

如何看待 CPI 走高，PPI 较低背景下的
货币政策？

报告发布日期 2019 年 04 月 11 日

研究结论

- **4 月 11 日国家统计局公布 3 月 CPI 与 PPI，两者双双上行。对于未来的价格走势，我们认为 CPI 相对较高，但 PPI 低位运行的态势还将延续：**（1）CPI 方面，非洲猪瘟的爆发加速了上游去产能，导致近期猪肉价格上涨速度快于以往，猪肉单项同比上行幅度达到了 2011 年 7 月以来最大，但即便如此，当前涨幅（5.1%）远远低于之前的高点：2016 年 5 月，CPI 猪肉项同比 33.6%，2011 年高点为 57.1%，更极端的情况是 2007 年，由于前一年夏季蓝耳疫情大规模爆发，当年生猪价格同比增速高点为 80.9%；（2）PPI 方面，尽管稳增长政策对工业品需求产生明显拉动，但相对较高的基数不容忽略，即使我们假设今年 PPI 各个月份环比增速与 2017 年相同，全部工业品 PPI 同比也要到年底才能超出 1%，部分月份可能运行在 0 以下的水平。
- **梳理 2000 年至今 PPI 为负的阶段，可以发现在多数情况下 CPI 也处于相对低位，其中 2012 年 6 月到 2013 年 11 月最具有可比性：**在此期间，整体 PPI 徘徊在-1%到-4%之间，CPI 摆脱上一轮“3 时代”，从 2%左右起步，上行直至连续 3 个月超过 3%。
- **2012-2013 年的货币政策：CPI 触底晚于最后一次降息。**（1）降准、降息集中在 CPI 下降的过程中，2012 年 2 月 24 日下调存款准备金率主要是受到外汇占款投放减少的影响，当时 CPI 仍在 3%以上（之前 2011 年 12 月的降准是该轮宽松中的首次降准，当时 CPI 更是在 4%以上）；（2）2012Q2、Q3 连续两次降息，有效降低贷款利率，提振了信贷增速，在此过程中 CPI、PPI 都在下行；（3）2012Q4 开始，降准降息的操作都不再出现，CPI 于 2012 年 10 月触及阶段性底部，滞后于最后一次宽松操作；（4）值得注意的是流动性宽松并没有因此逆转，贷款利率仍继续走低，贷款增速基本稳定。
- **2012-2013 年的企业盈利：整体明显改善。**宽松的货币政策下，虽然 PPI 低于 0，整体企业盈利仍改善。进入 2012 年后，工业企业利润总额累计同比增速从 20%以上的高位直接下跌到-5.2%，负区间维持了 8 个月，并在 2012 年 10 月转正，晚于降准降息政策的结束时间；之后一路上行，尤其是在进入 2013 年之后，利润累计同比均呈现两位数增长。
- **当前 CPI、PPI 均处于安全的水平，但从历史看，如果我们将停止降准或者停止降息作为货币政策的边际收紧信号，则这一信号往往早于 CPI、PPI 出现明显、连续的走高。**随着近期 PPI 的企稳和 CPI 预期的快速上行，我们认为政策操作上将对这一因素作出充分考虑，截至 4 月 11 日央行连续 16 个工作日暂停逆回购即为印证。但需要注意的是：（1）本轮边际放松注重采取市场化手段，强调“定向”，至今没有动用存贷款基准利率这一工具，这是与以往相比的一个很大区别，可能使降准工具的重要性和持续性提高，此外定向降准力度的延续和扩面或将在帮扶小微企业与维持流动性合理充裕之间取得平衡；（2）货币政策的边际收紧信号即便出现，也不会使宽松的流动性环境立即扭转。从以往经验来看，即使存款准备金率或贷款基准利率停止下降，加权贷款利率仍然可以在低位维持相当长一段时间。
- **风险提示：**（1）基建持续性不足，国内工业品价格失去支撑；（2）中美贸易磋商结果影响国内供需格局，进而影响价格水平（如美国猪肉进口进度超预期，平抑国内猪肉上涨），对货币政策的制约相应减少；（3）二季度民营企业债务工具违约超预期。

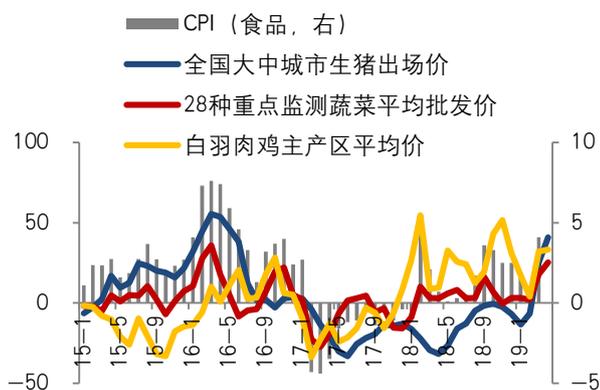
证券分析师 孙金霞
021-63325888*7590
sunjinxia@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860515070001
王仲尧
021-63325888*3267
wangzhongyao1@orientsec.com.cn
执业证书编号：S086051805000

联系人 陈至奕
021-63325888-6044
chenzhiyi@orientsec.com.cn
曹靖楠
021-63325888-3046
caojingnan@orientsec.com.cn

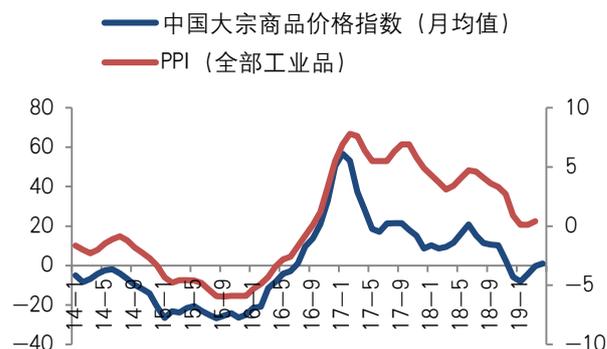
相关报告

PMI 或昭示 3 月经济数据反弹 2019-03-31

4月11日国家统计局公布3月CPI与PPI，两者双双上行。(1)CPI同比上涨2.3%，前值1.5%，鲜菜(16.2%)、鲜果(7.7%)、猪肉(5.1%)、禽类(4.0%)涨幅明显，进入4月后这一上涨仍有延续：全国大中城市生猪出场价、28种重点监测蔬菜平均批发价、白羽肉鸡主产区平均价同比41%、25%、33%，前值25%、18%、32%，即便考虑到4月初汽油零售指导价因增值税改革而下调，以及通信领域“提速降费”的推进，也难以完全中和；(2)PPI同比0.4%，前值0.1%，涨幅主要来源于采掘工业(4.2%)。历年来中国大宗商品价格指数月均值同比增速与PPI当月同比相关系数在0.9以上，而3月指数同比较2月提高4个百分点，4月又进一步提高1.3个百分点，因此4月PPI大概率仍有支撑。

图1：生猪、蔬菜、禽类价格与CPI食品项同比增速(%)


数据来源：Wind，东方证券研究所

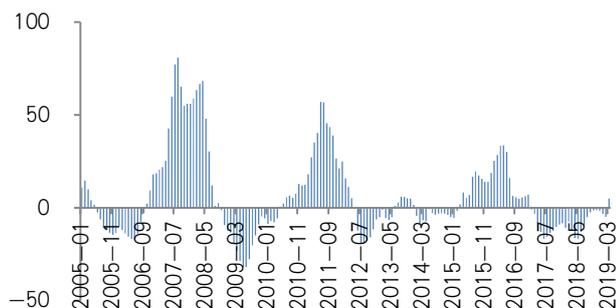
图2：大宗商品价格与PPI当月同比(%)


数据来源：Wind，东方证券研究所

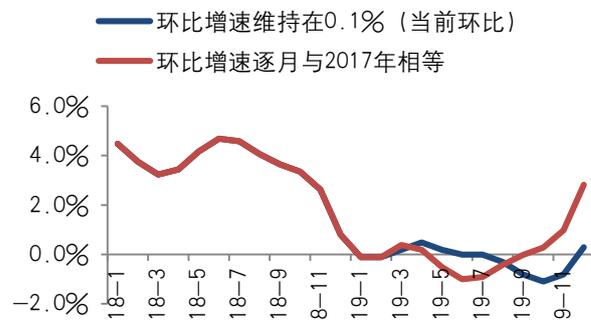
对于未来的价格走势，我们认为CPI相对较高，但PPI低位运行的态势还将延续：

CPI方面，非洲猪瘟的爆发加速了上游去产能，导致近期猪肉价格上涨速度快于以往，猪肉单项同比上行幅度达到了2011年7月以来最大，但即便如此，当前涨幅(5.1%)远远低于之前的高点：2016年5月，CPI猪肉项同比33.6%，2011年高点为57.1%，更极端的情况是2007年，由于前一年夏季蓝耳疫情大规模爆发，当年生猪价格同比增速高点为80.9%。

PPI方面，尽管稳增长政策对工业品需求产生明显拉动，但相对较高的基数不容忽略，即使我们假设今年PPI各个月份环比增速与2017年相同，全部工业品PPI同比也要到年底才能超出1%，部分月份可能运行在0以下的水平。

图3：CPI(猪肉)价格当月同比(%)


数据来源：Wind，东方证券研究所

图4：PPI增速预测(2018年PPI环比增速中枢0.07%)


数据来源：Wind，东方证券研究所

PPI 低位，CPI 走高的历史回顾

梳理 2000 年至今 PPI 为负的阶段，可以发现，在多数情况下 CPI 也处于相对低位：

(1) 2012 年 3 月-2016 年 8 月，期间 PPI 当月同比增速始终为负，可以进一步分解成以下阶段：

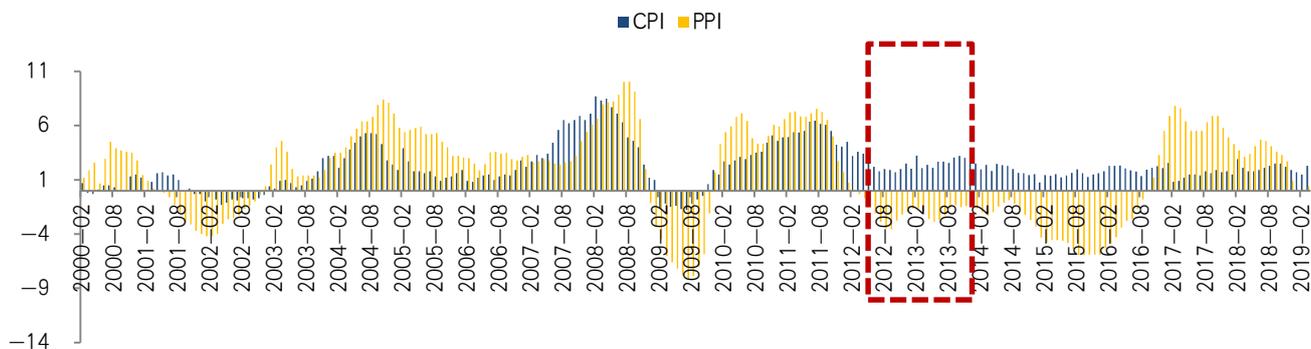
- 2012 年 3 月到 2012 年 9 月，PPI 单月同比增速从-0.32%一路扩大到-3.55%，与此同时 CPI 也逐步下行，从 3.6%降低到 1.9%；
- 2012 年 10 月到 2014 年 11 月，PPI 单月同比增速在-1%到-3%之间反复震荡，在此过程中，CPI 一度连续 3 个月高于 3%（2013 年 9 月到 2013 年 11 月），从走出“1 时代”到迈进“3 时代”，总共用了 14 个月（2012 年 8 月到 2013 年 9 月，剔除春节月份）；
- 2014 年 12 月到 2015 年 9 月，PPI 负增长的幅度扩大，从-3.32%下行至-5.95%，期间 CPI 始终没有超过 2%；
- 2015 年 10 月至 2016 年 8 月，PPI 在连续 3 个月稳定于-5.90%之后开始缓和，跌幅逐渐收窄，收于-0.80%，并于次年转正，供给侧改革带来的涨价行情就此开启。在此期间，CPI 逐步从 1.27%上升到 2.33%的高点（2016 年 4 月），之后重新回到 2%以下；

(2) 2008 年 12 月到 2009 年 11 月，PPI 单月同比呈负增长，幅度先扩大后收窄，在这 12 个月中，CPI 有 9 个月低于 0；

(3) 2001 年 4 月到 2002 年 11 月 PPI 同比为负，同样呈现先扩大，后收窄的特征，期间 CPI 由正（1.60%）逐步转负（-0.70%），多次低于-1%；

考虑到 2019 年我们可能面临 PPI 低位、CPI 上行的情形，2012 年 6 月到 2013 年 11 月可能是最具有可比性的：在此期间，整体 PPI 徘徊在-1%到-4%之间，CPI 摆脱上一轮“3 时代”，从 2%左右起步，上行直至连续 3 个月超过 3%。

图 5：CPI、PPI 单月同比增速的历史表现（%）



数据来源：Wind，东方证券研究所

当时的货币政策：CPI 触底晚于最后一次降息

分析 2012-2013 年的货币政策，我们发现：（1）降准、降息集中在 CPI 下降的过程中，2012 年 2 月 24 日下调存款准备金率主要是受到外汇占款投放减少的影响，当时 CPI 仍在 3%以上（之前

2011年12月的降准是该轮宽松中的首次降准，当时CPI更是在4%以上；(2) 2012Q2、Q3连续两次降息，有效降低贷款利率，提振了信贷增速，在此过程中CPI、PPI都在下行；(3) 2012Q4开始，降准降息的操作都不再出现，CPI于2012年10月触及阶段性底部，滞后于最后一次宽松操作；(4) 值得注意的是流动性宽松并没有因此逆转，贷款利率仍继续走低，贷款增速基本稳定。

图6：2012–2013年流动性与货币政策变化

日期	贷款加权平均利率	人民币贷款余额增速	CPI (逐月)	PPI (逐月)	调控手段
2012年3月	7.61	15.7	4.5/3.2/3.6	0.7/0.0/-0.3	■2月24日下调存款准备金率0.5个百分点（原因：受外需较为疲弱等因素影响，外汇占款投放的流动性少于上年同期）
2012年6月	7.06	16	3.4/3.0/2.2	-0.7/-1.4/-2.1	■5月18日下调存款准备金率0.5个百分点（原因同上） ■6月8日下调存贷款基准利率，1年期贷款基准利率从6.56%降到6.31%（原因：通胀预期水平的逐步回落），同时调整存贷款利率浮动区间，下限由基准利率的0.9倍调整为0.8倍（原因：引导资金价格下行）
2012年9月	6.97	16.3	1.8/2.0/1.9	-2.9/-3.5/-3.6	■7月6日下调金融机构人民币存贷款基准利率，1年期贷款基准利率从6.31%降到6.00%，利率下限继续调整为0.7倍（原因同上）
2012年12月	6.78	15	1.7/2.0/2.5	-2.8/-2.2/-1.9	■没有调整
2013年3月	6.65	14.9	2.0/3.2/2.1	-1.6/-1.6/-1.9	■没有调整
2013年6月	6.91	14.2	2.4/2.1/2.7	-2.6/-2.9/-2.7	■没有调整
2013年9月	7.05	14.3	2.7/2.6/3.1	-2.3/-1.6/-1.3	■没有调整
2013年12月	7.20	14.1	3.2/3.0/2.5	-2.3/-1.6/-1.3	■没有调整

数据来源：历次央行货币政策执行报告，东方证券研究所

当时的企业盈利：整体明显改善

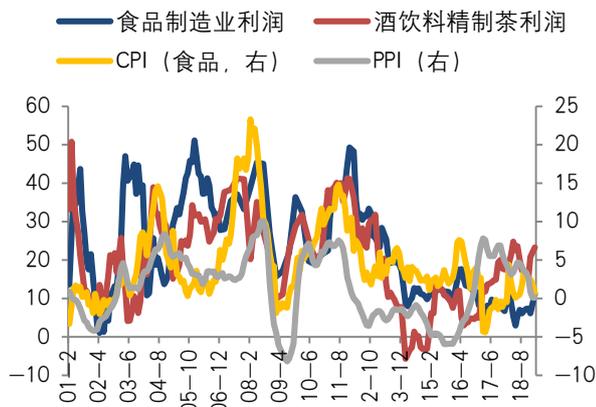
宽松的货币政策下，虽然PPI低于0，整体企业盈利仍然有所改善。进入2012年后，工业企业利润总额累计同比增速从20%以上的高位直接下跌到-5.2%，负区间维持了8个月（其中，单月同比增速为负的情况有5个月），并在2012年10月转正，晚于降准降息政策的结束时间；之后一路上行，尤其是在进入2013年之后，利润累计同比均呈现两位数增长。行业来看，期间产能过剩的问题并未解决，采矿业行业利润多数为负（包括煤炭开采、石油天然气开采、黑色与有色金属矿采选业），改善更多体现在石油化工产业链（石油加工、化工、化学纤维），中游制造（纺织、造纸、通用设备、专用设备、汽车制造、交运设备、电气机械及器材制造），以及一些依赖上游工业品的加工业（黑色金属冶炼加工、有色金属冶炼加工、金属制品）。

生活资料类工业品价格与整体PPI联系不大，因此必需消费品制造业与整体工业企业盈利的走势并不相同。在我们考察的时间区间内，食品制造业与酒饮料和精制茶制造业累计增速都呈现前高后低的特征，再拉长一点看，2012年全年食品制造业利润增长中枢高达32.5%，酒饮料和精制茶制造业增长中枢28.8%，而到2013年，两者分别下降到21.76%和12.09%，这与整体工业企业盈利增速的走势相反，表现更为独立。近几年来，食品制造、酒饮料与精制茶行业相比整体工业企业的“超额收益”与CPI、PPI的差值走势较为接近。

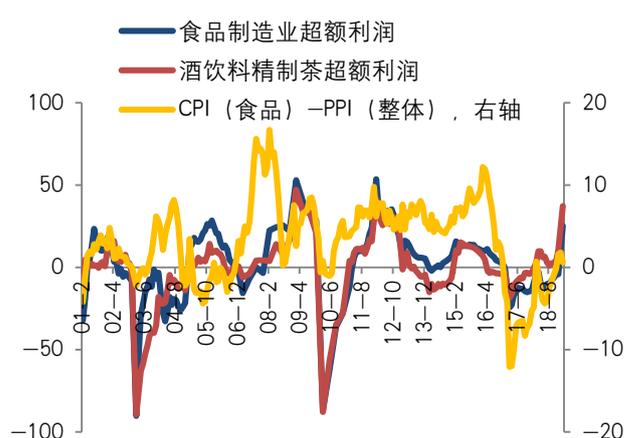
图 7：PPI 及其细分项（PPIRM 及其细分项）的相关性

PPI细分项	相关性
采掘工业	89.0%
原材料工业	97.5%
加工工业	94.2%
食品类	57.8%
衣着类	49.4%
一般日用品类	71.2%
耐用消费品类	25.2%
PPIRM细分项	相关性
燃料、动力类	90.95%
黑色金属材料类	89.18%
有色金属材料类	78.40%
化工原料类	93.84%
木材及纸浆类	72.32%
建筑材料类	70.90%
其他工业原材料及半成品类	82.73%
农副产品类	74.18%
纺织原料类	74.74%

数据来源：Wind，东方证券研究所

图 8：必需品制造业盈利增速与 CPI、PPI (%)


数据来源：Wind，东方证券研究所

图 9：必需品制造业相对整体的超额增速与两部门价格差 (%)


数据来源：Wind，东方证券研究所

结论：货币政策的制约或已在途，但不改合理充裕的流动性环境

当前 CPI、PPI 尚处于安全的水平，但从历史看，如果我们将停止降准或者停止降息（而不是加息或提高准备金率）作为货币政策的边际收紧信号，则这一信号往往早于 CPI、PPI 出现明显、连续的走高。随着近期 PPI 的企稳和 CPI 预期的快速上行，我们认为政策操作上将这一因素作出充分考虑，截至 4 月 11 日央行连续 16 个工作日暂停逆回购即为印证。

但需要注意的是：（1）本轮边际放松注重采取市场化手段，强调“定向”，因此至今没有动用存款准备金率这一工具，这是与以往相比的一个很大区别，可能使降准工具的重要性和持续性提高，此外定向降准力度的延续和扩面或将在帮扶小微企业与维持流动性合理充裕之间取得平衡；（2）货币政策的边际收紧信号即便出现，也不会使宽松的流动性环境立即扭转。从以往经验来看，即使存款准备金率或贷款基准利率停止下降，加权贷款利率仍然可以在低位维持相当一段时间。

图 10：降息、降准与价格指数变化（%）



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 11：存款准备金率与金融机构加权贷款利率（%）



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_13269



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>