



分析师:

杜征征

执业证书编号: S1380511090001

联系电话: 010-88300843

邮箱: duzhengzheng@gkzq.com.cn

猪油共振难现 通胀趋于回落

—2019 年下半年通胀形势展望

2019 年 7 月 5 日

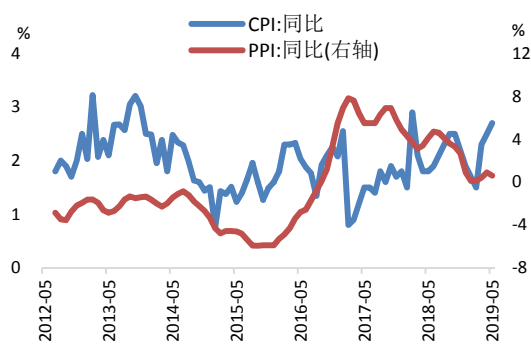
内容提要:

上半年通胀整体温和, 但 CPI 温和上涨与 PPI 低位徘徊形成反差。猪肉、鲜果、鸡蛋等价格环比涨幅加大是拉动食品价格环比超预期的重要原因, 但需求偏弱导致非食品价格以及核心 CPI 表现不佳。短期看, 猪肉供给问题持续存在, 鲜果、鸡蛋等难对整体通胀形成持续扰动, 非食品中以往涨幅过大的租金、医疗类价格已逐步放缓。展望未来, 虽然猪、油共振的可能性不大, 但这种不确定性仍需要高度重视; 短期冲击因素消退后 CPI 将回归常态, 叠加 2018 年 7-11 月基数升高, 2019 年 2 季度或是 CPI 全年高点, 预计 6 月 CPI 同比与 5 月 (2.7%) 大体相当, 7 月后 CPI 温和回落, 下半年在 2% 左右波动, 全年同比上涨 2.2%。

年初以来工业品与原材料价格上涨部分归功于供给的 (意外) 收缩 (如铁矿石等), 未来若没有需求的配合难以持续上涨。油价方面, OPEC 当前减产力度不足以抵消全球经济增速放缓、美国原油增产以及库存增加所带来的压力。虽然全球央行趋于宽松, 或将从估值上对原油价格有所推动, 但在全球经贸增速放缓、宽松政策效应递减的大环境下, 需求偏弱仍会对油价形成压力。综合来看, 预计 6 月 PPI 同比上涨 0.2%, 7 月以后逐步回落至通缩区间, 全年涨幅或在 0 附近。

风险提示: 食品价格超预期, 经济增速超预期下行, 美元宽松节奏过快, 地缘政治升温, 海外黑天鹅风险。

CPI&PPI



南华工业品指数



相关报告

1. 《通胀总体温和 利润分配转移— 2019 年通胀形势展望》
2. 《内困外患下的变与不变—2019 年国内宏观经济展望》
3. 《经济下行压力尚存 疏通机制甚于放水—2019 年中期国内宏观经济展望》
4. 《未来滞涨的可能性有多大? 》

目录

一、上半年通胀总温和.....	3
1、通胀总温和但分化明显.....	3
2、主要特征及原因分析.....	3
二、下半年通胀形势判断.....	8
1、CPI 冲破 3% 的概率不大.....	8
2、PPI 或进入通缩区间.....	16
3、通胀预期有所升温但总体相对稳定.....	21

图表目录

图 1: CPI 较为温和.....	3
图 2: PPI 自高位回落.....	3
图 3: 年初以来食品价格超季节性表现.....	4
图 4: 猪价&CPI 同升与前 3 次通胀情况有些类似.....	4
图 5: 气候因素导致 5 月水果价格超季节性大涨.....	5
图 6: 2019 年 3-5 月部分食品价格拉动 CPI 较多.....	5
图 7: 2019 年 3-5 月食品与非食品对 CPI 贡献走势分化.....	6
图 8: 2019 年 3-5 月非食品价格总体表现偏弱.....	6
图 9: 上半年 CRB 指数总体趋于回落.....	7
图 10: 上半年巴西铁矿石发货量回落较多.....	7
图 11: 上半年铁矿石价格大幅上涨.....	7
图 12: 上半年原油价格波动较大.....	7
图 13: 上半年 PPIRM 回落.....	8
图 14: 上半年上游少数品种同比保持增长.....	8
图 15: 影响猪肉价格的若干因素.....	9
图 16: MSY 自 2013 年后增长迅速.....	10
图 17: 近 1 年能繁母猪与生猪存栏数断崖式下滑.....	10
图 18: 猪肉产量连续 2 个季度同比负增长.....	11
图 19: 猪肉价格同比或难大幅超越 2016 年峰值.....	11
图 20: 牛羊肉产量持续增长对猪肉有一定的替代作用.....	12
图 21: 猪肉替代品中牛肉消费稳步上升.....	12
图 22: 上半年国内玉米价格涨幅有限.....	12
图 23: 玉米供需缺口或在下半年推高价格.....	12
图 24: 国际粮食价格保持稳定.....	14
图 25: 2018 年国内粮食产量同比回落.....	14
图 26: 2019 年 1-5 月非食品价格涨幅趋缓.....	15
图 27: 核心 CPI 回落.....	15
图 28: 房租价格走势趋缓.....	15
图 29: 医疗保健类价格增速趋于常态化.....	15
图 30: 2018-2019 年美国原油供应增加较快.....	19

图 31: 非 OPEC 国家原油供应增大	19
图 32: 美国原油出口增长较快	19
图 33: 美国新钻油井数仍保持较高水平	19
图 34: 美国原油库存持续增长	20
图 35: 库欣原油库存较往年增多	20
图 36: 居民对物价上涨的预期相对稳定	22
图 37: 预计物价上涨的居民比例为近年来低位水平	22
 表 1: 2019 年上半年大宗商品价格均值变化 (单位: %)	6
表 2: 近 10 年猪肉价格同比波动情况	10
表 3: 不同统计渠道猪肉价格同比涨幅 (单位: %)	13
表 4: 世界银行: 2016-2020 年国际大宗商品价格情况(2010=100)	17
表 5: 世界银行: 2016-2021 年有色金属价格情况(单位: 美元/吨, 现价)	17

一、上半年通胀总温和

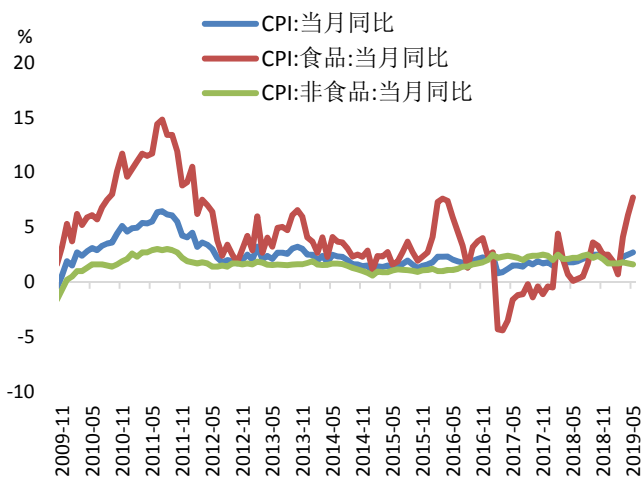
1、通胀总温和但分化明显

CPI 温和上涨。1-5 月 CPI 同比上涨 2.2%，较 2018 年同期上升 0.2 个百分点。其中，食品烟酒价格同比上涨 3.4%，教育文化和娱乐上涨 2.6%，医疗保健上涨 2.6%，居住上涨 2.0%，其他用品和服务上涨 2.0%，衣着上涨 1.8%，生活用品及服务上涨 1.2%，唯有交通和通信回落 0.8%。2-5 月，CPI 从 1.5% 逐月抬升至 2.7%，引发市场对通胀的担忧。虽然其他食品价格回落，但猪肉价格上涨，支撑 6 月 CPI 或仍在 2.7% 左右。

PPI 低位徘徊。1-5 月 PPI 同比上涨 0.4%，PPIRM 同比上涨 0.2%，分别较 2018 年同期回落 3.3、4.0 个百分点。PPI 自 2018 年 6 月（4.7%）起逐步回落至 0.1%，2019 年 3-4 月小幅反弹至 0.9% 后，5 月再度回落至 0.6%。短期反弹的原因主要来自于基数效应以及 1 季度数据好于预期的市场反应，但目前看上述因素难以持续，下半年 PPI 仍面临一定通缩风险。

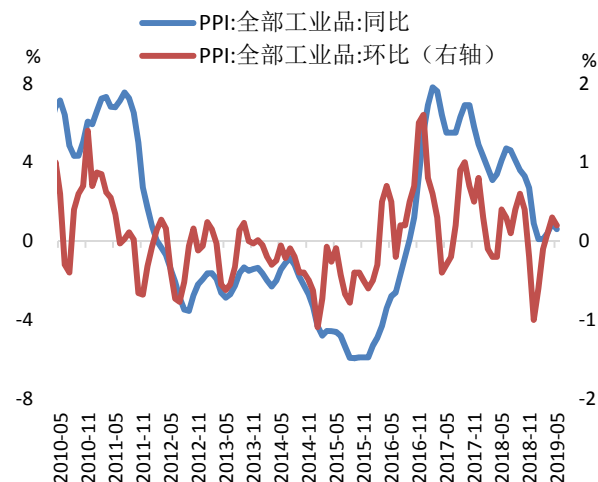
综合上半年的情况看，通胀整体温和（本文只讨论统计局公布的 CPI/PPI 数据变化情况），但 CPI 的上涨与 PPI 的弱势明显分化，前 10 年的 CPI 与 PPI 共涨跌的规律在近几年似乎失效。

图 1: CPI 较为温和



资料来源: Wind, 国开证券研究部

图 2: PPI 自高位回落



资料来源: Wind, 国开证券研究部

2、主要特征及原因分析

（1）CPI 受食品价格同比大涨影响较多，非食品价格走势偏弱

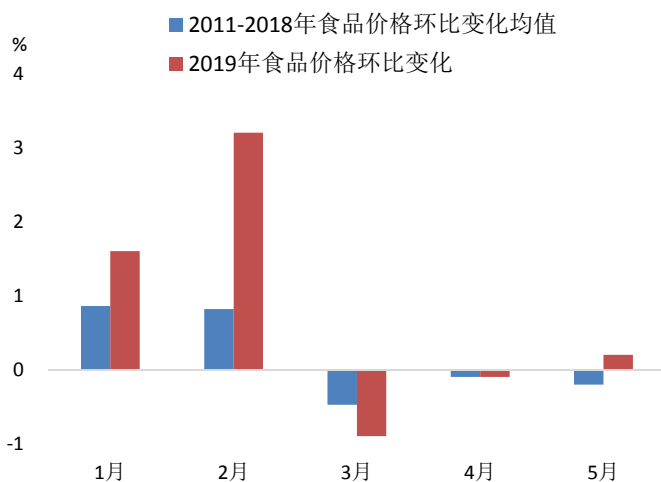
食品价格持续超季节性上涨，是上半年 CPI 趋于上升的主要原因。1-5 月食品价格分别环比变动 1.6、3.2、-0.9、-0.1、0.2 个百分点。与 2011-

2018 年同期均值相比，只有 1 月因为春节错期走低 0.8 个百分点，2-5 月则分别高出 0.6、0.9、0.8、1.2 百分点。相较于 2011-2018 年均值，除了 3 月因为 2 月大涨从而有所收缩、4 月持平外，其他 3 个月份均较大幅度超出季节性特征。

食品价格大涨主要是受以下几个方面的推动：

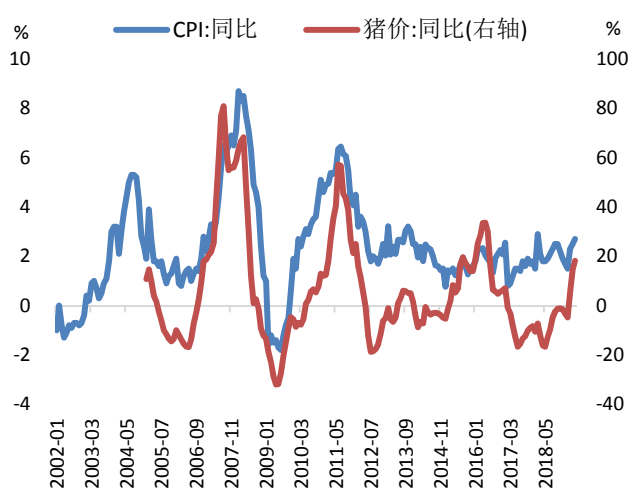
第一，猪肉价格上涨，主要受猪周期与非洲猪瘟等因素影响。环比方面，2-4 月猪肉价格连续上涨且强于季节性；5 月下跌 0.3%，稍弱于季节性（2011-2018 年历年 5 月均值为上涨 0.3%），根据统计局的说法，猪肉因受天气变热等因素影响，消费需求减弱，从而价格出现下跌。同比方面则于 3 月结束了此前 25 个月的连续下跌，而且 3-5 月同比涨幅逐步扩大，其中 5 月上涨 18.2%，拉动 CPI 0.38 个百分点。

图 3：年初以来食品价格超季节性表现



资料来源：Wind，国开证券研究部

图 4：猪价&CPI 同升与前 3 次通胀情况有些类似



资料来源：Wind，国开证券研究部

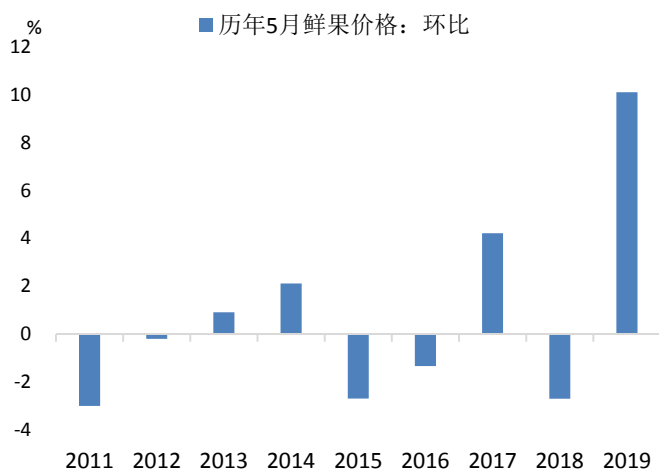
第二，鲜果价格上涨，主要受天气与自然灾害等因素影响。1-2 月鲜果价格环比均弱于季节性；但 3-5 月持续超出，尤其是 5 月（10.1%）大幅高出 2011-2018 年均值（-0.3%）10.4 个百分点，从而推动同比上涨 26.7%，为 2011 年 5 月以来最高，拉动 CPI 0.48 个百分点。其主要是因为 2018 年春季遭受倒春寒天气，苹果和梨两大品种减产，2019 年库存不足，加之 2019 年南方阴雨天气较多，荔枝等部分热带水果减产，时令鲜果市场供应减少。

第三，鸡蛋价格先跌后涨，主要受替代效应与周期等因素影响。周期因素导致近期价格上涨，2018 年 10 月-2019 年 3 月中有 5 个月环比下跌，2018 年 12 月-2019 年 2 月环比大幅弱于季节性，蛋价下跌导致养殖利润

下滑，养殖户加快了淡季的淘汰，而新补栏的产能还没有跟上，同时夏季高温天气下会导致母鸡下蛋数量会减少，造成了上半年鸡蛋供应不足。此外，自 2018 年 8 月国内发现非洲猪瘟，蔓延势头严重，消费者对猪肉需求下降，转向具有一定替代效应的禽类与蛋类。短期需求上升而供应不足，推动禽类与蛋类价格上涨，4-5 月鸡蛋价格更是加速上升，环比分别超季节性 4.2、5.1 个百分点。即使 2018 年同期蛋类价格基数较高（同比上涨 20.8%），2019 年 5 月仍然同比上涨 8.7%，拉动 CPI 接近 0.1 个百分点。

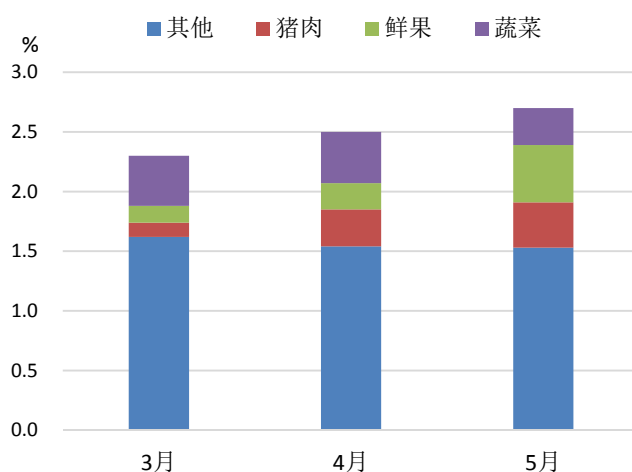
第四，蔬菜回落幅度小于往年，对 CPI 的拖累有所减轻。春季是蔬菜上市的淡季，加之受多地低温阴雨天气影响，蔬菜供应相对不足，从而价格有所上涨。其中，2-5 月蔬菜价格分别超季节性 4.9、4.4、0.7、2.1 个百分点，虽然 3-5 月仍然表现为环比下跌，但从同比涨幅看，均在 15% 左右（13.3-17.4%），分别拉动 CPI 0.42、0.43、0.31 个百分点。

图 5：气候因素导致 5 月水果价格超季节性大涨



资料来源：Wind，国开证券研究部

图 6：2019 年 3-5 月部分食品价格拉动 CPI 较多

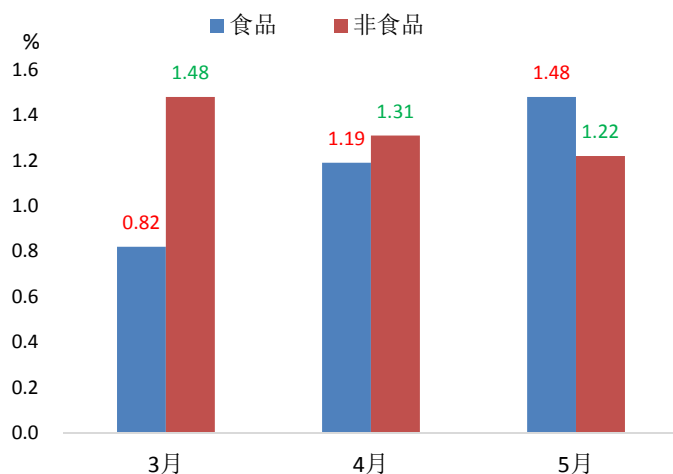


资料来源：Wind，国开证券研究部

非食品价格走势较为疲弱，使得 CPI 上行总体上并未超预期。1-5 月非食品价格分别环比变动 1.6、3.2、-0.9、-0.1、0.2 个百分点，相较 2011-2018 年同期均值，除了 2 月因为春节错期高出均值 0.2 个百分点外，其他 4 个月分别走低 0.1、0.2、0.1、0.1 个百分点，上述表现在近 9 年里最弱。

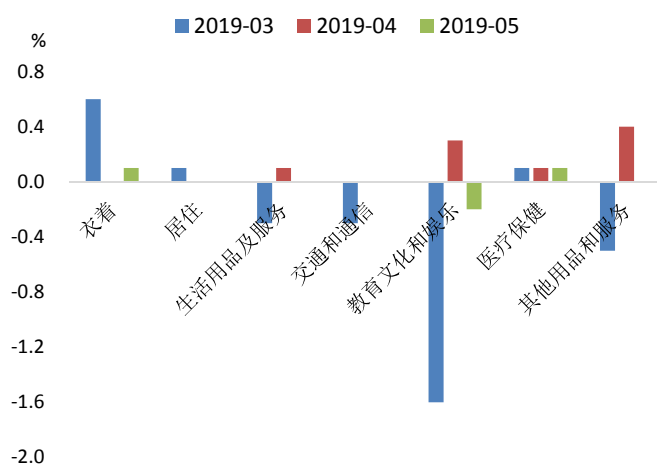
综上，3-5 月 CPI 上冲，主要是部分食品类价格超季节性所引发，而非食品价格走势偏弱，使得 CPI 在一定程度上并未大幅飙升。

图 7: 2019 年 3-5 月食品与非食品对 CPI 贡献走势分化



资料来源: Wind, 国开证券研究部

图 8: 2019 年 3-5 月非食品价格总体表现偏弱



资料来源: Wind, 国开证券研究部

(2) PPI 阶段性反弹, 但受基数与需求影响回落

年初以来, 工业品与原材料价格走势大体上分为两个阶段。第一阶段是 1-4 月, 工业品与原材料价格 (环比) 上涨很大程度上归功于供给的 (意外) 收缩 (如铁矿石等), 需求端的影响甚微; 第二阶段是 5-6 月, 价格出现明显下跌, 无论是环比还是同比数据。

表 1: 2019 年上半年大宗商品价格均值变化 (单位: %)

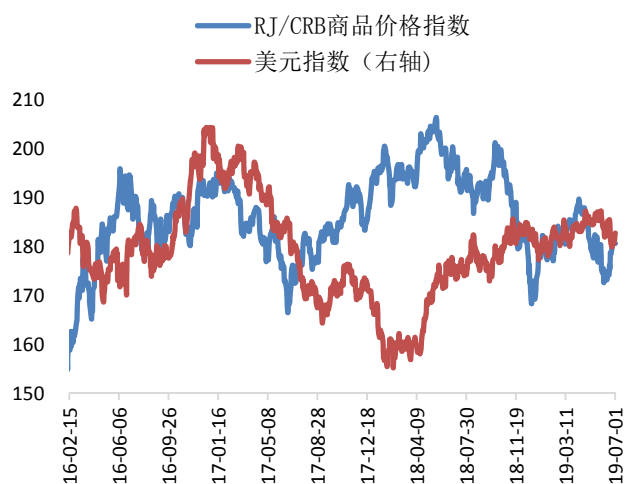
	同比变化			环比变化		
	CRB 指数	LME 基本金属指数	Brent 原油	CRB 指数	LME 基本金属指数	Brent 原油
1 月	-9.5	-16.0	-12.8	0.2	-0.9	4.4
2 月	-6.7	-12.3	-2.0	1.7	4.7	7.0
3 月	-6.0	-7.3	0.5	1.3	1.8	4.0
4 月	-5.8	-9.9	-0.2	2.1	-0.7	6.9
5 月	-11.6	-14.9	-8.7	-3.7	-5.7	-1.9
6 月	-11.0	-17.2	-17.2	-2.0	-2.0	-10.6

资料来源: Wind, 国开证券研究部

以铁矿石为例, 1 月下旬以来, 铁矿石价格大幅上涨, 一方面是由于国内粗钢产能释放较快, 另一方面是受供给偏紧的影响。国际四大矿山企业 (淡水河谷、力拓、必和必拓、FMG) 年初相继下调了 2019 年的指导产量, 而减产的主因在于溃坝事件 (官方宣布溃坝事件将造成巴西铁矿石产量减少 9,280 万吨/年) 以及澳洲飓风天气影响等。Mysteel 发布的数据显示, 年初至今澳大利亚和巴西铁矿石发运量较 2018 年同期减少

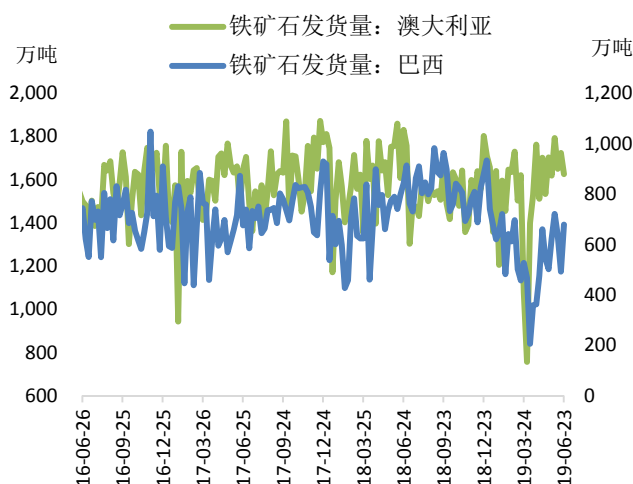
11.1%。其中,澳大利亚往中国发运量下降 6.3%,巴西发运量减少 17.5%。同时,国内粗钢产量保持较快增长,3-5 月同比增速均在 10%之上,为 2011 年以来的最高水平。上述综合因素导致上半年中国铁矿石价格指数上涨 57.2%。

图 9: 上半年 CRB 指数总体趋于回落



资料来源: Wind, 国开证券研究部

图 10: 上半年巴西铁矿石发货量回落较多



资料来源: Wind, 国开证券研究部

此外,原油价格也受供给影响较大。2018 年末,为平衡原油供需市场,OPEC 与部分非 OPEC 国家达成日均减产 120 万桶的协议,自 2019 年 1 月开始执行,期限设定为 6 个月。除此持外,美伊之间矛盾升级令海湾地区局势紧张,市场对地缘政治风险的担忧也令国际油价接连走高。上半年,Brent 原油价格较 2018 年末上涨 23.7%,均值为 66.2 美元/桶,符合我们之前 65-70 美元/桶的判断。

图 11: 上半年铁矿石价格大幅上涨

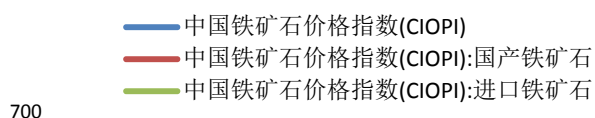


图 12: 上半年原油价格波动较大



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_11536

