

CPI再超预期，结构性矛盾严峻

10月CPI和PPI数据点评

核心结论

CPI和PPI走势继续背离。10月CPI同比上涨3.8%，PPI同比下降1.6%，两者走势背离加剧。目前CPI-PPI的增速差值已是2016年4月以来的最大值。

猪价上涨带动CPI再度超市场预期。食品CPI同比增长15.5%，为2008年7月以来的最快增速。猪肉价格同比增长101.3%，环比增长20.1%，是推动食品项价格上升的最重要因素。非食品CPI同比回落0.1个百分点至0.9%，为2016年3月以来的最低值。食品和非食品CPI走势继续分化，由于食品CPI的上行是因为猪肉供给的影响，因此难以向非食品项有效传导，非食品CPI的触底还需等待宏观经济的企稳回升。

PPI继续下行接近本轮低点。生产资料：同比下降2.6%，带动PPI下降1.95个百分点；生活资料：同比上涨1.4%，带动PPI上升0.36个百分点。其中能源开采、燃料加工及生产供应、黑色产业链改善，有色产业链承压，农副食品加工业受食品价格上涨影响涨幅较高。从翘尾因素上看，10-12月的影响分别是-1.2%、-1%、0%，这或许预示着只要国际原油价格没有出现黑天鹅式下跌，本轮PPI下行已接近底部区间。

价格分化反应出实体经济回暖仍需结构性刺激。CPI与PPI分化加剧，反映工业企业盈利压力大，下游涨价所带来的利润增加大部分都被留在了渠道和终端；PPI与PPIRM的增速差自2月份开始进入正区间，反映出中上游的利润率有所改善，但从幅度上来讲，仍处于一个较低的水平。因此，逆周期政策力度不应该减弱，但应防止大水漫灌，从增加需求的角度进行结构性宽松。

未来CPI仍有上行压力，PPI大概率企稳回升。10月CPI再超市场预期达到3.8%，猪肉价格的上涨仍是未来较长时间内的主旋律。虽然从我们追踪的高频数据来看，猪肉价格在11月初出现了小幅回调，但目前11月均价仍高于10月，而猪肉供给的恢复至少要等到明年下半年。从基数效应来看，原油价格对非食品CPI和PPI同比的拖累会在11月后减弱，我们预计年底CPI可能会进一步上升甚至“破4”，并在一季度春节前后达到高点。PPI则会在11月份有所企稳，但PPI的触底反弹仍需等到宏观经济开始上行后才能确认。

货币政策将以引导结构性宽松为主。从10年国债与CPI的角度看，两者差值已进入负区间，这将给货币政策进一步宽松带来压力；另一方面，由于非食品CPI持续回落，需要更宽松的环境来刺激需求。结构上的分化导致央行在货币政策上大概率延续稳健中性，同时需要更多的定向支持以及新的政策工具来应对，下调MLF基点以及未来对LPR下行的引导都将是不错的方式。

风险提示：猪肉价格大幅上涨，原油价格大幅上涨

分析师



邵泽来 S0800517070001



021-38584268



shaozelai@research.xbmail.com.cn

联系人



张育浩



zhangyuhao@research.xbmail.com.cn

相关研究

《9月CPI和PPI数据点评——CPI略超预期3%，四季度或继续

上行》

《10月第2周重点物价跟踪——食品类物价小幅回升，非食品类物价互有涨跌》

《宏观周报*9月第4周重点物价跟踪——食品类物价小幅回落，非食品类物价涨跌互现》

《8月CPI和PPI数据点评——食品价格带动CPI上行，PPI仍有下行压力》

索引

内容目录

CPI 和 PPI 走势继续背离	3
猪价上涨带动 CPI 再度超市场预期	3
PPI 继续下行接近本轮低点	4
价格分化反应出实体经济回暖仍需结构性刺激	4
未来 CPI 仍有上行压力，PPI 大概率企稳回升	5
货币政策将以引导结构性宽松为主	5
高频数据跟踪	6

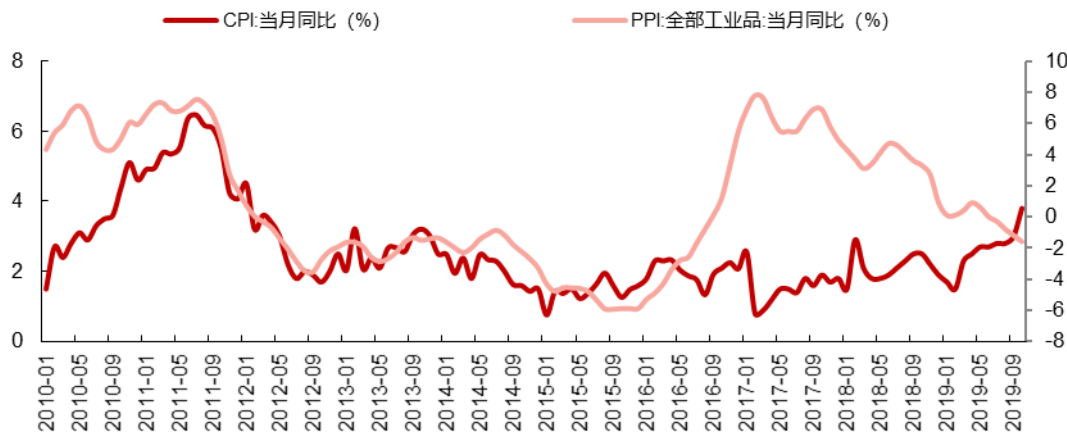
图表目录

图 1: CPI 和 PPI 走势继续背离	3
图 2: 食品价格上涨难以向非食品有效传导	3
图 3: 猪肉价格维持高增速带动 CPI 上行	3
图 4: 10 月 PPI 继续下行接近本轮低点	4
图 5: 翘尾因素回升或预示本轮 PPI 低点	4
图 6: CPI 与 PPI 裂口继续扩大	4
图 7: PPI 与 PPIRM 的增速差略有回暖	4
图 8: 10 年国债收益率与 CPI 差值迈入负区间	5
图 9: 非食品 CPI 持续下行	5
图 10: 食品类物价涨势回落	6
图 11: 小麦价格反弹（期货结算价，元/吨）	6
图 12: 玉米价格有所回暖（期货结算价，元/吨）	6
图 13: 食用油价格持续上行（现货平均价，元/吨）	6
图 14: 猪价涨势小幅回落（批发价，元/公斤）	7
图 15: 禽肉、蛋类价格高位回调（批发价，元/公斤）	7
图 16: 鲜菜、鲜果价格有企稳迹象（批发价，元/公斤）	7
图 17: 主要水产品价格小幅下降（批发价，元/公斤）	8
图 18: 能源燃料类价格出现下调（市场价，元/吨）	8
图 19: 黄金价格小幅震荡（元/克）	8
图 20: 中药、家纺价格基本持平	8
图 21: 重点监测物价明细	9

CPI和PPI走势继续背离

10月CPI同比上涨3.8%，PPI同比下降1.6%，两者走势背离加剧。目前CPI-PPI的增速差值已是2016年4月以来的最大值。

图1：CPI和PPI走势继续背离



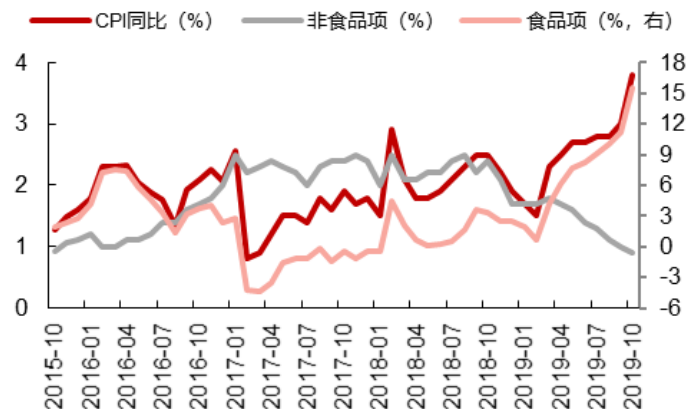
资料来源：Wind，西部证券研发中心

猪价上涨带动CPI再度超市场预期

食品CPI涨幅继续扩大。食品项同比增长15.5%，为2008年7月以来的最快增速，环比增长3.6%，较上月增加0.1个百分点。猪肉价格同比增长101.3%，环比增长20.1%，猪价在10月份再度超预期上涨，是推动食品项价格上升的最重要因素；禽肉、牛肉、羊肉等猪肉的替代品同时由于天气转凉消费需求增加，同比分别上涨17.3%、20.4%、16.1%，增速不断创新高；鲜果、鲜菜价格同比分别下跌0.3%和10.2%，对CPI造成一定的拖累。

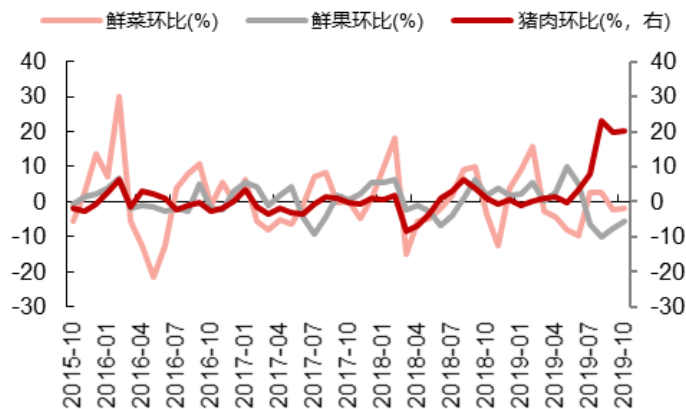
非食品CPI继续回落，反应实体经济需求不振。10月非食品项同比回落0.1个百分点至0.9%，为2016年3月以来的最低值，也是连续第七个月同比走弱，环比增长0.2%与上个月持平。其中，受服装消费换季影响，服装价格环比上涨0.4%；在国庆黄金周的带动下，旅游价格同比增长1.2%；交通工具用燃料价格受国际油价和发改委调价影响同比下降15.1%。食品和非食品CPI走势继续分化，由于食品CPI的上行是因为猪肉供给的影响，因此难以向非食品项有效传导，非食品CPI的触底还需等待宏观经济的企稳回升。

图2：食品价格上涨难以向非食品有效传导



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图3：猪肉价格维持高增速带动CPI上行

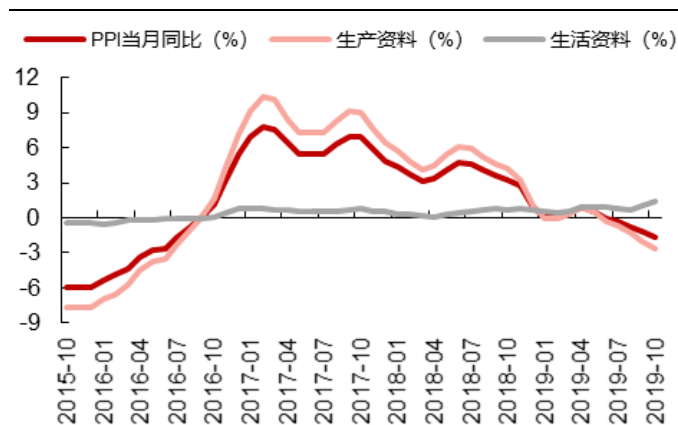


资料来源：Wind，西部证券研发中心

PPI继续下行接近本轮低点

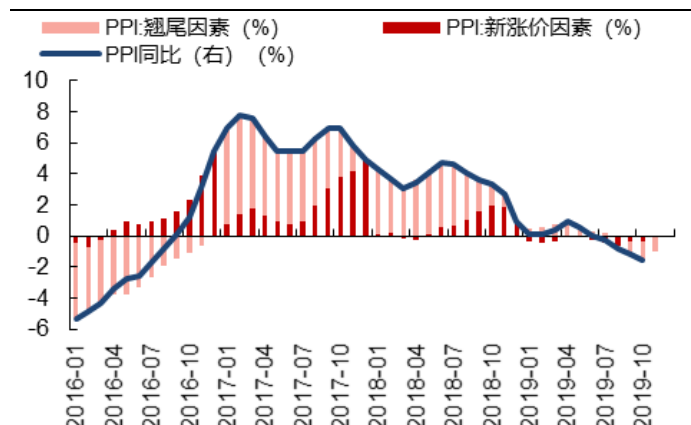
PPI 下行，制造业景气度较差，但已接近本轮低点。生产资料：同比下降 2.6%，带动 PPI 下降 1.95 个百分点；环比持平，与上月相同。生活资料：同比上涨 1.4%，带动 PPI 上升 0.36 个百分点；环比上涨 0.3%，涨幅较上月下降 0.2 个百分点。40 个工业大类中，价格环比上涨的有 17 个、持平的 7 个、下降的 16 个，其中能源开采、燃料加工及生产供应、黑色产业链改善，有色产业链承压，农副食品加工业受食品价格上涨影响涨幅较高。从翘尾因素上看，10-12 月的影响分别是-1.2%、-1%、0%，这或许预示着只要国际原油价格没有出现黑天鹅式下跌，年内的 PPI 下行已接近底部区间。

图 4：10 月 PPI 继续下行接近本轮低点



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 5：翘尾因素回升或预示本轮 PPI 低点

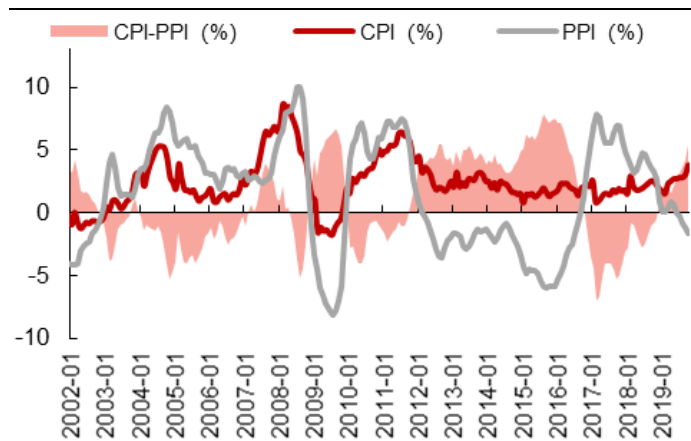


资料来源：Wind，西部证券研发中心

价格分化反应出实体经济回暖仍需结构性刺激

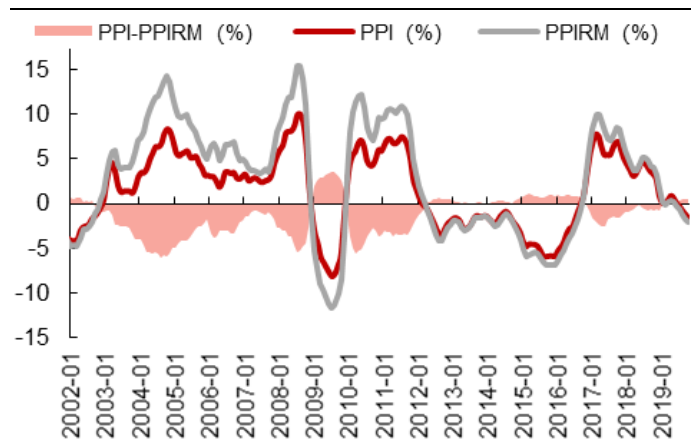
CPI 与 PPI 分化加剧，反映工业企业盈利压力增大，下游涨价所带来的利润增加大部分都被留在了渠道和终端；PPI 与 PPIRM 的增速差自 2 月份开始进入正区间，反映出中上游的利润率有所改善，但从幅度上来讲，仍处于一个较低的水平。因此，逆周期政策力度不应该减弱，但应防止大水漫灌，从增加需求的角度进行结构性宽松，降低实体企业成本主要靠 LPR 改革等方式，而不是持续放松流动性。

图 6：CPI 与 PPI 裂口继续扩大



资料来源：WIND，西部证券研发中心

图 7：PPI 与 PPIRM 的增速差略有回暖



资料来源：WIND，西部证券研发中心

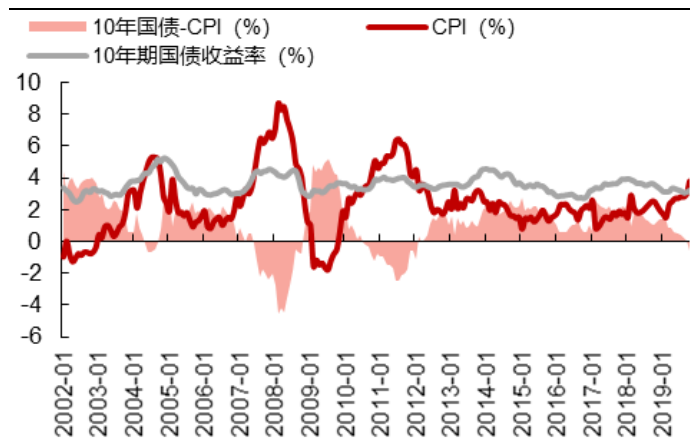
未来CPI仍有上行压力，PPI大概率企稳回升

展望未来，CPI 存在进一步上行压力，PPI 下行趋势或在年末有所企稳。10 月 CPI 再超市场预期达到 3.8%，猪肉价格的上涨仍是未来较长时间内的主旋律。虽然从我们追踪的高频数据来看，猪肉批发价在 11 月初出现了小幅回调，但目前 11 月均价为 51.54 元/公斤，仍高于 10 月的 46.53 元/公斤。因此猪肉价格对 11 月的 CPI 仍有一定的上行压力。根据目前的生猪存栏量的情况来看，猪肉供给的恢复至少要等到明年下半年。从基数效应来看，原油价格对非食品 CPI 和 PPI 同比的拖累会在 11 月后减弱，我们预计年底 CPI 可能会进一步上升甚至“破 4”，并在一季度春节的需求高峰前后达到高点。PPI 则会在 11 月份有所企稳，但 PPI 的触底反弹仍需等到宏观经济开始上行后才能确认。

货币政策将以引导结构性宽松为主

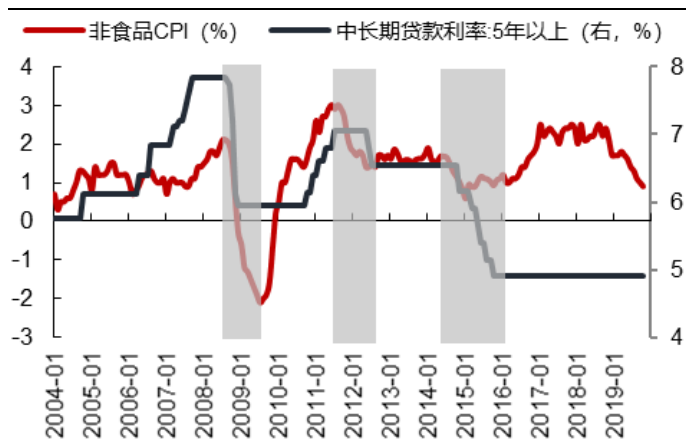
从 10 年国债与 CPI 的角度看，目前两者差值已进入负区间，这将给货币政策进一步宽松带来一定压力。另一方面，由于今年以来 CPI 的上升主要是受到猪肉带动，CPI 内部分化严重，而且非食品 CPI 持续回落，显示出经济下行压力下，内部需求较弱，需要更宽松的环境来刺激需求。分拆结构来看，历次降息前，都伴随着非食品 CPI 趋势性下降，然后央行下调基准利率进行应对。但是目前物价在结构上的分化导致央行在货币政策上大概率延续稳健中性，需要更多的定向支持以及新的政策工具来应对内需疲软的问题，2019 年 11 月 5 日，央行续做 MLF 并下调一年期 MLF5 个基点的操作以及未来对 LPR 下行的引导都将是不错的方式。

图 8：10 年国债收益率与 CPI 差值迈入负区间



资料来源：WIND，西部证券研发中心

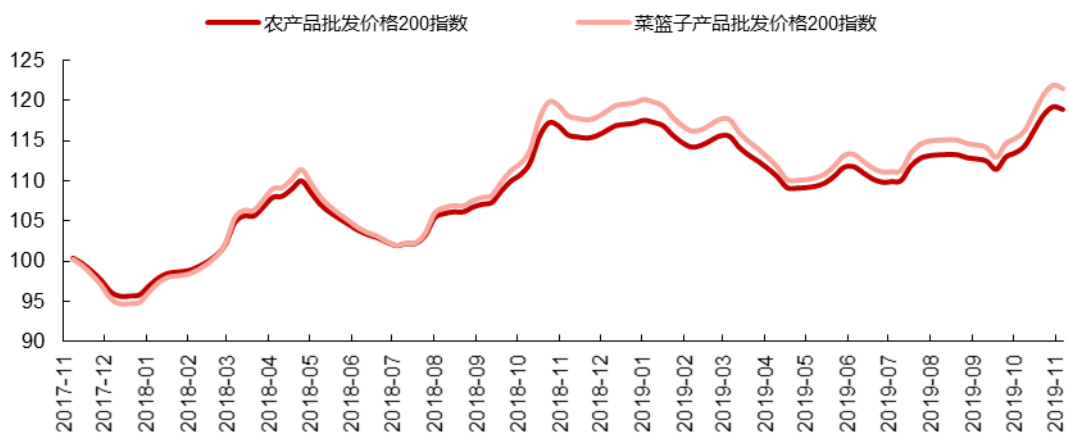
图 9：非食品 CPI 持续下行



资料来源：WIND，西部证券研发中心

高频数据跟踪

图 10：食品类物价涨势回落



资料来源：农业部，西部证券研发中心

图 11：小麦价格反弹（期货结算价，元/吨）



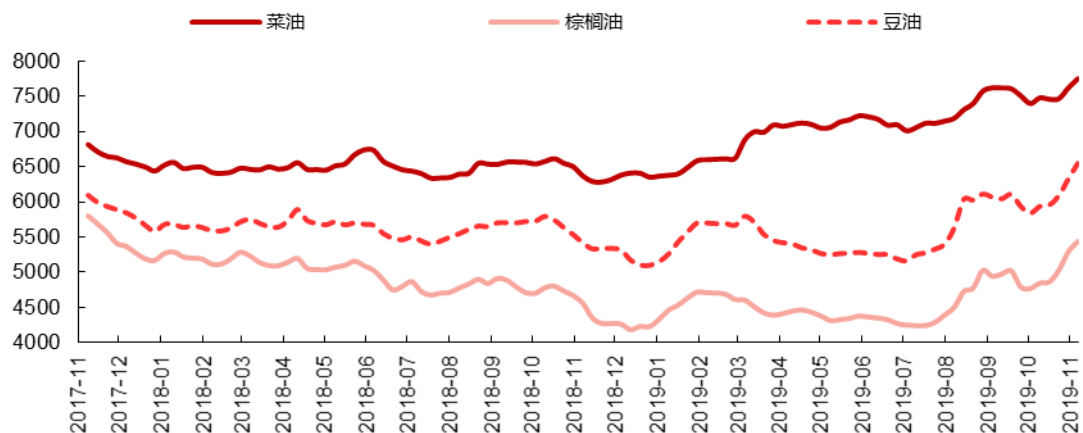
资料来源：新闻整理，西部证券研发中心

图 12：玉米价格有所回暖（期货结算价，元/吨）



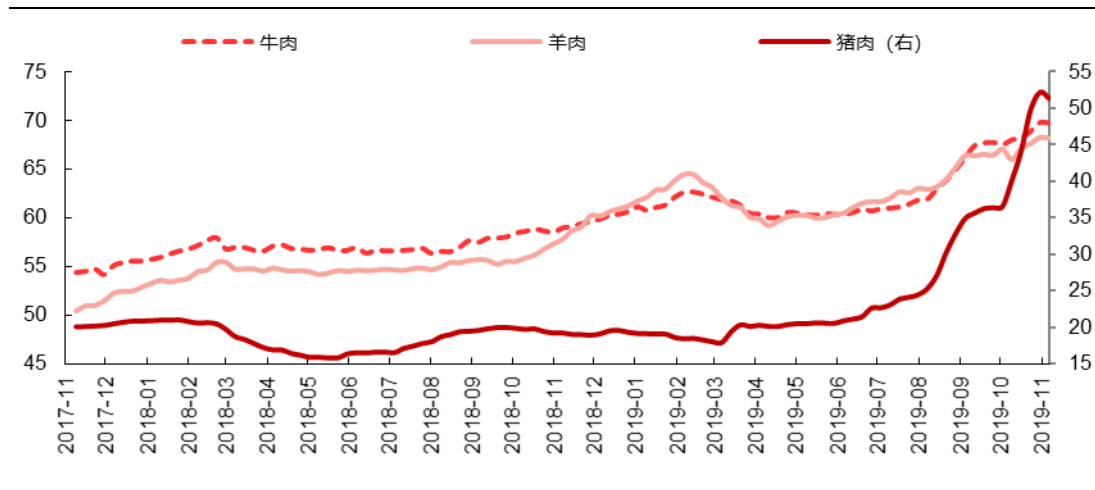
资料来源：新闻整理，西部证券研发中心

图 13：食用油价格持续上行（现货平均价，元/吨）



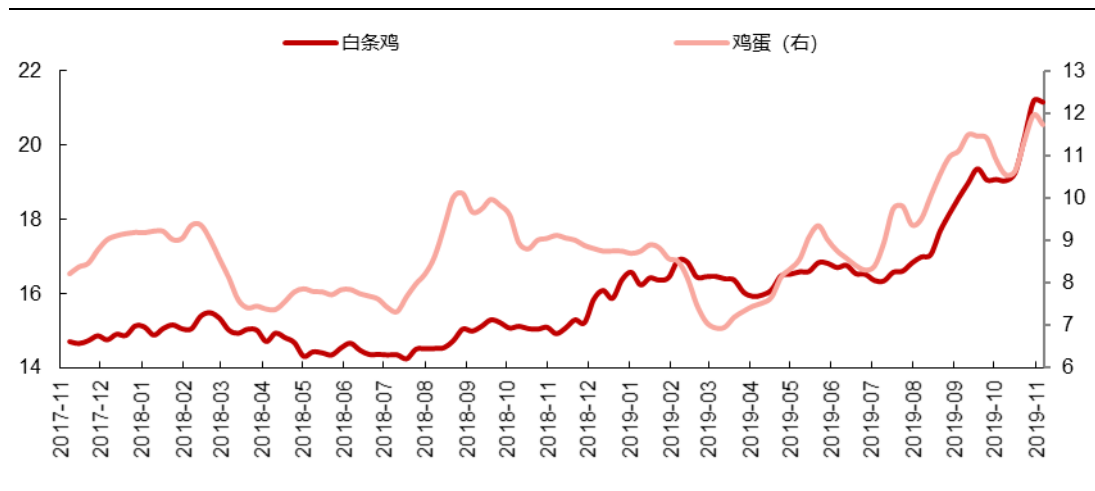
资料来源：新闻整理，西部证券研发中心

图 14：猪价涨势小幅回落（批发价，元/公斤）



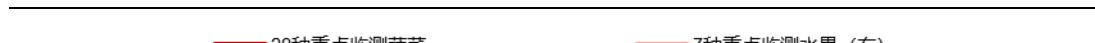
资料来源：农业部，西部证券研发中心

图 15：禽肉、蛋类价格高位回调（批发价，元/公斤）



资料来源：农业部，西部证券研发中心

图 16：鲜菜、鲜果价格有企稳迹象（批发价，元/公斤）



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_9111