

中国 9 月通胀数据点评——

CPI 增速“破 3” 央行宽松政策观察期将延长

本期摘要：

统计局最新公布的数据显示我国 9 月同比来看，CPI 同比上涨 3.0%，PPI 下降 0.8%。据此，我们的观点是：

- 1、CPI 的上涨仍然主要受到食品价格上涨的影响，同时新涨价因素影响全面超过翘尾因素影响。食品烟酒价格同比增长 8.4% (7.3%)。其中以畜肉同比涨幅居前，高达 46.9% (30.9%)。鲜菜同比则出现进一步回落，同时，随着利奇马台风的影响消退，秋季水果逐步上市，鲜果同比增速也从前月回落。但鲜菜鲜果价格增速的回落仅能部分抵消蛋白类价格上涨。
- 2、PPI 增速继续呈现两级分化的势头。第一级在于非食品和食品类的分化，食品相关企业的相关价格与 CPI 食品板块保持一致，继续呈现上涨势头；非食品企业的相关价格则因内外需疲弱而存在不同程度的承压。第二级在于产业链上下游的分化，采掘类企业的相关价格仍然能维持增长，进一步挤压中下游企业的利润空间，但其增速已经开始受到来自中下游的拖累。
- 3、当前通胀的格局将令央行的宽松政策受到掣肘，因 PPI 与 CPI 出现明显的分叉是经济滞胀的前兆，央行不会贸然因“破 3”就转为紧缩，这会导致市场预期陷入混乱，不利于央行的预期管理。我们认为，央行大概率会进入一段比我们此前预期更长的静默观察期，首先通过精准调控的方式针对蛋白类食品价格采取措施；如果前述调控措施失效，CPI 持续一个季度“破 3”，央行才会出手，将稳增长的长期目标暂时搁置，转为解决近在眼前的通胀风险。央行的调控手段也存在优先级，新的利率机制正在形成，央行大概率会先引导 SLF 及 MLF 上行，收回一定流动性；在前述所有政策都失灵的情况下，才会考虑加息提准。此外，进一步宽松政策的出台或将等到 11 月底 12 月初，届时美联储及欧洲央行或将出现进一步宽松的动作，且叠加跨年流动性季节性紧张的影响，央行届时可能首先通过非常规操作等手段解决短期流动性紧张的问题，在极端情况下则会动用全面降息降准的手段。

蛋白类食品价格上涨成为通胀上行压力主要来源

中国 9 月 CPI 同比增长 3.0%(前月 2.8%，下同)，环比上涨 0.9% (0.7%)。剔除能源和食品的核心 CPI 增速同比录得 1.5% (1.5%)。

分项来看，食品烟酒价格同比增长 8.4% (7.3%)。其中以畜肉同比涨幅居前，高达 46.9% (30.9%)。其中猪肉价格同比增速高达 69.3% (46.7%)，带动牛肉、羊肉和禽肉价格在 9 月均达到两位数的同比增幅 (18.8%、15.9%和 14.7%)。同样作为蛋白类食品，水产品类和蛋类价格的增速也在加快，分别达到 2.9% (1.5%) 和 8.2% (3.6%)。在所有蛋白类食品中，仅奶类价格同比增速降至 1.1% (1.4%)。鲜菜同比则出现进一步回落，下降 11.8% (-0.8%)，随着利奇马台风的影响消退，秋季水果逐步上市，鲜果同比增速也从前月的 24.0%回到 7.0%。但鲜菜鲜果价格增速的回落仅能部分抵消蛋白类价格上涨。

非食品类价格同比上涨 1.0% (1.1%)。其中医疗保健、教育文娱、衣着、居住分项保持上涨，同比增速分别为 2.2% (2.3%)、1.7% (2.1%)、1.6% (1.6%)、0.7%(1.0%)。交通和通信分项受到燃料价格降幅扩大的影响，同比降幅扩大至-2.9%(-2.3%)。

根据我们在前月的分析，9 月将有三大因素驱动 CPI 上涨，包括：开学季及双节对猪肉价格造成的季节性拉涨，央行普遍降准和定向降准双管齐下对基础货币投放量形成提升，中美互征关税对终端价格中枢造成抬升。上述三大因素分别从短期、中期和长期

投资咨询业务资格：

证监许可【2012】669 号

宏观组：

研究员

尹丹

0755-23991697

yindan@citcifs.com

从业资格号 F0276368

投资咨询号 Z0011352

近期相关报告：

央行降准点评：内因外因共同作用
央行全面降准及定向降准齐发

2019-09-06

8 月全球制造业景气度观察：贸易摩擦阴云之下 全球制造业表现愈发黯淡

2019-09-04

中国人口结构趋势预测及其对宏观经济和相关政策的影响

2019-08-29

LPR 形成机制改革点评：短期产生“降息”效果 长期有利于提升货币政策有效性

2019-08-19

中国 7 月经济数据点评：趋势性及季节性并存 经济结构转型进行时

2019-08-14

中国 7 月社会融资数据点评：季节性效应退潮后 融资数据出现结构性调整

2019-08-13

中国 7 月通胀数据点评：CPI 及 PPI 增速剪刀差再度拉大 货币政策空间略受挤占

2019-08-09

7 月全球制造业景气度观察：全球经济下行风险持续，多国制造业仍陷萎缩泥潭

2019-08-02

作用于 CPI 增速，从 9 月实际情况来看，导致 CPI “破 3” 的主因在于生猪价格飙升并带动蛋白类食品价格出现不同程度的增速加快。

原材料价格下行压力从中下游开始向上游传导

9 月 PPI 同比下降 1.2% (-0.8%)，环比上升 0.1% (-0.1%)。从产业链来看，生产资料价格同比下降 2.0% (-1.3%)，其中采掘工业仍然是主要的上涨动力，但增幅进一步缩小至 0.6% (2.8%)，原材料工业和加工工业同比增速进一步下降，分别为 -4.8% (-3.5%) 和 -1.2% (0.8%)。生活资料同比增速扩大至 1.1% (0.7%)，其中食品、衣着和一般日用消费品仍然保持增长，同比增速分别为 3.3% (2.6%)、0.9% (0.9%) 和 0.8% (0.6%)，但耐用消费品同比下降 1.8% (-2.0%)

40 个统计的工业行业大类中，价格保持环比上涨的有 18 个，比前月增加 4 个；持平的有 11 个，比前月增加 2 个；下降的有 11 个，比前月减少 6 个。

从行业来看，主要行业中，降幅扩大的有石油和天然气开采业，下降 13.4%，比上月扩大 4.3 个百分点；石油、煤炭及其他燃料加工业，下降 9.6%，扩大 3.7 个百分点；黑色金属冶炼和压延加工业，下降 5.8%，扩大 2.7 个百分点；化学原料和化学制品制造业，下降 5.5%，扩大 0.9 个百分点。涨幅回落的有黑色金属矿采选业，上涨 15.7%，回落 6.0 个百分点；煤炭开采和洗选业，上涨 0.2%，回落 0.7 个百分点。涨幅扩大的有农副食品加工业，上涨 4.0%，扩大 1.2 个百分点；有色金属冶炼和压延加工业，上涨 1.0%，扩大 0.8 个百分点。

PPI 增速继续呈现两级分化的势头。第一级在于非食品和食品类的分化，食品相关企业的相关价格与 CPI 食品板块保持一致，继续呈现上涨势头；非食品企业的相关价格则因内外需疲弱而存在不同程度的承压。第二级在于产业链上下游的分化，采掘类企业的相关价格仍然能维持增长，进一步挤压中下游企业的利润空间，但其增速已经开始受到来自中下游的拖累。

货币政策宽松步伐将因“破 3”而有所放缓

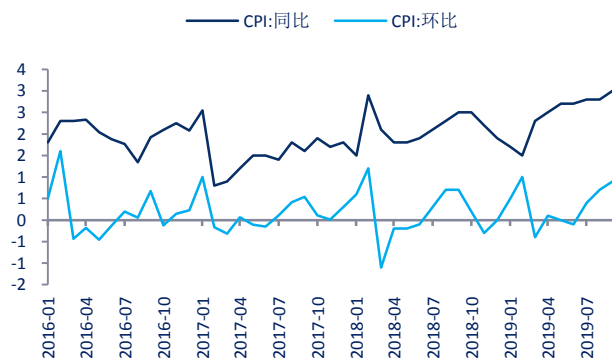
我们可以看到，9 月初一系列稳增长政策密集出台，货币政策方面，LPR 机制改革引导贷款利率存在中长期下行的趋势，而降准则为市场注入了额外流动性，财政政策也加以配合。但是当前通胀的格局将令央行的宽松政策受到掣肘：一方面，从央行过去近 20 年的做法来看，我们认为 CPI 增速 3% 很有可能是中国央行的一条容忍线，如果 CPI 出现“破 3”并持续上升的势头，央行通常会通过收紧货币政策加以抑制；另一方面，PPI 增速下滑，暗示企业的利润空间受到挤压，扩张意愿及扩张能力将持续降低。而 PPI 与 CPI 出现明显的分叉是经济滞胀的前兆，令央行的货币政策左右为难。

央行不会贸然因“破 3”就转为紧缩，这会导致市场预期陷入混乱，不利于央行的预期管理。我们认为，央行大概率会进入一段比我们此前预期(至 10 月底前)更长的静默观察期，首先通过精准调控的方式(例如通过财政手段鼓励养殖户补栏扩产)针对蛋白类食品价格采取措施；如果前述调控措施失效，CPI 持续一个季度“破 3”，央行才会出手，将稳增长的长期目标暂时搁置，转为解决近在眼前的通胀风险。央行的调控手段也存在优先级，新的利率机制正在形成，央行大概率会先引导 SLF 及 MLF 上行，收回一定流动性；在前述所有政策都失灵的情况下，才会考虑加息提准。

此外，进一步宽松政策的出台或将等到 11 月底 12 月初，届时美联储及欧洲央行或将出现进一步宽松的动作，且叠加跨年流动性季节性紧张的影响，央行届时可能首先通过非常规操作(定向降息降准、降低公开市场操作利率)等手段解决短期流动性紧张的问题，在极端情况下(经济硬着陆风险上升、全球金融市场出现系统性下行风险)则会动用全面降息降准的手段。

图1: CPI同比、环比表现

单位: %



资料来源: Wind 中信期货研究部

图2: 食品类、非食品类及核心CPI同比涨幅

单位: %

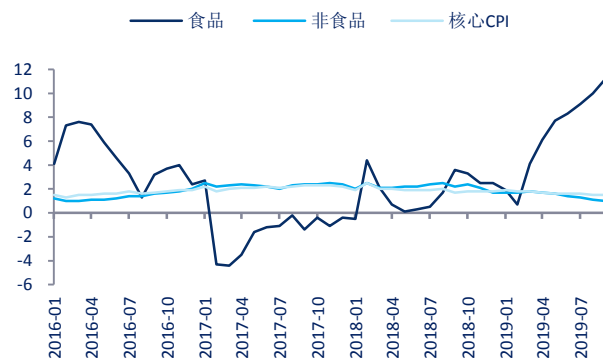
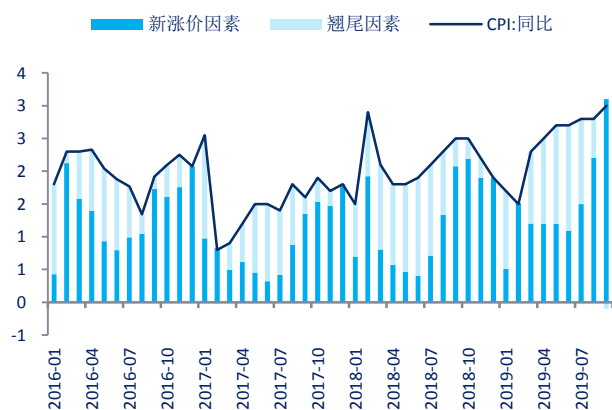


图3: CPI影响因素分析

单位: %



资料来源: Wind 中信期货研究部

图4: 对CPI拉动因素分析

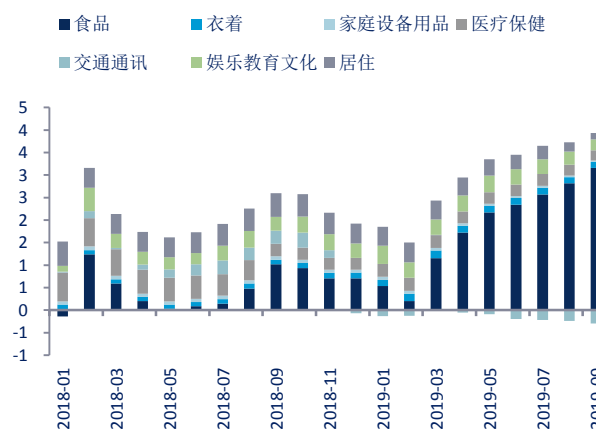
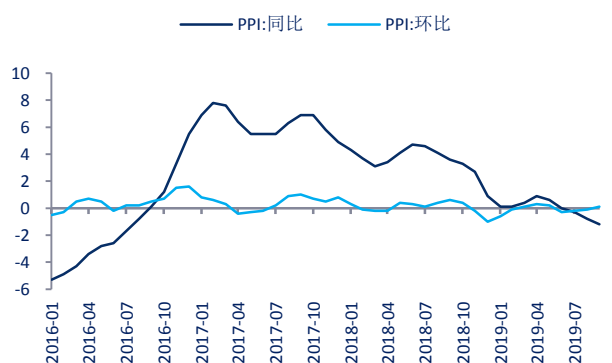


图5: PPI同比和环比涨幅

单位: %



资料来源: Wind 中信期货研究部

图6: 生产和生活资料价格同比涨幅

单位: %

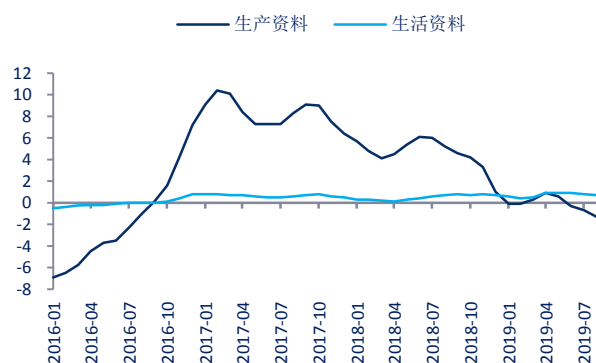
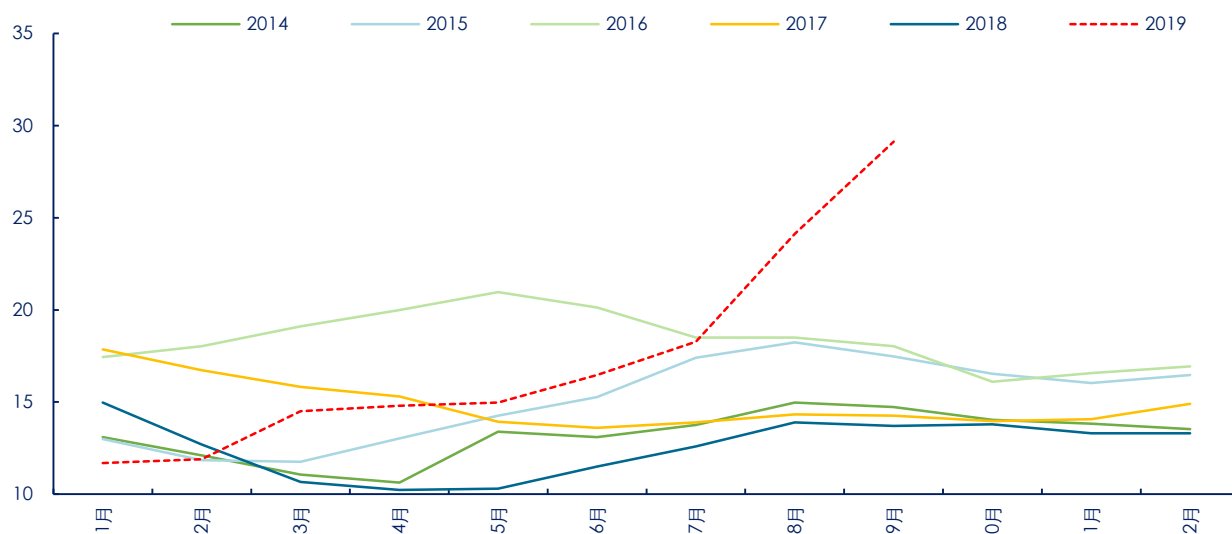


图7: 生猪平均价格季节性

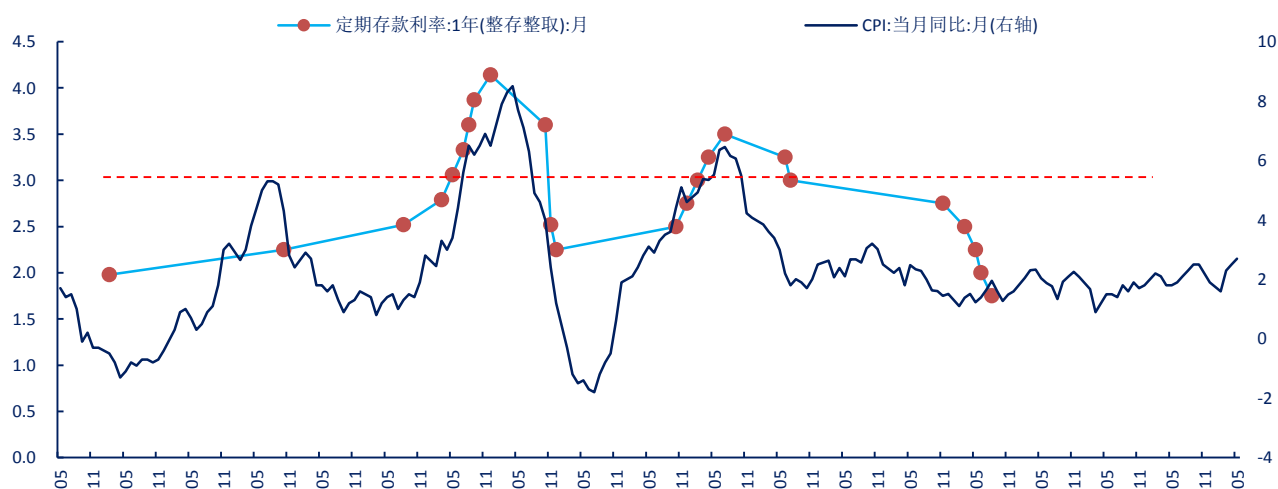
单位: 元/公斤



资料来源: Wind 中信期货研究部

图8: 央行政策容忍度蠡测

单位: %



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_9642

