

CPI 破“4”概率大增 PPI 将继续负增长

——2019年10月CPI和PPI数据的点评

宏观点评

投资要点:

- **食品推动 CPI 上行，非食品贡献率继续下降。**在食品中，受非洲猪瘟疫情影响，猪肉供给持续偏紧，猪肉价格同比增速较上月提高32个百分点至101.3%，其对CPI同比的贡献已达63.9%。但其他主要食品如蔬菜、鲜果、蛋类价格环比均有所下跌，因此猪肉价格持续上行是10月CPI跳升的主因。非食品同比涨幅继续回落，表明居民消费需求不足，其对CPI的贡献率亦有所下降。10月国内成品油油价再次下调，交通通信项同比降幅继续扩大，是今年非食品的主要拖累项。
- **预计11月CPI增长4.4%左右，较10月提高0.6个百分点。**一是预计11月食品价格将在猪肉的推动下继续上涨。根据农业部高频数据，11月猪肉价格将继续上涨，蔬菜和水果价格相对平稳；二是6月份以来国际油价稳中趋降，同时大宗商品需求国——中国国内需求较弱，国际油价不具备长期上涨基础，预计非食品价格增速略有回落；三是11月份CPI翘尾因素降至-0.05%，较上月提高0.3个百分点。
- **年内余下两月CPI“破4升5”概率大增，全年约增长2.9%，较去年提高0.8个百分点。**一是预计猪周期将推升CPI上涨约0.7%左右，四季度尤其是明年一季度CPI将在猪肉价格的推动下“破4升5”；二是预计增值税下调将拉低CPI中枢0.2%~0.3%；三是服务类项目价格刚性特征明显，易涨难跌；四是国内基本面仍弱，不支撑物价的大幅上涨；五是2019年CPI翘尾因素较去年下降约0.3%。
- **“三黑一色”出厂价格同比下降致10月PPI降幅扩大。**分行业看，部分下游行业出厂价格同比提高，但中上游行业尤其是“三黑一色”行业出厂价格同比下降较多。
- **PPI的下降，实质上是中国内需不足的反应。**年初以来工业生产者购进价格指数(PPIRM)和PPI的下降走势，一定程度上是我国内需下降在价格上的反映。由于我国编制的PPIRM所调查的产品包括燃料动力、黑色金属、有色金属、化工、建材等九大类，涵盖900多个基本分类的10000多种工业产品价格，因此PPIRM既受人民币汇率和海外大宗商品价格(CRB)的影响，也受国内需求等基本面因素的约束。由于中国是全球大宗商品的最大需求方，所以中国需求是PPIRM最重要的决定因素。PPI和PPIRM的下降态势，实质上反映的是中国内需尤其是工业投资需求的不足。
- **预计未来两个月PPI仍将继续负增长，但降幅有所收窄，11月约增长-1.4%，全年增长-0.2%左右。**2019年PPI将在基数效应减弱和周期性力量弱化的双重作用下趋于下行。预计全年PPI增长-0.2%左右，11月份PPI增长-1.4%左右。
- **PPI和CPI剪刀差有所扩大，反映工业企业盈利压力较大。**历史数据表明，PPI和CPI剪刀差与工业企业利润和名义GDP增速存在显著正相关关系。10月份剪刀差较上月扩大1.2个百分点，连续11个月为负，反映我国工业企业利润下降态势仍将延续。展望未来，我们预计全年剪刀差或将继续为负，经济下行压力较大。

伍超明

财信国际经济研究院 副院长
财富证券 首席经济学家

李沫

宏观经济研究中心 高级研究员
电话：010-68080380
邮箱：limo.ye@163.com

财信宏观经济研究中心微信号

- **猪肉价格高涨的背后，难掩经济下行风险。**受猪肉价格大幅上涨影响，年初以来 CPI 价格持续上涨，预计明年一季度将达到新的高点。但剔除猪肉价格的 CPI 增速表现与 PPI 基本一致，两者均持续下行，工业企业利润和工业生产增速亦同步下行，经济下行压力加大。因此，经济形势表面看来存在“滞涨”问题，即经济增长压力加大，但通胀水平上行，但实质上处于猪周期掩盖下的经济下行。为此，逆周期政策力度不是应该减弱，而是在防止大水漫灌的前提下，增加稳需求的力度。

目 录

一、食品是 CPI 上涨的主要贡献力量	4
(一) 猪肉是食品同比涨幅扩大的主因	4
(二) 非食品同比小幅回落，对 CPI 的贡献率持续下降	5
二、在猪肉价格的推动下，预计未来两个月 CPI 大概率“破 4 升 5”，11 月增长 4.4% 左右，全年约增长 2.9%	5
(一) 预计 2019 年 11 月 CPI 同比增长 4.4% 左右	6
(二) 预计 2019 年全年 CPI 约增长 2.9%	6
三、预计四季度 PPI 继续负增长，11 月 PPI 增长-1.4% 左右，全年约增长-0.2%	7
(一) 国内需求仍显不足，PPI 降幅扩大	7
(二) 预计 2019 年 PPI 中枢在-0.2% 左右，11 月份增长-1.4% 左右	8
(三) PPI 和 CPI 剪刀差持续为负，预示经济下行压力较大	9
四、猪肉价格高涨的背后，难掩经济下行风险	9

正文：

事件：2019年10月份全国居民消费价格指数（CPI）环比增长0.9%，与上月持平，同比上涨3.8%，较上月提高0.8个百分点；工业生产者出厂价格指数（PPI）环比增长0.1%，与上月持平，同比增长-1.6%，较上月下降0.4个百分点。

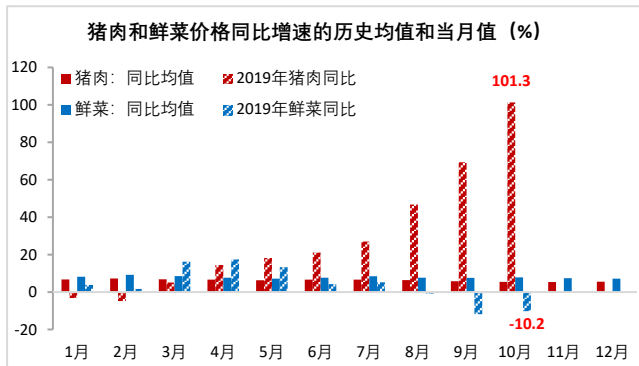
一、食品是CPI上涨的主要贡献力量

（一）猪肉是食品同比涨幅扩大的主因

从同比看，10月食品价格上涨15.5%，较上月提高4.3个百分点，涨幅连续8个月扩大，影响CPI上涨约3.05个百分点。其中，鲜菜价格下跌10.2%，降幅较上月收窄1.6个百分点，影响CPI下降约0.27个百分点；猪肉价格上涨101.3%，较上月提高32.0个百分点，影响CPI上涨约2.43个百分点（见图1）；鲜果价格下降0.3%，较上月回落8.0%，由涨转降，影响CPI下降约0.01个百分点。

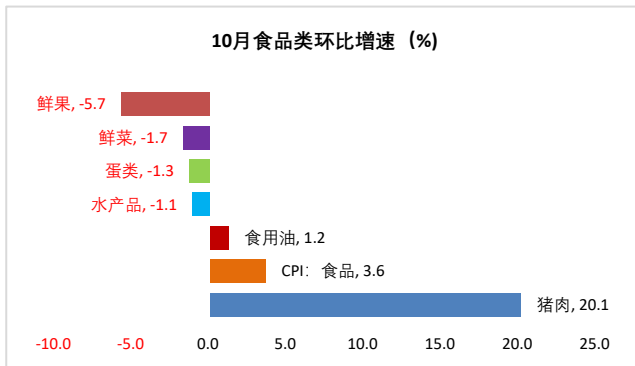
从环比看，食品价格上涨3.6%，涨幅较上月扩大0.1个百分点。其中，猪肉供给持续偏紧，猪肉价格环比涨幅有所扩大；受天气转凉需求增加和替代效应影响，畜肉类、禽肉类等价格环比均有所上涨；由于市场供应充足，鲜菜、鲜果、蛋类价格环比均有所下跌（见图2）。综上，猪肉价格是食品价格环比持续上涨的主因。

图1：10月鲜菜和猪肉价格同比增速



资料来源：WIND，财信国际经济研究院

图2：10月食品类价格环比增速



资料来源：WIND，财信国际经济研究院

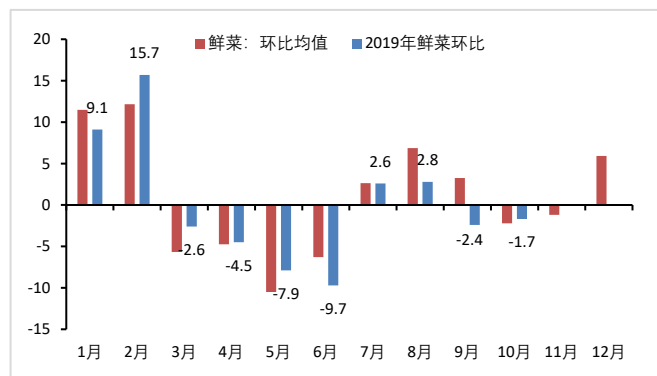
10月份鲜菜价格同比环比均继续下跌，但跌幅均有所收窄。鲜菜市场供应充足，10月份鲜菜价格环比下跌1.7%，较上月收窄0.7个百分点，较历史同期均值高0.5个百分点（见图3）。10月份鲜菜价格同比下降10.2%，较上月收窄1.6个百分点（见图1）。

10月份猪肉同比涨幅扩大较多，环比持续上涨。10月猪肉价格环比上涨20.1%，较上月提高0.4个百分点；同比增长101.3%，较上月提高32.0个百分点，猪肉同比已经连续8个月上涨，且涨幅持续扩大（见图1），符合我们前期对猪周期提前启动，同比涨幅或超以往的判断。

从CPI各成分的同比贡献率看，10月猪肉贡献率继续上升，鲜菜和鲜果对CPI的贡献率继续处于低位（见图4）。总体看，10月份食品特别是猪肉是CPI同比涨幅提高

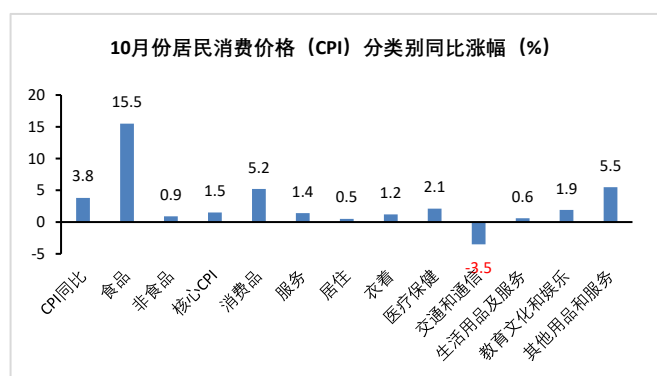
的主因。

图 3：10 月鲜菜价格环比增速高于历史均值



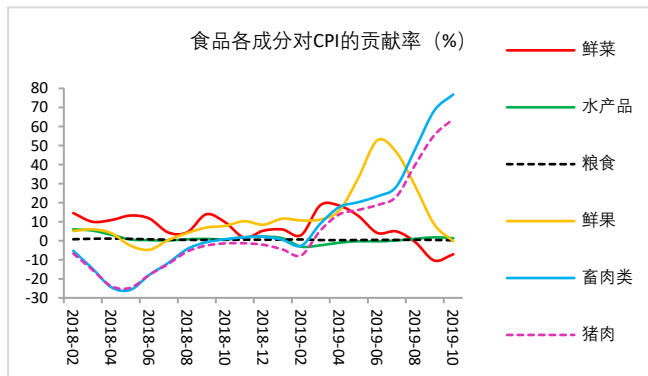
资料来源：WIND，财信国际经济研究院

图 5：非食品尤其是服务类项目价格涨幅平稳



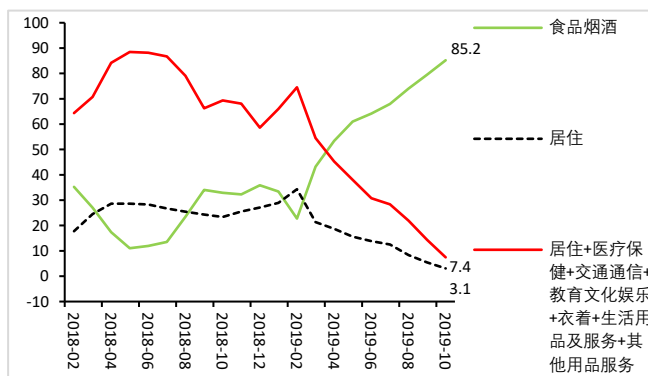
资料来源：WIND，财信国际经济研究院

图 4：食品各成分对 CPI 贡献率



资料来源：WIND，财信国际经济研究院

图 6：服务类项目贡献率有所下降



资料来源：WIND，财信国际经济研究院

(二) 非食品同比小幅回落，对 CPI 的贡献率持续下降

10 月非食品价格同比上涨 0.9%，较上月降低 0.1 个百分点，影响 CPI 上涨约 0.7 个百分点。其中，医疗保健类、交通和通信、教育文化和娱乐类、居住类价格分别上涨 2.1%、-3.5%、1.9%、0.5%（见图 5），分别较上月变动-0.1%、-0.6%、0.2%和-0.2%。10 月国内成品油价格出现下调，其中，汽油和柴油价格同比分别下降 15.4%和 16.2%，交通与通信项同比降幅有所扩大，是今年非食品同比持续下滑的主因。

2016 年以来，医疗保健、交通和通信、教育文化和娱乐、生活用品及服务、其他用品及服务等服务类项目对 CPI 的贡献率高企，但今年 2 月份以来，服务类项目贡献率下降较快，主要原因在于今年以来猪肉、蔬菜、水果等食品价格轮番上涨，导致食品类贡献率快速上升，服务类项目贡献率下降。10 月份服务类项目贡献率降至 7.4%（见图 6）。但从中长期看，随着我国经济结构调整和收入水平的提高，预计服务类项目对 CPI 的贡献率依然会回归高位，传统食品烟酒等项目的贡献率则趋于下降，服务类项目对物价的影响将成为一种“常动力”。

二、在猪肉价格的推动下，预计未来两个月 CPI 大概率“破 4 升 5”，

11 月增长 4.4% 左右，全年约增长 2.9%

（一）预计 2019 年 11 月 CPI 同比增长 4.4% 左右

预计 11 月消费者物价指数（CPI）增长 4.4% 左右，较 10 月提高 0.6 个百分点。理由如下：

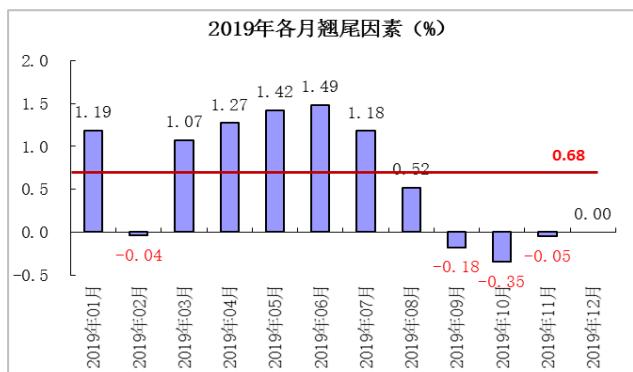
一是预计 11 月食品价格将在猪肉价格的推升下继续上涨。历史经验表明，11 月份食品环比价格将由跌转涨，如历史均值将由 10 月的 -0.1% 升至 11 月的 0.04%。今年 2 月份以来，受猪肉、蔬菜、水果价格轮番上涨影响，食品环比增速持续高于历史同期水平。我们预计 11 月猪肉价格将进一步上涨，对食品价格形成支撑，截止到 11 月 8 日，猪肉价格环比增速达到 10.8%。同时随着水果和蔬菜的大量上市，11 月蔬菜和水果价格相对平稳，截止到 11 月 8 日，28 种重点监测蔬菜和 7 种重点监测水果的价格环比分别提高 2.3% 和下降 -1.6%。综合看，预计食品环比价格或将继续提高。

二是预计非食品价格增速略有下降。与食品价格波动幅度较大相比，非食品价格尤其是服务类价格受我国消费升级对服务需求提高影响，价格刚性特征明显，波动幅度较小。但受经济下行压力加大和需求下降影响，工业生产资料价格尚无大幅上涨的动能，不利于非食品价格增速的提高。同时鉴于大宗商品的最终需求方——中国国内需求的疲弱，国际油价不具备长期上涨基础，不利于非食品价格同比的企稳提高。

三是今年 11 月份 CPI 的翘尾因素将升至 -0.05% 左右，较上月提高 0.3 个百分点（见图 7）。

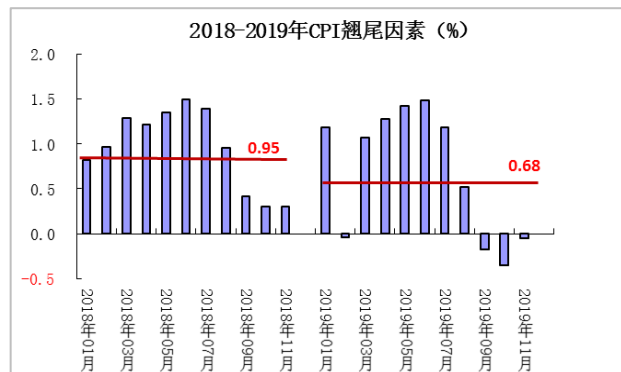
综合上述各方面的影响，预计 11 月 CPI 增长 4.4% 左右，比 10 月提高 0.6 个百分点。

图 7：2019 年 CPI 翘尾因素



资料来源：WIND，财信国际经济研究院

图 8：2019 年全年翘尾因素下降



资料来源：WIND，财信国际经济研究院

（二）预计 2019 年全年 CPI 约增长 2.9%

预计 2019 年全年 CPI 增长 2.9% 左右，较 2018 年提高 0.8 个百分点，通胀压力有所加大。

一是猪肉价格上行周期启动，预计拉动 CPI 上涨 0.7 个百分点左右。根据当前猪肉价格

的上涨幅度以及我们对 CPI 猪肉同比的假设，我们预计此轮猪周期在非洲猪瘟的助推下或拉动 CPI 上涨 0.7% 左右。

二是增值税税率下调将使 CPI 中枢下降 0.2~0.3 个百分点。自 4 月 1 日起我国增值税税率进行下调，由于 CPI 统计调查的是社会产品和服务项目的最终价格，是含税价格，而增值税属于价外税，理论上企业所缴纳的增值税款会直接由下游客户承担，最终消费者是税负的实际承担者，即不含税售价保持不变，增值税税率的下调会降低最终消费品的价格，将最终导致 CPI 下降。据测算，我们预计增值税税率下调会使 CPI 中枢下降 0.2~0.3%。

三是服务类项目价格刚性特征明显。随着人口老龄化，总需求结构将逐步从传统制造业向养老、医疗等服务产业转移，这一方面导致 PPI 下降压力增加，但另一方面服务类项目价格存在上涨压力，加上服务类项目价格刚性特征明显，易涨难跌，对物价的影响具有持久性。因此，预计服务价格对 CPI 仍有较强支撑作用，导致 PPI 和 CPI 的分化变化。

四是国内基本面需求较弱，不支撑物价大幅上涨。从中长期看，2019 年我国经济增长仍处于新旧动能转换期，供给侧改革使传统动能去化进入尾声，对经济增长的推动力减弱，但同时新动能尚处于培育发展中，其对经济增长的推动力难以弥补去化掉的传统动能，新旧动能换挡导致国内需求不足的局面短期内难有大幅改善，物价缺乏大幅上涨的基础。

五是2018 年物价上涨对 2019 年 CPI 的影响，即翘尾因素将下降约 0.3%（见图 8）。

综合上述因素，我们预计全年通胀压力依然温和，全年增长 2.9% 左右。

三、预计四季度 PPI 继续负增长，11 月 PPI 增长-1.4% 左右，全年约增长-0.2%

（一）国内需求仍显不足，PPI 降幅扩大

10 月份，工业生产者出厂价格同比下降 1.6%，较上月降低 0.4 个百分点，连续 4 个月负增长。其中，生产资料同比下降 2.6%，较上月回落 0.6 个百分点，其波动与 PPI 基本一致，是导致 PPI 变化的主要原因；生活资料上涨 1.4%，较上月提高 0.3%（见图 9）。

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_9116

