

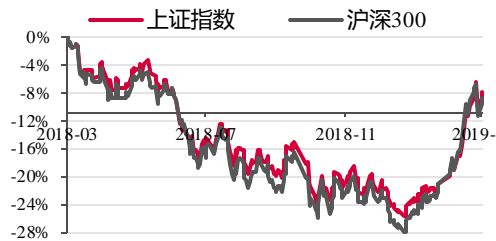
宏观点评

食品是 CPI 下降主因，需求持续走弱

——2019 年 2 月 CPI 和 PPI 数据的点评

2019 年 03 月 12 日

上证综指-沪深 300 走势图



%	1M	3M	12M
上证指数	14.54	17.61	-8.01
沪深 300	12.76	18.44	-9.02

胡文艳

执业证书编号: S0530518070001
huwy@cfzq.com

伍超明

wucm@cfzq.com

李沫

limo@cfzq.com

分析师

010-68086480

研究助理

010-68084180

研究助理

010-68080380

投资要点

- 食品价格同比涨幅回落是 CPI 下降主因，非食品价格依然是 CPI 上涨“常动力”。受高基数效应影响，虽然食品价格环比上涨较多，但同比增速下降：从环比增速看，受春节因素和部分地区雨雪天气等综合影响，2 月鲜菜、鲜果、水产品等产品环比价格上涨较多，猪肉价格亦由负转正；从同比增速看，受去年同期基数较高影响，2 月猪肉价格降幅较上月扩大 1.6 个百分点，蔬菜价格同比增速较上月下降 2.1 个百分点，导致食品价格同比涨幅回落 1.2 个百分点。非食品价格表现平稳：非食品价格涨跌互现，其中，医疗保健、交通和通信、居住类价格同比均小幅提高，教育文化和娱乐价格同比却有所下降。2016 年以来服务类项目对 CPI 的贡献率快速提高，2 月份其贡献升至 64.3%，超过一半以上。从趋势看，随着我国经济结构调整和收入水平的提高，预计服务类项目对 CPI 的贡献率依然会处于高位，依然是推动 CPI 上涨的“常动力”。
- 预计 3 月 CPI 增长 2.1% 左右。一是预计食品价格环比增速将有所下降：根据历史同期数据，3 月食品价格环比增速将由 2 月的 2.7% 降至 -1.5%。其中，随着春节因素消退和气温回升，3 月蔬菜价格环比增速的历史均值将由 2 月的 12.6% 变为 -6.5%；春节过后，虽猪肉消费需求会有所下降，但前期非洲猪瘟导致供给收缩，产能加速出清，供给严重不足，预计短期猪肉价格将继续企稳反弹，同比降幅将有所收窄，不排除转正的可能。二是预计非食品价格增速平稳。三是 3 月份 CPI 翘尾因素较高，在 1.1% 左右，较上月提高 1.1 个百分点。
- 预计全年通胀温和，全年约增长 2.0%，较去年下降 0.1 个百分点，下半年猪肉价格上涨将推高物价。一是食品价格贡献率将趋于上升，2018 年猪肉价格持续负增长，拉低食品价格水平，预计 2019 猪肉价格全年增速有望转正，提高整个食品价格水平。二是服务类项目价格刚性特征明显，人口老龄化增加服务类项目价格上涨动能，对物价的影响具有持久性。三是预计下半年人民币存在升值压力，输入型通胀压力减小。中美贸易战短期内带来一定的输入型通胀压力，但 2019 年全球经济复苏动能减弱，大宗商品价格将稳中趋缓；同时，预计我国下半年经济增长将在前期刺激政策的作用下趋于稳定，有利于人民币汇率稳定及升值预期的形成，上述两方面因素将降低输入型通胀压力。四是去产能政策对国内物价的支撑作用减弱；五是 2019 年 CPI 翘尾因素将较去年降低 0.3 个百分点。
- 工业主要行业产品价格和原材料工业价格增速涨跌互现，2 月份 PPI 与上月持平。其中，石油相关行业受近期国际油价上调影响，前期大幅下降的趋势得到遏制，同比增速有所提高。2017 年以来，PPI 和 PPIRM 下降较快，实质上是中国内需尤其是工业投资需求下降的反映。
- 2019 年 PPI 将在基数效应减弱和周期性力量弱化的双重作用下趋于下行，预计全年 PPI 将大幅下降至 0.2%，高点可能出现在二季度，预计 3 月份 PPI 将降至 0.3% 左右。
- PPI 和 CPI 剪刀差在一定程度上反映了工业企业盈利空间的变化。2 月份剪刀差虽较上月收窄 0.2 个百分点，但连续 3 个月为负，反映工业企业盈利在继续下降。展望未来，我们预计全年剪刀差将进一步扩大，经济下行压力增加。
- 风险提示：宏观经济下行、政策变动风险。

内容目录

1 食品价格同比下降较多导致 CPI 涨幅下降；非食品价格依然是 CPI 上涨“常动力”... 3	
1.1 猪肉价格同比降幅扩大、鲜菜价格同比涨幅回落，是食品价格同比的主因..... 3	
1.2 非食品价格涨跌互现，其对 CPI 的贡献率有所提高，服务类项目是物价上涨的“常动力”..... 4	
2 预计 3 月 CPI 增长 2.1%左右，全年约增长 2.0% 5	
2.1 预计 2019 年 3 月 CPI 同比增长 2.1%左右 5	
2.2 预计 2019 年全年通胀压力温和，CPI 增长 2.0%左右，下半年猪肉价格上涨将推高物价 6	
3 预计 3 月 PPI 增长 0.3%左右，全年约增长 0.2%..... 6	
3.1 各主要行业产品价格和原材料价格同比涨跌互现，2 月 PPI 同比与上月持平，反映国内需求下降明显..... 6	
3.2 在基数效应减弱和周期性力量弱化的双重作用下,预计 2019 年 PPI 将大幅下降至 0.2%，3 月份增长 0.3%左右 8	
4 PPI 和 CPI 剪刀差持续为负，预示经济下行压力仍在加大..... 8	

图表目录

图 1：2 月鲜菜和猪肉价格同比增速..... 3	
图 2：2 月食品类价格环比增速..... 3	
图 3：2 月鲜菜价格环比增速低于历史均值..... 4	
图 4：食品各成分对 CPI 贡献率..... 4	
图 5：非食品尤其是服务类项目价格涨幅较快..... 4	
图 6：服务类项目贡献率有所上升..... 4	
图 7：2019 年 CPI 翘尾因素..... 5	
图 8：2019 年全年翘尾因素下降..... 5	
图 9：生产资料价格涨幅下降..... 7	
图 10：2 月主要行业工业生产者出厂价格变动（%）..... 7	
图 11：PPI 与原材料购进价格指数（PPIRM）..... 7	
图 12：2019 年 PPI 翘尾因素大幅下降..... 7	
图 13：PPI 与 CPI 剪刀差转负预示企业盈利能力下降..... 9	
图 14：PPI 与 CPI 剪刀差转负预示名义 GDP 增速下降..... 9	

事件：2019年2月份全国居民消费价格指数（CPI）环比上涨1.0%，较上月提高0.5个百分点，同比上涨1.5%，较上月回落0.2个百分点；工业生产者出厂价格指数（PPI）环比下降0.1%，降幅较上月收窄0.5个百分点，同比上涨0.1%，与上月持平。

点评：

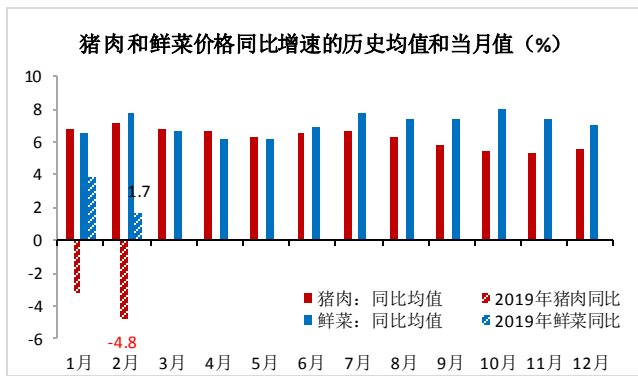
1 食品价格同比下降较多导致CPI涨幅下降；非食品价格依然是CPI上涨“常动力”

1.1 猪肉价格同比降幅扩大、鲜菜价格同比涨幅回落，是食品价格同比的主因

从同比看，2月食品价格增长0.7%，较上月回落1.2个百分点，影响CPI上涨约0.14个百分点。其中，鲜菜价格上涨1.7%，影响CPI增长约0.05个百分点；猪肉价格下降4.8%，影响CPI下降约0.12个百分点（见图1）。

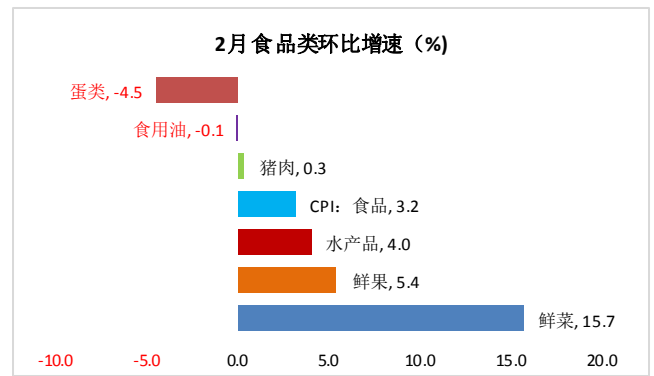
从环比看，食品价格上涨3.2%，较上月增加1.6个百分点。其中，受春节因素和部分地区雨雪天气等综合影响，鲜菜、鲜果和水产品环比上涨较多。春节期间猪肉消费需求旺盛，猪肉价格环比由负转正。蛋类市场供应充足，环比价格下降较多（见图2），因此鲜菜、鲜果、猪肉是食品价格环比上涨的主要原因。

图 1：2月鲜菜和猪肉价格同比增速



资料来源：WIND，财富证券

图 2：2月食品类价格环比增速



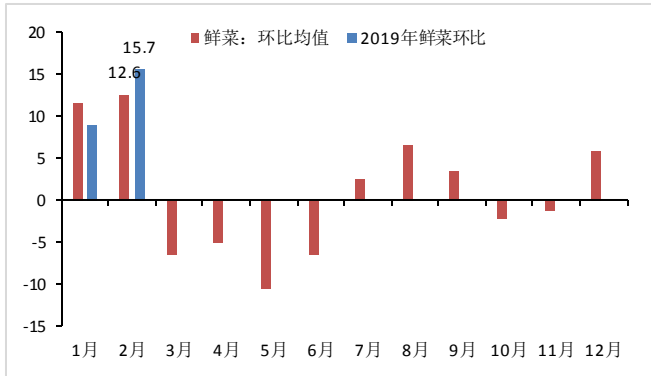
资料来源：WIND，财富证券

2月份鲜菜价格环比涨幅扩大较多，但受去年高基数影响，同比有所下降。受春节和雨雪天气影响，鲜菜价格环比上涨15.7%，较上月提高6.6个百分点，亦比历史同期均值高3.1个百分点（见图3），但较去年同期低2.4个百分点。受去年同期基数较高影响，2月份鲜菜价格同比增长1.7%，较上月下降2.1个百分点，低于历史同期均值5.7个百分点（见图1）。

2月份猪肉价格环比上涨，同比降幅却有所扩大。春节期间，猪肉需求有所提高，2月猪肉价格环比上涨0.3%，由负转正，较上月提高1.3个百分点。同比下降4.8%，降幅较上月扩大1.6个百分点（见图1）。

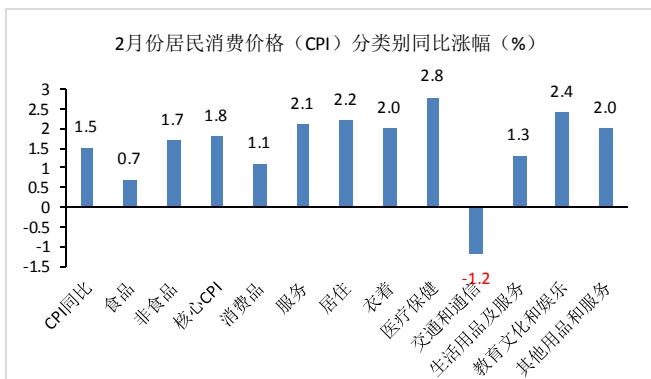
从 CPI 各成分的同比贡献率看，2 月猪肉、鲜菜、水产品等成分的贡献率均出现一定程度的下滑。整体上看，食品对 CPI 的贡献率有所下降，导致 2 月份 CPI 同比涨幅的回落（见图 4）。

图 3：2 月鲜菜价格环比增速低于历史均值



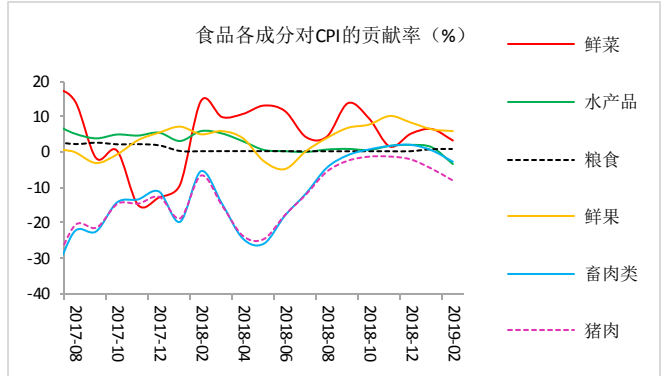
资料来源：WIND，财富证券

图 5：非食品尤其是服务类项目价格涨幅较快



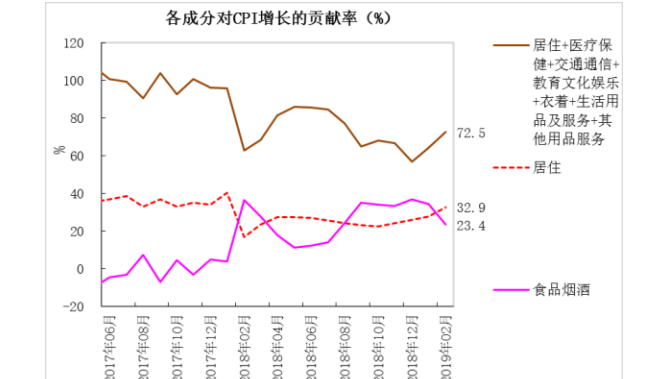
资料来源：WIND，财富证券

图 4：食品各成分对 CPI 贡献率



资料来源：WIND，财富证券

图 6：服务类项目贡献率有所上升



资料来源：WIND，财富证券

1.2 非食品价格涨跌互现，其对 CPI 的贡献率有所提高，服务类项目是物价上涨的“常动力”

2 月非食品价格同比上涨 1.7%，与上月持平，影响 CPI 上涨约 1.34 个百分点。其中，医疗保健类、交通和通信、教育文化和娱乐类、居住类价格分别上涨 2.8%、-1.2%、2.4%、2.2%（见图 5），分别较上月变动 0.1%、0.1%、-0.5% 和 0.1%。本月交通和通信项同比跌幅略有收窄，但依然为负，主要是受基数效应的影响。实际上，2 月柴油和汽油价格环比是有所上涨的，分别上涨 3.9% 和 3.6%；同比分别下跌 3.1% 和 3.0%，虽有所下降，但降幅较上月收窄 3.4 和 3.2 个百分点。

2016 年以来，医疗保健、交通和通信、教育文化和娱乐、生活用品及服务、其他用品及服务等服务类项目对 CPI 的贡献率快速提高。2 月份医疗保健、教育文化和娱乐等服务类项目价格依然上涨较快（见图 5），导致服务类项目贡献率提高到 72.5%，食品烟

酒贡献率则有所下降（见图6）。从趋势看，随着我国经济结构调整和收入水平的提高，预计服务类项目对CPI的贡献率依然会处于高位，传统食品烟酒等项目的贡献率则趋于下降，服务类项目是驱动物价上涨的“常动力”。

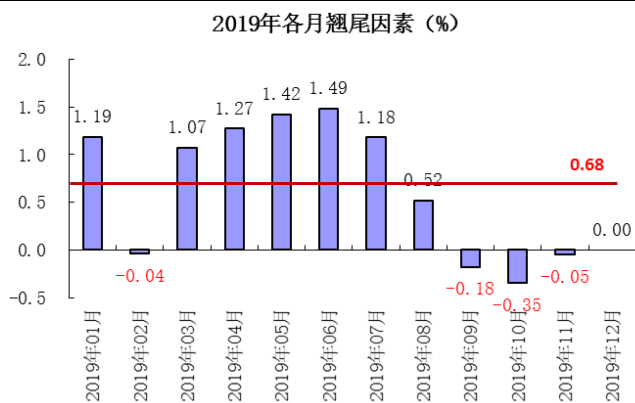
2 预计3月CPI增长2.1%左右，全年约增长2.0%

2.1 预计2019年3月CPI同比增长2.1%左右

预计3月消费者物价指数（CPI）增长2.1%左右，较2月份提高0.6个百分点。理由如下：

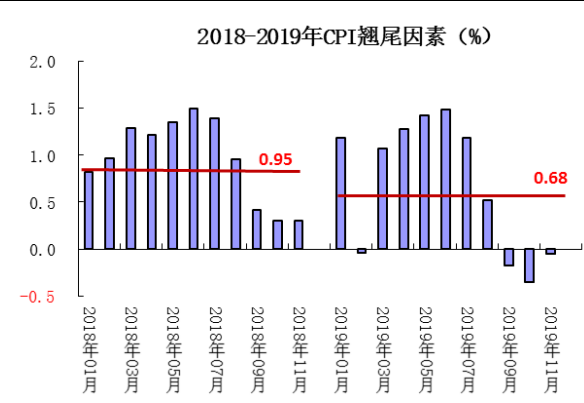
一是预计食品价格环比增速将有所下降。根据同期历史数据，3月份食品价格环比增速将较2月有所下降，历史均值由2月的2.7%降至3月的-1.5%。其中，随着春节因素消退和气温回升，蔬菜供给将有所增加，价格环比增速将由正转负，即历史均值将由2月份的12.6%变为3月份的-6.5%（见图3）。此外，我们预计当前猪肉价格将在底部区间继续企稳反弹。因为受前期被动去产能影响，供给端收缩幅度超过消费端降幅，虽然3-4月份进入消费淡季，但预计短期猪肉价格将呈震荡上行走势，同比降幅将延续前期收窄态势：**一、**从猪肉价格的先行指标看，3月份猪肉价格大概率继续企稳；**二、**春节过后，猪肉消费需求短期会有所减少；**三、**受非洲猪瘟影响，猪肉供给收缩，产能出清速度明显加快，加上春节前养猪户出栏速度加快，短期猪肉供给减少，有利于价格的稳定提高；**四、**受去年同期基数较低影响，有利于今年猪肉价格同比降幅的收窄，因为2018年1月份开始至今，猪肉价格同比增速均为负，并在2018年5月份达到最低点-16.7%，低基数效应有利于今年同比增速的企稳。

图7：2019年CPI翘尾因素



资料来源：WIND，财富证券

图8：2019年全年翘尾因素下降



资料来源：WIND，财富证券

二是预计非食品价格增速平稳。与食品价格波动幅度较大相比，非食品价格尤其是服务类价格受我国消费升级对服务需求提高影响，价格刚性特征明显，波动幅度较小。但受经济下行压力加大和需求下降影响，近期工业生产资料价格涨幅明显回落，不利于非食品价格增速的提高。此外，由于去年3月非食品价格同比增速较低，今年3月其同比增速大概率企稳甚至略有提高。

三是今年3月份CPI的翘尾因素有所提高，在1.1%左右（见图7）。

综合上述各方面的影响，我们预计3月CPI增长2.1%左右，较上月提高0.6个百分点。

2.2 预计2019年全年通胀压力温和，CPI增长2.0%左右，下半年猪肉价格上涨将推高物价

预计2019年全年CPI增长2.0%左右，较2018年低0.1个百分点，通胀压力温和。

一是预计食品价格的贡献率将趋于上升。虽然2018年猪肉价格增速降幅持续收窄，但全年增速为-8.0%，拉低了食品价格水平。预计2019年春节前猪肉价格将继续趋于上升，节后3-4月呈震荡上行走势，5月份后随着季节性因素和产能去化的冲击加速回升走高，全年增速有望转正，提高整个食品价格水平。

二是服务类项目价格刚性特征明显。随着人口老龄化，总需求结构将逐步从传统制造业向养老、医疗等服务产业转移，这一方面导致PPI下降压力增加，但另一方面服务类项目价格存在上涨压力，加上服务类项目价格刚性特征明显，易涨难跌，对物价的影响具有持久性。因此，预计服务价格对CPI仍有较强支撑作用，导致PPI和CPI的分化变化。

三是预计下半年人民币存在升值压力，输入型通胀压力减小。中美贸易战是我国面临的最大的不确定性因素，双边贸易关系如何发展仍存在较大变数。其对国内物价的影响，主要体现在人民币汇率贬值压力和提高进口产品关税，两者都将助推进口产品价格。2018年9月份以来进口价格指数上升较快，从8月份的105.8%持续提高到12月的112.6%，预计未来短期内仍有上升可能，因此存在一定的输入型通胀压力。但由于全球经济尤其是主要发达经济体复苏动能减弱，对大宗商品需求减少，IMF预计2019年大宗商品价格稳中趋缓；同时，预计我国下半年经济增长将在前期刺激政策的作用下趋于稳定，有利于人民币汇率的稳定及升值预期的形成。上述两方面因素将降低输入型通胀压力。

四是去产能政策对国内物价的支撑作用减弱。随着钢铁和煤炭等去产能目标提前2年完成，供给端收缩力度减缓，价格上涨效应将明显减弱，加上国内需求下降，物价上涨压力较小。

五是2018年物价上涨对2019年CPI的影响，即翘尾因素将下降约0.3%（见图8）。

综合上述因素，我们预计全年通胀压力温和，全年增长2.0%左右。

3 预计3月PPI增长0.3%左右，全年约增长0.2%

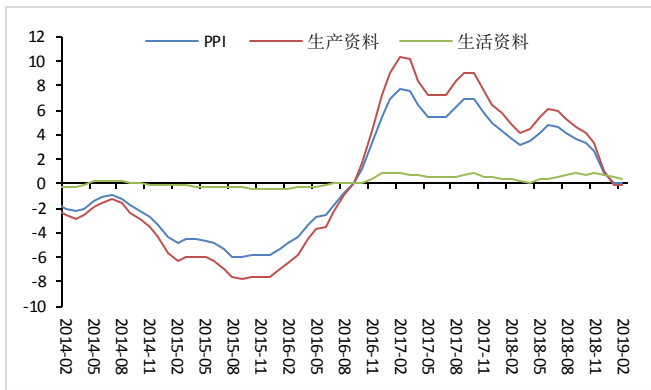
3.1 各主要行业产品价格和原材料价格同比涨跌互现，2月PPI同比与上月持

平，反映国内需求下降明显

2 月份，工业生产者出厂价格同比上涨 0.1%，与上月持平。其中，生产资料同比下降 0.1%，也与上月持平，连续连个月为负增长，其波动与 PPI 基本一致，是导致 PPI 变化的主要原因；生活资料上涨 0.4%，较上月下降 0.2 个百分点，表现一直较为平稳（见图 9）。

2 月份生产资料价格的回落，源于主要行业产品价格涨跌互现。其中，石油和天然气开采业、黑色金属矿采选业、有色金属冶炼及压延加工业、黑色金属冶炼及压延加工业、石油加工炼焦及核燃料加工业出厂价格增速分别较上月提高 4.4%、1.8%、1.0%、0.9%、0.7%，提高较多；而煤炭开采和洗选业、造纸及纸制品业、非金属矿采选业、化学原料及化学制品制造业、汽车制造业出厂价格增速分别较上月下降 1.3%、0.7%、0.5%、0.5%、0.5%，下降幅度加大（见图 10）。

图 9：生产资料价格涨幅下降



资料来源：WIND，财富证券

图 11：PPI 与原材料购进价格指数（PPIRM）

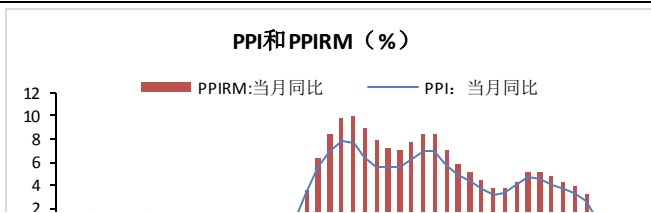
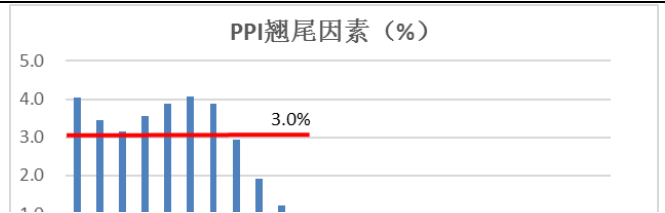


图 10：2 月主要行业工业生产者出厂价格变动（%）



资料来源：WIND，财富证券

图 12：2019 年 PPI 翘尾因素大幅下降



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_13716

