

宏观点评

猪价涨会持续扩散么？非食品呢？——兼评10月通胀

事件：10月CPI同比3.8%，预期3.4%，前值3%；PPI同比-1.6%，预期-1.6%，前值-1.2%。

1、猪价飙升带动CPI创新高，预计CPI年内“破4”、明年“摸5”。

- 10月CPI同比上涨3.8%，涨幅较上月扩大0.8个百分点，连续2个月高于3.0%。总体看，食品和非食品继续分化，CPI和核心CPI缺口继续扩大。其中，食品类价格影响CPI约3.05个百分点，主要受猪价大幅上涨提振，同时牛羊肉、禽类、鸡蛋、水产品等价格也纷纷上涨；鲜果、鲜菜价格同比回落。鉴于能繁母猪存栏同比拐点未到，本轮猪价可能持续上涨至2020年6月左右。
- 往后看，预计鲜果、蔬菜价格难大幅上涨，CPI涨幅主要取决于猪肉价格及其替代品，非食品分项可能小幅上涨。据我们测算，11月大概率破4%，叠加油价同比有望在12月走高，12月CPI同比将继续上行；2020年1月有望升至5%左右、并可能是全年高点，一季度整体维持在4.4%以上的高位，二三季度再逐月回落。

2、内需仍弱、PPI续降，CPI与PPI缺口再扩大；预计10月PPI有望本轮最低，11月、12月有所回升但仍负增，明年总体缓升至零上方。

- 10月PPI同比-1.6%，符合预期，低于前值-1.2%。其中，翘尾因素影响约-1.2个百分点，新涨价影响约-0.4个百分点。PPI持续走负，主要受翘尾因素和内需疲弱拖累。9月PPI环比0.1%，持平前值。10月新订单指数较9月下滑0.9个百分点至49.6%，南华工业品指数稳中缓降，指向内需仍疲软；食品价格走高带动了食品产业链价格攀升；而新经济、消费类行业则较为平稳。
- 往后看，采用CRB工业原料现货指数和南华工业品指数预测未来3个月PPI走势，预计四季度PPI趋势向上，但仍将为负。中长期看，预计翘尾因素对2020年PPI的影响较大，新涨价因素将维持稳定。据我们测算，PPI在一季度基本走平，二季度先降后升，下半年持续回升，2020年中枢在0.5%左右。

3、猪价上涨是否会持续扩散？非食品呢？

- 食品项价格能否稳住？对于猪肉：加大猪肉进口可以阶段性缓解猪价涨幅，形成一定对冲，但是难以逆转通胀上行趋势，猪肉供给的大规模释放预计要到2020年下半年，原因包括：1）存栏和出栏下降，国内供给不足；2）猪肉进口占消费量不足3%，其他国家猪肉产量总和约等于我国产量，叠加明年全球都有可能面临猪肉短缺的现象，进口对冲作用有限。对于替代品：牛羊肉与猪肉价差逐渐缩窄，本轮猪价上行期牛羊鸡的替代作用可能显著超过以往，但本国牛羊肉不足以补足猪肉缺口。一旦蓄肉类涨价集体超预期，可能强化外溢效应，推升其他食品价格。
- 非食品项是否有上行风险？从基数效应和历史同期新涨价均值来大体预测，CPI非食品分项已经筑底，后续将有所回升、但幅度有限。

4、维持此前判断，本轮只是结构性通胀，会干扰货币政策节奏、但难改宽松方向，我们仍预计，后续降准“降息”仍然可期、但幅度和次数有限。

风险提示：猪价涨幅超预期、政策执行力度不及预期。

作者

分析师 熊园

执业证书编号：S0680518050004

邮箱：xiongyuan@gszq.com

研究助理 何宁

邮箱：hening@gszq.com

研究助理 刘新宇

邮箱：liuxinyu@gszq.com

相关研究

- 1、《CPI破3%将持续多久？“类滞胀”了吗？——兼评9月通胀》2019-10-15
- 2、《从猪周期到CPI破3的测算，及如何影响货币政策》2019-09-11
- 3、《CPI难挡降准降息，PPI下半年仍有韧性——兼评6月通胀》2019-07-10
- 4、《猪价起、油价涨、货币松，今年CPI会“破3”吗？——兼评2月通胀》2019-03-10
- 5、《滞胀对资产价格的影响：国际比较与历史经验——兼评9月通胀》2018-10-16
- 6、《四大因素看物价，谨防可能的滞胀》2018-08-10



内容目录

猪价飙升、工业品仍弱，CPI 与 PPI 缺口再扩大	3
猪价飙升，CPI 再创新高	3
内需疲软，PPI 续降	4
猪价上涨是否会持续扩散？非食品呢？	5
食品项：价格能否稳住？	5
非食品项：是否有上行风险？	6
风险提示	7

图表目录

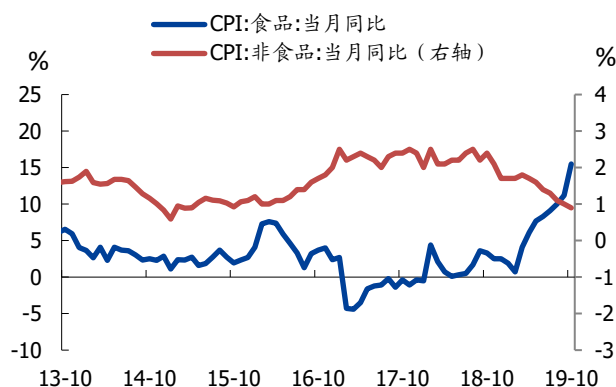
图表 1: 食品和非食品继续分化	3
图表 2: CPI 和核心 CPI 缺口继续扩大	3
图表 3: 剔除猪肉的 CPI 同比仅小幅回升	3
图表 4: PPI 同比继续下滑	4
图表 5: PMI 反映内需仍较弱	4
图表 6: 生猪出栏速度大幅下滑	5
图表 7: 历次猪价上行，我国均加大猪肉进口	5
图表 8: 进口猪肉占我国消费量比重很低	5
图表 9: "外国猪"难以补足我国缺口	5
图表 10: 牛羊肉与猪肉的价差逐渐缩窄	6
图表 11: 鸡肉、鸡蛋涨价愈发明显	6
图表 12: 未来一段时间 CPI 非食品项可能稳中缓升	7

猪价飙升、工业品仍弱，CPI 与 PPI 缺口再扩大

猪价飙升，CPI 再创新高

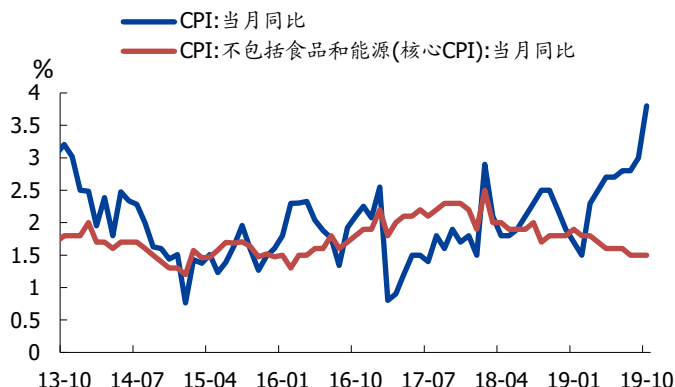
10月CPI同比上涨3.8%，涨幅较上月扩大0.8个百分点，连续2个月高于3.0%。总体看，食品和非食品继续分化，CPI和核心CPI缺口继续扩大。10月CPI食品分项同比增加4.3个百分点至15.5%，非食品分项同比减少0.1个百分点至0.9%；同时核心CPI连续三个月维持在1.5%的水平。

图表1：食品和非食品继续分化



资料来源：Wind，国盛证券研究所

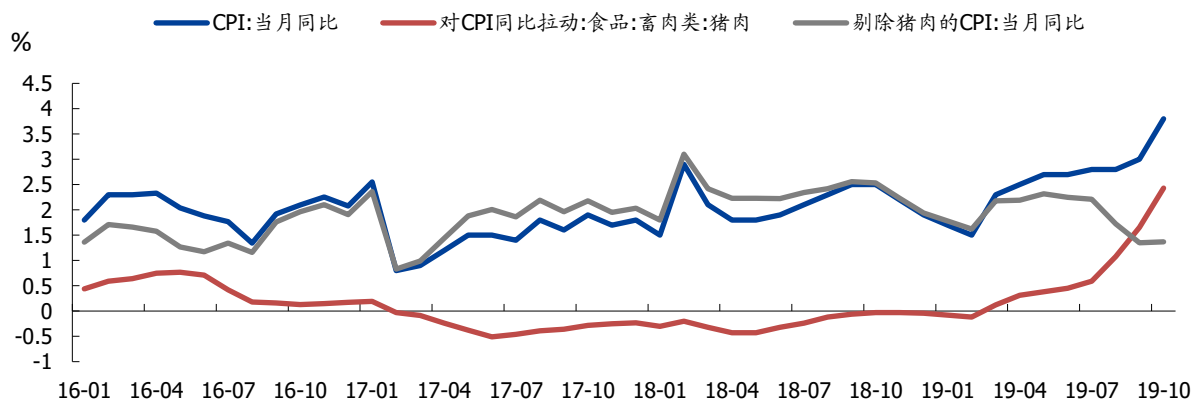
图表2：CPI和核心CPI缺口继续扩大



资料来源：Wind，国盛证券研究所

其中，食品类价格影响CPI约3.05个百分点，主要受猪价大幅上涨提振，同时牛羊肉、禽类、鸡蛋、水产品等价格也纷纷上涨；鲜果、鲜菜价格同比回落。分项看，10月猪肉价格大幅上涨101.3%，影响CPI上涨约2.43个百分点，解释了约64%的CPI同比。剔除猪肉的CPI当月同比仅为1.37%。在此前报告《CPI破3%将持续多久？“类滞胀”了吗？——兼评9月通胀》、《从猪周期到CPI破3的测算，及如何影响货币政策》中，我们多次提示鉴于能繁母猪存栏同比拐点未到，本轮猪价可能持续上涨至2020年6月左右。

图表3：剔除猪肉的CPI同比仅小幅回升



资料来源：Wind，国盛证券研究所

猪肉替代品悉数涨价。受天气转凉需求增加和消费替代的影响，10月牛肉、羊肉、鸡肉、鸭肉和鸡蛋价格涨幅在12.3%—21.4%之间，合计影响CPI上涨约0.41个百分点。往后看，替代品价格将持续上涨，待猪肉价格涨至接近牛羊肉，猪肉价格环比涨幅可能缩窄。

往后看，预计鲜果、蔬菜价格难大幅上涨，CPI涨幅主要取决于猪肉价格及其替代品，非食品分项可能小幅上涨。据我们测算，11月大概率破4%，叠加油价同比有望在12月走高，12月CPI同比将继续上行。明年1月可能是全年高点，CPI将达到5%左右；一季度整体维持在4.4%以上的高位，二三季度再逐月回落。

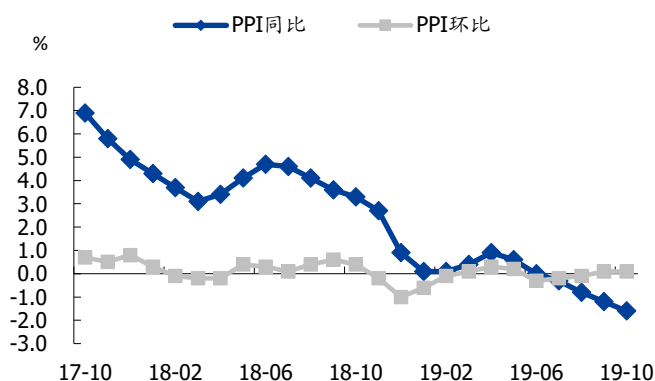
内需疲软，PPI续降

10月PPI同比持续走负，主要受翘尾因素和内需疲弱拖累。10月PPI同比-1.6%，符合预期，低于前值-1.2%。其中，翘尾因素影响约-1.2个百分点，新涨价影响约-0.4个百分点。9月PPI环比0.1%，持平前值。10月新订单指数较9月下滑0.9个百分点至49.6%，南华工业品指数稳中缓降，指向内需仍疲软。鉴于8-10月的CRB工业原料现货指数同比降幅缩窄，叠加后续PPI翘尾因素的回升，11-12月PPI同比降幅有望缩窄。

分行业来看，石油化工、黑色有色、煤炭开采和洗选等行业增速下滑较大，食品加工制造业、造纸业同比较上月回升，计算机、铁路等运输设备、汽车制造、通用设备、医药、纺服、烟酒等同比变化较为平稳。反映出房地产、基建等内需不足；食品价格走高带动了食品产业链价格攀升；而新经济、消费类行业则较为平稳。

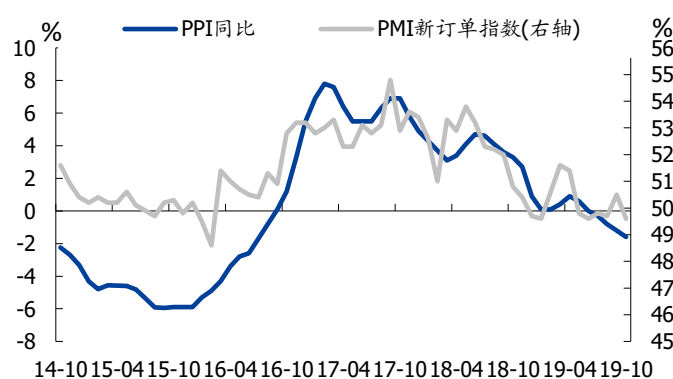
往后看，采用CRB工业原料现货指数和南华工业品指数预测未来3个月PPI走势，预计四季度PPI趋势向上，但仍将为负。中长期看，预计翘尾因素对2020年PPI的影响较大，新涨价因素将维持稳定。据我们测算，展望2020年，PPI在一季度基本走平，二季度先降后升，下半年持续回升，全年中枢在0.5%左右。

图表4：PPI同比继续下滑



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表5：PMI反映内需仍较弱



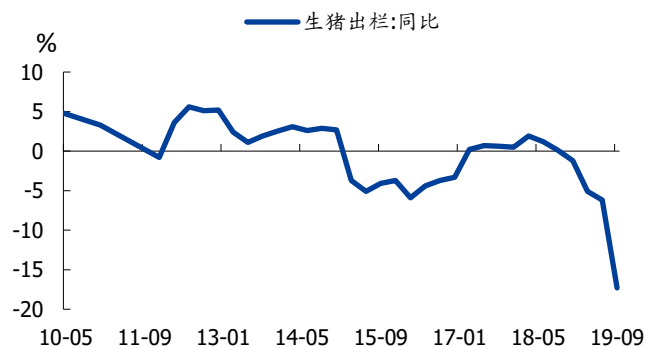
资料来源：Wind，国盛证券研究所

猪价上涨是否会持续扩散？非食品呢？

食品项：价格能否稳住？

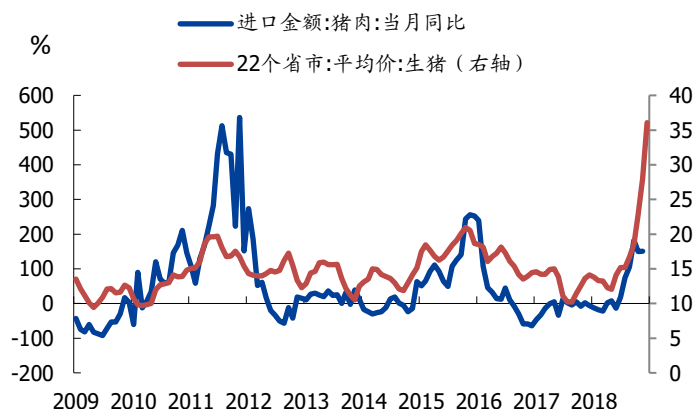
对于猪肉：加大猪肉进口可以阶段性缓解猪价涨幅，形成一定对冲，但是难以逆转通胀上行趋势，猪肉供给的大规模释放预计要到 2020 年下半年。一方面，截至 9 月末，我国能繁母猪存栏同比降至-39%，出栏同比降至-17.3%，指向我国国内猪肉供应仍不充足。另一方面，历次猪价上行期，我国均加大猪肉进口，但进口量十分有限。根据美国农业部数据测算，近五年我国进口猪肉占我国总消费量比重在 1.8%至 3.9%之间，预计今年该比重将显著上升，但也难达到 10%以上。其中，最为关键的原因在于我国猪肉产量占世界产量的约一半。所以，相比于牛肉（占世界产量 10%左右），进口猪对国内猪肉供需缺口的补充作用较为有限。与此同时，2019 年 11 月 7 日，在第二届进口博览会配套活动第十届中国国际肉类大会上，世界肉类组织主席、法国猪肉联盟主席表示，明年全球有可能面临猪肉短缺现象¹。

图表 6：生猪出栏速度大幅下滑



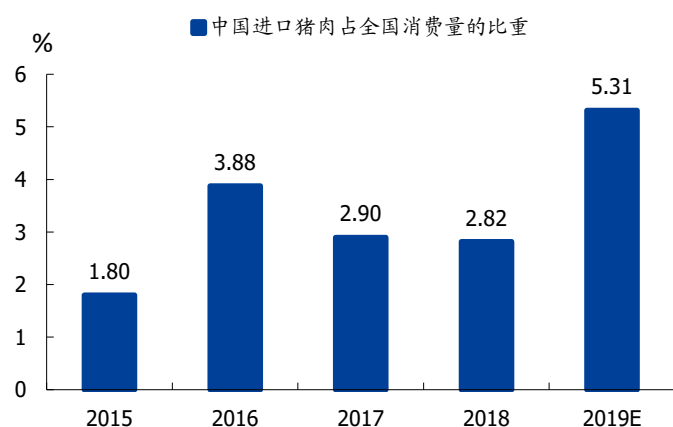
资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 7：历次猪价上行，我国均加大猪肉进口



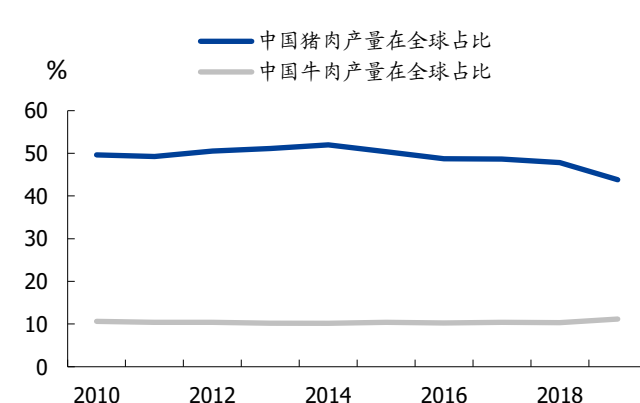
资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 8：进口猪肉占我国消费量比重很低



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 9：“外国猪”难以补足我国缺口



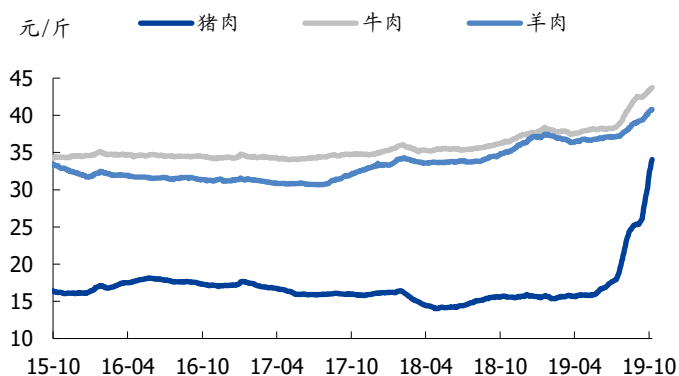
资料来源：Wind，国盛证券研究所

¹ 消息来源于 21 世纪经济报道

对于替代品：本轮猪价上行期牛羊鸡的替代作用可能显著超过以往。此前报告我们曾提示，与上一轮猪周期上行期（2014.04-2016.05）牛、羊肉 CPI 同比并无显著提升不同，本轮猪价上行期牛、羊肉 CPI 同比也已经连续 5 个月上行。背后反映的是，当猪肉价格越逼近牛羊肉价格，牛羊肉的替代作用越明显。以 36 个城市平均零售价为例，截至 11 月初，牛猪价差和羊猪价差均缩小到 10 元/斤以内，而在以往相当长时间段，牛羊肉与猪肉价差在 20 元/斤以上。此外，7 月以来鸡肉、鸡蛋涨价也越发显著。

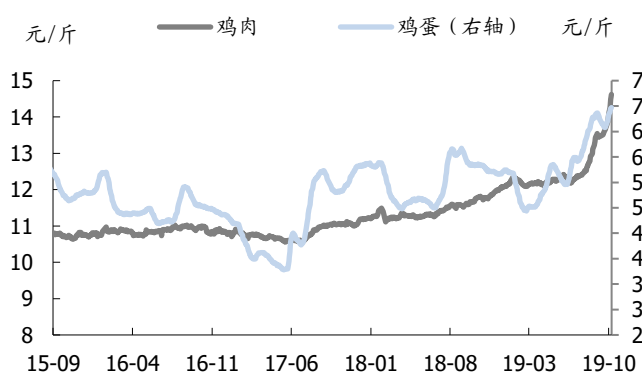
替代消费品可能还会面临两个问题：第一，牛羊可以补足猪肉缺口吗？截至 2018 年，我国牛肉产量约为猪肉的 12%，羊肉产量约为猪肉的 8%。当猪肉进口量难以补足猪肉消费量，猪肉价格又持续逼近牛羊肉价格时，牛羊肉可能也面临供需缺口，需要大量进口来弥补。第二，猪价上涨带动替代品共同涨价的时候，蓄肉类消费量可能有所下滑，引起食品结构的整体变化，不排除推升其他食品价格的可能性。

图表 10: 牛羊肉与猪肉的价差逐渐缩窄



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 11: 鸡肉、鸡蛋涨价愈发明显



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

非食品项：是否有上行风险？

CPI 中非食品分项包括烟酒、衣着、居住、生活用品及服务、交通和通信、教育文化和娱乐、医疗保健、其他用品和服务。根据测算，CPI 中非食品项权重大约为 76%，且历年波动较小。一般测算 CPI 非食品权重有两种方法：利用高频数据测算近月同比，以及

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_9139

