宏观研究

猪肉连涨19个月后同比首次转负

——10月物价数据点评

宏观事件点评 2020年11月11日

报告摘要：

10月CPI同比上涨0.5%，核心CPI同比上升0.5%，PPI同比下降2.1%。

- **重要信息一，生猪存栏快速恢复，猪肉进入下降通道**

10月CPI低于市场预期主要原因在于猪肉价格环比大幅回落，带动CPI环比走低。根据农业部新闻，当前我国生猪存栏已恢复至2018年80%以上，农业部预计明年可恢复至往年正常水平。根据生猪存栏与猪肉价格关系，生猪存栏同比通常领先猪肉价格同比6个月，比值关系为1:5左右，根据当前生猪存栏测算，预计到明年二季度猪肉价格将大幅回落，带动CPI食品项走低。

- **重要信息二，利率债和核心通胀裂口继续走阔**

往年大多数时期利率债和核心通胀走势方向上基本一致，因为核心通胀反映商品和服务领域需求好坏，利率债反映融资领域需求好坏，二者在正常情况下走势一致。但今年5月以来这种联动关系被打破，利率债和核心通胀走势出现较大裂口。这很可能是需求端和生产端不匹配造成的，在疫情背景下中国生产端恢复快于需求端恢复，投资和出口修复快于消费修复。消费恢复较慢导致核心通胀被压低，实体企业融资需求旺盛导致无风险利率抬升。未来随着居民消费逐渐恢复，预计核心通胀有望抬升。

- **重要信息三，新冠疫苗研制提振股市，未来全球需求有望回暖**

11月9日，美国辉瑞公司公布了疫苗实验数据，该公司宣称按实验数据来看新冠疫苗可使感染率降低90%。尽管短期内疫苗普及仍需时间，但长期来看随着疫苗推出，明年原油价格中枢有望抬升，需求回暖，叠加全球流动性宽松，我们预计明年PPI有望明显上行。

- **未来展望：11月PPI和CPI裂口或继续收窄**

根据高频数据看，11月猪肉价格环比或继续下跌，拖累CPI食品项，预计11月CPI同比或跌至0区间甚至负区间。PPI方面，由于PPI通常滞后油价同比一个月左右，叠加11月PMI继续处于扩张阶段，预计11月PPI环比有望转正，PPI同比有望小幅回升。综合来看，11月PPI和CPI裂口或继续收窄。

- **风险提示**

生猪供应超预期，原油减产超预期、疫苗普及超预期等。

民生证券研究院

分析师：解运亮

执业证号：S0100519040001

电话：010-85127665

邮箱：xieyunliang@mszq.com

研究助理：顾洋恺

执业证号：S0100119110016

电话：010-85127665

邮箱：guyangkai@mszq.com

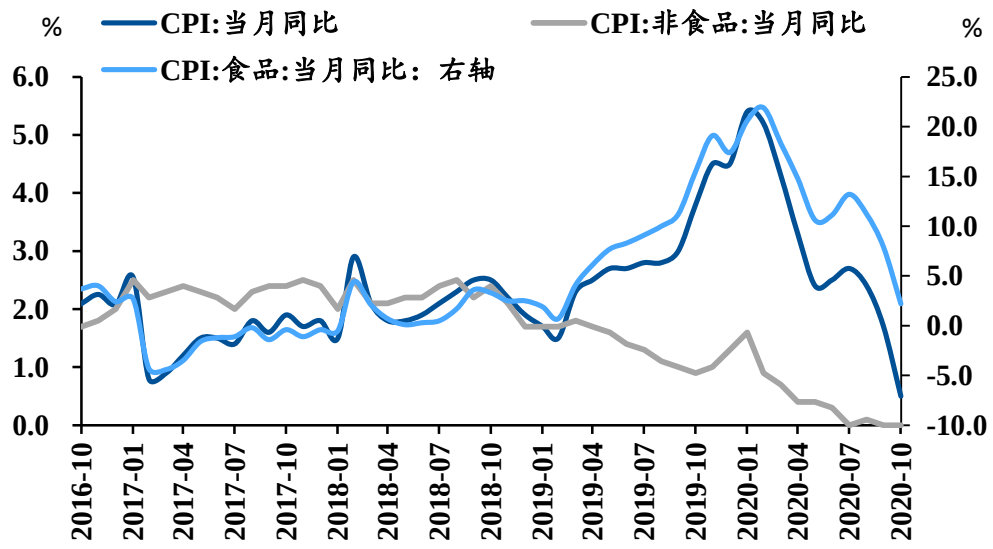
相关研究

一、数据表现：CPI 同比上涨 0.5%，PPI 同比下降 2.1%

（一）CPI 同比和环比均回落

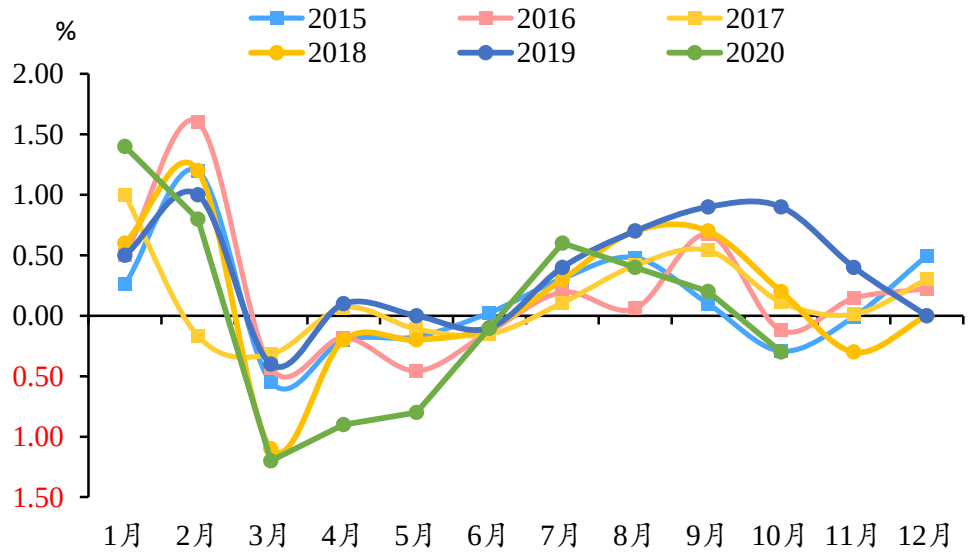
10 月 CPI 同比和环比均回落。2020 年 10 月份，全国居民消费价格同比上涨 0.5%。其中，城市上涨 0.5%，农村上涨 0.4%；食品价格上涨 2.2%，非食品价格持平；消费品价格上涨 0.6%，服务价格上涨 0.3%。1—10 月，全国居民消费价格比去年同期上涨 3.0%。10 月份，全国居民消费价格环比下降 0.3%。其中，城市下降 0.3%，农村下降 0.5%；食品价格下降 1.8%，非食品价格上涨 0.1%；消费品价格下降 0.6%，服务价格上涨 0.1%。

图 1：10 月 CPI 同比回落至 0.5%



资料来源：Wind，民生证券研究院

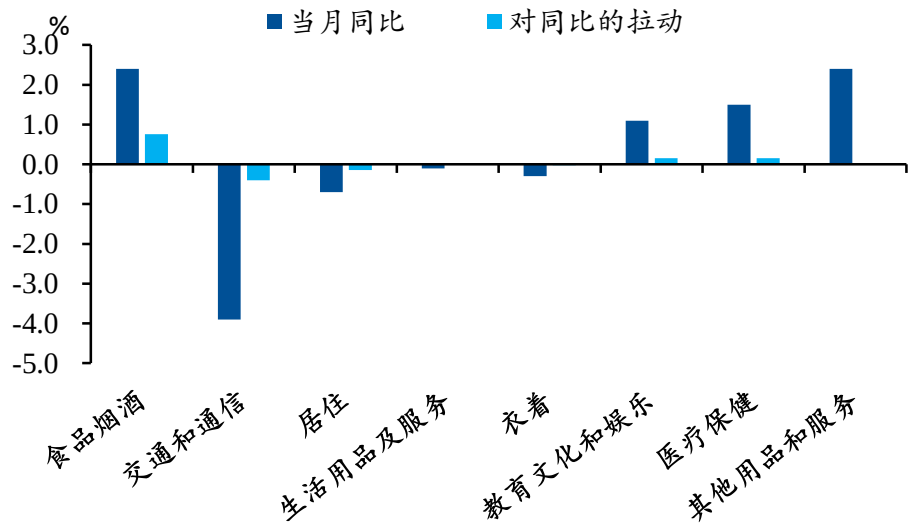
图 2：10 月 CPI 环比下降 0.3%



资料来源：Wind，民生证券研究院

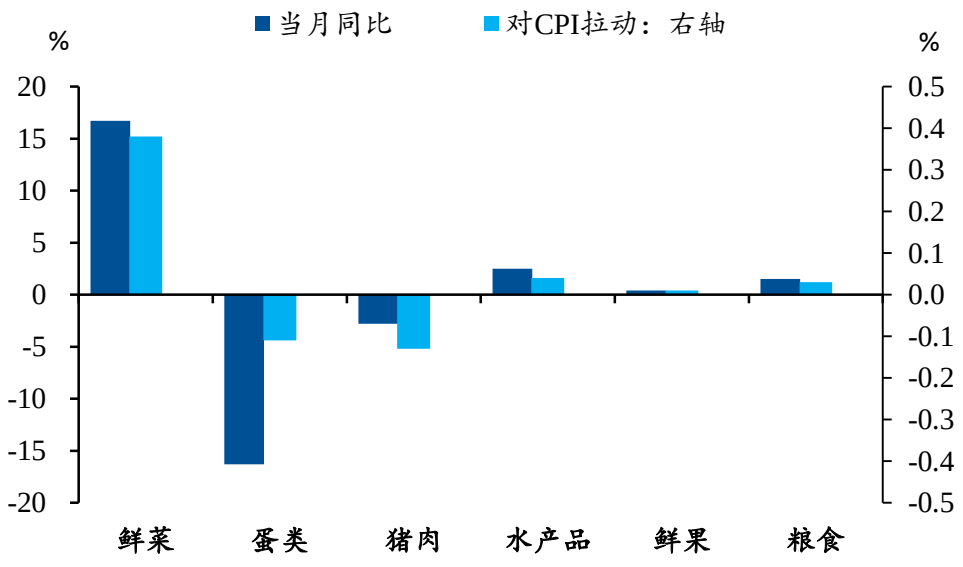
从大类同比看，食品烟酒上涨是 CPI 上涨的主要推动力：（1）10 月份，食品烟酒类价格同比上涨 2.4%，影响 CPI（居民消费价格指数）上涨约 0.76 个百分点。食品中，鲜菜价格上涨 16.7%，影响 CPI 上涨约 0.38 个百分点；水产品价格上涨 2.5%，影响 CPI 上涨约 0.04 个百分点；畜肉类价格上涨 2.0%，影响 CPI 上涨约 0.14 个百分点，其中猪肉价格下降 2.8%，影响 CPI 下降约 0.13 个百分点；粮食价格上涨 1.5%，影响 CPI 上涨约 0.03 个百分点；鲜果价格上涨 0.4%，影响 CPI 上涨约 0.01 个百分点；蛋类价格下降 16.3%，影响 CPI 下降约 0.11 个百分点。（2）其他七大类价格三涨四降。其中，其他用品和服务、医疗保健、教育文化和娱乐价格分别上涨 2.4%、1.5%和 1.1%；交通和通信、居住价格分别下降 3.9%和 0.7%，衣着、生活用品及服务价格分别下降 0.3%和 0.1%。

图 3：食品烟酒是拉动 CPI 同比上涨的根本原因



资料来源：Wind，民生证券研究院

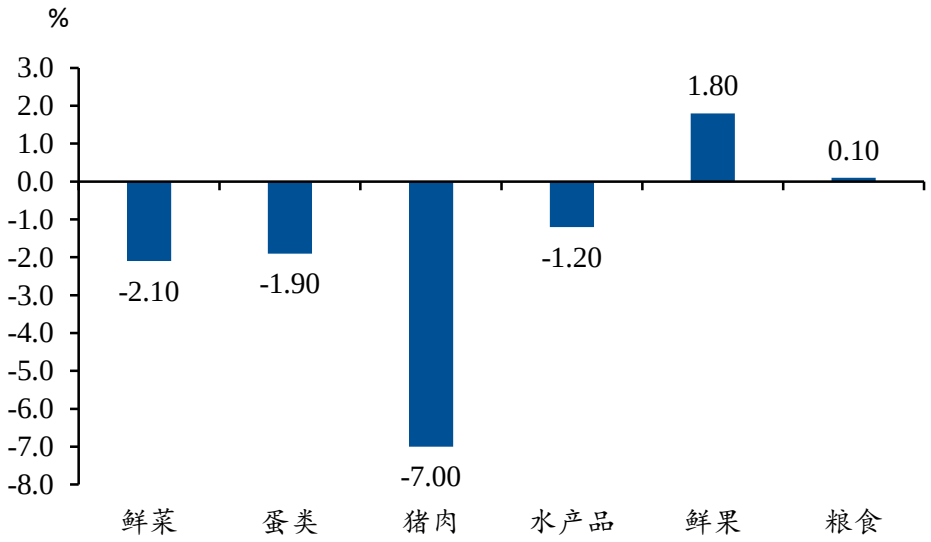
图 4：猪肉连涨 19 个月后同比首次转负



资料来源：Wind，民生证券研究院

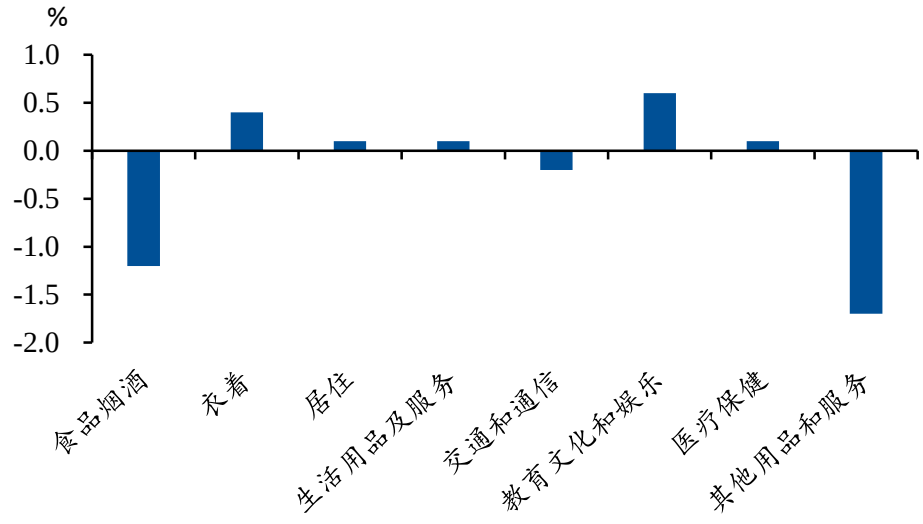
从大类环比看，猪肉下跌明显：（1）食品：10 月份，食品烟酒类价格环比下降 1.2%，影响 CPI 下降约 0.39 个百分点。食品中，畜肉类价格下降 4.5%，影响 CPI 下降约 0.34 个百分点，其中猪肉价格下降 7.0%，影响 CPI 下降约 0.34 个百分点；鲜菜价格下降 2.1%，影响 CPI 下降约 0.06 个百分点；蛋类价格下降 1.9%，影响 CPI 下降约 0.01 个百分点；水产品价格下降 1.2%，影响 CPI 下降约 0.02 个百分点；鲜果价格上涨 1.8%，影响 CPI 上涨约 0.03 个百分点。（2）非食品：其他七大类价格环比五涨两降。其中，教育文化和娱乐、衣着价格分别上涨 0.6%和 0.4%；居住、生活用品及服务、医疗保健价格均上涨 0.1%；其他用品和服务、交通和通信价格分别下降 1.7%和 0.2%。

图 5：食品类环比分项情况



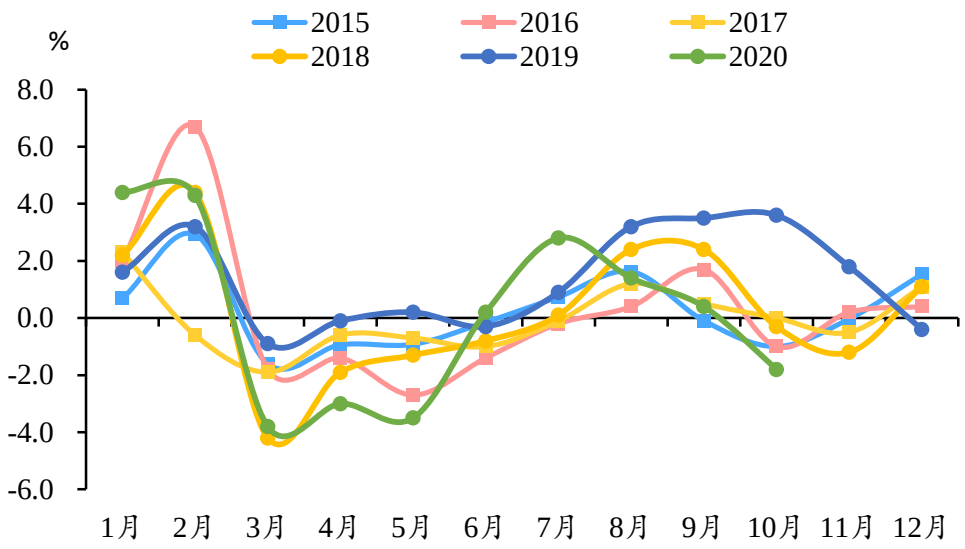
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 6： CPI 环比分项



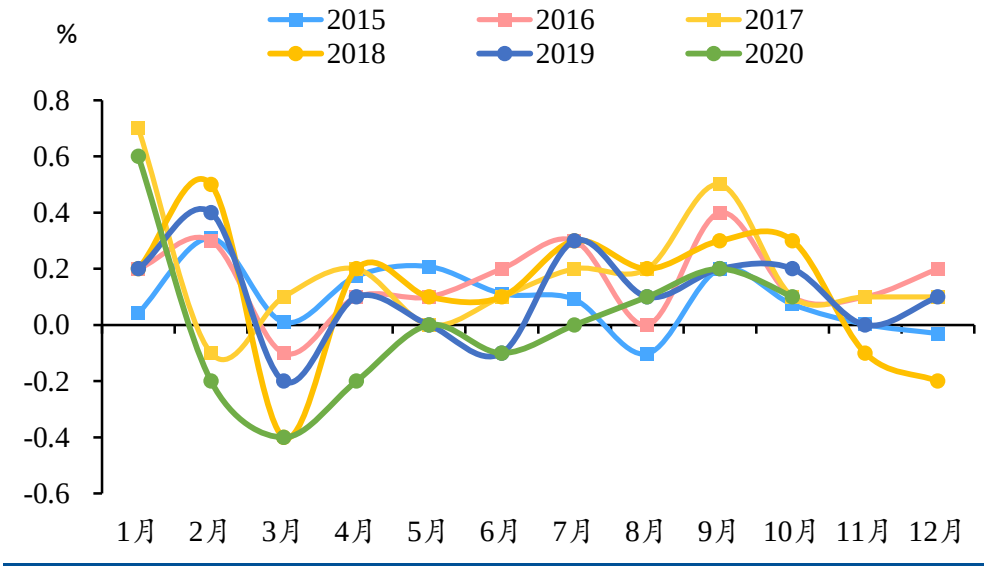
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 7：10 月 CPI 食品环比处于历史较低水平



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 8：10 月 CPI 非食品环比处于历史较低水平

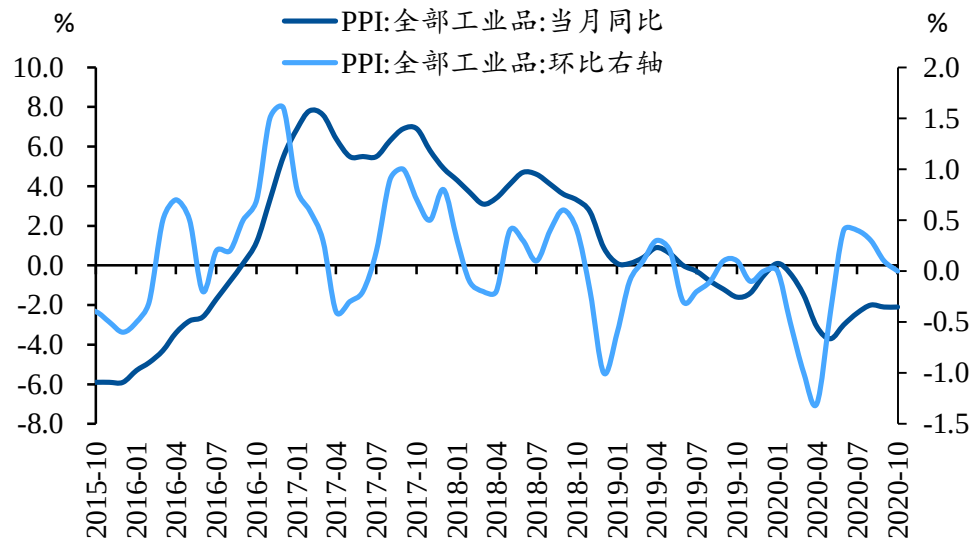


资料来源：Wind，民生证券研究院

（二）PPI 同比下降 2.1%

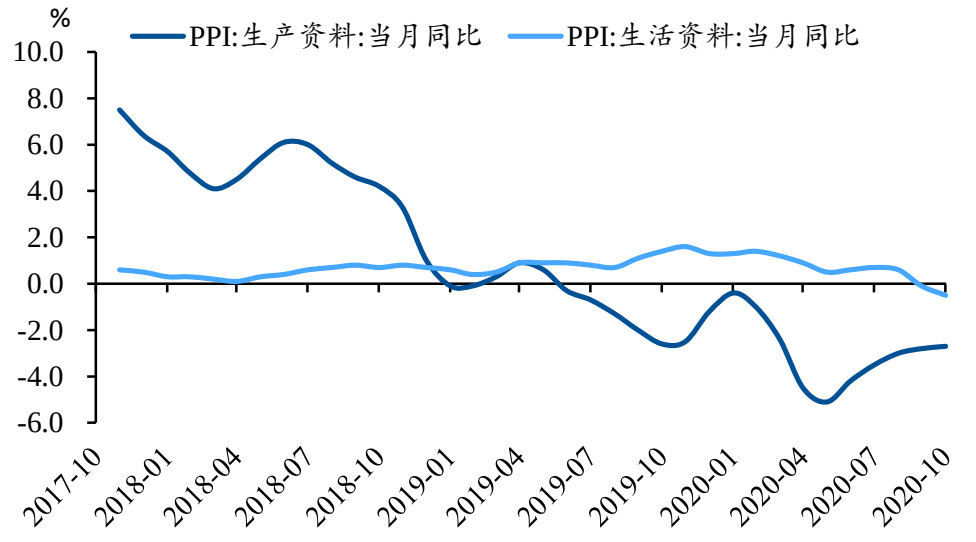
PPI 同比下降，环比持平。10 月份，全国工业生产者出厂价格同比下降 2.1%，环比持平；工业生产者购进价格同比下降 2.4%，环比上涨 0.2%。1—10 月平均，工业生产者出厂价格比去年同期下降 2.0%，工业生产者购进价格下降 2.6%。

图 9：10 月 PPI 环比增速有所回落



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 10：10 月生产资料同比增速有所回升



资料来源：Wind，民生证券研究院

从同比看： 工业生产者出厂价格中，生产资料价格下降 2.7%，降幅比上月收窄 0.1 个百分点，影响工业生产者出厂价格总水平下降约 1.97 个百分点。其中，采掘工业价格下降 5.1%，原材料工业价格下降 6.0%，加工工业价格下降 1.2%。生活资料价格下降 0.5%，降幅比上月扩大 0.4 个百分点，影响工业生产者出厂价格总水平下降约 0.14 个百分点。其中，食品价格上涨

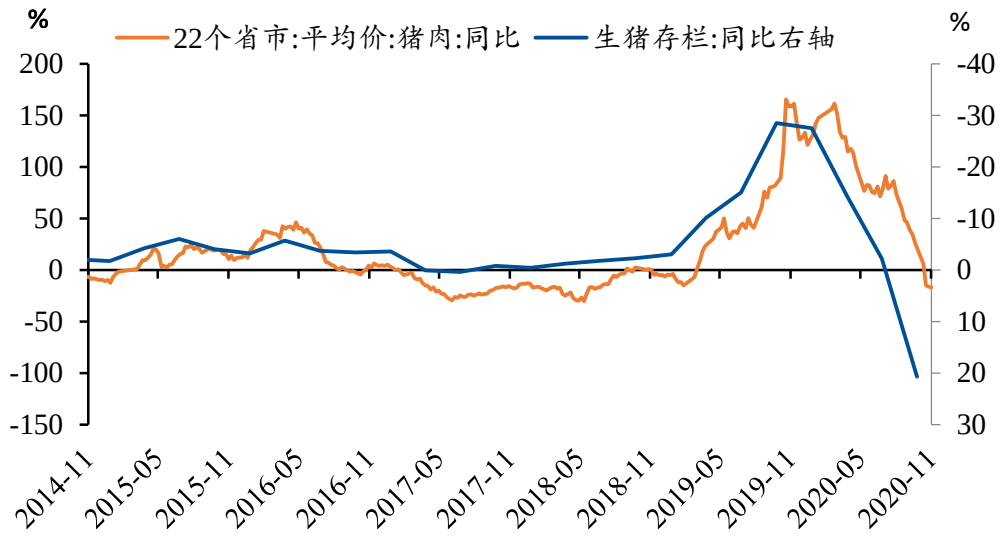
0.8%，衣着价格下降 1.7%，一般日用品价格下降 0.7%，耐用消费品价格下降 1.8%。工业生产者购进价格中，燃料动力类价格下降 9.9%，化工原料类价格下降 7.0%；有色金属材料及电线类价格上涨 3.0%，黑色金属材料类价格上涨 2.2%，农副产品类价格上涨 1.9%。

从环比看：工业生产者出厂价格中，生产资料价格上涨 0.1%，涨幅比上月回落 0.1 个百分点，影响工业生产者出厂价格总水平上涨约 0.06 个百分点。其中，采掘工业价格下降 0.1%，原材料工业价格上涨 0.2%，加工工业价格持平。生活资料价格下降 0.1%，降幅与上月相同，影响工业生产者出厂价格总水平下降约 0.03 个百分点。其中，食品价格下降 0.2%，衣着和一般日用品价格均下降 0.1%，耐用消费品价格持平。工业生产者购进价格中，化工原料类价格上涨 0.9%，建筑材料及非金属类价格上涨 0.8%，黑色金属材料类价格上涨 0.2%；燃料动力类价格下降 0.3%，有色金属材料及电线类价格下降 0.2%。

二、重要信息：猪肉价格进入下行通道，疫苗问世或带动全球需求回暖

重要信息一，生猪存栏快速恢复，猪肉进入下降通道。10 月 CPI 低于市场预期主要原因在于猪肉价格环比大幅回落，带动 CPI 环比走低。根据农业部新闻，当前我国生猪存栏已恢复至 2018 年 80%以上，农业部预计明年可恢复至往年正常水平。根据生猪存栏与猪肉价格关系，生猪存栏同比通常领先猪肉价格同比 6 个月，比值关系为 1:5 左右，根据当前生猪存栏测算，预计到明年二季度猪肉价格将大幅回落，带动 CPI 食品项走低。

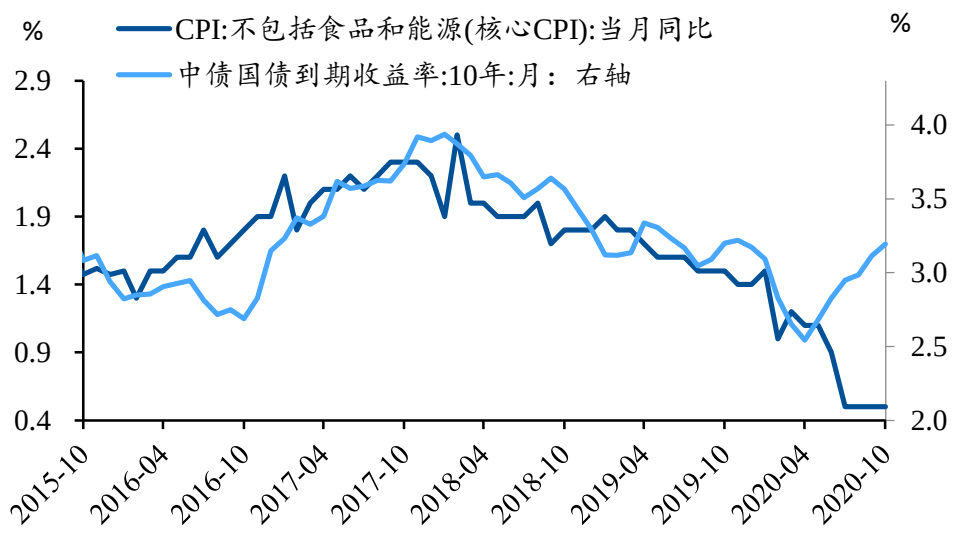
图 11：生猪存栏快速下降，未来猪肉或大幅下跌



资料来源：Wind，民生证券研究院

重要信息二，利率债和核心通胀裂口继续走阔。往年大多数时期利率债和核心通胀走势方向上基本一致，因为核心通胀反映商品和服务领域需求好坏，利率债反映融资领域需求好坏，二者在正常情况下走势一致。但今年 5 月以来这种联动关系被打破，利率债和核心通胀走势出现较大裂口。这很可能是需求端和生产端不匹配造成的，在疫情背景下中国生产端恢复快于需求端恢复，投资和出口修复快于消费修复。消费恢复较慢导致核心通胀被压低，实体企业融资需求旺盛导致无风险利率抬升。未来随着居民消费逐渐恢复，我们预计核心通胀有望抬升。

图 12：利率债和核心 CPI 裂口进一步走阔



资料来源：Wind，民生证券研究院

重要信息三，新冠疫苗研制提振股市，未来全球需求有望回暖。11 月 9 日，美国辉瑞公司公布了疫苗实验数据，该公司宣称按实验数据来看新冠疫苗可使感染率降低 90%。尽管短期内疫苗普及仍需时间，但长期来看随着疫苗推出，明年原油价格中枢有望抬升，需求回暖，叠加全球流动性宽松，我们预计明年 PPI 有望明显上行。

另外从库存周期来看，当前美国库存周期已处于底部，疫苗问世意味着一旦美国控制住疫情，美国或进入补库存周期，拉动全球需求回暖。受疫苗问世影响，原油价格暴涨 10%左右，其他大宗商品也有所上涨。

三、未来展望：11 月 PPI 和 CPI 裂口或继续收窄

11 月 PPI 和 CPI 裂口或继续收窄。根据高频数据看，11 月猪肉价格环比或继续下跌，拖累 CPI 食品项，预计 11 月 CPI 同比或跌至 0 区间甚至负区间。PPI 方面，由于 PPI 通常滞后油价同比一个月左右，叠加 11 月 PMI 继续处于扩张阶段，预计 11 月 PPI 环比有望转正，PPI 同比有望小幅回升。综合来看，11 月 PPI 和 CPI 裂口或继续收窄。

风险提示

生猪供应超预期，原油减产超预期、疫苗普及超预期等。

插图目录

图 1：10 月 CPI 同比回落至 0.5%.....2
图 2：10 月 CPI 环比下降 0.3%.....2
图 3：食品烟酒是拉动 CPI 同比上涨的根本原因.....3
图 4：猪肉连涨 19 个月后同比首次转负.....3
图 5：食品类环比分项情况.....4
图 6： CPI 环比分项.....4
图 7：10 月 CPI 食品环比处于历史较低水平.....5
图 8：10 月 CPI 非食品环比处于历史较低水平.....5
图 9：10 月 PPI 环比增速有所回落.....6
图 10：10 月生产资料同比增速有所回升.....6
图 11：生猪存栏快速下降，未来猪肉或大幅下跌.....8
图 12：利率债和核心 CPI 裂口进一步走阔.....9

分析师与研究助理简介

解运亮，民生证券首席宏观分析师，中国人民大学经济学博士。曾供职于中国人民银行货币政策司，从事宏观经济和货币政策监测分析工作，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题，曾获中国人民银行重点课题一等奖。作品见载于《新华文摘》、《人大复印报刊资料》、《华尔街见闻》等知名期刊媒体。

顾洋恺，民生证券研究院宏观组研究助理。对外经济贸易大学金融硕士。擅长货币流动性研究、大类资产配置和国际政治分析，系统学习过社会学、历史学、国际关系等专业，曾从事过宏观策略和信用评级等岗位，有七年大类资产投资经验，2019年加盟民生证券研究院。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005
上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122
深圳：广东省深圳市深南东路5016号京基一百大厦A座6701-01单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。