



宏观研究报告

猪肉价格继续拉高消费物价 提防涨价预期升温

事件：2019 年 11 月 9 日，国家统计局发布了全国居民消费价格指数（CPI）和工业生产者出厂价格指数（PPI），2019 年 10 月 CPI 同比上涨 3.8%，涨幅比上月扩大 0.8%，环比上涨 0.9%，与上月持平；PPI 同比下降 1.6%，降幅比上月扩大 0.4 个百分点。环比上涨 0.1%，与上月持平。

主要观点

猪肉持续拉高消费物价涨幅。2019 年 10 月份，全国居民消费价格同比上涨 3.8%，其中食品价格上涨 15.5%，非食品价格上涨 0.9%。七大类价格中，食品烟酒类价格同比上涨 11.4%，影响 CPI 上涨约 3.37 个百分点，其中猪肉价格上涨 101.3%，影响 CPI 上涨约 2.43 个百分点，占 CPI 同比总涨幅的近三分之二。猪肉价格主升浪行情进行时；在猪肉供应大幅减少和猪肉价格攀升的影响下，禽肉消费需求增加，禽肉类价格上涨 17.3%，影响 CPI 上涨约 0.21 个百分点，禽链上的鸡蛋价格也有所上涨，本月同比上涨 12.3%，影响 CPI 上涨约 0.07 个百分点；水产品价格上涨 2.7%，影响 CPI 上涨约 0.05 个百分点，上涨幅度较小；粮食价格上涨 0.5%，影响 CPI 上涨约 0.01 个百分点，变化不大；供应量激增下鲜菜价格下降 10.2%，影响 CPI 下降约 0.27 个百分点；今年水果丰产影响下，鲜果价格下降 0.3%，影响 CPI 下降约 0.01 个百分点。食品中贡献主要物价上涨的依然是猪肉，而考察生猪存栏与能繁母猪存栏情况，农业农村部在 10 月 12 日公布的 400 个监测县生猪存栏信息显示，生猪存栏较去年同期减少 41.1%，较上月减少 3%，能繁母猪存栏较去年同期减少 38.9%，较上月减少 2.8%。另外，有消息指出，东北的猪瘟疫情有复发的状况。在这种局面下，猪肉价格持续高位运行甚至进一步上扬都是高概率事件，我们预期猪价在春节假期会进一步上涨，从而对 CPI 构成进一步上涨压力。其他几大类消费物价方面，医疗保健、教育文化和娱乐价格分别 2.1%和 1.9%，依然保持在较温和的上涨范围之内，衣着、生活用品及服务、居住价格分别上涨 1.2%、0.6%和 0.5%，涨幅温和；交通和通信价格下降 3.5%，主要的几个分项价格同比都在下降，其中交通工具用燃料当月同比下降 15.1%，原油去年同期处于 2016 年反弹以来高位因素影响，交通工具当月同比下降 1.4%，另外通信工具与通信服务同比下滑 3%和 0.6%。整体来看，我们仍然维持上个月物价数据点评报告中的观点，“考虑到当前疫情的蔓延范围及生猪存栏情况，猪肉价格有望在接下来持续保持在较高位置，并极有可能在接下来的时间里继续创新高，带动 CPI 持续处于高位”

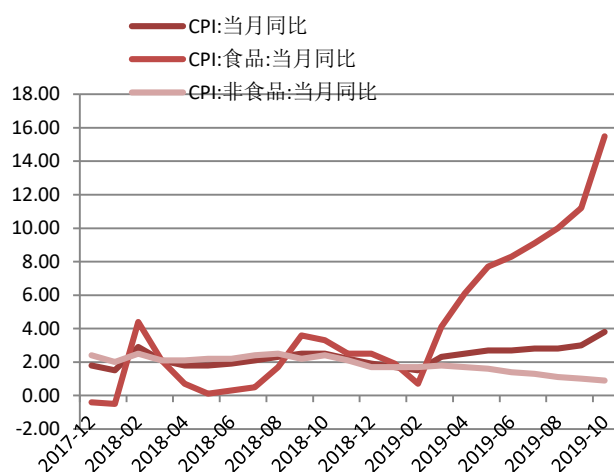
经济数据	单位	10 月	9 月
CPI	同比%	3.80	3.00
PPI	同比%	-1.60	-1.20
工业增加值	同比%	0.00	5.80
投资	同比%	0.00	5.40
消费	同比%	0.00	7.80
出口	同比%	-0.90	-3.20
进口	同比%	-6.40	-8.30
贸易顺差	亿美元	428.10	391.90
M2	同比%	0.00	8.40
M1	同比%	0.00	3.40
新增贷款	亿元	0	16,900
外汇占款	亿元	0.0	-10.4

工业品价格环比微涨，同比降幅扩大。10月份，全国工业生产者出厂价格同比下降1.6%，环比上涨0.1%；工业生产者购进价格同比下降2.1%，环比上涨0.2%。其中，生产资料价格下降2.6%，降幅扩大0.6个百分点；生活资料价格上涨1.4%，涨幅扩大0.3个百分点。主要行业中，降幅扩大的有石油和天然气开采业，下降17.9%，比上月扩大4.5个百分点，主要是因为去年同期原油价格处于高位；石油、煤炭及其他燃料加工业，下降12.0%，扩大2.4个百分点，主要石油及煤炭化工品价格今年跌幅均扩大；化学原料和化学制品制造业，下降6.2%，扩大0.7个百分点，这一点在PTA及塑料等商品期货的走势上可以看到；黑色金属冶炼和压延加工业，下降6.1%，扩大0.3个百分点，这一点在螺纹热卷主要黑色品种的走势上也可以看到。涨幅回落的有黑色金属矿采选业，上涨12.5%，回落3.2个百分点，铁矿石价格上涨的影响犹存；有色金属冶炼和压延加工业，上涨0.2%，回落0.8个百分点。煤炭开采和洗选业由涨转降，下降1.0%。10月份1.6%的同比降幅中，去年价格变动的翘尾影响约为-1.2个百分点，新涨价影响约为-0.4个百分点。关于工业品的四季度走势，市场上的分歧依然比较大，我们依然倾向于认为，工业品价格短期大幅回落的可能性并不大，除非政策在处理房地产问题时进一步加码打压。

应该怎样看待CPI与PPI的分化？在当下，有部分市场人士将物价压力单纯归结到猪肉或原油价格上涨上，认为除此以外的价格水平更多地会呈现下跌压力。我们认为这种看法是有一定偏颇的，单纯就猪价而言，连农业农村部专家都承认一点，行政去产能带来的影响更甚于猪瘟本身。如果孤立静止地理解构成物价指数的不同种类商品价格的波动，这一点就是我们之前系列文章中批判的形而上的思维方式，因为食品价格的波动与其他商品价格的波动都是既定生产方式下的经济表现形式，之前鲁爷那篇《养猪大王四十年》对于养殖行业行政去产能的历史进行过一些介绍，那么这种政策决策思路和政策执行要求难道不会贯穿在其他所有行业吗？难道这种所谓的政府与市场的关系（注意，我们对于许多传统提法都相当排斥，只不过为了阐述方便不得不引述）不会在价格指数中覆盖的制造业、服务业等中体现出来？事实上，正是在这种生产关系安排下，才会出现物价指数中CPI与PPI的分化以及CPI内部和PPI内部的分化。在这个背景下前瞻判断资产价格的走势，我们提醒投资者要注意通胀预期的进一步升温带来的风险。在10月15日的央行第三季度金融数据新闻发布会上，中国人民银行货币政策司司长孙国峰表示，从货币政策的角度来看，所有的指标都要重点关注。其中，涉及到国际民生方面，从国际上来看，关注最多的是CPI指标。另外，也要关注物价走势的动态变化，“这里面也涉及到预期的管理，当前我国并不存在持续通胀、

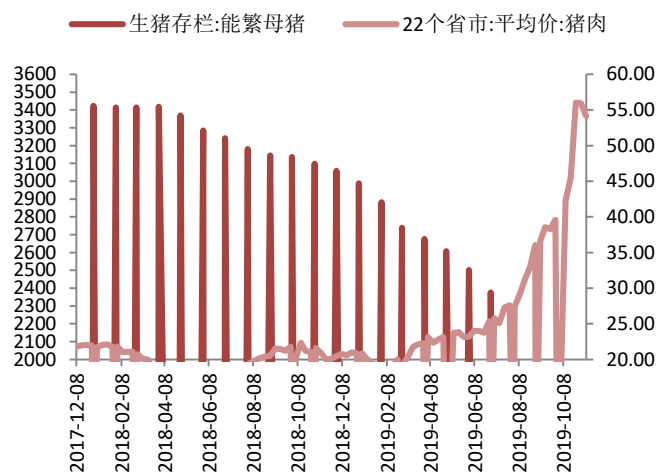
通缩的基础，当然也要防止通胀预期扩散，防治风险循环。降低融资成本更多的是通过改革的办法来降低”。由此可以清晰地看出，虽然货币主管机构官员认为目前持续通胀的基础并不存在，但是其也认为应该防止通胀预期扩散，也就是说，货币政策操作上会密切关注通胀预期的变化。如果未来CPI继续冲高超过4%，这会使得实际利率转负（居民购买的银行理财产品收益率也才4%左右的水平），这将会促进通胀预期的进一步升温，从而制约货币政策的空间，这一点对于股票市场与债券市场均是坏消息。

图 1： 食品项贡献主要消费者物价上涨



数据来源：Wind，鑫元基金整理

图 2： 能繁母猪数量持续减少猪价大幅攀升



数据来源：Wind，鑫元基金整理