

# 猪肉、蔬菜涨价推动 CPI 增速略超季节性

—— 3月通胀数据点评

宏观点评

潘向东 (首席经济学家)

刘娟秀 (分析师)

陈韵阳 (联系人)

证书编号: S0280517100001

liujuanxiu@xsdzq.cn

chenyunyang@xsdzq.cn

证书编号: S0280517070002

证书编号: S0280118040020

## 相关报告

宏观报告: 上游行业进入通缩——2019年1月通胀数据点评

2019-2-15

宏观报告: 渐行渐近的通缩风险——2018年通胀数据点评

2019-1-10

## ● 猪肉、蔬菜涨价推动 CPI 增速略超季节性

猪肉和蔬菜涨价叠加低基数推升 CPI 同比增速。2019年3月CPI同比上涨2.3%，涨幅再度回到“2时代”，第一，低基数为主因；第二，猪肉和蔬菜价格涨幅超出季节性。核心通胀走势较为温和。2019年3月核心CPI同比增长1.8%，增速持平于前值，核心CPI同比增速更能刻画通胀周期，近期核心CPI同比增速的走势显示通胀较为温和。此外，值得注意的一点是，CPI猪肉项和高频数据的关系并不稳定，在猪肉价格处于跌势时，CPI猪肉项往往强于高频数据，在猪肉价格处于涨势时，CPI猪肉项往往弱于高频数据，由于限运政策的存在，各地猪肉价格走势或涨幅出现分化，也增大了两者之间的差距，在猪周期启动的背景下，CPI增速的上升幅度可能没有高频数据表现得那么明显。

## ● 关注4月经济数据以及化工行业供给收缩对价格端的影响

生产资料价格环比增速转正，PPI同比增速上升。受大宗商品涨价影响，2019年3月PPI环比增长0.1%，自2018年10月以来首次正增长，叠加低基数，PPI同比增速从0.1%小幅上升至0.4%，其中，生产资料价格同比增速从-0.1%上升至0.3%。

商品价格继续上涨叠加低基数，4月PPI同比增速或继续回升，关注4月经济数据以及化工行业供给收缩对价格端的影响。4月上旬，螺纹钢与原油价格上涨，南华工业品指数创2012年以来最高，4月PPI环比仍有望小幅正增长，叠加低基数，PPI同比增速或将进一步上升。根据我们测算，后续随着基数抬升，PPI同比增速下行压力增加，尤其是三季度最为明显，若PPI环比不能保持明显正增长，则PPI增速转负可能性很大。最近债市和商品价格走势反映出市场对中国经济复苏预期增加，IMF也小幅上调2019年中国经济增速预测值，当前数据尚无法验证经济是否已经企稳，因此，5月公布的4月经济数据可能是预期的再次修正，若经济复苏被证伪，商品价格可能不会保持强势，则通缩压力增加。同时，响水化工园区关闭事件可能引发新一轮化工行业供给侧改革，据第一财经报道，目前，江苏、河南、山东、江西等多省份已出台相关化工产业整治方案，关注化工行业可能的新一轮供给侧改革对价格端的影响。

## ● 风险提示：猪通胀叠加油价上涨导致货币政策发生调整

## 目 录

1、猪肉、蔬菜涨价推动 CPI 增速略超季节性.....	3
2、关注 4 月经济数据以及化工行业供给收缩对价格端的影响.....	6

## 图表目录

图 1: CPI 翘尾因素显著回升 (%) .....	3
图 2: CPI 增速略强于季节性 (%) .....	4
图 3: 食品价格涨幅强于季节性 (%) .....	4
图 4: 非食品价格涨幅弱于季节性 (%) .....	4
图 5: 剔除猪肉和鲜菜项后, CPI 增速弱于季节性 (%) .....	5
图 6: 核心通胀走势温和 (%) .....	5
图 7: CPI 猪肉项与高频数据的关系并不稳定 (%) .....	5
图 8: 生产资料价格增速转正 (%) .....	6
图 9: PPI 翘尾因素回升 (%) .....	7
图 10: 南华工业品指数创 2012 年以来最高 .....	7
图 11: PPI 压力测试 (%) .....	7

## 1、猪肉、蔬菜涨价推动 CPI 增速略超季节性

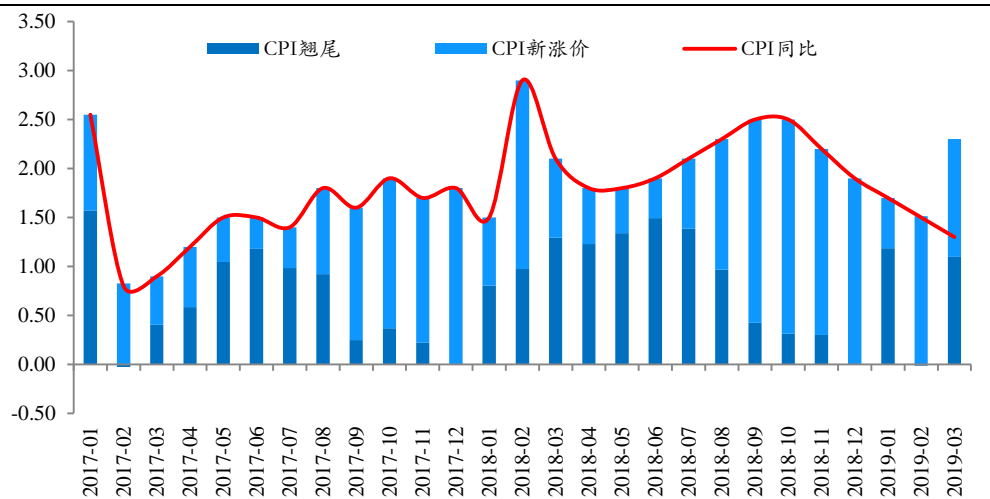
猪肉和蔬菜涨价叠加低基数推升 CPI 同比增速。2019 年 3 月 CPI 同比上涨 2.3%，涨幅再度回到“2 时代”，原因在于：

**第一，低基数为主因。**受春节错位影响，2018 年 3 月 CPI 环比下跌 1.1%，食品和非食品环比增速均偏低（分别为-4.2%、-0.4%），导致 2019 年 3 月 CPI 翘尾因素从-0.01%上升至 1.1%。

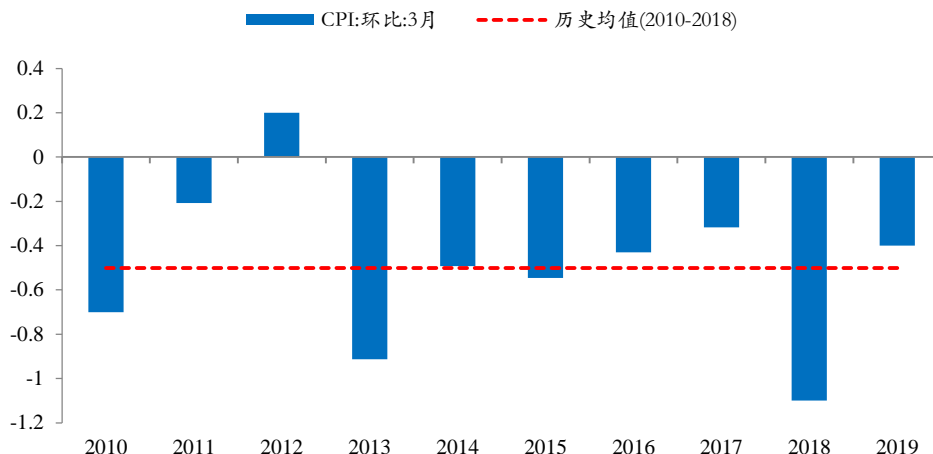
**第二，猪肉和蔬菜价格涨幅超出季节性。**通过与 2010-2018 年同期均值作对比，可以发现 2019 年 3 月-0.9% 食品价格环比增速超出季节性，-0.2% 非食品环比增速弱于季节性（图 3 和图 4）。进一步拆分 CPI 食品项，可以发现，食品价格增速超出季节性主要是鲜菜和猪肉项贡献的，受多地低温阴雨天气影响，3 月鲜菜环比仅下降 2.6%，猪周期启动，猪肉价格环比上涨 1.2%，鲜菜和猪肉价格涨幅超出季节性，而蛋类、牛羊肉、水产品等价格涨幅均弱于季节性，剔除鲜菜和猪肉后，CPI 环比增速约为-0.36%，弱于季节性（图 5）。

**核心通胀走势较为温和。**2019 年 3 月核心 CPI 同比增长 1.8%，增速持平于前值，从分项来看，交通和通信（剔除交通工具燃料）衣着、教育文化和娱乐、医疗保健价格增速持平，居住、医疗保健价格增速回落，核心 CPI 同比增速更能刻画通胀周期，近期核心 CPI 同比增速的走势显示通胀较为温和。此外，值得注意的一点是，CPI 猪肉项和高频数据（22 省市猪肉价格同比增速、全国猪肉平均批发价同比增速）的关系并不稳定，在猪肉价格处于跌势时，CPI 猪肉项往往强于高频数据，在猪肉价格处于涨势时，CPI 猪肉项往往弱于高频数据，由于限运政策的存在，各地猪肉价格走势或涨幅出现分化，也增大了两者之间的差距，在猪周期启动的背景下，CPI 增速的上升幅度可能没有高频数据表现得那么明显。同时，增值税减税可能拉低非食品价格增速，从而导致非食品价格增速低于季节性，也会使 CPI 增速预测值高估。

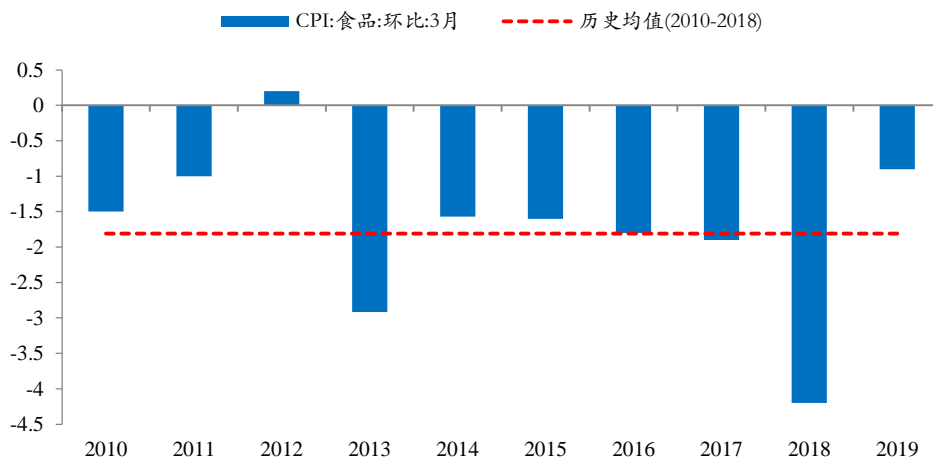
图1：CPI 翘尾因素显著回升（%）



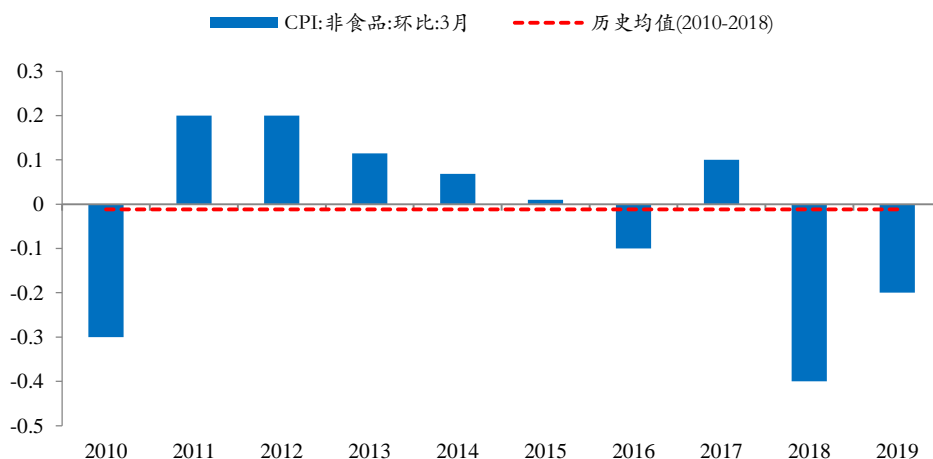
资料来源：Wind，新时代证券研究所

**图2: CPI 增速略强于季节性 (%)**

资料来源: Wind, 新时代证券研究所

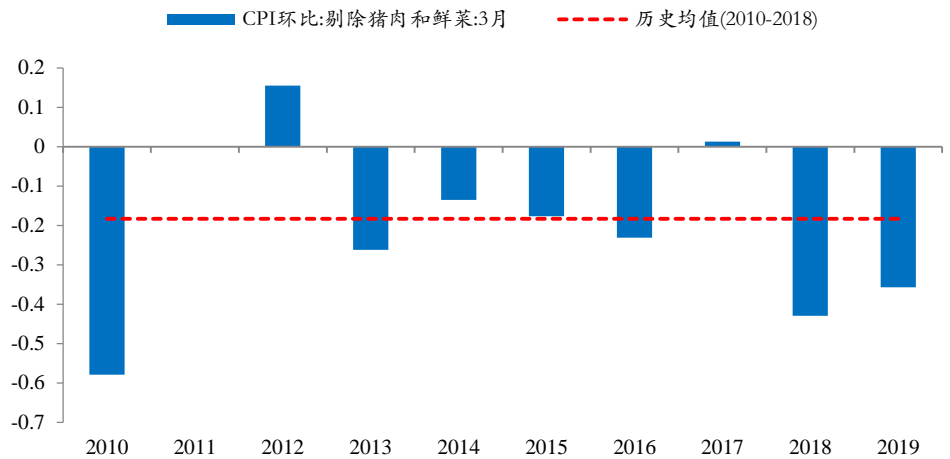
**图3: 食品价格涨幅强于季节性 (%)**

资料来源: Wind, 新时代证券研究所

**图4: 非食品价格涨幅弱于季节性 (%)**

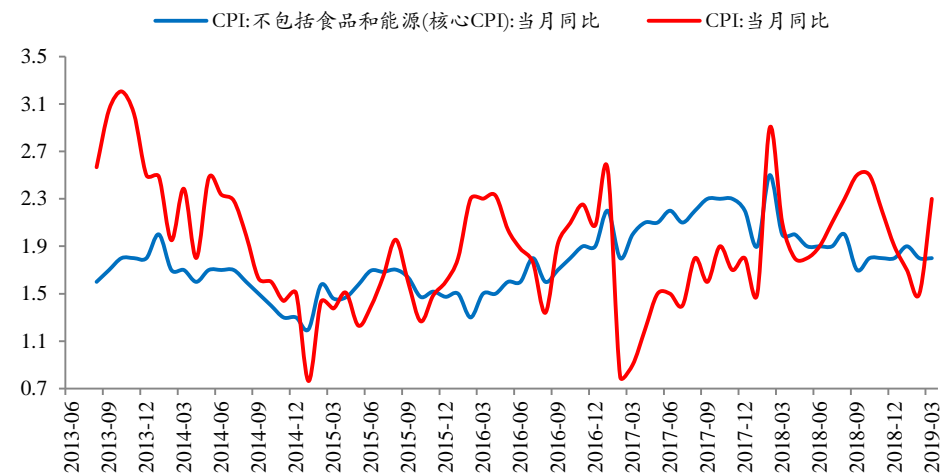
资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图5: 剔除猪肉和鲜菜项后, CPI 增速弱于季节性 (%)



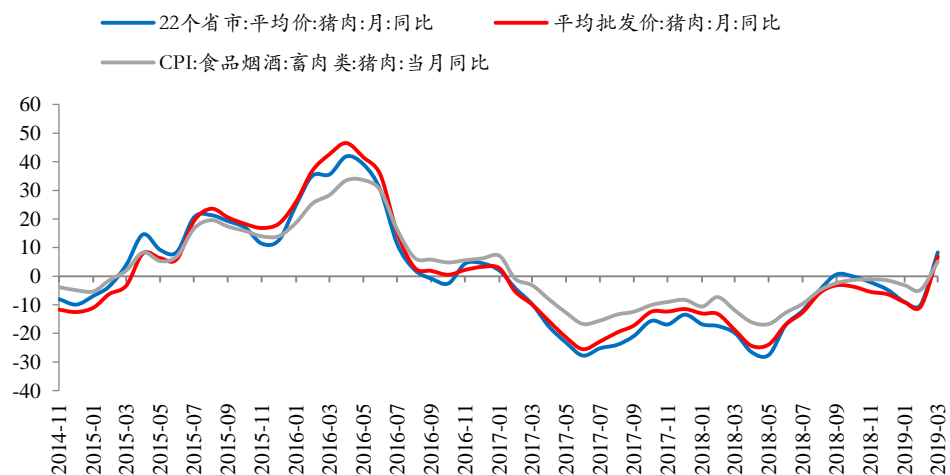
资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图6: 核心通胀走势温和 (%)



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图7: CPI 猪肉项与高频数据的关系并不稳定 (%)



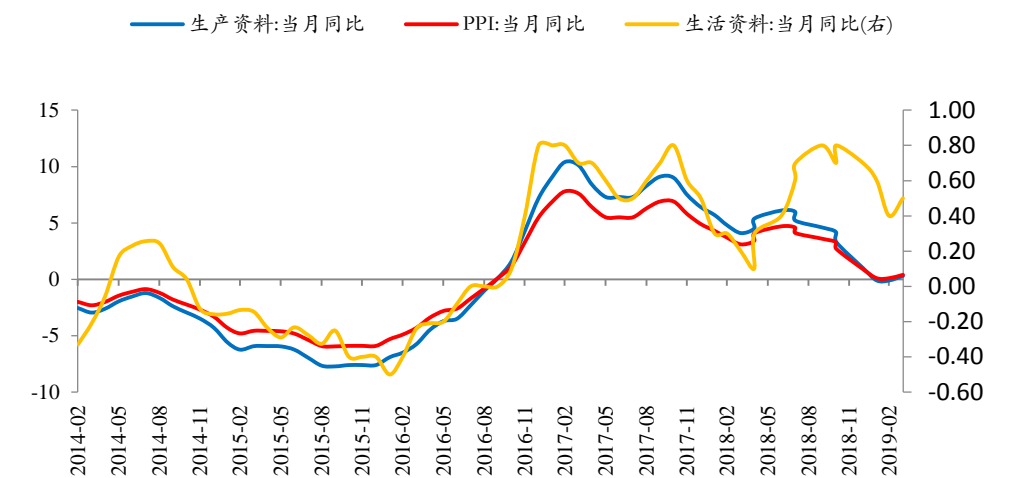
资料来源: Wind, 新时代证券研究所

## 2、关注4月经济数据以及化工行业供给收缩对价格端的影响

生产资料价格环比增速转正，PPI 同比增速上升。3月螺纹钢和布现货价分别上涨0.9%、3.4%，受大宗商品涨价影响，2019年3月PPI环比增长0.1%，自2018年10月以来首次正增长，叠加低基数，PPI同比增速从0.1%小幅上升至0.4%，其中，生产资料价格同比增速从-0.1%上升至0.3%。

商品价格继续上涨叠加低基数，4月PPI同比增速或继续回升，关注4月经济数据以及化工行业供给收缩对价格端的影响。4月上旬，螺纹钢与原油价格上涨，南华工业品指数创2012年以来最高，4月PPI环比仍有望正增长，不过3月大宗商品供需指数BCI均涨幅降至-0.89%，4月PPI环比增长幅度可能较小，叠加低基数，PPI同比增速或将小幅上升。根据我们测算，后续随着基数抬升，PPI同比增速下行压力增加，尤其是三季度最为明显，若PPI环比不能保持明显正增长，则PPI增速转负可能性很大。最近债市和商品价格走势反映出市场对中国经济复苏预期增加，IMF也小幅上调2019年中国经济增速预测值，当前数据尚无法验证经济是否已经企稳，因此，5月公布的4月经济数据可能是预期的再次修正，若经济复苏被证伪，商品价格可能不会保持强势，则通缩压力增加。同时，响水化工园区关闭事件可能引发新一轮化工行业供给侧改革，据第一财经报道，目前，江苏、河南、山东、江西等多省份已出台相关化工产业整治方案，关注化工行业可能的新一轮供给侧改革对价格端的影响。

图8：生产资料价格增速转正（%）



资料来源：Wind，新时代证券研究所

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\\_13261](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_13261)

