

## 首席宏评（第74期）

# 本轮CPI价格上涨已近尾声

### ■ 核心摘要

即使CPI增速可能在2019年第4季度创本轮新高（如达到或突破3.0%），但本轮CPI增速上升已经接近尾声。从2020年起，中国经济可能会面临CPI与PPI同比增速双双下降的局面。原因在于，多方面因素均不支持CPI同比持续上涨：

1) **核心CPI**：CPI同比与核心CPI同比之差创2013年10月以来最阔值，历史经验意味着CPI同比将显著下滑并迅速向核心CPI趋近。

2) **非食品价格**：当前CPI食品价格上涨的同时非食品价格却显著下行，表明本次CPI上涨主要源自食品端供给侧冲击，而非需求拉动；相反，总需求可能还在快速萎缩。

3) **猪肉价格**：猪价同比涨幅超过2016年峰值并直逼2011年峰值，但猪肉权重的下降导致其对CPI的拉动作用有限。历史经验显示猪肉价格同比加速上涨后持续的时间有限，其可替代性和进口增加都可能促成猪肉价格回落。

4) **PPI同比**：CPI同比连续上涨的同时PPI同比呈连续下跌态势。从历史上来看，一旦发生PPI增速显著下降、且从上至下穿透CPI增速后，CPI增速都会显著下降。

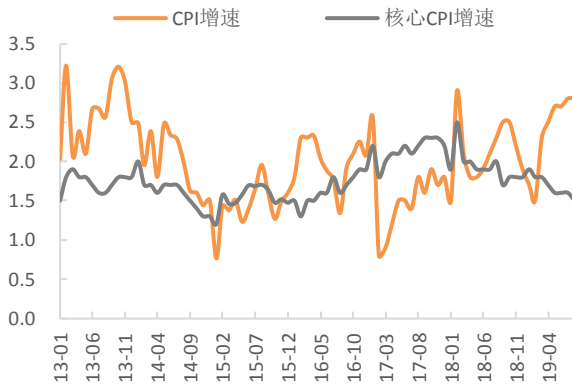
5) **M1同比**：受金融监管强化等因素影响，中国M1同比增速近年来呈显著下滑态势，2019年初至今也一直低位徘徊。在缺乏货币信贷支撑的前提下，本轮CPI增速上升的可持续性值得怀疑。

因此，中国经济当前面临的主要威胁不是通胀，而是总需求下行，这意味着中国政府应该加大逆周期宏观政策的对冲力度。未来一段时间的整体通胀走势，将会继续利好中国利率债；最近外管局放开对QFII与RQFII的额度限制，短期内对利率债的利好程度很可能要高于对股市的利好程度。

2019年8月，中国CPI同比增速为2.8%，与7月份持平。然而，剔除了食品与能源价格的核心CPI同比增速仅为1.5%，创下自2016年4月以来的新低。如图1所示，CPI同比增速与核心CPI同比增速之差在2019年8月扩大至1.3%，这是自2013年10月以来的最阔值。从历史上来看，但凡CPI与核心CPI增速拉大至1.3个百分点之上后，都出现了CPI增速显著下滑，并迅速向核心CPI增速趋近的现象（例如2013年10月后）。

如图2所示，在过去三次CPI篮子中食品价格显著上涨之时（峰值分别为2004年7月、2008年2月与2011年7月），均伴随着CPI篮子中非食品价格同比增速的上涨，且非食品价格的同比增速也均在峰值附近。相比之下，当前的最大不同，是在CPI篮子中食品价格快速上涨的时候，非食品价格同比增速却在显著下行。这表明本次CPI价格上涨主要源自食品端的供给侧冲击，而非来自需求端的拉动。相反，总需求可能还在快速萎缩。

图表1 CPI 增速与核心 CPI 增速



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表2 CPI 中的食品价格增速与非食品价格增速

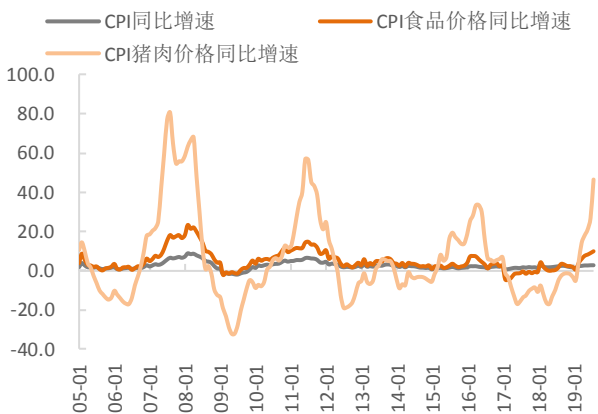


资料来源: Wind, 平安证券研究所

如图3所示,当前的猪肉价格暴涨是拉动CPI食品价格上涨的最重要因素。2019年8月CPI篮子中猪肉价格同比上涨46.7%,这已经超过了2016年的猪肉价格峰值,直逼2011年6月的猪肉价格峰值。但考虑到目前CPI篮子中猪肉的权重已经不足3%,即使是46.7%的涨幅,也仅仅拉动CPI上涨1.1个百分点左右。而且从历史上来看,一旦猪肉价格同比涨幅出现加速上涨态势(例如从2019年7月的27.0%上升至8月的46.7%),进一步上涨能够持续的时间就非常有限,通常仅为2-4个月。猪肉毕竟是一种可替代性较强的贸易品,一旦国内猪肉价格上涨太快,那么消费者就可能选择增加其他肉类的消费,供应商也可能加大从国外进口力度,这些因素都可能促成猪肉价格的回落。

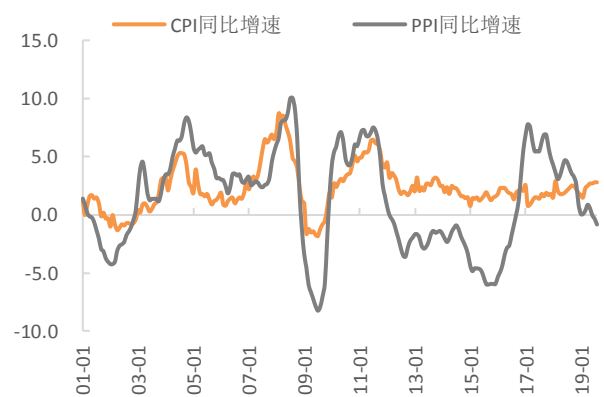
尽管CPI同比增速从2019年3月以来呈现连续上涨态势,但值得注意的是,PPI同比增速却从2019年5月起呈现连续下跌态势。截至2019年8月,中国PPI同比增速已经连续两个月负增长,且幅度正在扩大。如图4所示,从历史上来看,一旦发生PPI增速显著下降、且从上至下穿透CPI增速的情况之后,CPI增速都会显著下降。从当前CPI与PPI的组合来看,中国经济正在面临整体总需求下行与局部供给侧冲击(猪肉与商品)并存的格局。

图表3 CPI、CPI 食品与 CPI 猪肉同比增速



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表4 CPI 同比增速与 PPI 同比增速



资料来源: Wind, 平安证券研究所

在过去相当长时间里,狭义货币M1均为CPI的先行指标。通常在CPI增速显著上涨半年至一年前,都曾出现M1增速显著上升的情况。但如图5所示,受金融监管强化等因素影响,中国M1同比增速从2016年下半年至2018年年底一直在显著下滑;即使在2019年年初至今,M1同比增速也一直在5%以下徘徊。在缺乏货币信贷支撑的前提下,本轮CPI增速上升的可持续性值得怀疑。

图表5 CPI 增速与狭义货币增速



资料来源: Wind, 平安证券研究所

综上所述,当前,核心CPI、非食品价格、PPI与M1等因素的变动,都不支持CPI增速的持续上涨。而作为驱动本轮CPI增速上升的最重要因素,猪肉价格进一步上升的空间与可持续性均难以持久。这就意味着,即使CPI增速可能在2019年第4季度创出本轮新高(例如达到或突破3.0%),但本轮CPI增速上升已经接近尾声。从2020年起,中国经济可能会面临CPI与PPI同比增速双双下降的局面。

换言之,中国经济当前面临的主要威胁不是通胀,而是总需求下行。这就意味着中国政府应该加大逆周期宏观政策的对冲力度。就货币政策而言,市场在降准之后正在期待降息。而从目前核心CPI增速与PPI增速双双下降的态势来看,由于实际利率仍在上升,因此央行的确有可能在未来通过更加积极的公开市场操作来降低MLF利率,并通过新的利率形成机制带动LPR利率以及银行贷款利率的下行。就债券市场利率而言,考虑到人民币兑美元汇率已经跌破7这一心理关口,且中美10年期国债收益率缺口已经显著拉大,我们认为,未来一段时间的整体通胀走势,将会继续利好中国利率债。最近外管局放开对QFII与RQFII的额度限制,短期内对利率债的利好程度,很可能要高于对股市的利好程度。

## 报告作者：

首席经济学家：张明 中国社科院世界经济与政治研究所国际投资研究室主任，国际金融研究中心副主任，研究员、博士生导师  
证券分析师：陈骁 投资咨询资格编号：S1060516070001 电话（010-56800138）邮箱（CHENXIAO397@PINGAN.COM.CN）  
证券分析师：魏伟 投资咨询资格编号：S1060513060001 电话（021-38634015）邮箱（WEIWEI170@PINGAN.COM.CN）  
研究助理：郭子睿 一般从业资格编号：S1060118070054 电话（010-56610360）邮箱（GUOZIRUI807@PINGAN.COM.CN）

## 平安证券研究所投资评级：

### 股票投资评级：

强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于沪深300指数20%以上）  
推 荐（预计6个月内，股价表现强于沪深300指数10%至20%之间）  
中 性（预计6个月内，股价表现相对沪深300指数在±10%之间）  
回 避（预计6个月内，股价表现弱于沪深300指数10%以上）

### 行业投资评级：

强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于沪深300指数5%以上）  
中 性（预计6个月内，行业指数表现相对沪深300指数在±5%之间）  
弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于沪深300指数5%以上）

## 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。  
本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。  
证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

## 免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。  
此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。  
平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。  
平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

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\\_10187](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_10187)

