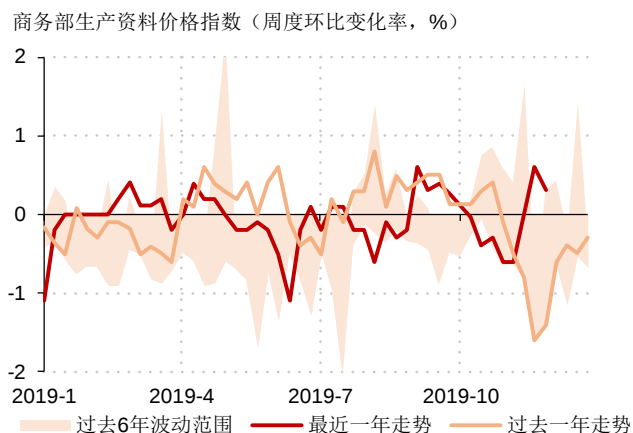
数据来源：wind、西南证券整理

2 关注工业品价格回升，同比环比均将转正

工业品价格环比小幅回落，高基数因素推动同比跌幅收窄。11 月 PPI 同比下跌 1.4%，跌幅较上月收窄 0.2 个百分点。11 月 PPI 环比微跌 0.1%，但在低基数因素推动下，PPI 同比跌幅依然有所收窄。而分产品看，化工、能源相关产品价格跌幅明显，而农副食品加工业 PPI 价格则有所上涨。

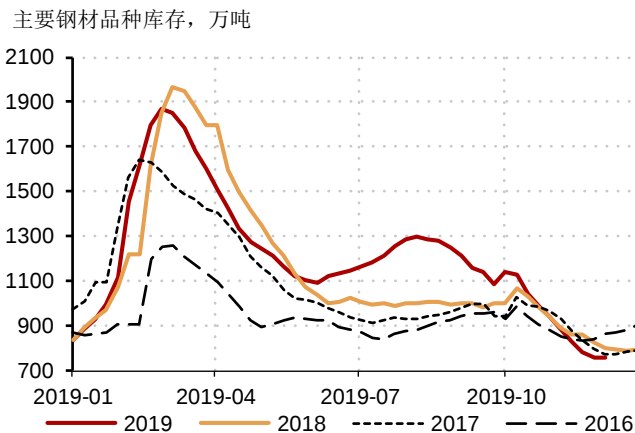
需求改善和低库存将驱动工业品价格环比回升。近期全球经济下行压力减轻，全球 PMI 连续 5 个月回升，这将带动外需企稳。同时内需方面，房地产延续韧性，而稳增长政策下基建增速将小幅回升，内需将呈现逐步改善趋势。总需求将逐步企稳回升。在需求回升情况下，目前工业品库存有处于较低水平。需求改善和伴随的补库需求将共同驱动工业品价格环比转正。事实上，11 月 PPI 环比下跌主要是由于 10 月下旬和 11 月上旬，而 11 月中下旬以来，高频数据显示工业品价格持续上涨，这意味着 12 月工业品价格环比将很可能转正。

图 7：工业品价格环比从 11 月中下旬开始回升



数据来源：wind、西南证券整理

图 8：螺纹钢等商品库存已经下降至历史低位

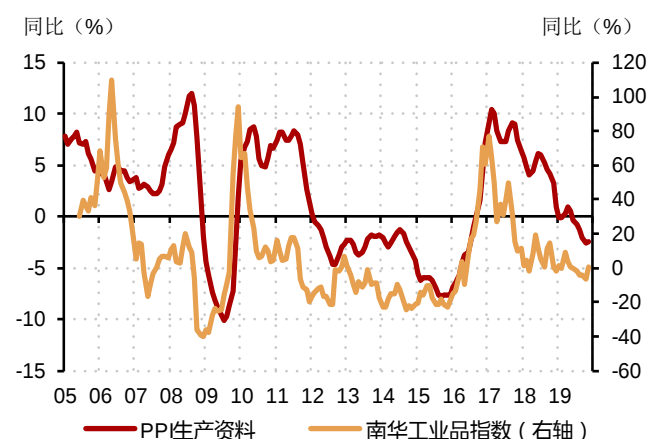


数据来源：wind、西南证券整理

工业品价格环比改善和低基数将共同驱动同比增速回升，并于 20 年年初转正。需求改善、库存偏低将共同驱动工业品价格环比转正，同时，去年 PPI 低基数将在未来几个月更为明显的体现。低基数和环比转正将共同驱动 PPI 同比增速转正。预计 12 月 PPI 同比跌幅将收窄至-0.2%附近，20 年 1 月份 PPI 同比增速将转正。

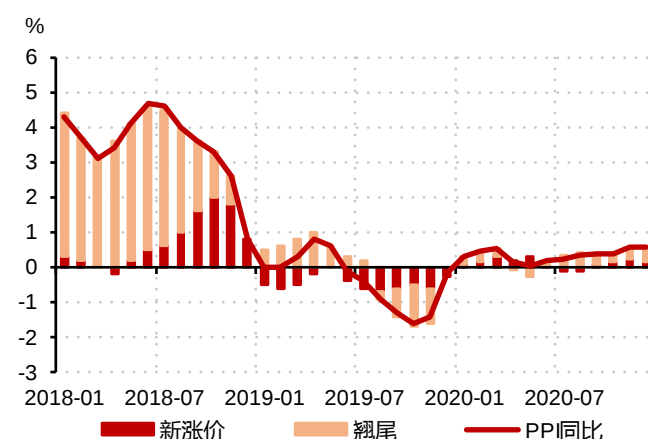
工业品价格增速转正意味着企业盈利将随之改善，权益市场预期将得到提振。工业品价格增速回升以及需求企稳带来的产出增加将共同驱动企业盈利改善，19 年末到 20 年 1 季度，随着企业盈利的改善，权益市场预期将得到提振，这将对权益市场形成支撑。

图 9：工业品价格环比开始改善



数据来源：wind、西南证券整理

图 10：PPI 同比将很快转正



数据来源：wind、西南证券整理

3 债券市场将延续震荡态势

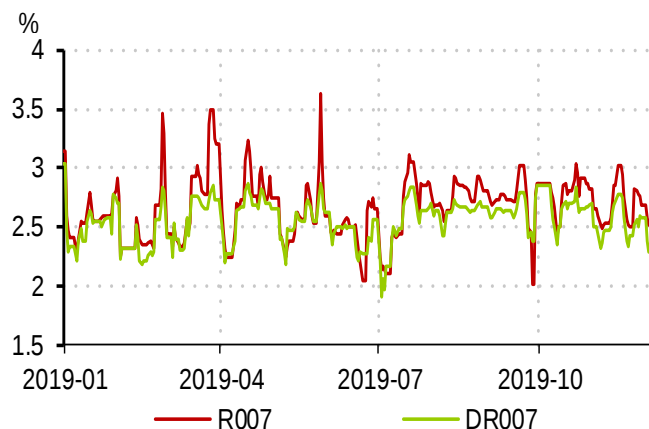
通胀预期最高时候已经过去，将不再对债市形成明显冲击。虽然 11 月 CPI 同比增速再度创下阶段性新高，但考虑到猪肉价格已经结束连续上涨态势，而供给由开始出现改善迹象，这再度印证了本轮猪肉价格推升的通胀是短期的单一食品价格上涨，而持续的全面物价上涨。因而，货币政策无需对这类通胀进行应对。在经济下行压力之下，我们认为，货币政策将更多的经济目标为主，因而继续保持宽松。货币政策基调不变。

债市将延续震荡态势。央行将继续保持流动性平稳。虽然短端利率下降不一定能够推动实体融资增加，但短端利率上升却能够抑制实体融资。因而在实体经济尚未明确企稳情况下，央行不会放任流动性大幅趋紧，长端利率大幅调整可能性有限。

另一方面，流动性难以大幅宽松，债券市场难以重拾升势。央行 12 月初超量续作 MLF，但这并不意味着流动性大幅宽松，而是更大可能保持当前水平。同时，央行将更多的通过 PSL，以及配合地方债发行等方式推动资金进入实体经济。实体信用的改善意味着信贷社融增速回升，这将减少债券市场资金供给，对债券市场形成抑制。

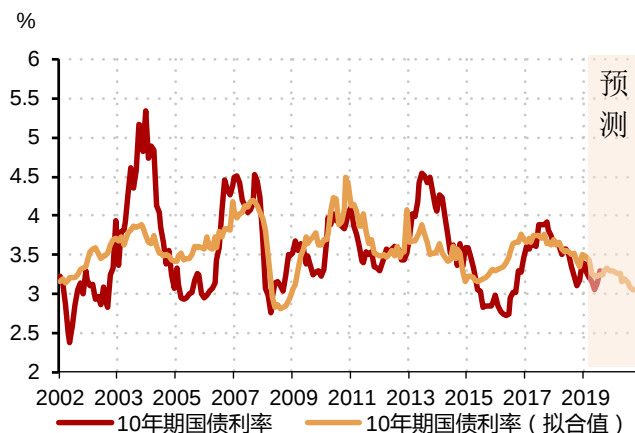
在信贷社融见顶之前，债券市场或继续震荡。我们通过基本面、资金面和利率对应的经验关系来看，即通过 CPI 和 PPI、工业增加值、R007 月均值即月波动率对 10 年期国债历史经验回归关系来看，当前 10 年期国债利率中枢在 3.3% 左右，因而债市进一步调整空间有限，或延续震荡态势。

图 11: 短端利率总体平稳



数据来源: wind、西南证券整理

图 12: 10 年期国债利率中枢值为 3.3%, 与当前水平较为接近



数据来源: wind、西南证券整理

表 1: 我国宏观经济指标预测

		2018-10	2018-11	2018-12	2019-1	2019-2	2019-3	2019-4	2019-5	2019-6	2019-7	2019-8	2019-9	2019-10	2019-11	西南预测 2019-11F	市场预测 2019-11F
CPI	同比%	2.5	2.2	1.9	1.7	1.5	2.3	2.5	2.7	2.7	2.8	2.8	3.0	3.8	4.5	4.2	4.3
PPI	同比%	3.3	2.7	0.9	0.1	0.1	0.4	0.9	0.6	0.0	-0.3	-0.8	-1.2	-1.6	-1.4	-1.5	-1.4
工业增加值真实增速	同比%	7.2	5.4	5.7	0.0		8.5	5.4	5.0	6.3	4.8	4.4	5.8	4.7		5.1	5.2
固定资产投资名义增速	同比%	5.7	5.9	5.9	0.0		6.3	6.1	5.6	5.8	5.7	5.5	5.4	5.2		5.3	5.2
消费品零售名义增速	同比%	8.6	8.1	8.2	0.0		8.7	7.2	8.6	9.8	7.6	7.5	7.8	7.2		7.5	7.8
新增人民币贷款	亿人民币	6970	12500	10800	32300	8858	16900	10200	11800	16600	10600	12100	16900	6613		13500	12533
M2增速	同比%	8.0	8.0	8.1	8.4	8.0	8.6	8.5	8.5	8.5	8.1	8.2	8.4	8.4		8.5	8.4
一年期定存	%	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50
出口名义增速 (美元计价)	同比%	15.6	5.4	-4.4	9.1	-20.7	14.2	-2.7	1.1	-1.3	3.3	-1.0	-3.2	-0.9	-1.1	4.4	0.6
进口名义增速 (美元计价)	同比%	21.4	3.0	-7.6	-1.5	-5.2	-7.6	4.0	-8.5	-7.3	-5.3	-5.6	-8.5	-6.4	0.3	0.0	-1.7
贸易顺差	亿美元	340.2	447.5	570.6	391.6	41.2	326.5	123.7	416.6	509.8	450.5	348.3	396.5	428.1	387.3	517.3	449.2
人民币兑美元汇率 (月末值)	人民币/美元	6.96	6.94	6.87	6.70	6.69	6.72	6.74	6.90	6.87	6.89	7.15	7.14	7.04	7.03	7.02	7.03
存款准备金率	%	14.5	14.5	14.5	13.5	13.5	13.5	13.5	13.5	13.5	13.5	13.5	13.0	13.0	13.0	13.0	

资料来源: CEIC, Wind, 西南证券

注: 市场预测为Wind 调查的市场预测均值, 其中汇率为即期汇率, 西南预测汇率为中间价

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_8483

