

CPI 同比会破“3”吗？

主要结论：

- **CPI 同比会破“3”吗？我们认为：年末 CPI 同比可能阶段性升破 3.0%。**年初以来，在需求整体偏弱的情况下，猪肉价格超预期上涨推升 CPI，形成结构性通胀。8 月 CPI 当月同比升至 2.8%，其中猪肉价格分项同比升至 46.7%，并在 4 月以后连续保持两位数高增长，猪肉价格上升的主要原因是供给端收缩（非洲猪瘟，产能去化）。**未来看，我们认为 9 月 CPI 依然维持高位，且年末 CPI 可能阶段性升破 3.0%。**首先，猪肉价格仍在上涨。从高频数据观察，9 月猪肉价格环比上涨 25%，已高达 39.72 元/公斤，考虑到去年基数偏高，9 月 CPI 依然维持高位波动。其次，基数效应也将对四季度 CPI 形成向上推动。往后看，去年四季度基数较低，年末 CPI 可能阶段性破 3.0%。根据我们的测算，即使在猪肉、蔬菜、水果、燃料都没有超预期贡献，仅仅考虑 CPI 环比的季节性以及基数的情况下，12 月 CPI 同比将达到 3.2%，而与此对应的猪肉价格仅为 39 元（四季度猪肉价格应该要高于此值）。所以，4 季度 CPI 破 3 概率较大。
- **但我们认为 CPI 同比升破 3% 只是阶段性的，明年上半年可能会再度回落，并不会掣肘货币政策宽松空间。**原因有三点：**第一，猪价再难起飞。**CPI 升破 3.0% 大部分的贡献在于猪肉价格超预期，现阶段在市场机制和政策支持下，猪肉养殖已密集展开，预计明年 2 季度开始供给增多将导致猪价向下，届时猪肉价格大幅上涨可能性较低，猪油共振引起全面物价上涨概率也不大，布油已下行至 60 美元/桶。**第二，核心 CPI 和 PPI 依然处于低位，表明实际需求确实不好，难以出现需求端推升的全面通胀。**PPI、核心 CPI 与实际需求的相关性更高，年初以来，PPI 降至 -0.8%，核心 CPI 降至 1.5%，表明实际需求确实较弱。从核心 CPI 分项来看，无论是衣着、居住、生活用品、医疗、教育还是娱乐价格下跌趋势明显，说明剔除猪肉以后，消费者物价水平实际上是下降的。所以，CPI 上升并不能反映整体消费者价格水平和实际需求，它更反映的是由猪肉供给端的收缩导致的阶段性的、结构性的通胀。国内外需求整体依然较弱，难以出现全面物价上行。**第三，剔除猪后整体物价低位，将带来实际利率被动抬升，此时名义利率下降幅度不够，仍需要降息予以应对，CPI 同比破“3”这一现象可能并不会掣肘货币政策宽松。**数据上看，5 年期 AA+ 中票收益率由 5.7% 降至 4.0%，而 PPI 同比增速由 4.3% 降至 -0.8%，PPI 平减后实际利率由 1.4% 升至 4.8%，实际利率上升导致企业实际融资成本上升，仍需要降息予以应对，猪价上涨抬升 CPI 并不能掣肘货币政策宽松空间。
- **中观层面，10 月生产整体偏弱。**从需求来看，10 月以来 30 大中城市商品房日均销售面积同比大幅转负；10 月以来 100 大中城市土地成交面积同比跌幅扩大，土地成交总价同比由涨转跌；9 月乘用车汽车零售同比跌幅缩小。从生产来看，10 月以来六大发电集团日均煤耗同比涨幅扩大；全国高炉开工率均值同比跌幅扩大。从价格来看，10 月以来钢铁、水泥价格均值上升，有色金属、原油和煤炭价格均值下降，预计 10 月 PPI 环比为正，PPI 同比跌幅扩大；10 月以来猪肉价格均值涨幅缩小，蔬菜价格均值下跌、水果价格均值下跌，预计 CPI 环比依然为正，CPI 当月同比上升。
- **金融市场方面，资金价格下降，债券收益率分化，人民币兑美元升值，全球股市上涨，工业品价格分化。**货币市场方面，上周央行净回笼资金 1900 亿元，资金价格下降，资金面宽松。债券市场方面，到期收益率分化，期限利差上行，信用利差分化。外汇市场方面，人民币兑美元升值，美元指数下行，人民币即期交易量上升。股票市场和商品市场方面，全球股市上涨，黄金价格下跌，原油价格上涨，国内工业品价格分化。

风险提示：财政宽松力度不足、货币政策过紧、信用进一步收缩、房地产行业出现风险、中美贸易摩擦升温。

边泉水 分析师 SAC 执业编号：S1130516060001
bianquanshui@gjzq.com.cn

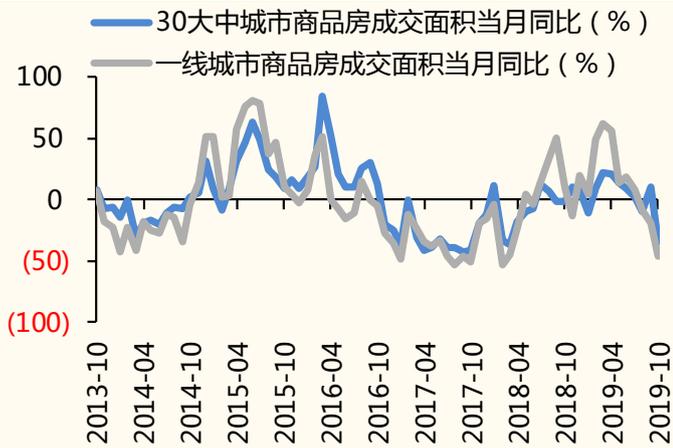
段小乐 联系人
(8621)61038260
duanxiaole@gjzq.com.cn

高翔 联系人
gaoxiang1@gjzq.com.cn

一、中观市场方面，10月生产整体偏弱

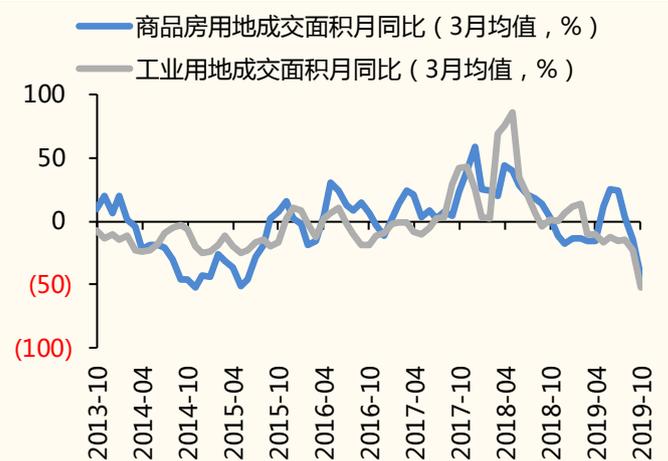
- 10月以来30大中城市商品房日均销售面积同比大幅转负。内部结构上，一线城市跌幅扩大，二、三线城市同比均由涨转跌。具体来看，30大中城市商品房日均销售面积同比为-26.9%（前值10.5%）。一线城市同比-38.0%（前值-19.1%）、二线城市同比-18.6%（前值16.5%），三线城市同比-33.6%（前值24.1%）。北京、上海商品房销售面积同比跌幅扩大，广州跌幅收窄，深圳同比下滑。
- 10月土地成交面积同比跌幅较大，土地成交总价同比由涨转跌；商品房用地成交面积同比跌幅扩大，工业用地成交面积同比跌幅扩大。从100大中城市土地成交情况上看，土地成交面积同比为-98.4%（前值-30.9%），土地成交总价同比为-99.7%（前值为13.8%）；从分项土地成交面积来看，商品房用地成交面积同比为-100.0%（前值-24.5%），工业用地成交面积同比为-97.2%（前值为-42.5%）。
- 9月汽车零售同比跌幅放缓。具体来看，截止9月30日，乘联会车市零售同比为-6.0%（前值-9.0%），乘联会车市批发同比为-7.0%（前值-7.0%）。

图表1：10月以来商品房日均销售面积同比大幅转负



来源：Wind 资讯，国金证券研究所

图表2：10月土地成交面积同比跌幅扩大



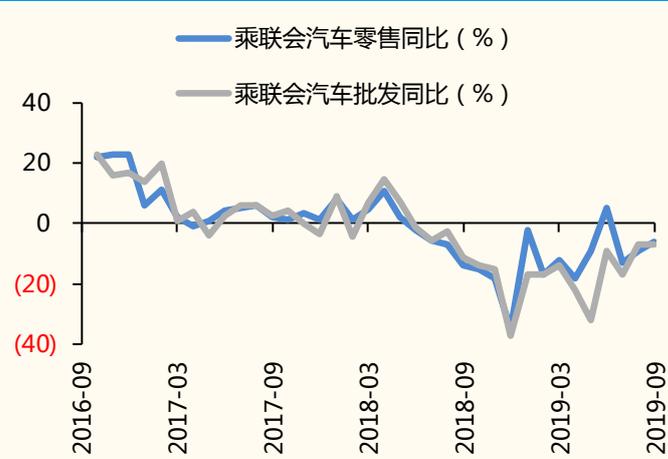
来源：Wind 资讯，国金证券研究所

图表3：10月商品房用地成交面积同比跌幅走扩



来源：Wind 资讯，国金证券研究所

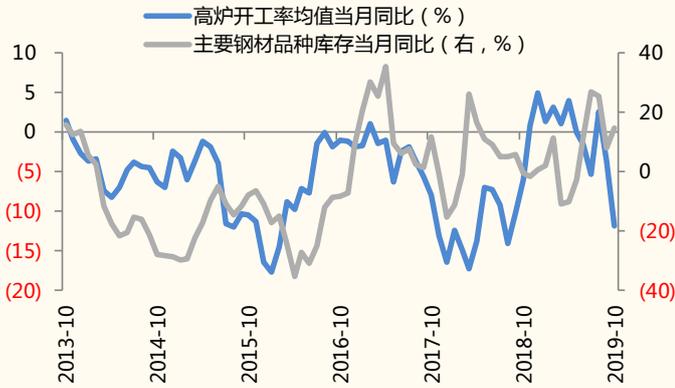
图表4：9月汽车零售同比跌幅缩小



来源：中国汽车工业协会，国金证券研究所

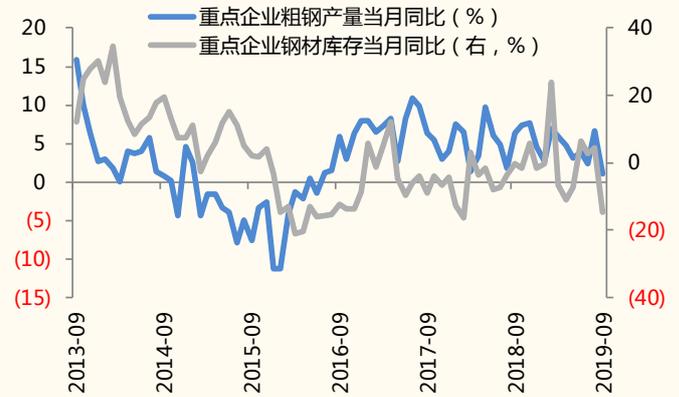
- 10月以来高炉开工率均值同比跌幅扩大，钢铁社会库存由涨转跌。具体来看，10月以来高炉开工率均值为60.3%，同比为-11.8%（前值-3.6%）。9月钢铁社会库存同比为-14.8%（前值8.2%）。
- 10月以来六大发电集团日均耗煤量当月同比涨幅扩大。具体来看，10月以来六大发电集团日均煤耗同比为19.6%（前值5.2%）。

图表5：10月以来高炉开工率同比跌幅扩大



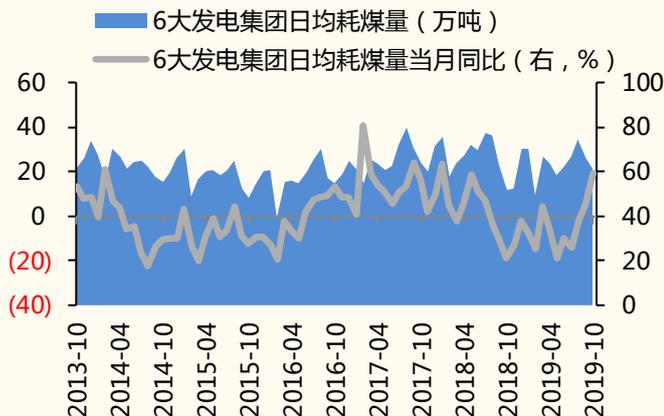
来源：中国钢铁工业协会，国金证券研究所

图表6：9月重点钢铁企业粗钢产量同比下行



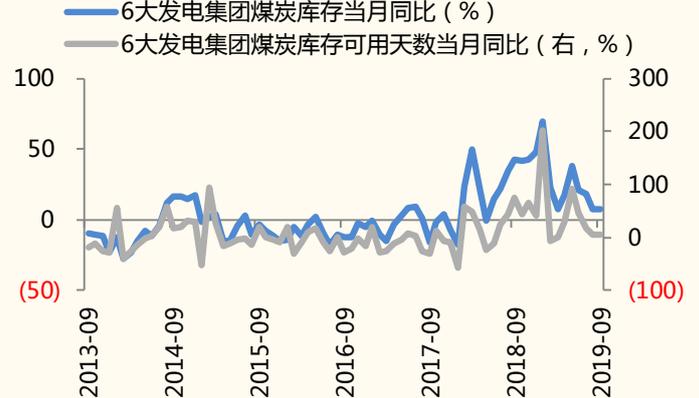
来源：中国钢铁工业协会，国金证券研究所

图表7：10月以来6大发电集团日均煤耗同比涨幅扩大



来源：Wind 资讯，国金证券研究所

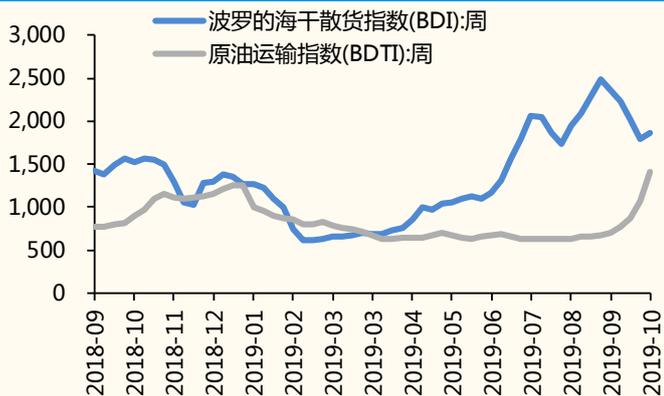
图表8：9月6大发电集团煤炭库存同比上行



来源：Wind 资讯，国金证券研究所

- 上周BDI、BDTI上升；CICFI、CCFI下降。
- 上周铁矿石日均疏港量下降，港口库存上升。上周焦炭港口库存、企业库存下降。

图表 9: 上周 BDI、BDTI 上升



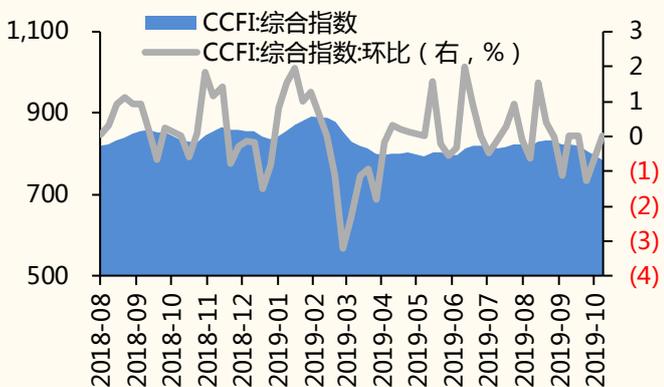
来源: Wind 资讯, 国金证券研究所

图表 10: 上周 CICFI 下降



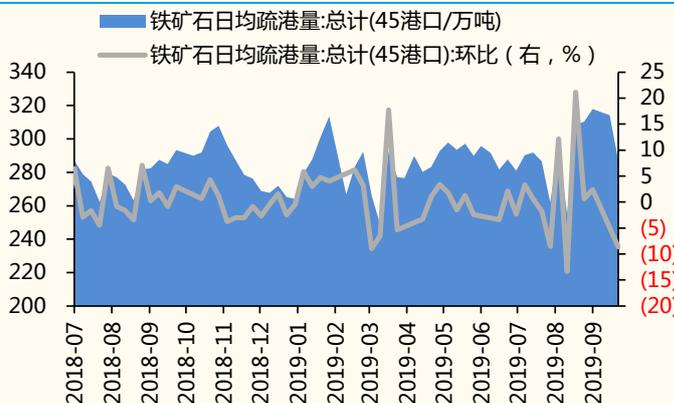
来源: Wind 资讯, 国金证券研究所

图表 11: 上周 CCFI 下降



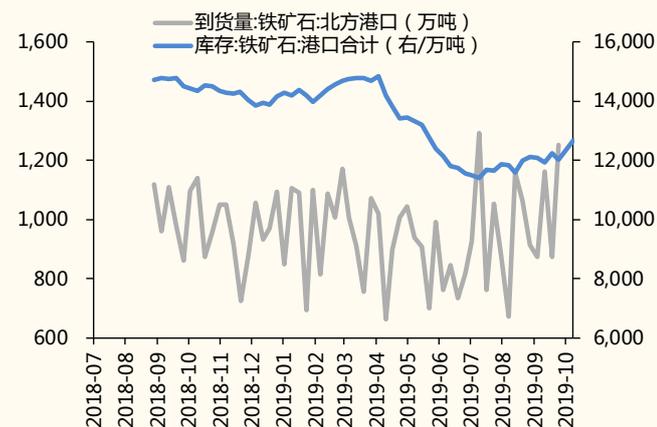
来源: Wind 资讯, 国金证券研究所

图表 12: 上周铁矿石日均疏港量下降



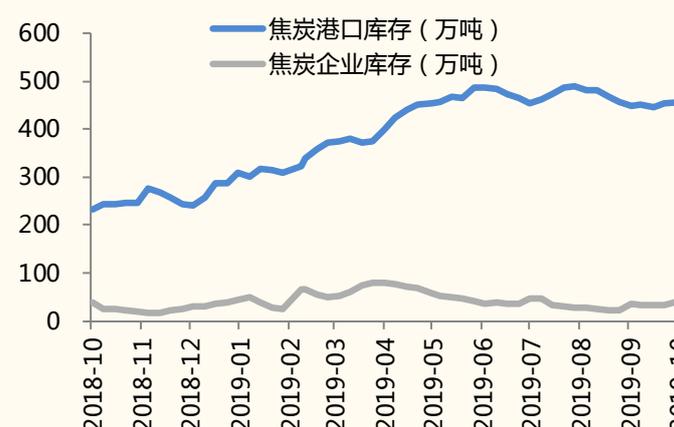
来源: Wind 资讯, 国金证券研究所

图表 13: 上周铁矿石港口库存上升



来源: Wind 资讯, 国金证券研究所

图表 14: 上周焦炭企业库存、港口库存下降

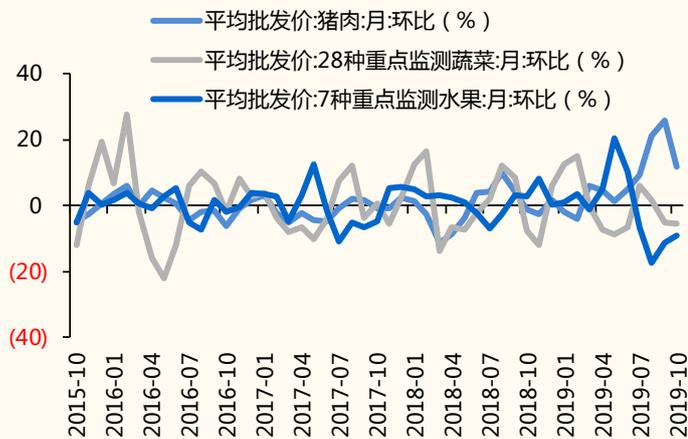


来源: Wind 资讯, 国金证券研究所

- 10 月以来猪肉价格均值涨幅缩小, 蔬菜价格均值下跌、水果价格均值下跌, 钢铁、水泥价格均值上升, 有色金属、原油和煤炭价格均值下降。农产品方面, 10 月以来猪肉价格均值涨幅缩小 (13.1%, 前值 25.7%), 蔬菜价格均值下跌 (-5.2%, 前值-5.0%), 水果价格均值下降 (-9.1%, 前值-11.2%); 工业品方

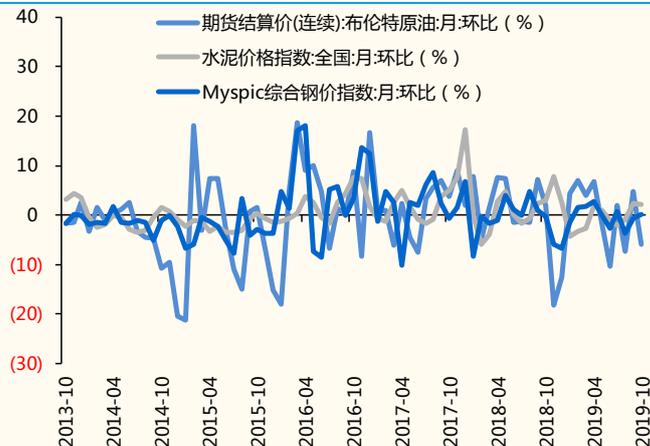
面，煤炭价格均值下降（-0.2%，前值-0.4%），原油价格均值下跌（-6.0%，前值 4.7%），水泥价格均值上涨（2.1%，前值 2.4%），钢铁价格均值上升（0.1%，前值-0.6%），有色金属价格均值下跌（-1.2%，前值 3.3%）。

图表 15：10 月以来猪肉价格均值涨幅缩小



来源：Wind 资讯，国金证券研究所

图表 16：10 月以来钢铁、水泥价格均值上升

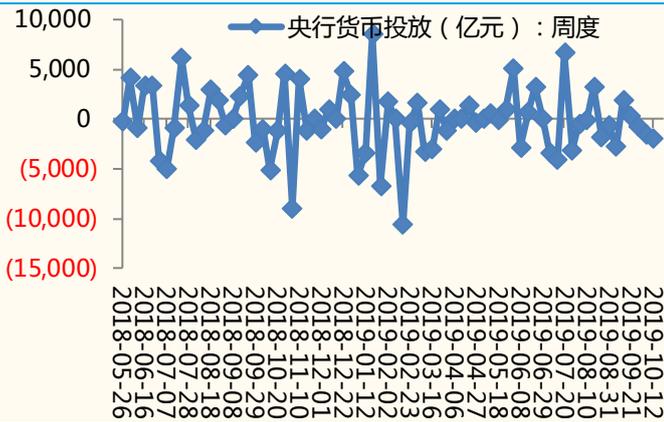


来源：Wind 资讯，国金证券研究所

二、金融市场方面，资金价格下降，债券收益率分化，人民币兑美元升值，全球股市上涨，工业品价格分化

- **货币市场方面，上周央行净回笼资金 1900 亿元，资金价格下降，资金面宽松。**从资金投放量来看，上周央行净回笼资金 1900 亿元，其中 14 天逆回购到期 1900 亿元，无续作。资金价格下降，资金面有所放松。具体来看，上周 R001 下行 83bp，R007 下行 44bp；DR001 下行 75bp，DR007 下行 51bp。R001-DR001 下行 8bp，R007-DR007 上行 7bp，表明银行资金金融出意愿下降，非银金融机构融资成本上升。
- **债券市场方面，到期收益率分化，期限利差上行，信用利差分化。**具体来看，1Y 国债到期收益率下行 1bp，1Y 国开债到期收益率持平前值；10Y 国债到期收益率上行 2bp，10Y 国开债到期收益率上行 3bp；1YAAA 企业债到期收益率持平前值、1YAA 企业债到期收益率下行 4bp、10YAAA 企业债到期收益率上行 4bp、10YAA 到期收益率上行 4bp。
- **外汇市场方面，人民币兑美元升值，美元指数下行，人民币即期交易量上升。**上周，在岸人民币兑美元汇率升值。美元指数下行，美元兑日元升值，美元兑欧元、英镑贬值。
- **股票市场和商品市场方面，全球股市上涨，黄金价格下跌，原油价格上涨，国内工业品价格分化。**国内股市方面，上证综指上涨 2.4%；创业板指上涨 2.4%。国外股市方面，道琼斯工业指数上涨 0.9%，纳斯达克指数上涨 0.9%，德国 DAX 上涨 4.2%。国内商品市场方面，螺纹钢价格下跌 1.8%，铁矿石价格上涨 0.4%，焦炭价格下跌 0.6%。国际大宗商品方面，COMEX 黄金价格下跌 1.1%；ICE 布油价格上涨 3.9%，LME 铜上涨 2.3%。

图表 17: 上周央行净回笼资金



来源: 中国人民银行, 国金证券研究所

图表 18: 10月以来央行净回笼资金



来源: 中国人民银行, 国金证券研究所

图表 19: 10/07-10/11 周国内货币市场利率变化情况

指标	周末值 (%)	周变动 (bp)	月变动 (bp)	年变动 (bp)
银行间质押式回购加权利率: 1天(R001)	1.92	(83)	(83)	(61)
银行间质押式回购加权利率: 7天(R007)	2.43	(44)	(44)	(70)
存款类机构质押式回购加权利率: 1天(DR001)	1.91	(75)	(75)	(57)
存款类机构质押式回购加权利率: 7天(DR007)	2.35	(51)	(51)	(69)
R001-DR001(bp)	1	(8)	(8)	(4)
R007-DR007 (bp)	9	7	7	(1)
SHIBOR:隔夜	1.91	(72)	(72)	(64)
SHIBOR:1周	2.56	(29)	(29)	(35)
7日年化收益率:余额宝	2.29	5	5	(32)
理财产品预期年收益率:人民币:全市场:3个月	3.85	(14)	(14)	(54)
票据直贴利率:6个月:长三角	2.99	0	5	(73)
温州指数:温州地区民间融资综合利率	15.92	23	23	77

来源: 中国货币网, 全国银行间同业拆借中心, Wind 资讯, 天弘基金管理有限公司, 温州市金融办, 国金证券研究所

图表 20: 10/07-10/11 周国内债券市场收益率变化情况

指标	周最高值 (%)	周最低值 (%)	周末值 (%)	周变动(bp)	月变动 (bp)	年变动 (bp)
债券到期收益率						
中债国债到期收益率:1年	3.16	2.55	2.56	(1)	(1)	(4)
中债国债到期收益率:10年	3.16	3.11	3.16	2	2	(7)
中债国开债到期收益率:1年	2.74	2.73	2.73	(0)	(0)	(2)
中债国开债到期收益率:10年	3.57	3.51	3.57	3	3	(8)
中债企业债到期收益率(AAA):1年	3.13	3.11	3.12	(0)	(0)	(47)
中债企业债到期收益率(AAA):10年	4.21	4.18	4.21	4	4	(12)
中债企业债到期收益率(AA):1年	3.45	3.40	3.40	(4)	(4)	(73)
中债企业债到期收益率(AA):10年	5.27	5.24	5.27	4	4	(15)
期限利差(10Y-1Y, bp)						
中债国债期限利差	60	54	60	2	2	(3)
中债国开债期限利差	84	77	84	3	3	(5)
中债企业债期限利差(AAA)	109	105	109	4	4	35
中债企业债期限利差(AA)	187	179	187	8	8	58
信用利差(企业债-国债, bp)						
中债企业债信用利差(AAA):1年	58	54	56	0	0	(42)
中债企业债信用利差(AAA):10年	107	105	105	2	2	(5)
中债企业债信用利差(AA):1年	90	84	84	(4)	(4)	(68)
中债企业债信用利差(AA):10年	213	211	211	2	2	(8)
国债期货						
CFETS 5年期国债期货	100	100	100	-0.1%	-0.1%	0.3%
CFETS 10年期国债期货	98	98	98	-0.2%	-0.2%	0.4%

来源: 中国债券信息网, 中国金融期货交易所, 国金证券研究所

图表 21: 10/07-10/11 周外汇市场变化情况

指标	周最高值	周最低值	周末值	周变动幅度	月变动幅度	年变动幅度
美元兑人民币 (CFETS)	7.15	7.09	7.10	-0.5%	-0.5%	3.4%
美元兑离岸人民币	7.17	7.07	7.09	-0.3%	-0.7%	3.2%
离岸-在岸汇率价差 (bp)	352	-206	-117	136	-147	-161
即期询价成交量: 美元兑人民币			276.2	138.1	9.4	-4.0
USDCNY: NDF 1年			7.16	-0.5%	-0.6%	3.8%
CFETS人民币汇率指数			91.53	0.0%	0.0%	-1.9%
巨潮人民币实际有效汇率指数	117.48	116.85	117.37	-0.5%	-0.5%	-1.2%
巨潮人民币名义有效汇率指数	111.88	111.28	111.78	0.2%	0.2%	-2.2%
欧元兑人民币 (CFETS)	7.85	7.81	7.82	0.1%	0.1%	-0.6%
100日元兑人民币 (CFETS)	6.67	6.57	6.58	-0.6%	-0.6%	5.9%
英镑兑人民币 (CFETS)	8.85	8.69	8.84	0.6%	0.6%	1.8%

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_9702



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn