证券研究报告 发布时间：2019-3-9

证券研究报告 / 宏观数据

CPI 短期触底后将开启一段爬升——2 月物价数据点评

报告摘要:

根据国家统计局数据，2 月份 CPI 同比上涨 1.5%，符合市场预期，和我们 1 月份点评报告中的预测一致。2 月份 CPI 同比继续下行，我们认为主要有三点原因：第一，2 月份 CPI 同比下降的最主要原因是春节效应，去年 2 月份基数很高。第二，宏观经济整体仍处下行状态，消费疲软，对通胀的拉动能力减弱。第三，猪肉价格下降明显。拖累通胀上升。

CPI 已经连续 4 个月快速下降，引起了市场对于通缩的忧虑。但我们认为 CPI 短期内已经触底，即将开启反弹。首先，去年上半年 3 月份开始，物价基数不高。其次，猪肉价格目前已显回升迹象，22 各省市猪肉均价近期明显抬升。综合基数效应以及我们对猪价、油价影响的估算，我们认为 3 月份 CPI 同比增幅将在 1.8%~2.0%之间，并在之后一直上升至年中高点，随后因为高基数影响而下行。

2 月份 PPI 同比上升 0.1%，持平前值，低于市场预期的 0.2%。我们在 1 月的报告中预测，2 月 PPI 同比将在 0 附近，不易跌破 0，实际结果与我们预测基本一致。环比下降 0.1%。PPI 环比下降，反映出内需不振的背景下，工业品价格难以提升。但国际原油价格在 2 月份有所回升，同比降幅较前几个月缩窄，石油相关行业的 PPI 同比有所回升。加之去年 2 月 PPI 基数不高，今年 2 月 PPI 得以企稳。

我们预计 3 月份 PPI 同比将反弹至 0.8%左右。主要因为去年 3 月基数较低，且原油价格相对去年 3、4 月份也不算很低。但由于整体经济下行及基数抬升的原因，4 月份之后 PPI 同比将一路下行并转负。同时注意油价影响，若国际油价有明显下跌，则 PPI 同比会超预期下行。

模型显示年内 CPI 较为稳定，通胀与通缩压力均不大，PPI 下行较为明显。故而货币政策可以放宽的空间较大。在 1 月份全面降准之后，预计货币政策会继续放宽，未来会有进一步的降准。央行表示货币政策应据实际相机决策，意味着如果经济下行压力较大，政策利率和市场利率会先行下调。由于目前商业银行的贷款利率尚未达到利率区间的底部，所以尚无降低基准利率的必要。但如果经济下行压力巨大，也会有降低基准利率的可能。

相关报告

《CPI 下行空间有限，PPI 已入通缩通道——1 月物价数据点评》（20190215）

《油价大跌拉低通胀，货币政策空间较大——12 月物价数据点评》（20190111）

《四因子驱动下的 2019 年通胀走势预判》（20181011）

证券分析师：沈新凤
执业证书编号：S0550518040001
18917252281 shenxf@nesc.cn

研究助理：尤春野
执业证书编号：S0550118060022
13817489814 youcy@nesc.cn

联系人：曹哲亮
执业证书编号：S0550119010010
18010018933 caozl@nesc.cn

目 录

1. 主要数据 3
2. 基数效应致 CPI 触底，反弹即将开启 3
3. PPI 如期企稳，短期将回升，长期仍下行 5
4. 年内通胀通缩压力均不大，货币政策调控空间较大 6

图 1: CPI 同比如期下降 3
图 2: CPI 环比小幅上升 3
图 3: 居民消费能力提升不高 4
图 4: 猪肉价格拖累 CPI 增长 4
图 5: CPI 各大类同比涨幅 4
图 6: 猪肉价格近期有上升趋势 5
图 7: PPI 同比企稳 6
图 8: PPI 环比仍然为负 6
图 9: 生产资料各类涨幅 6
图 10: 生活资料各类涨幅 6
图 11: CPI 预测（布油 55 美元/桶） 7
图 12: CPI 预测（布油 65 美元/桶） 7
图 13: PPI 预测（布油 55 美元/桶） 8
图 14: PPI 预测（布油 65 美元/桶） 8

1. 主要数据

中国 2 月 CPI 同比上涨 1.5%，预期 1.5%，前值 1.7%。
中国 2 月 PPI 同比上涨 0.1%，预期 0.2%，前值 0.1%。

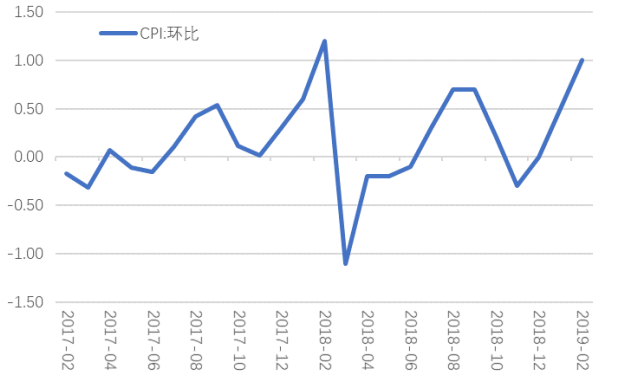
2. 基数效应致 CPI 触底，反弹即将开启

根据国家统计局数据，**2 月份 CPI 同比上涨 1.5%，符合市场预期，和我们 1 月份点评报告中的预测一致。**其中，食品价格上涨 0.7%，非食品价格上涨 1.7%；消费品价格上涨 1.1%，服务价格上涨 2.1%。2 月份 CPI 环比上涨 1.0%。1 月份 CPI 同比为 1.7%。

图 1: CPI 同比如期下降

数据来源：东北证券，Wind

图 2: CPI 环比小幅上升



数据来源：东北证券，Wind

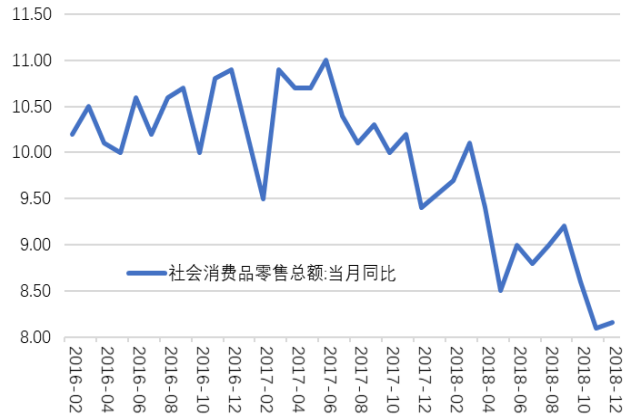
2 月份 CPI 同比继续下行，我们认为主要有三点原因：

第一，2 月份 CPI 同比下降的最主要原因是春节效应，去年 2 月份基数很高。2018 年春节为 2 月 16 日，整个 2 月份物价受春节影响较大，去年 2 月 CPI 同比 2.9%，基数很高。今年春节虽然也在 2 月，但是在 2 月 5 日，春节效应中有一部分落在了 1 月，对 2 月的 CPI 拉动相对较弱。高基数作用导致今年 2 月 CPI 同比较低。

第二，宏观经济整体仍处下行状态，消费疲软，对通胀的拉动能力减弱。1 月份社零数据没有公布，但社零增速在前几个月始终较低，1 月份消费也没有改善迹象。2 月份核心 CPI 同比下降 0.1 个百分点至 1.8%，反映出居民实际消费能力不强。

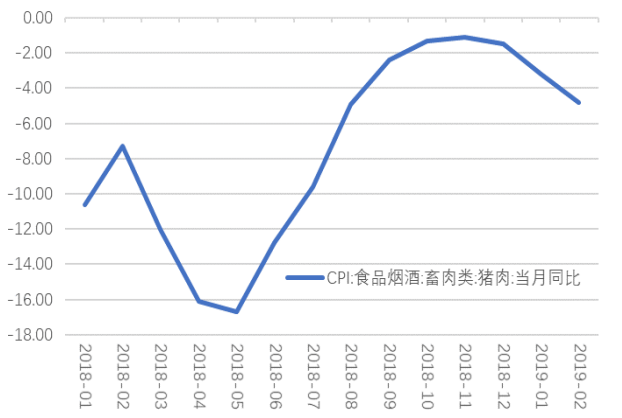
第三，猪肉价格下降明显。此前由于非洲猪瘟的超预期影响，猪肉跨省运输受到阻碍。近期很多地区禁运解除，猪肉供给短期大量增加，导致猪肉价格下降。猪肉在 CPI 中权重较高（权重为 2.5%），猪肉价格的下降直接影响 CPI 下降约 0.12 个百分点。

图 3：居民消费能力提升不高



数据来源：东北证券，Wind

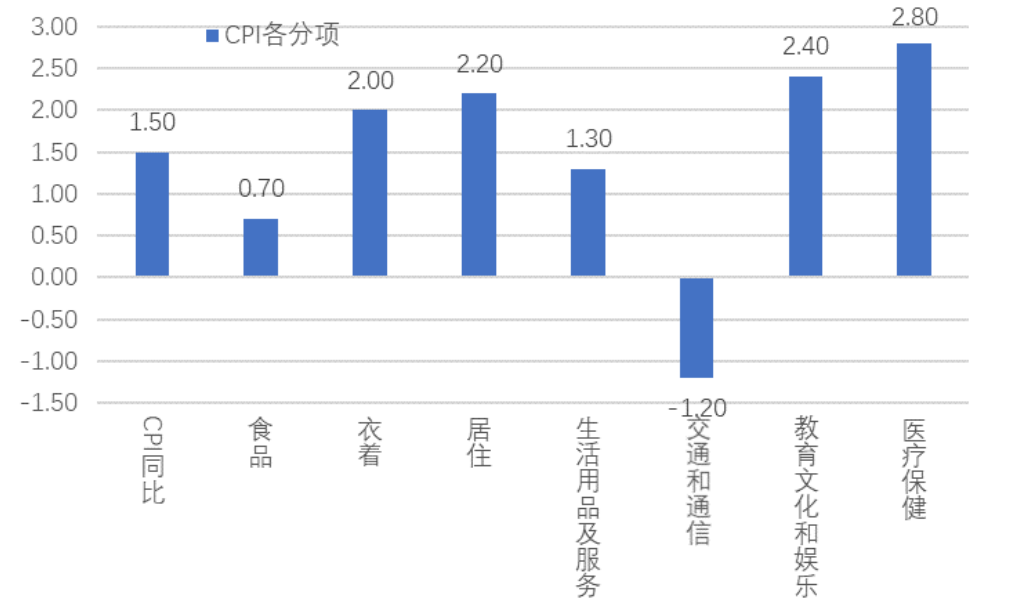
图 4：猪肉价格拖累 CPI 增长



数据来源：东北证券，Wind

分项来看，食品烟酒价格同比上涨 1.2%，影响 CPI 上涨约 0.37 个百分点。其他七大类价格同比六涨一降。其中，医疗保健、教育文化和娱乐、居住价格分别上涨 2.8%、2.4%和 2.2%，衣着、其他用品和服务、生活用品及服务价格分别上涨 2.0%、2.0%和 1.3%；油价同比依然为负，交通和通信价格下降 1.2%。

图 5：CPI 各大类同比涨幅



数据来源：东北证券，Wind

CPI 已经连续 4 个月快速下降，引起了市场对于通缩的忧虑。但我们认为 CPI 短期内已经触底，即将开启反弹。

首先，去年上半年 3 月份开始，物价基数不高。2018 年 3 月 CPI 同比从 2 月份的 2.9%骤降至 2.1%，随后继续下降。今年 2 月份之后的 CPI 同比获得被动支持。

其次，猪肉价格目前已显回升迹象，22 各省市猪肉均价近期明显抬升。非洲猪瘟已

经导致猪肉存栏明显下降，生猪供给大量出清，未来猪肉价格将继续明显上涨。同时因为去年猪价较低，今年猪价同比上涨将更加明显。根据我们的模型测算，猪价年内将持续上涨，拉动通胀水平。

综合基数效应以及我们对猪价、油价影响的估算，我们认为 3 月份 CPI 同比增幅将在 1.8%~2.0%之间，并在之后一直上升至年中高点，随后因为高基数影响而下行。（具体测算结果文末显示）

图 6：猪肉价格近期有上升趋势

数据来源：东北证券，Wind

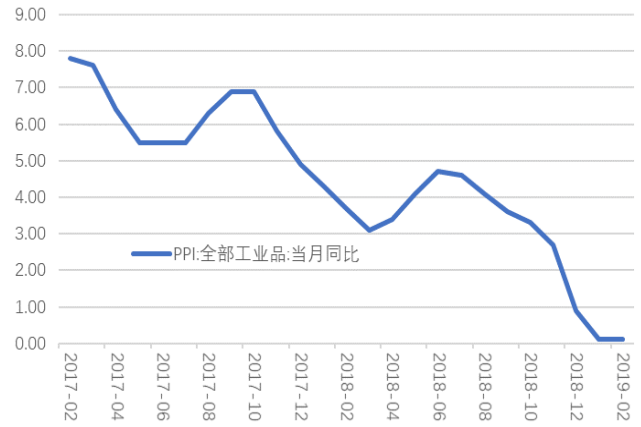
3. PPI 如期企稳，短期将回升，长期仍下行

2 月份 PPI 同比上升 0.1%，持平前值，低于市场预期的 0.2%。**我们在 1 月的报告中预测，2 月 PPI 同比将在 0 附近，不易跌破 0，实际结果与我们预测基本一致。**环比下降 0.1%。

PPI 环比下降，反映出内需不振的背景下，工业品价格难以提升。但国际原油价格在 2 月份有所回升，同比降幅较前几个月缩窄，石油相关行业的 PPI 同比有所回升。加之去年 2 月 PPI 基数不高，今年 2 月 PPI 得以企稳。

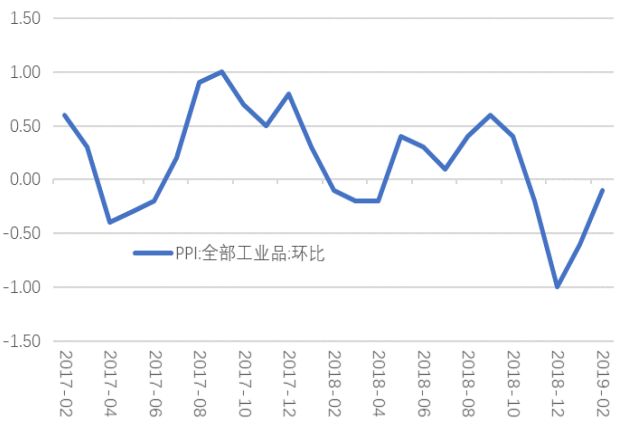
分项来看，生产资料价格同比下降 0.1%，影响工业生产者出厂价格总水平下降约 0.05 个百分点。其中，采掘工业价格上涨 1.8%，原材料工业价格下降 1.5%，加工工业价格上涨 0.3%。生活资料价格同比上涨 0.4%，影响工业生产者出厂价格总水平上涨约 0.10 个百分点。其中，食品价格上涨 0.8%，衣着价格上涨 1.6%，一般日用品价格上涨 0.2%，耐用消费品价格下降 0.6%。

图 7：PPI 同比企稳



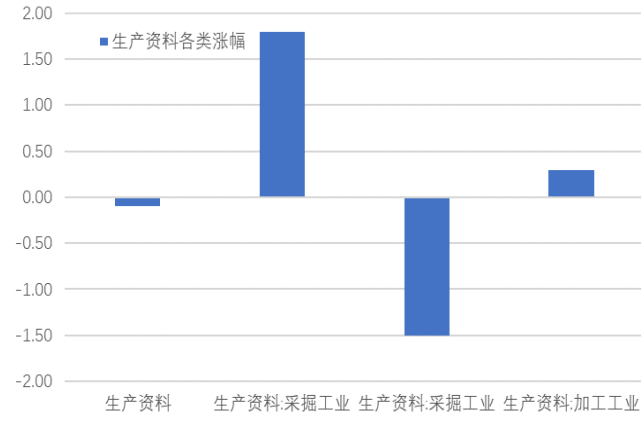
数据来源：东北证券，Wind

图 8：PPI 环比仍然为负



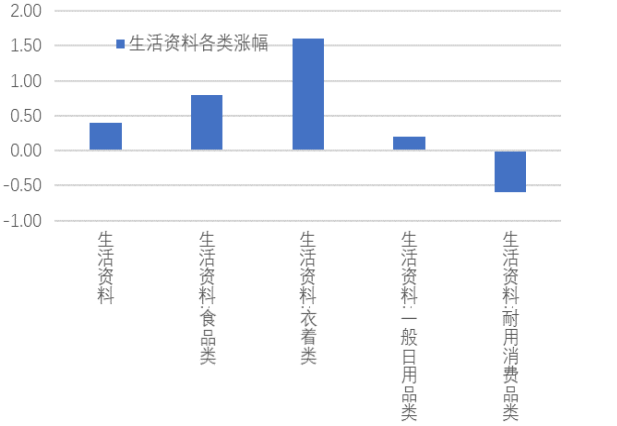
数据来源：东北证券，Wind

图 9：生产资料各类涨幅



数据来源：东北证券，Wind

图 10：生活资料各类涨幅



数据来源：东北证券，Wind

我们预计 3 月份 PPI 同比将反弹至 0.8%左右。主要因为去年 3 月基数较低，且原油价格相对去年 3、4 月份也不算很低。但由于整体经济下行及基数抬升的原因，4 月份之后 PPI 同比将一路下行并转负。**同时注意油价影响，若国际油价有明显下跌，则 PPI 同比会超预期下行。**（具体测算结果文末显示）

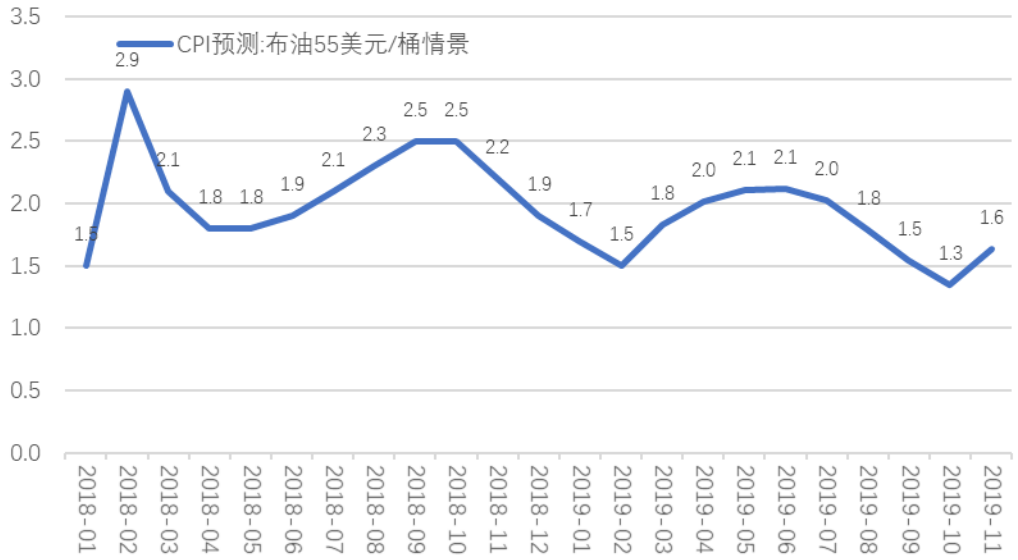
4. 年内通胀通缩压力均不大，货币政策调控空间较大

根据我们的模型测算，3 月份开始 CPI 同比将逐渐回升至年中达到高点，PPI 同比将在 3 月份提升后一路下行并转负。**但须关注油价变动，若油价变动较大，PPI 则会出现明显的同向变动。**

模型显示年内 CPI 较为稳定，通胀与通缩压力均不大，PPI 下行较为明显。故而货币政策可以放宽的空间较大。在 1 月份全面降准之后，预计货币政策会继续放宽，未来会有进一步的降准。**央行表示货币政策应据实际相机决策，意味着如果经济下行压力较大，政策利率和市场利率会先行下调。由于目前商业银行的贷款利率尚未**

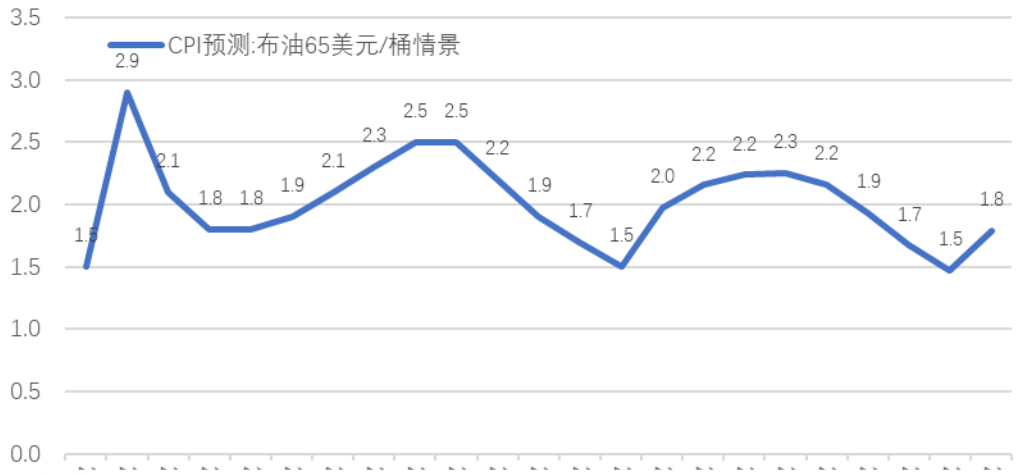
达到利率区间的底部，所以尚无降低基准利率的必要。但如果经济下行压力巨大，也会有降低基准利率的可能。

图 11：CPI 预测（布油 55 美元/桶）



数据来源：东北证券，Wind

图 12：CPI 预测（布油 65 美元/桶）



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_13784