

债券研究报告

东北固收 10 月物价数据点评：分化的物价指数如何解读？

报告摘要：

事件：2019 年 11 月 09 日，国家统计局公布 2019 年 10 月份 CPI 和 PPI 相关数据：（1）10 月 CPI 同比增长 3.8%，超出市场预期 3.4%。（2）10 月 PPI 同比-1.6%，前值-1.2%，降幅持续扩大。

整体而言，10 月 CPI 超预期高企，主要原因仍然是猪肉涨价所带动的肉类普涨而导致的 CPI 结构性增长，值得注意的是在本轮上涨中，禽肉由于其价格优势以及与猪肉之间的可替代性，对 CPI 也产生了历史性新高的拉动。PPI 同比跌幅持续扩大，主要是受翘尾因素拖累以及石油天然气等生产资料的去年高基数影响。PPI 环比维持正值区间，主要是受猪肉涨价带动的食品环比，以及天然气的价格强力反弹的支撑。

展望后期：CPI 方面，CPI 持续高涨，在六年内首次破 3 之后触及 3.8%，虽然超预期但是与我们预测的趋势一致。在我们的测算中，本轮猪通胀将会持续至次年二季度末，即便 CPI 已经高达 3.8%但也仅仅是一个开始，预计 CPI 将在猪肉价格的带动下持续上行，年内 12 月 CPI 有破 5 风险。次年 1 月份叠加春节因素将会为近年 CPI 的至高点，自此之后，CPI 将在 5%-4% 的区间高位运行两个季度，直到 20 年 3 季度，生猪产能的彻底恢复才会姗姗来迟。结构性的 CPI 高涨料想不会引发货币政策的应对，但是也势必会挤压货币政策空间，对债市产生不利影响。

PPI 方面：10 月 PPI 同比持续下行，跌幅扩大，主要是受翘尾因素拖累，且受到去年高基数的影响，但是其回升幅度仍然不及预期。PPI 的环比为正，是受到猪肉所带动的食品项支撑以及天然气价格的强力反弹。中美谈判趋于缓和，商务部提出双方应同步取缔加增关税，若中美谈判顺利，将会对外需形成支撑。在翘尾因素逐步见底回升的情况下，叠加库存周期可能已经逼近主动去库存的末尾，我们预计 PPI 同比年末有望回正。

CPI 和 PPI 分化债市影响：今年 11-12 月，根据我们测算，CPI 可能会升至 4%-5% 的甚至破 5% 的更高水平，央行近期下调 MLF 利率 5bp，更多的是向市场表态，当经济下行压力较大时，货币政策仍有调整空间。但是，我们倾向于认为这是通胀高企前的最后一次调整，目前至明年一季度，在高通胀的压力下，如果配合年初政策的发力，货币政策难有动作。所以我们维持四季度的债市应处于调整区间，趋向熊市，建议多看少动，持谨慎策略。如果做空，鉴于 10 月数据弱于预期，债市仍有做多意愿，建议经济数据公布后逢高做空。

相关报告

《东北证券 9 月物价指数点评及债市分析：CPI 破三仅是开始，PPI 将触底回升年底望转正》

2019-10-10

《东北证券 8 月物价指数点评及债市分析：猪通胀方兴未艾，广义价格的回升是债市未来的风险》

2019-9-10

《东北证券 7 月物价指数点评及债市分析：CPI 高位攀升已至顶点，PPI 同比转负仍有下行压力》

2019-8-10

《东北证券 6 月物价指数点评及债市分析：CPI 高位维持不变，PPI 同比收零仍有下行空间》

2019-7-10

《东北证券 5 月物价指数点评及债市分析：CPI 新高鲜果领跑，PPI 回落三季度仍有下行空间》

2019-6-12

《东北证券 4 月物价指数点评及债市分析：猪价助力 CPI 回升，油价难升 PPI 难继》

2019-5-12

证券分析师：刘辰涵

执业证书编号：S0550517100001

010-58034582 liuchenh@nesc.cn

目 录

1. 猪肉价格再攀高峰，助推 CPI 超预期高企.....	3
1.1. 同比角度.....	3
1.2. 环比角度.....	3
2. PPI 同比跌幅再扩大，环比收正燃气支撑.....	5
2.1. 同比角度.....	5
2.2. 环比角度.....	5
3. 物价展望：CPI 年内或破 5，PPI 年底或回正.....	6
4. CPI 和 PPI 的分化对债市的影响	6

事件:

2019年11月09日,国家统计局公布2019年10月份CPI和PPI相关数据:(1)10月CPI同比增长3.8%,超出市场预期3.4%。(2)10月PPI同比-1.6%,前值-1.2%,降幅持续扩大。

对此,我们点评如下:

1. 猪肉价格再攀高峰,助推CPI超预期高企

统计局公布的CPI数据显示:10月CPI同比增长3.8%,继9月CPI年内首次破3之后再次高涨,远超市场预期的3.4%。10月CPI环比收于0.9%,维持上月水平。

从同比角度看:10月CPI同比收于3.8%,其中食品收于15.5%,较上月增幅4.3%。非食品项收于0.9%,较上月下滑0.1%。本月CPI超预期高企,仍然是由于食品项的超预期涨幅,其中猪肉项同比101.3%,较上月增幅32%,仍然是助推CPI高位上行的根本原因。本月的核心CPI(不包括食品和能源)收于1.5%,维持上月水平,也侧面印证了这一点。

环比角度上:10月CPI环比收于0.9%,维持上月水平。其中食品项环比收于3.6%,较上月上行0.1%,非食品项环比收于0.2%,较上月维持不变。CPI环比高位维持的原因依然是猪肉导致的结构性通胀所致,本月猪肉环比收于20.1%,较上月上行0.4%。

1.1. 同比角度

同比来看,与9月相比,10月CPI超预期高企,依然主要是猪肉价格破历史性增长所带动的肉类普涨所致,其中单猪肉一项便拉动CPI同比2.43个百分点。此外值得注意的是,除了畜肉类的普涨,猪肉价格的上行压力也凸显在禽肉上,禽肉的价格也已经突破历史记录。

食品项各分项中:猪肉当月同比收于101.3%,较上月再次高位增长32%,拉动CPI同比2.43个百分点。猪肉价格的高企辐射至其他畜肉类,其中牛肉同比收于20.4%,较上月上行1.6%,羊肉同比收于16.1%,较上月上行0.2%,畜肉类整体同比收于66.8%,较上月上行19.9%,拉动CPI同比2.92%。除了畜肉类承压猪肉价格,作为较为廉价的替代品,禽肉也在猪肉价格的压力下飞速增长。禽肉本月同比收于17.3%,较上月上行2.6个百分点。根据我们的测算,白条鸡的平均批发价十月也达到了历史最高峰,较上月环比上行4.49%,较去年同期同比上行31.43%,较历史均值高26.14%。本月禽肉单项拉动了CPI 0.21个百分点,较上月拉动高0.03个百分点,为历史最高值。除此之外,蛋类同比收于10.4%,较上月上行2.2%,也有较大涨幅。鲜菜当月同比收于-10.2%,较上月上行1.6%,鲜果同比收于-0.3%,较上月下行8%。多分项共同作用下,十月食品项同比收于15.5%,较上月上行4.3%。

非食品项中,交通和通信当月同比收于-3.5%,较上月下行0.6个百分点,同比跌幅扩大,其主要原因是交通工具用燃料分项的同比收于-15.1%,较上月下行3个百分点,去年油价的高基数是其同比大幅下滑的主要原因。十月旅游当月收于1.2%,较上月由负转正,与我们的预测一致,同比增幅1.4%,主要是由于黄金周刺激。

1.2. 环比角度

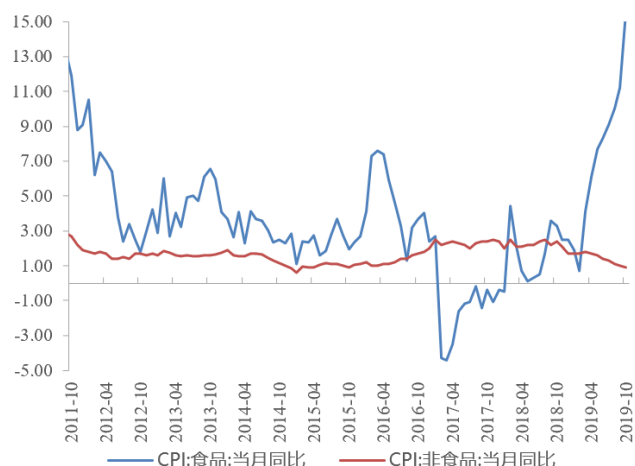
环比来看,10月CPI环比收于0.9%,增速与上月维持一致,从大分类上来看,食品项环比收于3.6%,较上月上行0.1%,非食品项收于0.2%,与上月维持不变。

本次 CPI 环比高位维持的主要原因也是由食品项的高位微升。

在食品项各分项中，猪肉环比增长收于 20.1%，较前值增幅扩大 0.4 个百分点。与上月不同的是，猪肉所带动的肉类价格普涨涨幅有所收窄，牛肉环比收于 2.5%，较上月下行 4.3 个百分点，羊肉环比收于 2%，较上月下行 2.2 个百分点。禽肉的价格虽然涨破历史记录，但是增幅亦是有所收窄，本月环比收于 2.5%，较上月下行 3.4 个百分点。由此可见猪肉所带来的结构性上涨情况有所缓解，根据我们的高频数据监测，近两周猪肉价格有所回落，虽然不改猪肉价格增长趋势，但是预计下月猪肉环比涨幅将会回落。鲜果本月环比持续处于负值区间，收于-5.7%，但是降幅较上月明显收窄，回升 1.9 个百分点，预计随着冬季临近，鲜果供应减少，价格降幅仍会持续收窄。多因素作用下，10 月 CPI 食品项环比收于 0.9%，高位维持。

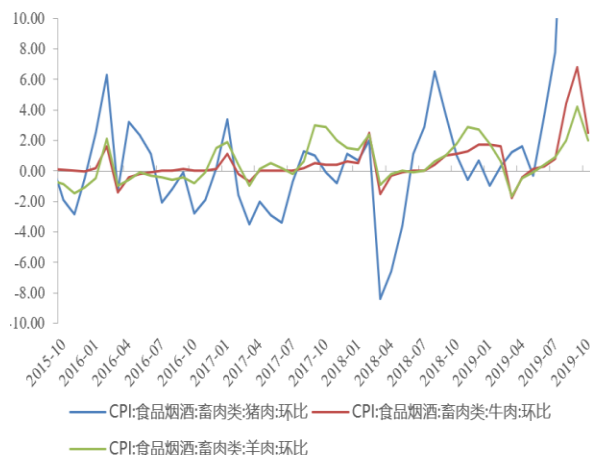
在非食品各分项中，旅游环比增速收于 0.5%，较上月增幅 5.7 个百分点，为本月增幅之最，环比大幅上行转正与我们的预测一致，主要是由于十月黄金周的支撑。教育服务环比收于 0.1%，较上月下行 1.7%，为本月降幅之最，主要是由于上月的高基数影响。

图 1：食品项与非食品项同比比较（单位：%）



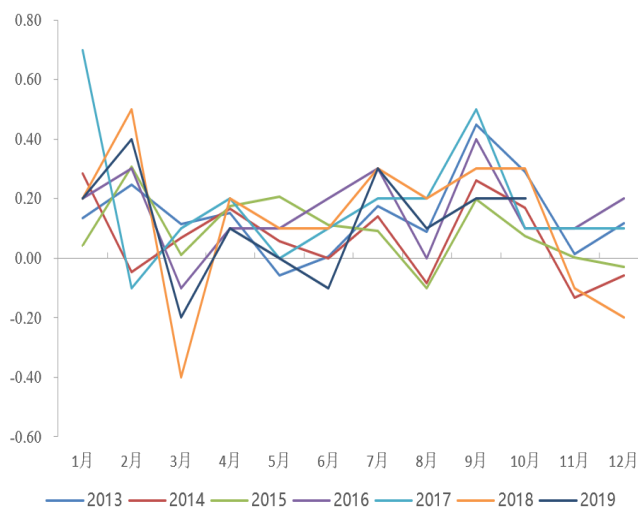
数据来源：东北证券，Wind

图 2：猪肉环比上行（单位：%）



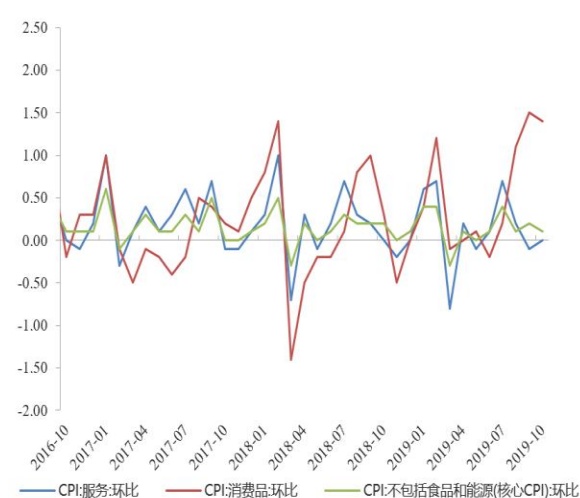
数据来源：东北证券，Wind

图 3：非食品价格各月环比涨幅年度对比（单位：%）



数据来源：东北证券，Wind

图 4：核心 CPI、消费品、服务环比变动（单位：%）



数据来源：东北证券，Wind

2. PPI 同比跌幅再扩大，环比收正燃气支撑

10 月 PPI 同比-1.6%，较前值（-1.2%）下行 0.4 个百分点。10 月 PPI 环比收于 0.1%，较上月无变化。

2.1. 同比角度

从同比上看：PPI 同比收于-1.6%，较前值持续下行，跌幅再次扩大 0.4 个百分点，PPI 同比已经连续 7 个月处于下行区间，连续 4 个月处于负值区间。其中生产资料同比收于-2.6%，较前值下行 0.6 个百分点；生活资料同比收于 1.4%，较前值上行 0.3 个百分点。采掘工业即油价天然气等受去年高基数的影响导致 PPI 本月生产资料的同比下行，以及翘尾因素的拖累，二者是 PPI 同比跌幅扩大的主要原因。

各分项中生产资料的同比下行主要是因为采掘工业，原材料工业，加工工业三分项同比全线下行，分别下行 2.5，0.8，0.3 个百分点。主要行业中，石油和天然气开采业同比跌幅为最大（-17.9%），主要是由于去年同期石油天然气价格的高基数效应。煤炭开采和选洗业当月同比-1%，较前值下行 1.2 个百分点。黑色金属矿采选业同比 12.5%，较前值下行 3.2%。

生活资料同比上升依旧主要是食品类的支撑，根本原因依旧是猪肉带动的肉价普涨所致。其中食品类同比收于 4.4%，较前值回升 1.1 个百分点。

2.2. 环比角度

从环比上看：PPI 环比收于 0.1%，较前值无变化。从数据角度而言，PPI 环比转正主要是生产资料的不变维持以及生活资料的环比为正。其中生产资料环比收于 0%，较前值没有变化，生活资料环比收于 0.2%，较前值下行 0.2 个百分点。

生产资料各分项中，加工工业环比收于-0.1%，较前值下行 0.1 个百分点，原材料工业无变动，采掘工业收于 0.2%，较前值上行 0.7 个百分点。其中采掘工业的环比上行主要是由于天然气价格的强力反弹。根据我们的监测，中国 LNG 出厂价格全国指数本月大幅上行，环比收于 13.95%。

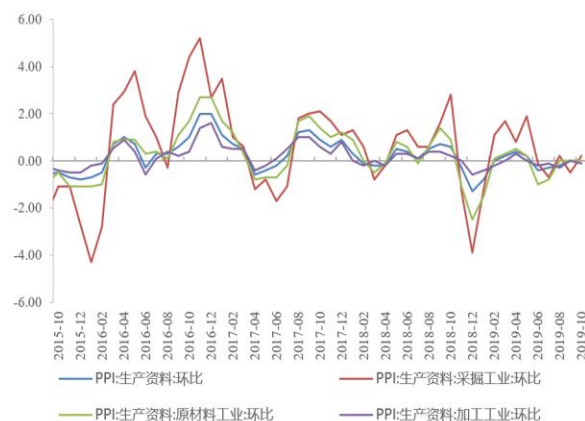
生活资料各项中，食品类环比收于 1.1%，较上月增幅 0.1 个百分点，对生活资料的环比形成支撑。生活资料环比较上月下行主要是由于一般消费品以及耐用消费品的环比下行，其中一般消费品环比收于-0.2%，耐用消费品环比收于-0.1%。

图 5: PPI、PPI 生产资料、生活资料同比



数据来源：东北证券，Wind

图 6: PPI 生产资料分项环比



数据来源：东北证券，Wind

3. 物价展望：CPI 年内或破 5，PPI 在 11-12 月将回升

整体而言，10 月 CPI 超预期高企，主要原因仍然是猪肉涨价所带动的肉类普涨而导致的 CPI 结构性增长，值得注意的是在本轮上涨中，禽肉由于其价格优势以及与猪肉之间的可替代性，对 CPI 也产生了历史性新高的拉动。PPI 同比跌幅持续扩大，主要是受翘尾因素拖累以及石油天然气等生产资料的去年高基数影响。PPI 环比维持正值区间，主要是受猪肉涨价带动的食品环比，以及天然气的价格强力反弹的支撑。

展望后期：CPI 方面，CPI 持续高涨，在六年内首次破 3 之后触及 3.8%，虽然超预期但是与我们预测的趋势一致。在我们的测算中，本轮猪通胀将会持续至次年二季度末，即便 CPI 已经高达 3.8%但也仅仅是一个开始，预计 CPI 将在猪肉价格的带动下持续上行，年内 12 月 CPI 有破 5 风险。目前估算，次年 1 月份叠加春节因素将会为近年 CPI 的至高点，自此之后，CPI 将在 5%-4% 的区间高位运行两个季度，直到 20 年 3 季度，生猪产能的彻底恢复才会姗姗来迟。结构性的 CPI 高涨料想不会引发货币政策的应对，但是也势必会挤压货币政策空间，短期对债市产生不利影响。

PPI 方面：10 月 PPI 同比持续下行，跌幅扩大，主要是受翘尾因素拖累，且受到去年高基数的影响。而 PPI 的环比为正是受到猪肉所带动的食品项支撑以及天然气价格的强力反弹。中美谈判趋于缓和，商务部提出双方应同步取缔加增关税，若中美谈判顺利，将会对外需形成支撑。在翘尾因素逐步见底回升的情况下，叠加库存周期可能已经逼近主动去库存的末尾，我们预计 PPI 同比年末有望回正。

4. CPI 和 PPI 的分化对债市的影响

物价指数的抬升利空债市，根据我们的回顾，历史上有三次 CPI 回升而 PPI 下行的时期。

(1) 2006 年 7 月-2007 年 7 月，期间 CPI 同比从 1% 涨至 5.6%，PPI 同比从 3.7% 至 2.4%；10 年国开债月度平均值从 3.67% 至 4.8%，但趋势上是先小幅下行至 3.3% 后回升；

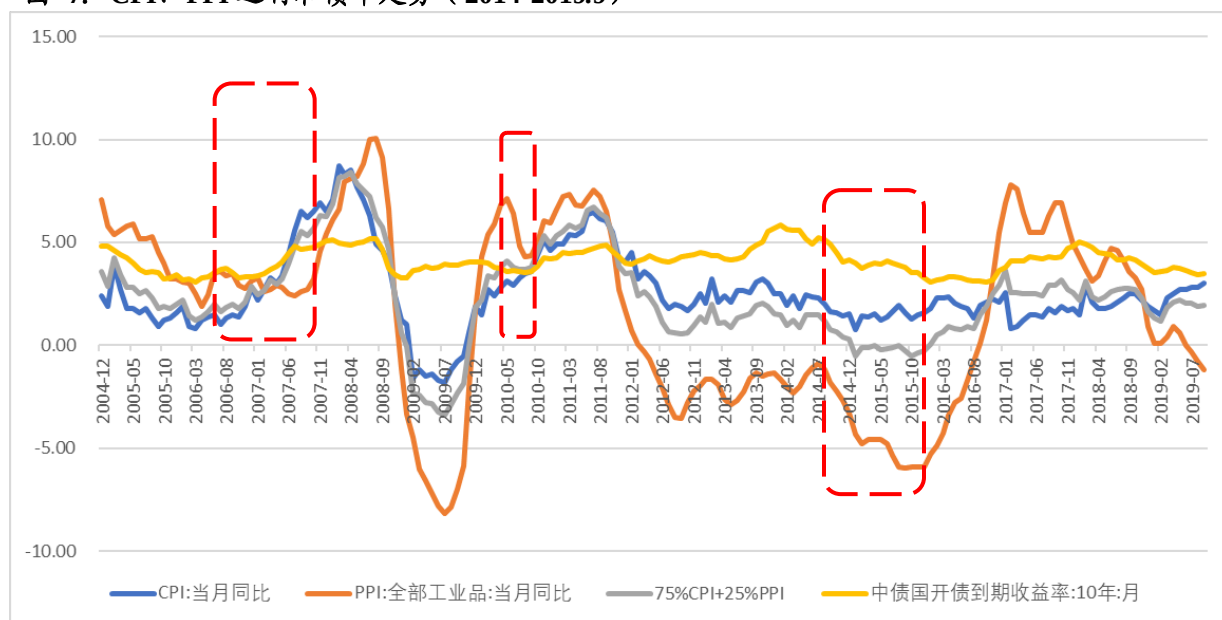
(2) 2010 年 5 月-2010 年 9 月，期间 CPI 同比从 3.1% 涨至 3.5%，PPI 同比从 7.1% 到 4.3%；10 年国开债从 3.59% 至 3.55%；但此后 CPI 和 PPI 双双转升，带动债市走向调整。

(3) 2015 年 1 月-2015 年 12 月, 期间 CPI 同比从 0.76% 涨至 1.6%, PPI 从 -4.32% 到 5.9%; 10 年国开债从 3.99% 至 3.3%;

从历史规律可以看到, 三次 CPI 回升 PPI 下行的阶段, 债市调整有两次, 走牛为一次, 规律主要是 CPI 高企破 3 后, 一般债市都是走熊, 而 CPI 虽然走高但同比增速绝对值不高且 PPI 下行较大时, 债市一般走牛。

今年 11-12 月, 根据我们测算, CPI 可能会升至 4%-5% 的甚至破 5% 的更高水平, 央行近期下调 MLF 利率 5bp, 更多的是向市场表态, 当经济下行压力较大时, 货币政策仍有调整空间。但是, 我们倾向于认为这是通胀高企前的最后一次调整, 目前至明年一季度, 在高通胀的压力下, 如果配合年初政策的发力, 货币政策难有动作。所以我们维持四季度的债市应处于调整区间, 趋向熊市, 建议多看少动, 持谨慎策略。如果做空, 鉴于 10 月数据弱于预期, 债市仍有做多意愿, 建议经济数据公布后逢高做空。

图 7: CPI、PPI 运行和债市走势 (2014-2019.9)



数据来源: 东北证券, Wind

表 1: CPI 以及 PPI 各项环比及二者翘尾效应汇总

	2018	2019 年
--	------	--------

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_9066

