

猪价不易推升核心CPI

报告摘要

● **10月中国CPI同比进一步升至3.8%，PPI同比降至-1.6%。**猪肉价格上涨最为突出，尽管“猪油相抵”，仍不能避免CPI快速上冲。而剔除食品和能源的核心CPI持平于1.5%的低位，反映目前通胀仍限于结构性问题。与季节性规律对照，10月物价形势已经不再是“拿掉猪全是通缩”，猪价向各类动物蛋白类产品的扩散、食品价格向可选消费品的渗透依稀可见，鲜菜价格也走势偏强。在此情况下，对猪价传导至核心CPI的担忧有所加重。我们对这一点并不太担心，这个传导链条的关键在于“工资”是否会因应猪价而上涨，而目前的宏观环境下，工资收入的“粘性”预计较高。根据最新情况预测，11月CPI同比就会“破4%”，明年1月到达接近5%的高点后缓慢回落，直到明年四季度才会回到3%以内。按照农业部给出的信息，猪价见顶可能要在明年年中才会看到。尽管持续时间较长，但仍可算得上是一次性、单因素的扰动。需要警惕的是，明年粮食价格接棒上涨的风险。

● **本周宏观的主要事件包括：**1) 据路透报道，中美同意取消经贸争端期间加征的关税，作为初步协议的一部分；美中可能要推迟到12月才能签署经贸协议，地点可能在伦敦。2) 中国与其他14国同意区域全面经济伙伴关系协定（RCEP）的条款，有望形成全球最大贸易区域；但印度在最后关头退出，理由是该协定可能伤及该国农工商阶级和消费者。3) 国务院发布《关于进一步做好利用外资工作的意见》：支持外商投资新开放领域，加快金融业开放进程。4) 中国A股在MSCI明晟新兴市场指数的权重将从目前的2.55%提高至4.1%，于11月27日市场开盘生效。

● **实体经济主要变化：**本周螺纹钢价格延续反弹，市场预期从此前极度悲观和主动去库存当中，开始得到一定修复。得益于中美谈判进展的消息，国际原油、铜、铝价格皆呈现明显回升。乘联会数据显示，10月广义乘用车零售销量同比减少5.7%，较上月继续温和修复。本周农产品批发价格指数终于有所回落。猪价、鸡蛋和蔬菜价格均由涨转跌，水果价格继续下跌。通胀上冲态势出现了一定缓和迹象。

● **金融市场主要变化：**本周银行间流动性充裕。周二，央行意外地将1年期MLF操作的中标利率下调了5bp。降息之后，市场对央行进一步下调OMO利率抱有期待，但基于通胀上行的幅度与持续时长，以及经济增长阶段性企稳的可能性较大，我们认为1-2个季度内货币政策很难看到有力度的宽松（降准可以期待），债券市场目前的调整幅度可能尚不充分。中美谈判进展的消息，令人民币对美元重回“6时代”。不过，在5月、8月谈判破裂的前车之鉴下，中美第一阶段协议能否顺利达成还存在不确定性；同时，第一阶段协议是中美双方的最大公约数，后续谈判的难度势必倍增。因此，我们看好近期人民币阶段性升值的方向，但对升值的空间保持谨慎，倘若第一阶段协议能够取消9月所加征的关税，人民币汇率最乐观的估计是6.8。

研究部

钟正生

zhongzhengsheng@cebm.com.cn

张璐

lzhang@cebm.com.cn

关于莫尼塔研究：

莫尼塔研究是财新集团旗下的独立研究公司。

自2005年成立伊始，莫尼塔研究一直为全球大型投资机构及各类企业提供资本市场投资策略，信息数据以及产业相关的研究服务。我们的客户包括国内外大型资产管理公司，保险公司，私募基金及各类企业。

2015年莫尼塔研究加入财新集团，成为中国最具影响力的财经媒体集团+顶级智库的一员。



目录

一、实体经济：中美谈判预期升温	4
1、猪价会传导至核心 CPI 么?	4
2、中美谈判预期升温，金融开放提速.....	5
3、国际有色金属价格回升	6
3、土地市场仍相对冷淡	7
4、食品价格出现小幅回落	7
二、金融市场：人民币汇率重回“6 时代”	8
1、流动性宽松，央行意外降息 5bp	8
2、债市受降息提振.....	9
2、人民币汇率重回“6 时代”	9

图表目录

图表 1: 10 月 CPI 与 PPI 分歧拉大.....	4
图表 2: 猪油相抵, 但未能阻挡 CPI 上冲.....	4
图表 3: 10 月核心 CPI 持平于 1.5% 的低位.....	5
图表 4: 10 月食品、交通通信、娱乐文教涨幅偏强.....	5
图表 5: 10 月动物蛋白类和鲜菜价格强于季节性.....	5
图表 6: 10 月 PPI 食品类生活资料价格显著偏强.....	5
图表 7: 名义 GDP 处于低位限制工资上涨.....	5
图表 8: CPI 同比可能到明年四季度才会回到低位.....	5
图表 9: 本周 6 大发电集团煤耗量同比小幅回落.....	6
图表 10: 本周螺纹钢期货价格继续反弹.....	6
图表 11: 本周钢材库存继续快速下降.....	7
图表 12: 本周国际有色金属价格底部回升.....	7
图表 13: 本周土地供给回升较多.....	7
图表 14: 本周土地溢价率显著下降.....	7
图表 15: 本周农产品批发价格指数出现回落.....	8
图表 16: 本周猪肉和鸡蛋价格均由涨转跌.....	8
图表 17: 本周货币市场利率降至较低水平.....	8
图表 18: 本周同业存单发行利率仍呈分化.....	8
图表 19: 本周国债现券累计变动轻微.....	9
图表 20: 本周国债收益率窄幅波动.....	9
图表 21: 本周人民币与美元同升.....	9
图表 22: 本周 CFETS 人民币指数进一步上扬.....	9

一、实体经济：中美谈判预期升温

1、猪价会传导至核心CPI么？

10月中国CPI同比进一步升至3.8%，PPI同比降至-1.6%（图表1）。猪肉价格上涨最为突出，尽管“猪油相抵”，仍不能避免CPI快速上冲（图表2）。而剔除食品和能源的核心CPI持平于1.5%的低位，反映目前通胀仍限于结构性问题（图表3）。

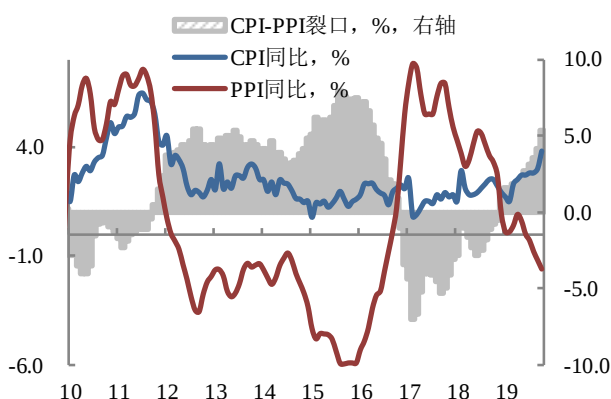
与季节性规律对照，CPI的食品烟酒分项大幅强于往年同期水平，此外，交通通信和娱乐文教分项也小幅强于季节性，而衣着、居住、医疗分项则明显弱于季节性，体现消费升级的特征（图表4）。食品分项当中，动物蛋白类食品价格全部强于季节性，当然，相比于猪肉，其它食品强势幅度较为有限。同时，鲜菜价格也强于季节性，只有鲜果价格下跌较多（图表5）。PPI的生产资料价格仍然显著弱于往年同期，但生活资料价格继续大幅强于季节性，食品类是主要带动项（图表6）。总而言之，10月物价形势已经不再是“拿掉猪全是通缩”，猪价向各类动物蛋白类产品的扩散、食品价格向可选消费品的渗透依稀可见，鲜菜价格也走势偏强。

在此情况下，对猪价传导至核心CPI的担忧有所加重。我们对这一点并不太担心，这个传导链条的关键在于“工资”是否会因应猪价而上涨，而目前的宏观环境下，工资收入的“粘性”预计较高：2015年以来全国居民人均工资性收入增速持续处于低位，在2017年名义GDP大幅上升的情况下，工资增长也并未明显提速，而目前名义GDP已经连续三个季度低于工资增速（图表7），且今年以来城镇调查失业率小上台阶，意味着工资全面上涨的难度较大。

根据最新情况预测，11月CPI同比就会“破4%”，明年1月到达接近5%的高点后缓慢回落，直到明年四季度才会回到3%以内（图表8）。按照农业部给出的信息，今年年底生猪存栏有望见底，明年年中猪肉供给有望回升，猪价见顶可能要在明年年中才会看到。尽管持续时间较长，但仍可算得上是一次性、单因素的扰动。

需要警惕的是，明年粮食价格接棒上涨的风险，2012年以来，CPI的粮食分项一直低位运行，而以代表性的玉米为例，一方面，2016年玉米临储政策退出之后，经过连续几年的拍卖，国家手中的玉米库存已有明显下降，对玉米价格的压制将减弱；另一方面，今年受到猪瘟影响，贸易商、深加工企业及饲料企业的玉米库存均已降至低位，随着生猪养殖需求恢复，可能带动玉米价格回升；此外，农业部的报告显示，过去一年扩散到中国的草地贪夜蛾，截至8月中旬，已在24个省份发现，95万公顷农作物受到影响，草地贪夜蛾可能导致玉米减产高达50%，其成虫可以迁徙数百公里。

图表 1：10 月 CPI 与 PPI 分歧拉大



图表 2：猪油相抵，但未能阻挡 CPI 上冲



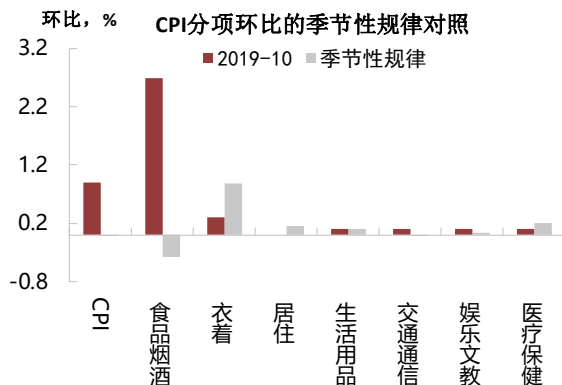
来源：Wind，莫尼塔研究

图表 3：10 月核心 CPI 持平于 1.5% 的低位



来源：Wind，莫尼塔研究

图表 4：10 月食品、交通通信、娱乐文教涨幅偏强

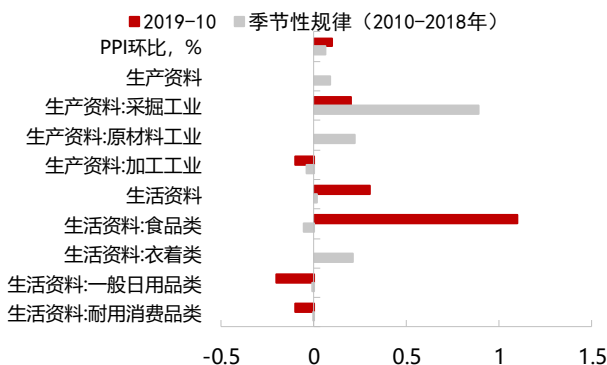


图表 5：10 月动物蛋白类和鲜菜价格强于季节性



来源：Wind，莫尼塔研究

图表 6：10 月 PPI 食品类生活资料价格显著偏强

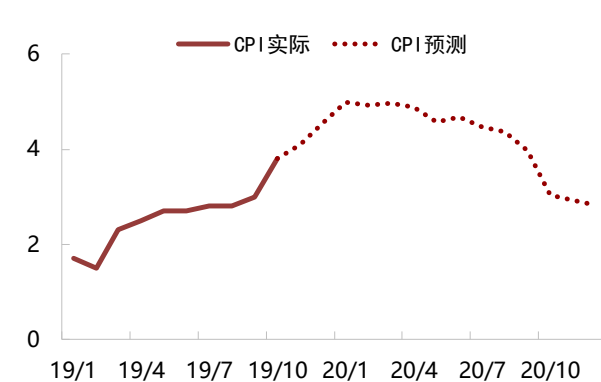


图表 7：名义 GDP 处于低位限制工资上涨



来源：Wind，莫尼塔研究

图表 8：CPI 同比可能到明年四季度才会回到低位



2、中美谈判预期升温，金融开放提速

本周宏观的主要事件包括：

1) 据路透报道，中美同意取消经贸争端期间加征的关税，作为初步协议的一部分；美中可能要推迟到12月才能签署经贸协议，地点可能在伦敦。中国商务部表示，两国已同意分阶段取消加征

的关税，但没有给出具体时间表。一位不愿透露姓名的美国官员证实，取消关税的计划是“第一阶段”经贸协议的一部分。特朗普政府一名高级官员表示，签署初步经贸协议的会面可能会推迟到12月，因为有关条款和地点的讨论仍在继续，这位不愿透露姓名的官员表示，旨在结束破坏性经贸争端的“第一阶段”协议仍有可能无法达成，但达成协议的可能性更大。

2) 中国与其他14国同意区域全面经济伙伴关系协定(RCEP)的条款，有望形成全球最大贸易区域；但印度在最后关头退出，理由是该协定可能伤及该国农工商阶级和消费者。RCEP的磋商进行已有数年，美中贸易战及保护主义兴起给予这项协定新动力，将东盟10国加上中国、日本、韩国、澳洲、新西兰连结到一起。成员国表示该协定将在明年签署。

3) 国务院发布《关于进一步做好利用外资工作的意见》：支持外商投资新开放领域，加快金融业开放进程。其中提出：继续压减全国和自由贸易试验区外商投资准入负面清单，全面清理取消未纳入负面清单的限制措施。加快金融业开放进程。全面取消在华外资银行、证券公司、基金管理公司等金融机构业务范围限制。取消中外合资银行中方唯一或主要股东必须是金融机构的要求，允许外国保险集团公司投资设立保险类机构。

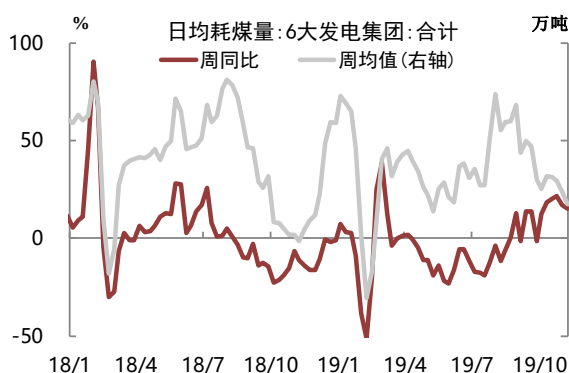
4) 中国A股在MSCI明晟新兴市场指数的权重将从目前的2.55%提高至4.1%，于11月27日市场开盘时生效。预计本次调整给A股带来的被动及主动增量资金规模约350亿-400亿美元，较今年5月、8月两次纳入的资金流入规模高约50%-70%。

3、国际有色金属价格回升

本周六大发电集团日均煤耗量同比继续小幅回落至15.4%，仍然延续了10月以来的良好表现（图表9）。南华工业品指数略有下跌，拖累主要在于铁矿石。螺纹钢价格本周延续反弹，现货价格也有所回升（图表10），库存继续大幅去化（图表11），市场预期从此前极度悲观和主动去库存当中，开始得到一定修复。得益于中美谈判进展的消息，国际原油、铜、铝价格皆呈现明显回升（图表12），倘若第一阶段协议得以顺利签署，并如期取消部分已加征关税，将带动国际有色金属价格从底部出现趋势性地回升。

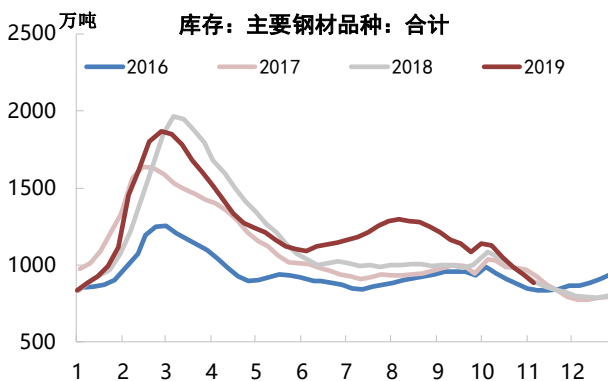
图表 9：本周 6 大发电集团煤耗量同比小幅回落

图表 10：本周螺纹钢期货价格继续反弹

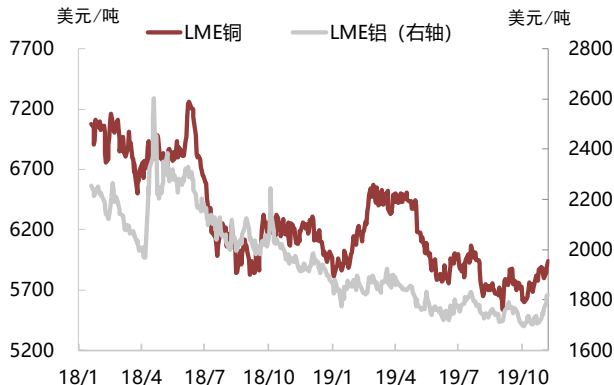


来源：Wind，莫尼塔研究

图表 11: 本周钢材库存继续快速下降



图表 12: 本周国际有色金属价格底部回升



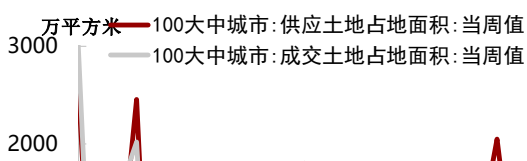
来源：Wind，莫尼塔研究

3、土地市场仍相对冷淡

11月3日当周，100个大中城市土地供应面积和土地成交面积皆有小幅回升，但土地供应面积明显高于成交，体现地方政府主动供地的诉求较高（图表13），这也导致土地溢价率显著下降至低于去年同期（图表14）。本周，30城商品房成交面积走弱较多，“金九银十”过后，房地产销售降温的程度值得关注。不过，据报道，“剁手”买房或将成为今年“双11”新趋势，恒大、融创、龙湖等龙头房企纷纷加入“双11”促销的队伍，除全员营销、首付分期付款、特价房等传统的营销方式外，恒大、融创等房企还首次尝试与电商合作卖房。房企加速推盘、加速资金周转的力度依然较强，或将对房地产销售形成支撑。本周克而瑞报告显示，10月95家典型房企的融资总额环比下降24.5%，同比上升17.3%；融资成本为7.46%，较上月显著上升0.97个百分点。

乘联会数据显示，10月广义乘用车零售销量184.3万辆，同比减少5.7%，同比数据继续温和修复。

图表 13: 本周土地供给回升较多



图表 14: 本周土地溢价率显著下降



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_9115

