

首席经济学家：任泽平

研究员：罗志恒

✉ luozhiheng@evergrande.com

研究员：马图南

✉ matunan@evergrande.com

事件：

中国9月CPI同比上涨3%，预期2.8%，前值2.8%。中国9月PPI同比降1.2%，预期降1.3%，前值降0.8%。

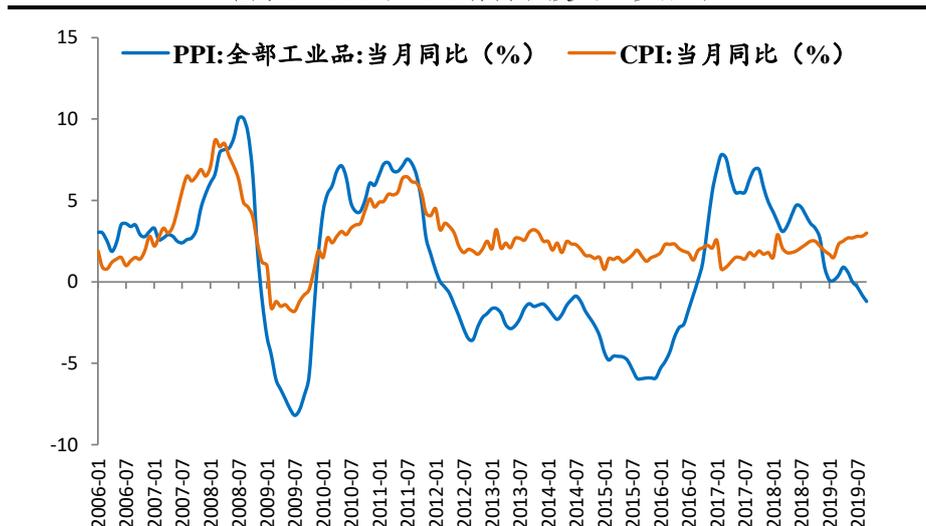
目录

1	CPI 触及警戒线，PPI 持续大幅通缩，CPI、PPI 出现罕见分化走势	4
2	超级猪周期继续发力，CPI 升至 3% 警戒位，食品与非食品分化进一步加大	6
3	PPI 同比连续三个月为负，通缩进一步加剧	8
4	CPI 和 PPI 背离并非传导受阻，而是需求边际增速放缓背景下，供给因素对价格的影响力增强	9
5	货币政策要加强逆周期调节，防止总需求过快下滑影响宏观经济稳定，不能因为一头猪制约财政货币政策稳增长，不能因为一头猪而牺牲整个国民经济	11

图表目录

图表 1: PPI 和 CPI 背离程度进一步加深	4
图表 2: 超级猪周期持续发力带动 CPI 升至 3% 警戒水平	6
图表 3: 超级猪周期持续发力带动 CPI 升至 3% 警戒水平	7
图表 4: 部分行业价格近期持续下跌	8
图表 5: 部分行业价格近期持续下跌	8
图表 6: CPI 与食品价格相关性更好	9
图表 7: PPI 与非食品价格相关性更好	9
图表 8: 金融危机后, CPI、PPI 与需求的相关性有所减弱	10
图表 9: 供给侧改革之后食品和非食品价格走势背离明显	10
图表 10: 猪肉消费占比长期保持稳定	11
图表 11: 猪肉价格与货币政策相关性不高	12
图表 12: 今年以来城镇新增就业同比持续为负	14
图表 13: 失业再就业及就业困难人员就业数下降	14

图表1: PPI 和 CPI 背离程度进一步加深



资料来源: Wind, 恒大研究院

1 CPI 触及警戒线, PPI 持续大幅通缩, CPI、PPI 出现罕见分化走势

9 月通胀数据的主要特点有:

1) 当前物价形势的关键不是通胀, 而是通缩! 9 月食品价格和非食品价格分化继续扩大, 猪肉价格上涨带动 CPI 升至 3% 警戒线, 非食品 CPI 继续下行, PPI 连续三个月通缩, 实际利率上升。“通胀在任何时候都是货币现象”, 当前货币金融环境整体稳健、局部偏紧, 显然不具备通胀的条件。猪价大涨是环保一刀切+非洲猪瘟导致的供给侧短缺, 工业品价格持续下跌反应的是需求侧低迷, 萧条, 通缩。与经济下行、货币金融环境是匹配的。因此, 当前物价形势的关键不是通胀, 而是通缩! 拿掉猪以后都是通缩。

猪肉价格问题不是货币政策导致的, 货币政策也解决不了。当前货币政策要针对总需求不足进行适当逆周期调节, 稳定就业。不能因为一头猪制约财政货币政策稳增长, 不能因为一头猪牺牲整个经济, 就业是最大的民生。10 月 14 日, 李克强指出要把稳增长和保持经济运行在合理区间放在更加突出的位置。

2) 超级猪周期带动 CPI 继续上升, 猪肉价格可能需要到明年下半年迎来转折点: 9 月 CPI 上涨的核心动力仍是猪肉。9 月猪肉环比大涨 19.7%, 带动同比涨幅扩大至 69.3%, 创 2007 年 9 月以来新高。猪粮价比已升至 16, 大幅刷新历史峰值。猪肉价格上涨带动牛肉、羊肉、鸡蛋等替代品价格环比分别上涨 6.8%、4.2% 和 7.7%, 涨幅较上月有所扩大。当前政府已出台多项政策稳定生猪生产, 但政策落地实施、能繁母猪到仔猪再到育肥等均需要时间, 因此预计到 2020 年下半年供需矛盾能够缓解, 届时猪肉价格可能迎来拐点向下。

本轮超级猪周期, 涨幅大、速度快, 四大原因: 环保禁养扩大化、规模化养殖策略、非洲猪瘟、内生猪周期。第一, 近年尤其是 2015 年以来, 环保政策对生猪养殖的影响凸显。各地纷纷制定了划定禁养区和区内污染养殖户搬迁计划, 层层加码扩大化, 一刀切。第二, 规模化养殖升级导致散户大量退出, 猪肉供给下降, 但仍未改变我国散户养殖占比较高、规模化养殖率不高的格局。第三, 非洲猪瘟导致大批生猪受到感染, 截至

2019年7月，全国共发生非洲猪瘟疫情143起，扑杀生猪116万余头。第四，非洲猪瘟前，上一轮猪周期中积累的过剩产能逐渐出清完毕，新一轮猪周期已经启动，猪肉价格存在内生上涨动力。

非食品CPI同比继续下滑0.1个百分点至1%。核心CPI同比稳定于1.5%，显示需求仍弱。

3) 通缩程度进一步加深。PPI同比跌1.2%，跌幅较上月扩大0.4个百分点，主要行业如煤炭、石油、黑色、化工等价格持续低迷。主因内外需不足，房地产融资收紧导致地产投资下行，基建受隐性债务控制和土地财政下滑而低迷，黑色、有色等价格下跌。中美贸易谈判尽管初步达成“第一阶段”协议，但后续仍具有很大不确定性，全球经济增速放缓，出口仍将下行。

4) CPI和PPI背离并非传导受阻，而是需求边际增速放缓背景下，供给因素对价格的影响力增强。由于构成不同，CPI更多反映食品价格波动，PPI反映非食品价格波动。CPI和PPI的背离实际上是食品价格和非食品价格的背离。深层次原因是高速增长阶段结束后，总需求边际增速下降，对价格的影响力下降。供给侧因素影响力上升。近年来，CPI和PPI有两轮大的背离，第一轮是2016-2017年，当时供给侧改革使非食品价格大幅上涨，带动PPI上行，而CPI则稳中有降。第二轮是当前CPI受猪肉供给收缩影响大幅上升，而PPI则因总需求不足而进入通缩。

5) 当前CPI上行，PPI通缩，二者出现罕见的分化走势。造成CPI上行的主要原因是猪肉供应偏紧导致价格上涨，是供给侧的问题，因此治理CPI应当通过增加供给，扩大进口，发放补贴，适当放松环保禁养等方式来解决。PPI下行的主要原因是总需求不足，因此要通过逆周期调节扩大有效需求，包括货币政策降息降准，财政政策减税降负，适当增加赤字率等方式来解决。当前货币政策关注的重点应该是防止总需求过快下滑影响宏观经济稳定，不能因为一头猪制约财政货币政策稳增长，不能因为一头猪牺牲整个国民经济。

从历史经验看，猪肉价格运行的主要逻辑是猪周期自身，货币政策对猪周期和猪肉价格通常难以起到明显作用，无需担心货币政策宽松导致的猪价上涨，解决猪价上涨不是货币政策的问题，而是猪周期的猪肉供给问题。人民银行自2006年-2008年2月一共加息8次，但猪肉价格在2006-2008年持续上涨，并未受到加息的影响，2008年金融危机爆发后，人民银行短期内降息5次，但猪肉价格则受到猪周期及猪肉疫病等因素影响持续下滑。货币政策操作与猪肉价格没有明显联系。

从数量和价格两个方面看，当前货币政策环境并不宽松，存在逆周期调节的空间。一是数量上，M2增速-实际GDP增速处于历史低位，货币金融结构性宽松，但信贷数据和货币供给量显示当前货币环境仍然稳健偏紧。二是从价格上看，2017年下半年以来，贷款加权利率-PPI增速的差持续上升，反映实体经济面临的实际利率不断攀升。整体来看，虽然今年5月和9月央行两次降准，但当前实体经济融资环境依然偏紧，民营企业、中小微企业和房地产企业融资难融资贵问题依然严峻。

今年以来工业企业盈利同比持续为负，就业压力有所上升。城镇新增就业人数累计持续负增长，就业人数较2018年下滑。城镇失业人员再就业人数2019年1-8月同比减少6.7%，就业困难人员就业人数同比减少4.2%。通过逆周期调节稳定过快下跌的PPI和企业盈利数据，防止失业人数过快上涨，是更有效的民生政策，绝非大水漫灌。尽管当前发生大规模失业的可能性较低，但也要在就业问题上做好应对，因为一旦失业人数过快上升，我们将要面对的，就不仅仅是吃不起猪肉的问题了。

6)在2018年底市场一片悲观之时,我们提出“经济2019年中企稳、市场否极泰来”(参见《否极泰来——2019年宏观展望》),随后经济在一季度暂时企稳。

6月份数据出来以后,市场一片“经济企稳”“企稳回升”“超预期”的声音,我们发布震撼全市场的报告《充分估计当前经济金融形势的严峻性——全面解读6月经济金融数据》,指出先行指标纷纷下滑,房地产融资收紧政策密集出台,经济金融结构正在趋于恶化。随后7月份经济金融数据全面回落。

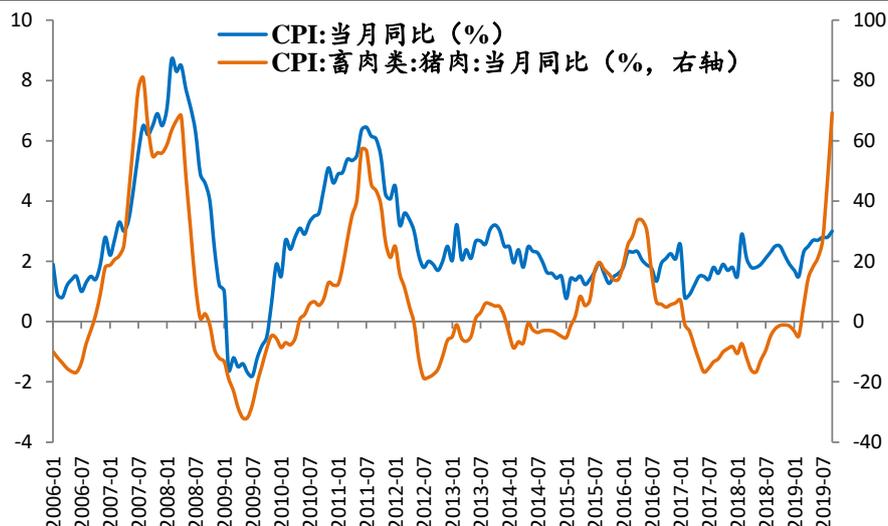
7月份数据公布以后,市场仍然沉浸在“降息降准就是大水漫灌”的错误认识中。我们再度前瞻性提出《该降息了!——全面解读7月经济金融数据》,并在此后发表《金融形势严峻,何时降息降准?——点评7月金融数据》、《全面解读降准对经济、股市、债市、房市影响及展望》等多篇报告,指出当前经济下行压力加大,全球降息潮,汇率破“7”,核心CPI保持稳定,PPI负增长通缩企业实际利率上升,表明货币宽松的空间已经打开。此后,8月17日央行通过LPR改革市场化降息,9月6日全面降准+定向降准。9月20日,新LPR报价降息,引导利率下行。

2 超级猪周期继续发力, CPI 升至 3%警戒位, 食品与非食品分化进一步加大

9月CPI同比上涨3%,较上月高0.2个百分点,自2014年以来首次升至警戒水平,创下近6年新高。猪肉价格仍是CPI上涨的核心动力。9月猪肉价格受超级猪周期继续发力带动大幅攀升,环比大涨19.7%,同比涨幅进一步扩大至69.3%,同比涨幅已超过2011年猪周期的峰值,创下2007年9月以来新高,并有望刷新猪肉价格同比的历史峰值。猪粮价比于9月底升至14.27,并在10月第一周继续升至16.0,已经大幅刷新历史峰值。当前超级猪周期仍在持续,各部门已经采取多项措施增加生猪养殖、加大猪肉进口、并投放储备猪肉稳定市场。但由于政策落地执行需要时间,生猪育肥也需要半年左右时间。当前能繁母猪和生猪存栏量大幅减少,完全恢复产能需从增加能繁母猪开始,能繁母猪到仔猪再到育肥需要的周期较长,预计到2020年下半年供需矛盾缓解,届时猪肉价格可能迎来拐点向下。

本轮超级猪周期,涨幅大、速度快,四大原因:环保禁养扩大化、规模化养殖策略、非洲猪瘟、内生猪周期。第一,近年尤其是2015年以来,环保政策对生猪养殖的影响凸显。各地纷纷制定了划定禁养区和区内污染养殖户搬迁计划,层层加码扩大化,一刀切。第二,规模化养殖升级导致散户大量退出,猪肉供给下降,但仍未改变我国散户养殖占比较高、规模化养殖率不高的格局。年出栏量小于100头的散养农户数从2007年的8100万户,下降至2017年的3700万户,降幅54%,而同期年出栏头数超过1000头的规模养殖场数量从4万增至8.2万,增幅达105%。但是,养殖500头以下的养殖户数占比仍高达99.4%,500头以上的养殖户数量占比0.6%,500头以上的出栏数量占全部出栏数不到50%(约49.1%)。第三,非洲猪瘟导致大批生猪受到感染,截至2019年7月,全国共发生非洲猪瘟疫情143起,扑杀生猪116万余头。第四,非洲猪瘟前,上一轮猪周期中积累的过剩产能逐渐出清完毕,新一轮猪周期已经启动,猪肉价格存在内生上涨动力。

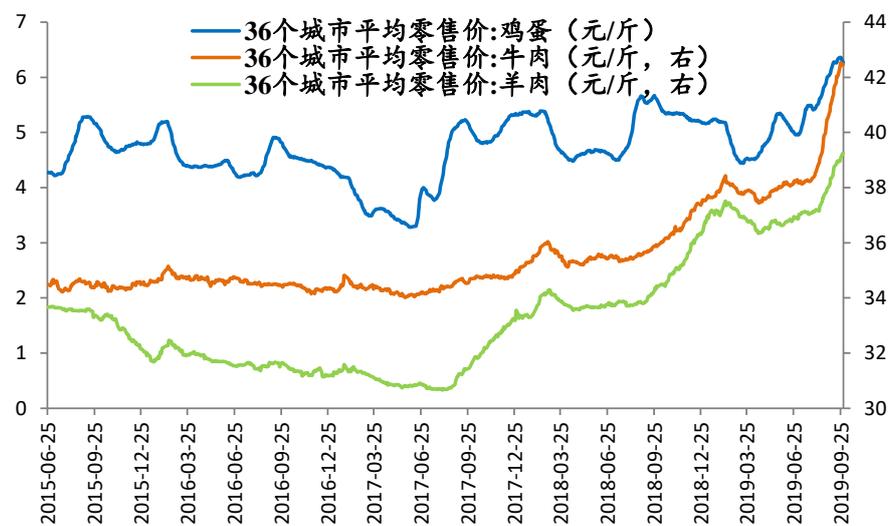
图表2: 超级猪周期持续发力带动CPI升至3%警戒水平



资料来源: Wind, 恒大研究院

猪肉供给短缺不仅带动自身价格上涨,也带动其他肉类,如牛肉、羊肉、鸡蛋等价格的上涨。本月牛肉、羊肉、鸡蛋环比分别上涨 6.8%、4.2% 和 7.7%,分别较上月扩大 2.4、2.2 和 1.8 个百分点,显示出猪肉价格上涨已经呈现与一定的外溢效果。后期要继续高度关注猪肉替代品的价格,及时增加供应保证价格稳定。应季水果、蔬菜大量上市,供应充足,带动水果蔬菜价格整体下降。9月鲜果和鲜菜价格环比分别下降 7.6%和 2.4%。

图表3: 超级猪周期持续发力带动 CPI 升至 3%警戒水平



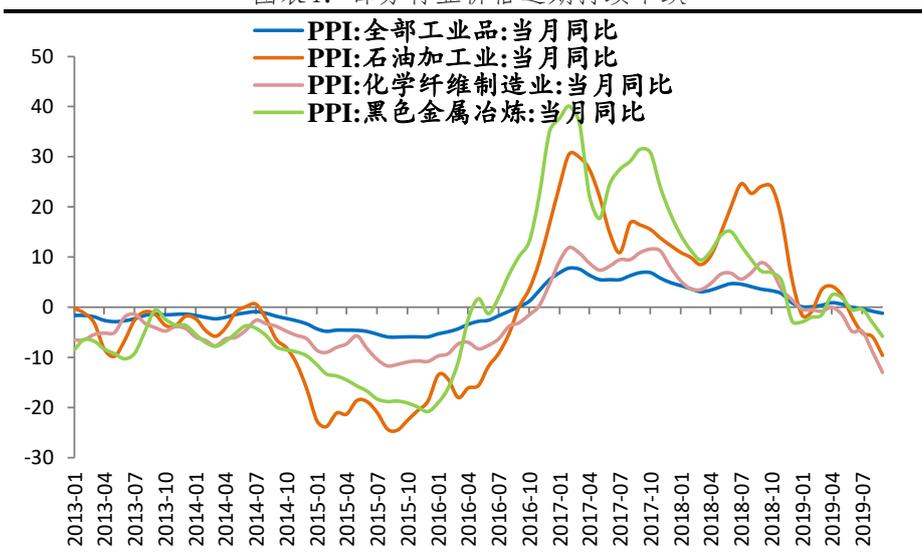
资料来源: Wind, 恒大研究院

9月非食品价格同比涨幅继续回落 0.1 个百分点至 1.0%，食品和非食品价格差异进一步拉大。核心 CPI 同比涨幅稳定于 1.5%。其中，国际原油价格受月中沙特阿美公司输油管道被炸影响一度大幅上涨超过 20%，但随后沙特恢复供应，油价回落，全月油价波动不大。但由于去年 9 月基数较高，导致 9 月交通燃料同比跌幅扩大 1.9 个百分点至 12.1%。从后期来看，尽管中美达成第一阶段协议，短期利好全球经济增长，但 2018 年以来中美贸易摩擦的总体态势是打打停停、形势总体升级、领域逐步扩大，从贸易摩擦持续升级至科技战、金融战、地缘政治战、舆论战等全方位博弈，且近期美欧间贸易冲突有所升级。因此，油价持续上涨动力仍不足。此外，暑期出游高峰已过，飞机票、旅行社收费和宾馆住宿价格分别下降 14.8%、6.0%和 1.5%。

3 PPI 同比连续三个月为负，通缩进一步加剧

9月PPI同比跌1.2%，跌幅较上月扩大0.4个百分点，继续创近3年新低。环比价格尽管上涨0.1%，但仍连续4个月弱于季节性。具体来看，环比转正主要因为食品加工业和有色金属业等价格涨幅扩大，但食品加工与猪肉价格相关，有色金属业主要受国际黄金、白银等商品价格上涨，其中银冶炼上涨8.0%，金冶炼上涨4.0%。其他影响PPI波动的核心行业如煤炭、石油、黑色、化工等，其价格仍较为低迷。反映当前经济下行压力仍然较大。其中，煤炭开采业环比下降0.2%；石油和天然气开采环比下降1.1%，黑色金属开采和冶炼环比分别下跌1.1%和1.3%。化纤制造业环比下降0.8%。

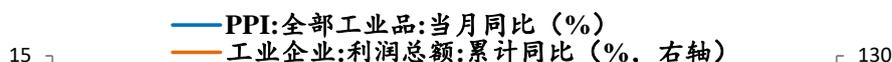
图表4：部分行业价格近期持续下跌



资料来源：Wind，恒大研究院

PPI持续下滑拖累企业盈利，恶化投资预期，进一步拖累经济，形成负反馈循环，需逆周期调节政策加以对冲。PPI持续为负将拖累企业盈利，1-8月工业企业利润同比增速-1.7%。今年以来企业利润增速持续为负，拖累制造业投资。同时，PPI的大幅下降将会显著推升企业实际利率水平，增加实体企业的融资成本和债务风险，因此需要逆周期调节加以对冲。

图表5：部分行业价格近期持续下跌



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_9600

