CPI 再超预期，结构性矛盾严峻

10 月 CPI 和 PPI 数据点评

核心结论

CPI和PPI走势继续背离。10月CPI同比上涨3.8%，PPI同比下降1.6%，两者走势背离加剧。目前CPI-PPI的增速差值已是2016年4月以来的最大值。

猪价上涨带动CPI再度超市场预期。食品CPI同比增长15.5%，为2008年7月以来的最快增速。猪肉价格同比增长101.3%，环比增长20.1%，是推动食品项价格上升的最重要因素。非食品CPI同比回落0.1个百分点至0.9%，为2016年3月以来的最低值。食品和非食品CPI走势继续分化，由于食品CPI的上行是因为猪肉供给的影响，因此难以向非食品项有效传导，非食品CPI的触底还需等待宏观经济的企稳回升。

PPI继续下行接近本轮低点。生产资料：同比下降2.6%，带动PPI下降1.95个百分点；生活资料：同比上涨1.4%，带动PPI上升0.36个百分点。其中能源开采、燃料加工及生产供应、黑色产业链改善，有色产业链承压，农副食品加工业受食品价格上涨影响涨幅较高。从翘尾因素上看，10-12月的影响分别是-1.2%、-1%、0%，这或许预示着只要国际原油价格没有出现黑天鹅式下跌，本轮PPI下行已接近底部区间。

价格分化反应出实体经济回暖仍需结构性刺激。CPI与PPI分化加剧，反映工业企业盈利压力大，下游涨价所带来的利润增加大部分都被留在了渠道和终端；PPI与PPIRM的增速差自2月份开始进入正区间，反映出中上游的利润率有所改善，但从幅度上来讲，仍处于一个较低的水平。因此，逆周期政策力度不应该减弱，但应防止大水漫灌，从增加需求的角度进行结构性宽松。

未来CPI仍有上行压力，PPI大概率企稳回升。10月CPI再超市场预期达到3.8%，猪肉价格的上涨仍是未来较长时间内的主旋律。虽然从我们追踪的高频数据来看，猪肉价格在11月初出现了小幅回调，但目前11月均价仍高于10月，而猪肉供给的恢复至少要等到明年下半年。从基数效应来看，原油价格对非食品CPI和PPI同比的拖累会在11月后减弱，我们预计年底CPI可能会进一步上升甚至“破4”，并在一季度春节前后达到高点。PPI则会在11月份有所企稳，但PPI的触底反弹仍需等到宏观经济开始上行后才能确认。

货币政策将以引导结构性宽松为主。从10年国债与CPI的角度看，两者差值已进入负区间，这将给货币政策进一步宽松带来压力；另一方面，由于非食品CPI持续回落，需要更宽松的环境来刺激需求。结构上的分化导致央行在货币政策上大概率延续稳健中性，同时需要更多的定向支持以及新的政策工具来应对，下调MLF基点以及未来对LPR下行的引导都将是不错的方式。

风险提示：猪肉价格大幅上涨，原油价格大幅上涨

分析师
邵泽来 S0800517070001
021-38584268
shaozelai@research.xbmail.com.cn
联系人
张育浩
zhangyuhao@research.xbmail.com.cn

相关研究

《9 月 CPI 和 PPI 数据点评--CPI 略超预期触 3%，四季度或继续上行》

《10 月第 2 周重点物价跟踪--食品类物价小幅回升，非食品类物价互有涨跌》

《宏观周报*9 月第 4 周重点物价跟踪--食品类物价小幅回落，非食品类物价涨跌互现》

《8 月 CPI 和 PPI 数据点评--食品价格带动 CPI 上行，PPI 仍有下行压力》

索引

内容目录

CPI 和 PPI 走势继续背离 3
猪价上涨带动 CPI 再度超市场预期 3
PPI 继续下行接近本轮低点 4
价格分化反应出实体经济回暖仍需结构性刺激 4
未来 CPI 仍有上行压力，PPI 大概率企稳回升 5
货币政策将以引导结构性宽松为主 5
高频数据跟踪 6

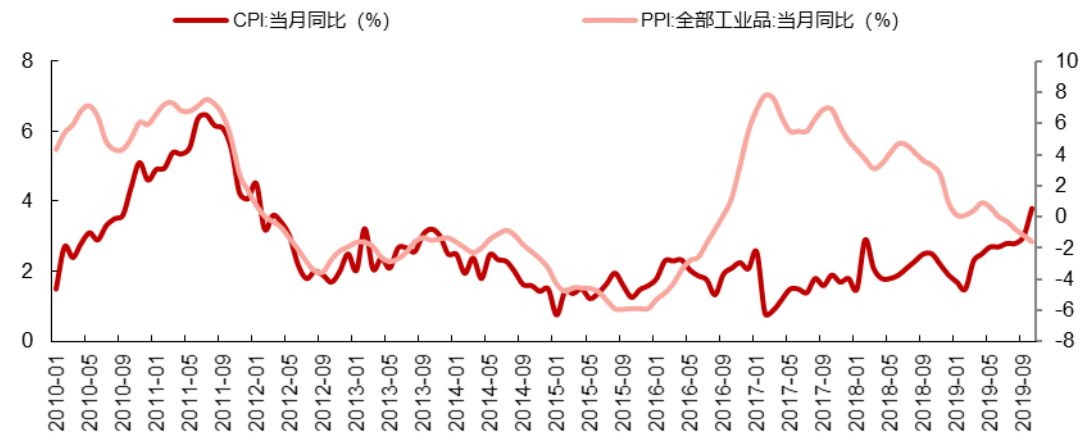
图表目录

图 1：CPI 和 PPI 走势继续背离 3
图 2：食品价格上涨难以向非食品有效传导 3
图 3：猪肉价格维持高增速带动 CPI 上行 3
图 4：10 月 PPI 继续下行接近本轮低点 4
图 5：翘尾因素回升或预示本轮 PPI 低点 4
图 6：CPI 与 PPI 裂口继续扩大 4
图 7：PPI 与 PPIRM 的增速差略有回暖 4
图 8：10 年国债收益率与 CPI 差值迈入负区间 5
图 9：非食品 CPI 持续下行 5
图 10：食品类物价涨势回落 6
图 11：小麦价格反弹（期货结算价，元/吨） 6
图 12：玉米价格有所回暖（期货结算价，元/吨） 6
图 13：食用油价格持续上行（现货平均价，元/吨） 6
图 14：猪价涨势小幅回落（批发价，元/公斤） 7
图 15：禽肉、蛋类价格高位回调（批发价，元/公斤） 7
图 16：鲜菜、鲜果价格有企稳迹象（批发价，元/公斤） 7
图 17：主要水产品价格小幅下降（批发价，元/公斤） 8
图 18：能源燃料类价格出现下调（市场价，元/吨） 8
图 19：黄金价格小幅震荡（元/克） 8
图 20：中药、家纺价格基本持平 8
图 21：重点监测物价明细 9

CPI和PPI走势继续背离

10 月 CPI 同比上涨 3.8%，PPI 同比下降 1.6%，两者走势背离加剧。目前 CPI-PPI 的增速差值已是 2016 年 4 月以来的最大值。

图 1：CPI 和 PPI 走势继续背离



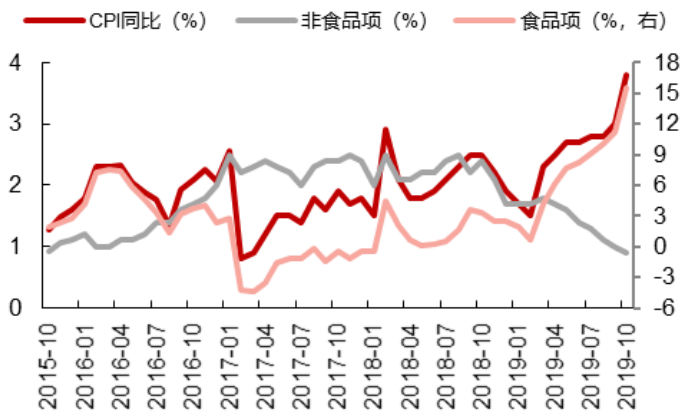
资料来源：Wind，西部证券研发中心

猪价上涨带动CPI再度超市场预期

食品 CPI 涨幅继续扩大。食品项同比增长 15.5%，为 2008 年 7 月以来的最快增速，环比增长 3.6%，较上月增加 0.1 个百分点。猪肉价格同比增长 101.3%，环比增长 20.1%，猪价在 10 月份再度超预期上涨，是推动食品项价格上升的最重要因素；禽肉、牛肉、羊肉等猪肉的替代品同时由于天气转凉消费需求增加，同比分别上涨 17.3%、20.4%、16.1%，增速不断创新高；鲜果、鲜菜价格同比分别下跌 0.3%和 10.2%，对 CPI 造成一定的拖累。

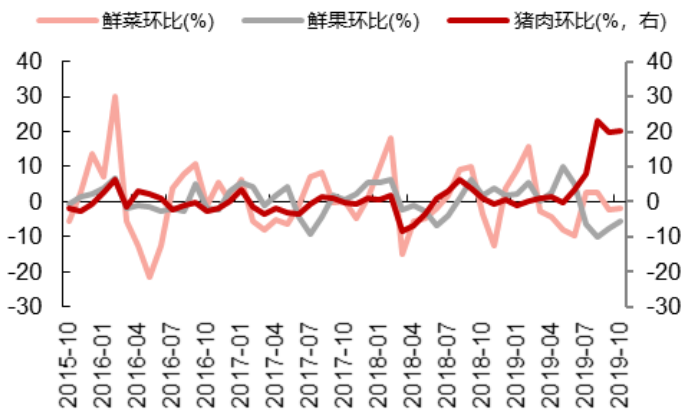
非食品 CPI 继续回落，反应实体经济需求不振。10 月非食品项同比回落 0.1 个百分点至 0.9%，为 2016 年 3 月以来的最低值，也是连续第七个月同比走弱，环比增长 0.2%与上个月持平。其中，受服装消费换季影响，服装价格环比上涨 0.4%；在国庆黄金周的带动下，旅游价格同比增长 1.2%；交通工具用燃料价格受国际油价和发改委调价影响同比下降 15.1%。食品和非食品 CPI 走势继续分化，由于食品 CPI 的上行是因为猪肉供给的影响，因此难以向非食品项有效传导，非食品 CPI 的触底还需等待宏观经济的企稳回升。

图 2：食品价格上涨难以向非食品有效传导



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 3：猪肉价格维持高增速带动 CPI 上行

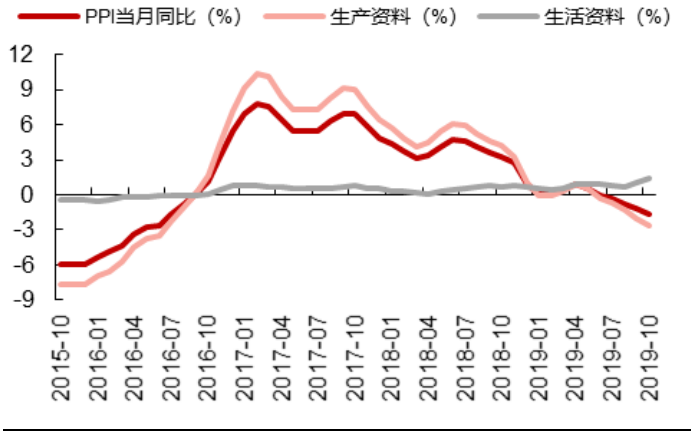


资料来源：Wind，西部证券研发中心

PPI继续下行接近本轮低点

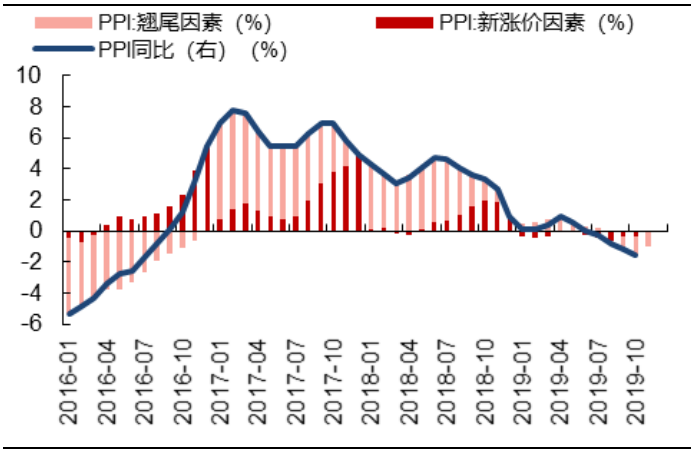
PPI 下行，制造业景气度较差，但已接近本轮低点。生产资料：同比下降 2.6%，带动 PPI 下降 1.95 个百分点；环比持平，与上月相同。生活资料：同比上涨 1.4%，带动 PPI 上升 0.36 个百分点；环比上涨 0.3%，涨幅较上月下降 0.2 个百分点。40 个工业大类中，价格环比上涨的有 17 个、持平的 7 个、下降的 16 个，其中能源开采、燃料加工及生产供应、黑色产业链改善，有色产业链承压，农副食品加工业受食品价格上涨影响涨幅较高。从翘尾因素上看，10-12 月的影响分别是-1.2%、-1%、0%，这或许预示着只要国际原油价格没有出现黑天鹅式下跌，年内的 PPI 下行已接近底部区间。

图 4：10 月 PPI 继续下行接近本轮低点



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 5：翘尾因素回升或预示本轮 PPI 低点

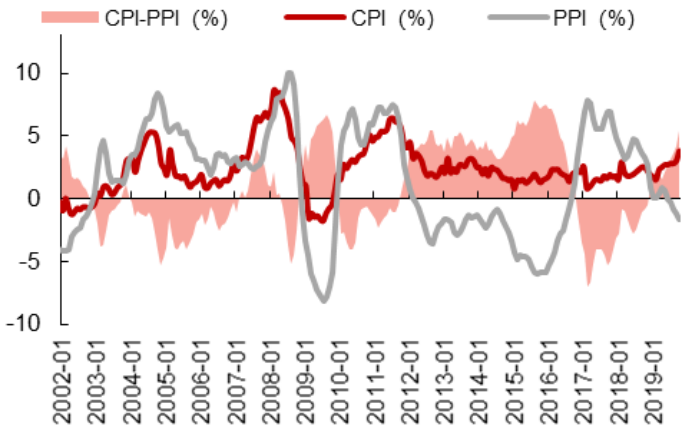


资料来源：Wind，西部证券研发中心

价格分化反应出实体经济回暖仍需结构性刺激

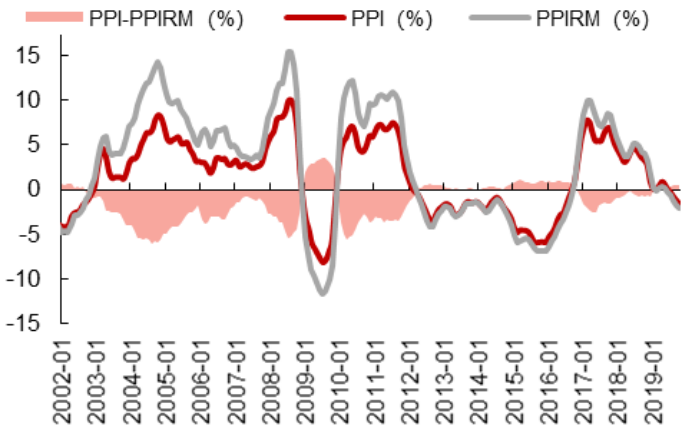
CPI 与 PPI 分化加剧，反映工业企业盈利压力增大，下游涨价所带来的利润增加大部分都被留在了渠道和终端；PPI 与 PPIRM 的增速差自 2 月份开始进入正区间，反映出中上游的利润率有所改善，但从幅度上来讲，仍处于一个较低的水平。因此，逆周期政策力度不应该减弱，但应防止大水漫灌，从增加需求的角度进行结构性宽松，降低实体企业成本主要靠 LPR 改革等方式，而不是持续放松流动性。

图 6：CPI 与 PPI 裂口继续扩大



资料来源：WIND，西部证券研发中心

图 7：PPI 与 PPIRM 的增速差略有回暖



资料来源：WIND，西部证券研发中心

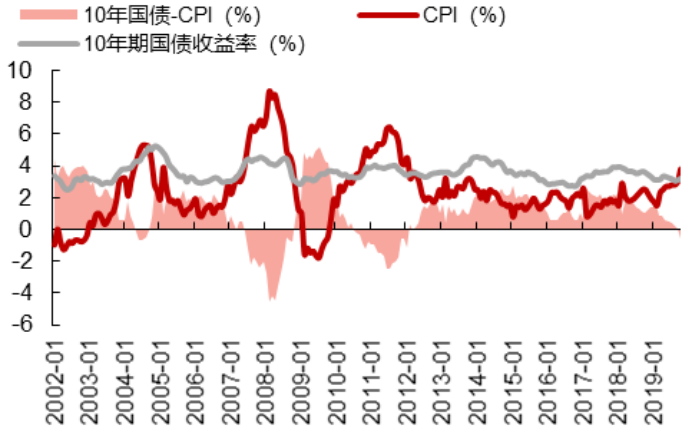
未来CPI仍有上行压力，PPI大概率企稳回升

展望未来，CPI 存在进一步上行压力，PPI 下行趋势或在年末有所企稳。10 月 CPI 再超市场预期达到 3.8%，猪肉价格的上涨仍是未来较长时间内的主旋律。虽然从我们追踪的高频数据来看，猪肉批发价在 11 月初出现了小幅回调，但目前 11 月均价为 51.54 元/公斤，仍高于 10 月的 46.53 元/公斤。因此猪肉价格对 11 月的 CPI 仍有一定的上行压力。根据目前的生猪存栏量的情况来看，猪肉供给的恢复至少要等到明年下半年。从基数效应来看，原油价格对非食品 CPI 和 PPI 同比的拖累会在 11 月后减弱，我们预计年底 CPI 可能会进一步上升甚至“破 4”，并在一季度春节的需求高峰前后达到高点。PPI 则会在 11 月份有所企稳，但 PPI 的触底反弹仍需等到宏观经济开始上行后才能确认。

货币政策将以引导结构性宽松为主

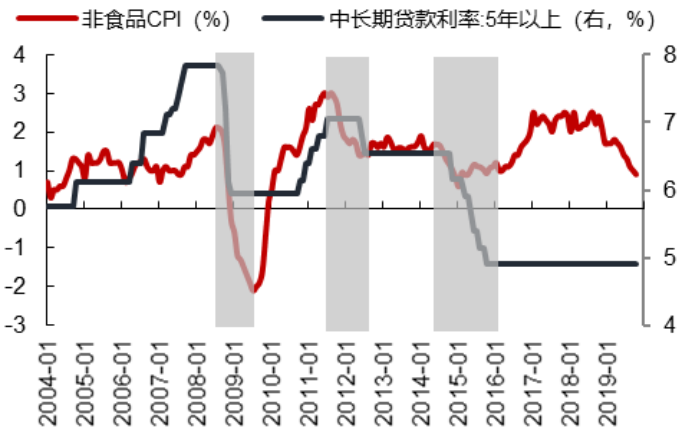
从 10 年国债与 CPI 的角度看，目前两者差值已进入负区间，这将给货币政策进一步宽松带来一定压力。另一方面，由于今年以来 CPI 的上升主要是受到猪肉带动，CPI 内部分化严重，而且非食品 CPI 持续回落，显示出经济下行压力下，内部需求较弱，需要更宽松的环境来刺激需求。分拆结构来看，历次降息前，都伴随着非食品 CPI 趋势性下降，然后央行下调基准利率进行应对。但是目前物价在结构上的分化导致央行在货币政策上大概率延续稳健中性，需要更多的定向支持以及新的政策工具来应对内需疲软的问题，2019 年 11 月 5 日，央行续做 MLF 并下调一年期 MLF5 个基点的操作以及未来对 LPR 下行的引导都将是不错的方式。

图 8：10 年国债收益率与 CPI 差值迈入负区间



资料来源：WIND，西部证券研发中心

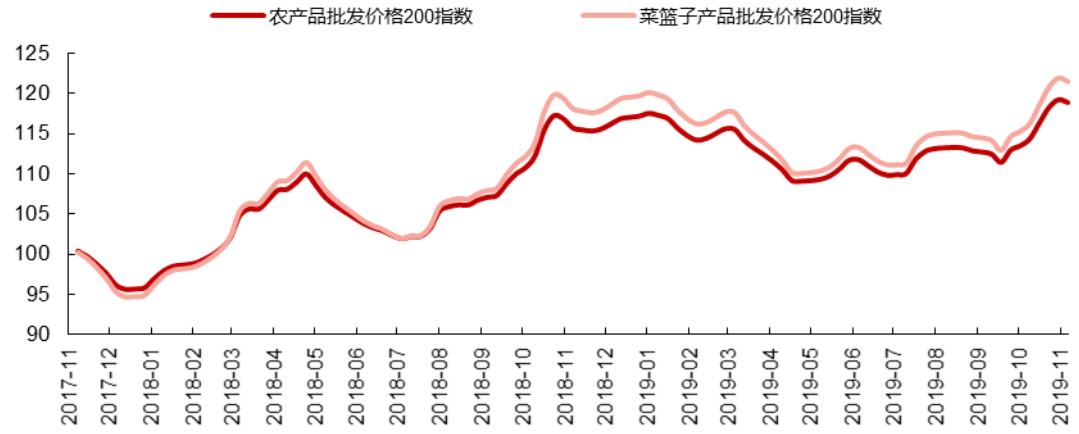
图 9：非食品 CPI 持续下行



资料来源：WIND，西部证券研发中心

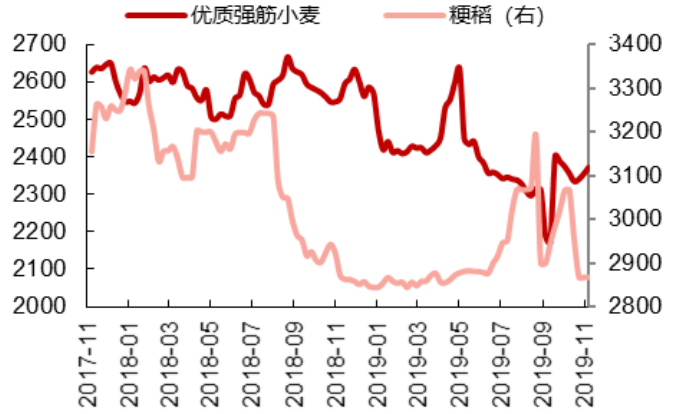
高频数据跟踪

图 10：食品类物价涨势回落



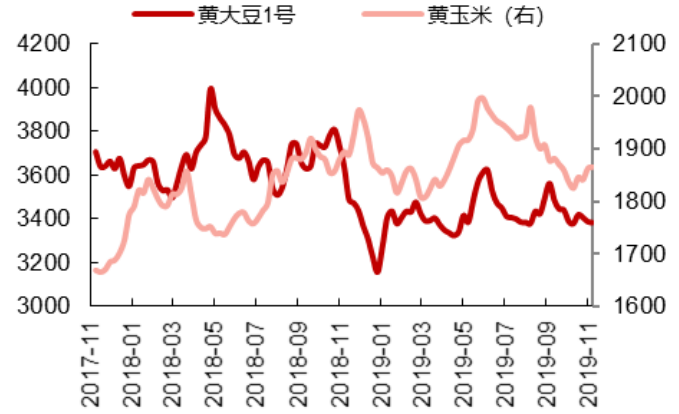
资料来源：农业部，西部证券研发中心

图 11：小麦价格反弹（期货结算价，元/吨）



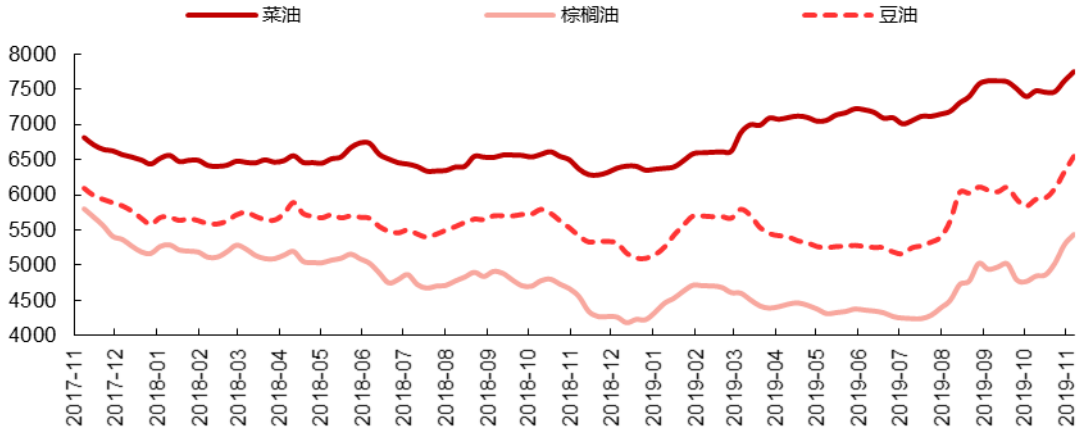
资料来源：新闻整理，西部证券研发中心

图 12：玉米价格有所回暖（期货结算价，元/吨）



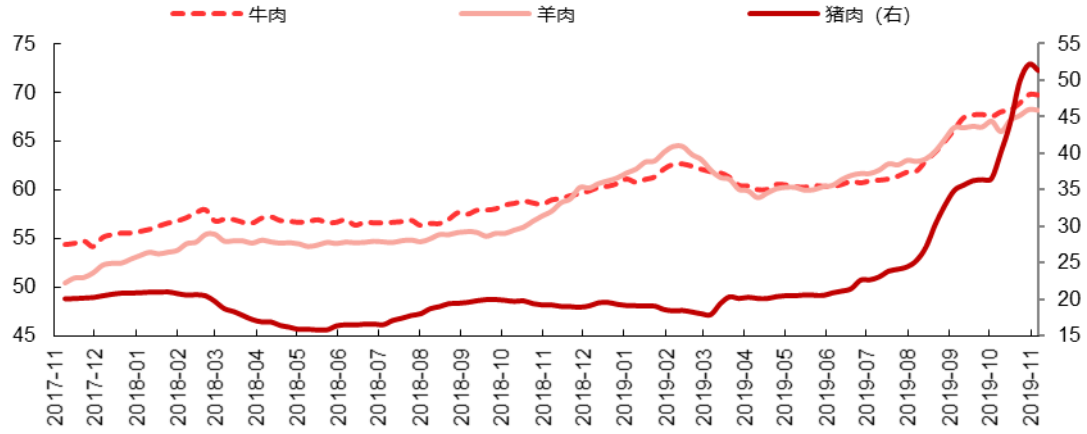
资料来源：新闻整理，西部证券研发中心

图 13：食用油价格持续上行（现货平均价，元/吨）



资料来源：新闻整理，西部证券研发中心

图 14：猪价涨势小幅回落（批发价，元/公斤）



资料来源：农业部，西部证券研发中心

图 15：禽肉、蛋类价格高位回调（批发价，元/公斤）

资料来源：农业部，西部证券研发中心

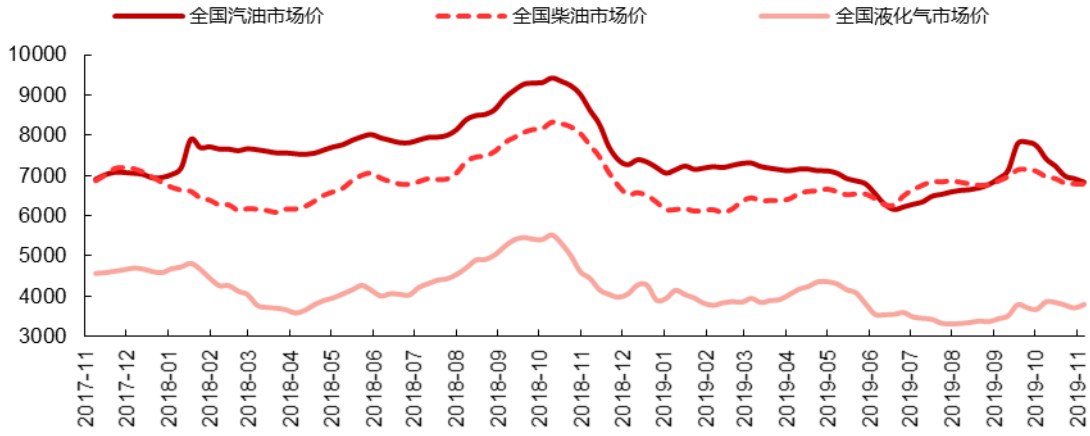
图 16：鲜菜、鲜果价格有企稳迹象（批发价，元/公斤）

资料来源：农业部，西部证券研发中心

图 17：主要水产品价格小幅下降（批发价，元/公斤）

资料来源：农业部，西部证券研发中心

图 18：能源燃料类价格出现下调（市场价，元/吨）



资料来源：隆众化工，西部证券研发中心

图 19：黄金价格有所回调（元/克）

资料来源：中国黄金投资网，西部证券研发中心

图 20：中药、家纺价格基本持平

资料来源：新闻整理，西部证券研发中心

图 21：重点监测物价明细

CPI食品项主要类别	权重	监测指标	单位	数据来源	本周均值	本周环比	上周环比	本月环比	上月环比	本月同比	上月同比
农产品	–	农产品批发价格200指数	–	农业部	118.83	−0.29%	0.83%	1.63%	4.02%	2.86%	1.48%
		菜篮子产品批发价格200指数	–	农业部	121.42	−0.34%	0.96%	1.84%	4.54%	3.04%	1.54%
粮食	1.43%	黄大豆1号期货结算价	元/吨	新闻	3383.20	−0.14%	−0.54%	−0.49%	−2.12%	−4.07%	−9.83%
		黄玉米期货结算价	元/吨	新闻	1865.00	0.16%	1.14%	1.33%	−1.35%	−2.59%	−1.23%
		优质强筋小麦期货结算价	元/吨	新闻	2370.20	0.72%	0.60%	1.12%	1.86%	−8.62%	−8.34%
		粳稻期货结算价	元/吨	新闻	2868.00	0.00%	0.00%	−2.34%	−1.25%	0.02%	0.37%
食用油		菜油现货平均价	元/吨	新闻	7744.75	1.72%	2.06%	3.36%	−1.00%	22.47%	14.10%
		棕榈油现货平均价	元/吨	新闻	5441.67	2.74%	5.25%	8.63%	1.54%	23.57%	4.90%
		豆油现货平均价	元/吨	新闻	6542.00	3.48%	3.91%	7.70%	0.69%	21.58%	6.43%
畜肉	2.31%	猪肉平均批发价	元/公斤	农业部	51.36	−1.65%	4.79%	10.75%	29.57%	169.86%	137.16%
	1.93%	牛肉平均批发价	元/公斤	农业部	69.66	−0.06%	1.30%	1.66%	2.06%	17.89%	16.99%
		羊肉平均批发价	元/公斤	农业部	68.16	−0.13%	0.92%	1.50%	1.11%	16.03%	19.13%
禽肉	1.25%	白条鸡平均批发价	元/公斤	农业部	21.15	−0.13%	5.00%	6.52%	4.49%	39.97%	31.43%
蛋类		鸡蛋平均批发价	元/公斤	农业部	11.72	−1.91%	5.51%	7.29%	−2.37%	31.50%	23.68%
鲜菜	2.50%	28种重点监测蔬菜平均批发价	元/公斤	农业部	3.88	−0.56%	1.30%	2.27%	−3.09%	10.08%	−5.09%
鲜果	1.63%	7种重点监测水果平均批发价	元/公斤	农业部	5.06	−0.94%	−0.16%	−1.64%	−10.03%	−12.17%	−3.23%
水产品	2.00%	4种重点监测水产品平均批发价	元/公斤	农业部	17.75	−0.68%	0.03%	−0.71%	−0.06%	1.58%	1.96%

CPI非食品项主要类别	监测指标	单位	数据来源	本周均值	本周环比	上周环比	本月环比	上月环比	本月同比	上月同比
能源	全国汽油市场价	元/吨	隆众化工	6831.20	−1.27%	−0.92%	−4.21%	−4.35%	−15.45%	−23.26%
	全国柴油市场价	元/吨	隆众化工	6796.20	−0.04%	−0.25%	−1.32%	−2.35%	−7.31%	−16.41%
	全国液化气市场价	元/吨	隆众化工	3806.80	2.23%	−1.81%	−0.37%	4.80%	−9.63%	−26.48%
黄金	周大福金价	元/克	中国黄金投资网	438.80	−0.77%	0.27%	−0.53%	−0.04%	28.64%	29.83%
医疗	中药材价格指数	–	新闻	2245.99	0.03%	−0.11%	−0.22%	−0.82%	1.40%	0.16%
家纺	通州家纺指数	–	新闻	109.15	0.00%	0.00%	暂无更新	1.09%	暂无更新	−2.79%

资料来源：WIND，西部证券研发中心

联系我们

联系地址：上海市浦东新区浦东南路 500 号国家开发银行大厦 21 层
北京市朝阳区东三环中路 7 号北京财富中心写字楼 A 座 507
深圳市福田区深南大道 6008 号深圳特区报业大厦 10C

机构销售团队：

徐　青	全国	全国销售总监	17701780111	xuqing@research.xbmail.com.cn
李　佳	上海	资深机构销售	18616873177	lijia@research.xbmail.com.cn
王倚天	上海	资深机构销售	15601793971	wangyitian@research.xbmail.com.cn
曲泓霖	上海	高级机构销售	15800951117	quhonglin@research.xbmail.com.cn
张　璐	上海	高级机构销售	18521558051	zhanglu@research.xbmail.com.cn
龚泓月	上海	高级机构销售	15180166063	gonghongyue@research.xbmail.com.cn
程　瑶	上海	高级机构销售	13581671012	chengyao@research.xbmail.com.cn
丁可莎	上海	高级机构销售	18121342865	dingkesha@research.xbmail.com.cn
陈　妙	上海	机构销售	18258750681	chenmiao@research.xbmail.com.cn
钱　丹	上海	机构销售	16602165959	qiandan@research.xbmail.com.cn
倪　欢	上海	机构销售助理	15201924180	nihuan@research.xbmail.com.cn
程　琰	深圳	区域销售总监	15502133621	chengyan@research.xbmail.com.cn
唐小迪	深圳	高级机构销售	13418584996	tangxiaodi@research.xbmail.com.cn
杨　洋	深圳	机构销售助理	13760192366	yangyang@research.xbmail.com.cn
孙　曼	深圳	机构销售助理	18516326070	sunman@research.xbmail.com.cn
滕雪竹	深圳	机构销售助理	18340820535	tengxuezhu@research.xbmail.com.cn
李　思	广州	高级机构销售	13122656973	lisi@research.xbmail.com.cn
李梦含	北京	区域销售总监	15120007024	limenghan@research.xbmail.com.cn
夏一然	北京	高级机构销售	15811140346	xiayiran@research.xbmail.com.cn
高　飞	北京	高级机构销售	15120002898	gaofei@research.xbmail.com.cn
袁盼锋	北京	高级机构销售	18611362059	yuanpanfeng@research.xbmail.com.cn
滕　飞	北京	机构销售助理	15010106246	tengfei@research.xbmail.com.cn
刘文清	北京	机构销售助理	13262708812	liuwenqing@research.xbmail.com.cn

免责声明

本报告由西部证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供西部证券股份有限公司（以下简称“本公司”）机构客户使用。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非收件人（或收到的电子邮件含错误信息），请立即通知发件人，及时删除该邮件及所附报告并予以保密。发送本报告的电子邮件可能含有保密信息、版权专有信息或私人信息，未经授权者请勿针对邮件内容进行任何更改或以任何方式传播、复制、转发或以其他任何形式使用，发件人保留与该邮件相关的一切权利。同时本公司无法保证互联网传送本报告的及时、安全、无遗漏、无错误或无病毒，敬请谅解。

本报告基于已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测在出具日外无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。客户不应以本报告取代其独立判断或根据本报告做出决策。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

在法律许可的情况下，本公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“西部证券研究发展中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经西部证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91610000719782242D。