

宏观点评报告

2019 年 11 月 6 日

本轮通胀更需产业政策，货币可能无效**工业品出厂价格下月可能反转****10 月通胀点评****核心内容：****1、猪肉价格大幅上行带动 CPI 走高。**

猪肉价格带动 CPI 上行，核心 CPI 平稳，通胀在 4 季度全面走高，4 季度走入滞胀。对通胀的容忍需等待 2020 年 1 季度结束。

通胀环比上行速度加快主要是食品上涨带来的，食品上行带有短时性特征，猪肉价格上行带动了其他肉类和禽肉、鸡蛋价格上行，其他食品上涨带有季节性，年后会自然回落。

2、猪肉价格上行的幅度和时长

猪肉价格大幅上行带动 CPI 走高，猪肉价格上行拉动 CPI 上涨 0.79 个百分点。猪肉价格快速上行，主要是供给减少的影响，短时供给恢复仍然有困难，供给可能会在 2020 年下半年有所恢复。4 季度及明年春节前是猪肉消费的旺季，猪肉价格仍然可能震荡上行。猪肉价格的下滑需要供给恢复，9 月份我国生猪和母猪存栏下滑速度仍然较快。猪肉价格可能在 2020 年前 2 个季度保持高位，随后回落。

3、猪周期下的 CPI 预测

通胀是市场关注的焦点，关注通胀持续的时间预计 4 季度 CPI 达到 4.1%，2020 年 1 月份由于春节错配 CPI 攀升至 4.5% 以上。2019 年预计 CPI 达到 2.9%，2020 年全年 CPI 约为 2.8%，CPI 逐季度走低。首先，CPI 的上行由猪肉价格带动，属于结构性通胀。其次，本轮 CPI 上行的持续时间可能较短，商品价格并未出现普涨，食品和非食品共振不存。最后，经济增长仍然处于下行通道，货币政策较为稳定，M2 增速平稳，并没有货币带动通胀上行的态势。综上，我们判断本轮通胀会在 2020 年逐季度回落。同时也要注意，暂时高企的通胀阻碍的货币政策的空间，让央行货币政策可能暂缓实施，这可能对明年经济发展带来不利的影响。

4、解决本轮通胀关键在于产业政策，而不是货币政策

本轮通胀无需讨论货币政策，而需要调整产业政策，我国对生猪产业的重视度一直不够。我国在通胀研究中一直存在着“猪粮稳，天下安”的说法。猪肉和粮食是我国居民食品消费的两大品种，猪肉和粮食价格变动对 CPI 的影响较大，这与我国居民食品结构有关。粮食一直是我国食品安全的基础，粮食价格也受到一定程度的管制，而猪肉价格一直较为市场化，猪肉价格的变动幅度更大。

生猪产业政策需要循序渐进，虽然集团化、规模化、大型化是生猪产业的方向，但是强制的实行产业化、大型化，清退中小猪肉生产者并不符合我国的国情。猪肉价格的周期性变化与我国生猪生产分散有关，大型养猪上市公司的生猪出栏量到 2018 年市场占比只有 6.57%。根据猪易网调查，2018 年河南猪场规模分布，30 头母猪以下的猪场占比 45.5%，30-100 头母猪猪场占比 40.5%，小家庭猪场仍然占据市场较大份额。我国现行生产政策支持政策仍然以大型养猪场为主，对中小养猪场和散户养猪人支持力度不够，带来了生猪恢复速度较慢的结果。

作为国民蛋白质主要来源的生猪产业，政策的重视度较低。2007 年我国施行了《中央储备肉管理办法》，但整体来讲，储备力度较弱，仍然以救灾为主。对中小农户的救灾制度，对市场价格波动的风险保护保险制度全都缺失，使得我国猪肉价格波动幅度一直较大。至今，作为每年生猪产量近 5.8 亿头，猪肉消耗量近 5500 万吨的产品，我国仍然没有专业期货期权交易。

分析师

许冬石

☎：(8610) 8357 4134

✉：xudongshi@chinastock.com

执业证书编号：S0130515030003

5、翘尾依然影响 PPI，下月 PPI 可能反转

工业生产者价格（PPI）仍然下滑，主要受到翘尾影响，同时原材料价格平稳对 PPI 影响中性，食品出厂价格上行带动了 PPI 环比走高。工业品价格随市场供求波动，但 PPI 翘尾水平下滑较为明显，预计 11 月份工业品价格翻转，PPI 会有 1 个季度的上行。

工业品价格下滑也不会如 2015 年一样持续不断，经过供给侧改革，相关产业供需保持微妙的平衡，供给方面出现波动则工业品价格就随之波动，工业品价格下滑可能在 2020 年 3 季度回正，并且中间有回升。2019 年预计 PPI 同比增速-0.3%左右。

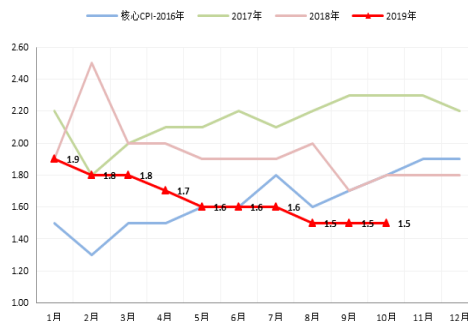
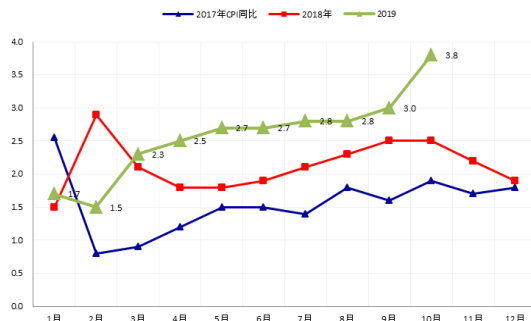
1、猪肉价格大幅上行带动 CPI 走高

猪肉价格带动 CPI 上行，核心 CPI 平稳，通胀在 4 季度全面走高，4 季度走入滞胀。对通胀的容忍需等待 2020 年 1 季度结束。10 月份全国居民消费价格同比上行 3.8%，环比上行 0.9%；其中食品价格上行 3.6%，非食品价格上行 0.2%。核心 CPI 同比增速 1.5%，与上个月持平，仍然低于往年水平。

通胀环比上行速度加快主要是食品上涨带来的，食品上行带有短时性特征，猪肉价格上行带动了其他肉类和禽肉、鸡蛋价格上行，其他食品上涨带有季节性，年后会自然回落。10 月 CPI 环比上行，主要是食品价格上行带来的：（1）水果下行 5.7%，蔬菜价格下行 1.7%，其他基本农产品全部上行；（2）猪肉价格上行 20.1%，上行幅度超过预期。蛋白替代作用下，猪肉价格的上行带动了其他肉类价格价格的上涨。牛肉和羊肉价格分别上行 2.5%、2.0%和 5.9%。

图 1：CPI 同比上行（%）

图 2：核心 CPI 平稳（%）



数据来源：Wind 中国银河证券研究部

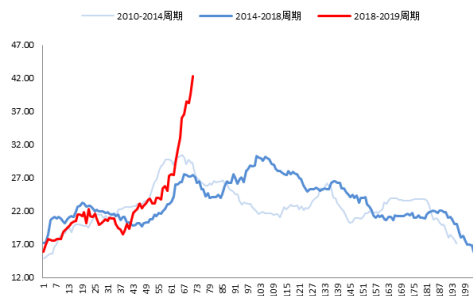
数据来源：Wind 中国银河证券研究部

2、猪肉价格上行的幅度和时长

猪肉价格大幅上行带动 CPI 走高，猪肉价格上行拉动 CPI 上涨 0.79 个百分点。猪肉价格快速上行，主要是供给减少的影响，短时供给恢复仍然有困难，供给可能会在 2020 年下半年有所恢复。4 季度及明年春节前是猪肉消费的旺季，猪肉价格仍然可能震荡上行。猪肉价格的下行需要供给恢复，9 月份我国生猪和母猪存栏下滑速度仍然较快。猪肉价格可能在 2020 年前 2 个季度保持高位，随后回落。猪肉价格仍然在猪周期中（参考《猪周期下的 CPI》），受疫情和环保因素的影响，猪肉供给遭受打击。短时恢复仍然有难度，猪肉已经进入卖方市场，2019 年供给无法恢复，2020 年下半年后可能会有所缓解。8、9 月份猪肉价格涨势迅猛，远远超过历史最高水平，生猪出栏价格已经达到 34 元/公斤。9 月份生猪存栏量 19,190 万头，母猪存栏

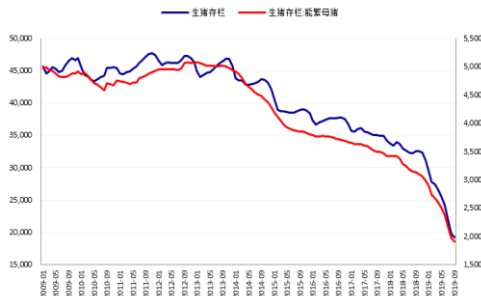
量 1913 万头，生猪存栏和母猪存栏增速分别为-40.9%和 38.9%，增速下滑并未减弱。国家已经对生猪领域进行政策整改，但生猪有其自身的周期，恢复最少需要 2 个季度。

图 3：猪周期下的猪肉价格（元/公斤）



数据来源：WIND 中国银河证券研究院

图 4：生猪存栏量持续下行（万头）



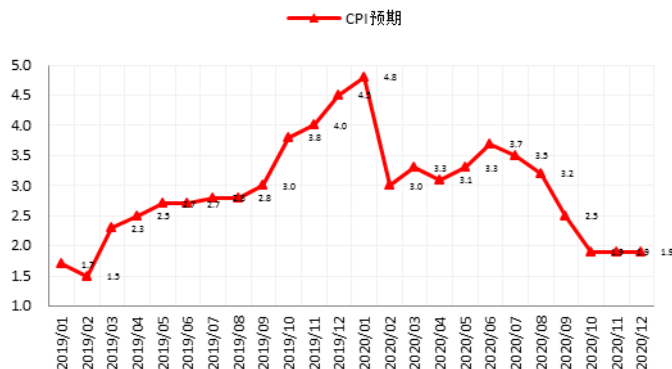
数据来源：WIND 中国银河证券研究院

3、猪周期下的 CPI 预测

通胀是市场关注的焦点，关注通胀持续的时间预计 4 季度 CPI 达到 4.1%，2020 年 1 月份由于春节错配 CPI 攀升至 4.5%以上。2019 年预计 CPI 达到 2.9%，2020 年全年 CPI 约为 2.8%，CPI 逐季度走低。

首先，CPI 的上行由猪肉价格带动，属于结构性通胀。要明确一点，CPI 中不仅是猪肉在上行，相关蛋白质品种均处于上行状态，鸡蛋、鸡肉、牛肉和羊肉的涨幅也同样可观。截至 10 月末，生猪存栏和母猪存栏仍然下滑，下滑速度并未减弱，农业部宣布 2020 年生猪产能可以恢复，那么生猪存栏和母猪存栏的反转可能在 2020 年上半年有所好转，出栏量至少要到下半年改变。

图 5：2019-2020 年 CPI 预测（%）



数据来源：WIND 中国银河证券研究院

其次，本轮 CPI 上行的持续时间可能较短，商品价格并未出现普涨，食品和非食品共振不存。CPI 和 PPI 在 3 季度再次背离，两者背离更多的体现在结构性上。主导 PPI 的行业主要有石油和天然气开采、煤炭开采洗选、黑色金属冶炼延压、有色金属冶炼延压和化学纤维制造业，主要以重工业为主。重工业 2018 年价格波动幅度较大，2019 年受基数影响 PPI 顺势下跌。同时，百城房价无论从同比还是环比来看，处于下跌状态。原油价格在 10 月份有小幅上行，但也处于相对稳定的状态。铁矿石和螺纹钢价格 10 月份受到需求疲弱的影响下跌幅度较大。

最后，经济增长仍然处于下行通道，货币政策较为稳定，M2 增速平稳，并没有货币带动通胀上行的态势。我国货币投放一直较为平稳，新增贷款和新增社融增速在 3 季度有所回落，货币带动通胀上行并不存在。而持续的通胀上行也与国民经济发展不符。

综上，我们判断本轮通胀会在 2020 年逐季度回落。同时也要注意，暂时高企的通胀阻碍的货币政策的宽松空间，让央行货币政策可能暂缓实施，这可能对明年经济发展带来不利的影响。

4、解决本轮通胀关键在于产业政策，而不是货币政策

本轮通胀无需讨论货币政策，而需要调整产业政策，我国对生猪产业的重视度一直不够。猪肉和 CPI 一直保持较为密切的关系，历史上猪肉价格和 CPI 都是同比例变动，我国在通胀研究中也一直存在着“猪粮稳，天下安”的说法。猪肉和粮食是我国居民食品消费的两大品种，猪肉和粮食价格变动对 CPI 的影响较大，这与我国居民食品结构有关。粮食一直是我国食品安全的基础，粮食价格也受到一定程度的管制，而猪肉价格一直较为市场化，猪肉价格的变动幅度更大。

生猪产业政策需要循序渐进，虽然集团化、规模化、大型化是生猪产业的方向，但是强制的实行产业化、大型化，清退中小猪肉生产者并不符合我国的国情。我国猪肉养殖仍然以散户为主，生产容易受到各种因素影响，抵御风险能力不强，而猪场扩产和生猪生长需要时间，这就是猪肉需求的刚性和供给延缓带来的猪肉价格周期性变化。猪肉价格的周期性变化也是我国生猪生产分散有关，大型养猪上市公司的生猪出栏量到 2018 年市场占比只有 6.57%。根据猪易网调查，2018 年河南猪场规模分布，30 头母猪以下的猪场占比 45.5%，30-100 头母猪猪场占比 40.5%，小家庭猪场仍然占据市场较大份额。

我国现行生产产业支持政策仍然以大型养猪场为主，对中小养猪场和散户养猪人支持力度不够，带来了生猪恢复速度较慢的结果。

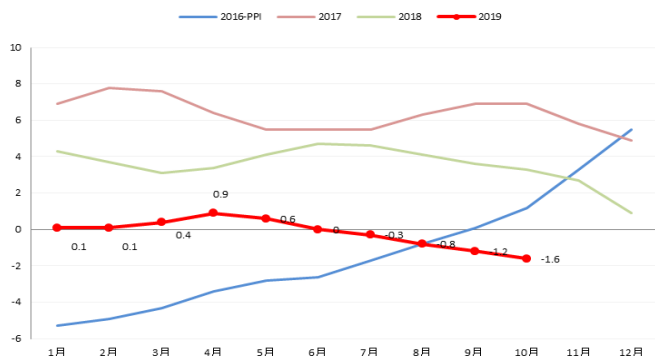
作为国民蛋白质主要来源的生猪产业，政策的重视度较低。1996 年前后出现活体猪肉储备，2004 年有了冻肉储备，但是不足 1 万吨。2007 年我国施行了《中央储备肉管理办法》，但整体来讲，储备力度较弱，仍然以救灾为主。对中小农户的救灾制度，对市场价格波动的风险保护保险制度全都缺失，使得我国猪肉价格波动幅度一直较大。至今，作为每年生猪产量近 5.8 亿头，猪肉消耗量近 5500 万吨的产品，我国仍然没有专业期货期权交易。

5、翘尾依然影响 PPI，下月 PPI 可能反转

工业生产者价格（PPI）仍然下滑，主要受到翘尾影响，同时原材料价格平稳对 PPI 影响中性，食品出厂价格上行带动了 PPI 环比走高。工业品价格随市场供求波动，但 PPI 翘尾水平下滑较为明显，预计 11 月份工业品价格可能反弹，出现持续 1 个季度的上行。10 月份全国工业生产者出厂价格（PPI）同比-1.6%，环比上行 0.1%。1~10 月份，工业生产者出厂价格同比变化-0.2%。受去年同期原油价格大幅上行的影响，工业品价格同比增速本年度回落。

受经济下滑以及房地产调控的影响，黑色系产品表现不景气。全球需求的弱势使得原油价格震荡，未来仍有下滑空间。制造业暂时稳定，未来仍然需要观察中美贸易谈判进程。房地产仍然受到严格调控的影响，地方基建在财政的约束下也难有起色，需求市场持续处于弱势，工业品价格难有起色。10 月份铁矿石价格回落，螺纹钢价格疲软，黑色系价格并不景气。10 月份原油价格有小幅回升，带动采掘价格小幅上行。

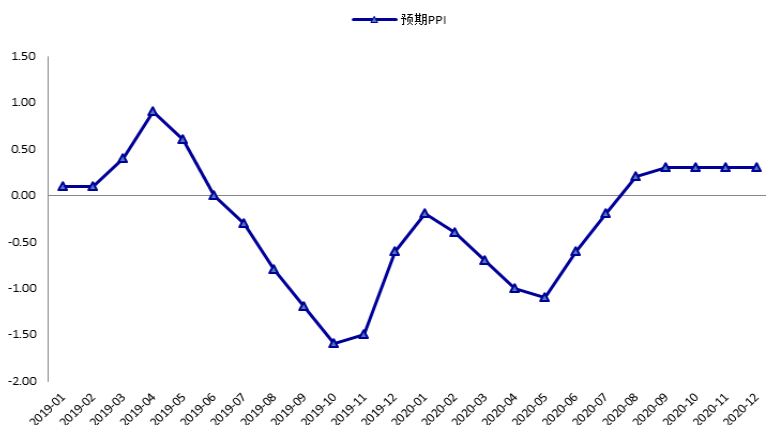
图 8：10 月份 PPI 下滑（%）



数据来源：WIND 中国银河证券研究院

工业品价格下滑也不会如 2015 年一样持续不断，经过供给侧改革，相关产业供需保持微妙的平衡，供给方面出现波动则工业品价格就随之波动，工业品价格下滑可能在 2020 年 3 季度回正，并且中间有回升。2019 年预计 PPI 同比增速-0.3%左右。

图 9: PPI 预期 (%)



数据来源：WIND 中国银河证券研究院

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_9097

