



2月观澜经济研究

1月宏观经济数据

CPI	PPI	M1	M2	出口	进口
1.70%	0.10%	0.40%	8.40%	9.10%	-1.50%

机构1月物价数据点评

券商	核心观点
中信证券	2019年1月CPI同比增长1.7%，较前值回落0.2个百分点，连续第三个月出现下降。具体来看，食品价格同比增长1.9%（去年12月+2.5%），其中猪价环比-1%，同比跌幅较上月扩大至-3.2%，连续第二个月同比跌幅扩大。总的来看，目前国内需求疲弱仍然对通胀上行产生一定负面影响。2019年1月PPI同比增长0.1%，较前值回落0.8个百分点；环比下降0.6%，虽较前值-1%跌幅有所收窄，但下降程度仍然较大。
兴业证券	1月PPI同比下降至0.1%，通缩风险进一步逼近。当前的PPI走势与2001年前后十分接近。1998年至2002年我国着力化解纺织业过剩产能，PPI同比先在供给收缩的刺激下由负转正，而后再度陷入通缩。历史经验表明，过剩行业就业人数是刻画产能去化程度的重要指标。从这一指标来看，当前过剩产能去化仍未结束，加之过剩行业投资在高利润的提振下显著回升，过剩产能对工业品价格的压制依旧存在。尽管2月PPI同比可能相对稳定，但年内PPI同比仍有转负的风险。同时，由于部分区域生猪禁运解除，猪价区域性差异收窄，猪肉价格表现弱于季节性，带动1月CPI同比回落至1.7%。
中信建投证券	2019年1月CPI同比上涨1.7%，较上月回落0.2个百分点，略低于市场预期（1.8%）；PPI同比上涨0.1%，较上月回落0.8个百分点，略低于市场预期（0.2%）。点评如下：一、食品拖累CPI，春节带动效应不明显。二、CPI工业消费品同比增速回落，主要受油价下跌影响。三、旅游与家庭服务价格季节性上涨，CPI服务价格增速扩大。四、PPI同比增速回落，原油产业链拖累明显。五、价格超预期回落利多债市。六、预计2月份PPI升CPI降，年内趋势前升后降，工业通缩风险依然较大。
光大证券	1月CPI同比回落至1.7%，与我们的预期一致。猪瘟暂缓，蔬菜供应充裕，猪价、菜价带领食品价格同比回落，非食品消费品同比较上月价格放缓，春节错位支撑服务价格。房价虽坚，但收入放缓，房租走弱。基数较高，采暖季限产更灵活，1月PPI同比进一步放缓至0.1%，生产资料进入通缩，黑色、有色、能化、煤炭、建材同比均走弱。PPI同比近零，未来或滑入负区间，但此通缩非彼通缩。2012-16年通缩主要由需求不足、产能过剩所致，而今年可能的通缩主要是供给主导、去产能接近尾声所致。对利润的影响结构意义大于总体，行业影响有利有弊。
国金证券	数据：1月CPI当月同比1.7%（前值1.9%），环比0.5%（前值0.0%）；1月PPI当月同比0.1%（前值0.9%），环比-0.6%（前值-1.0%）。1月CPI当月同比下滑，主要原因在于食品价格涨幅不及季节性与非食品价格拖累的叠加影响。1月PPI当月同比大幅下滑，主要原因在于全球需求下行背景下，油价及钢价下跌形成拖累，且PPI基数偏高。展望2月，CPI当月同比仍将小幅下滑，PPI当月同比有所回升。PPI同比转负可能提前至2季度出现，“降息”时点可能提前。风险提示：1.物价下滑，名义利率上升，实际利率上行将对经济增长产生较大的下行压力；2.金融去杠杆叠加货币政策趋紧，令政策层面对经济增长的压力上升，导致阶段性经济增长失速；3.内部需求下降对经济产生负面影响。
国联证券	猪肉价格再次拖累，非食品项价格回暖；油价回升，PPI环比下跌放缓，但不改整体弱势；2月CPI环比提升但同比仍低，PPI表现或相对稳定；价格相对低位，利于政策发力，对资本市场有所支撑；风险提示：天气变化超预期，国内政策变动，外围市场波动等。

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

兰晓飞

(8610) 66229085

xiaofei.lan@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300511040003



■ 机构 1 月外贸数据点评

券商	核心观点
平安证券	1) 1月外贸增速出现明显反弹, 但进出口增速水平仍低于去年的震荡中枢, 且考虑到外贸指标一直存在较大波动, 对于1月份外贸增速(特别是出口)的“回暖”不必过度解读。2) 中国对美国的进出口增速并未如对其他贸易伙伴一样出现明显的超跌反弹, 这可能是由于2019年开始的90天窗口期使我国外贸商“抢出口”动力减弱, 以及美国国内经济增长本身有所放缓。3) 中美贸易谈判正在加紧进行, 特朗普表示如果中美谈判接近达成“真正的协议”, 也有可能推迟原定3月1日加征关税的截止日期。中美贸易谈判的结果会对我国今年的外贸情况带来较大的影响。4) 从PMI的角度看, 2019年开年各大经济体的经济走势均不乐观。因此, 即便中美贸易谈判顺利达成, 在全球经济下行的背景之下, 我国外贸形势走弱的概率仍然较大, 1月外贸增速的反弹难以形成趋势。
国金证券	1、1月出口同比由负转正、上升幅度超出市场预期, 主要原因在于季节性扰动, 对美出口依然在下行。2、1月进口当月同比跌幅收窄, 主要原因在于季节性扰动, 对美进口依然在下行。3、内外需同步走弱, 19年进出口同比均将下行。风险提示: 1) 油价等大宗商品价格上涨, 带来输入型通胀, 引发滞涨担忧; 2) 国内需求下滑过快, 拖累进口增速; 3) 海外市场经济增速放缓幅度超预期, 导致海外需求快速下降, 影响我国出口。
民生证券	报告摘要: 中国1月出口同比(按美元计)9.1%, 预期-3.3%, 前值-4.4%。中国1月进口同比(按美元计)-1.5%, 预期-10.2%, 前值-7.6%。中国12月贸易帐(按美元计)391.6亿美元, 预期386.3亿美元, 前值570.6亿美元。1月进口季节性大增, 出口降幅收窄、对欧日东盟出口增速大幅反弹, 对美出口继续回落、一般贸易与加工贸易进出口均呈回升态势、需求不振叠加人民币升值, 出口仍存下行压力、展望: 进出口增速或继续回落、风险提示: 国内经济下行超预期, 人民币升值超预期, 积极财政政策超预期。
国联证券	事件: 海关总署2月14日发布数据显示: 2019年1月我国进出口总值2.73万亿元, 比去年同期增长8.7%。其中, 出口1.5万亿元, 增长13.9%; 进口1.23万亿元, 增长2.9%; 贸易顺差2,711.6亿元, 扩大1.2倍。投资要点: 进出口双双超预期, 春节效应造成扰动、出口高增长掩盖下的分化、进口并没有那么强劲、风险提示: 贸易摩擦加剧的风险; 宏观经济下行风险。
财富证券	1月出口增速较上月提高13.5个百分点至9.1%, 进口增速提高6.1个百分点至-1.5%。去年同期进出口基数并不低, 不能解释进出口增速的提高; 香港贸易虽拉低了1月出口增速, 但拉低幅度远小于上月, 说明对香港贸易的增加, 是出口增速提高的原因之一, 但不是进口增速变动的因素。具体看: 1月出口增速的大幅提高, 主要原因在于对欧美日和新兴市场国家出口增速的全面回升。1月进口增速有所提高, 可能是我国积极推进中美贸易磋商的结果, 国内需求未出现实质性好转。贸易结构趋于优化, 但受季节性因素和中美贸易战影响, 高新技术和机电产品的出口比重出现下滑。一是加工贸易在进出口中的比重趋于下降, 而反映我国对外贸易自主发展能力的一般贸易比重提高, 1月份达到60.9%, 呈整体上升态势; 二是1月高新技术产品和机电产品在出口中的比重有所下降, 这一方面与季节性因素有关, 因为每年1月份该比重都会下降, 然后回升, 另一方面可能与中美贸易战有关。全球经济继续复苏, 但复苏动能同步减弱迹象明显, 各项指标显示实际经济情况逊于预期, 不确定性增加。
上海证券	外贸超预期回升, 春节效应拉动出口2019年1月, 我国对外贸易进出口数据双双大幅回升, 远超预期, 环比有所下降, 但较去年同期增长1.2倍。出口同比增长13.9%, 较上月大幅回升12.7个百分点。较之12月全面下滑, 本月对主要国家出口均有所回升。今年春节在二月初, 出口或将提前集中在1月, 助推出口的增长。市场见底回暖经济“底部徘徊”的市场共识并没有变化。从经济逻辑上看, 在中国经济转型时期, 紧货币并不构成中国股市制约因素; 货币边际放松后资本市场仍然偏弱的格局印证了这一点; 资本市场何时走好主要取决于经济回升预期确立时间。货币边际放松直接带来了货币市场的宽松, 货币利率下降, 金融投资机会成本下降。顺差有望保持, 人民币偏升态势不变1月外贸超预期回升, 顺差得以保持。这得益于中国经济的巨大容量和对外开放的全面性发展。虽然中美贸易争端给中国外贸发展造成了一些影响, 但中国自身的对外开放进程不会受到改变, 对外经贸发展也平稳。此外, 世界经济发展虽然发展不平衡, 但总体复苏程度处于提高态势, 这也为中国外贸发展创造了良好条件。其次, 外贸发展的结构在改善。这表明, 中国在世界生产格局中的制造优势是无可替代的, 中美贸易冲突无法撼动这一地位。第三, 随着中国经济发展, 中国对资源需求的增长也跟随扩张。资源品, 尤其是大宗商品的进口未来仍将保持增长态势。中国在世界经济中的分工格局表明, 中国的商品贸易顺差有其必然性, 未来大幅收窄的可能性不大。中国对外开放战略取得明显成就, 未来人民币国际化的步伐也将取得不可逆的进展, 人民币汇率稳中偏升的长期趋势不会变。

■ 机构 1 月金融数据点评

券商	核心观点
中信证券	1月金融数据超出市场一致预期。全月新增信贷3.23万亿，新增社融4.64万亿，M2同比增速8.4%。整体来看，票据显著多增推升信贷年初放量，而信用债融资持续转暖及表外融资三项近10个月来首次转正均推升了1月的新增社融水平。展望一季度，预计社融、信贷及M2企稳无忧。2019年2月15日央行发布2019年1月份金融信贷数据。其中，新增信贷3.23万亿（前值1.08万亿）；新口径下新增社会融资总额4.64万亿（前值1.59万亿）；新口径下社融存量同比增速10.4%（前值9.8%）；M2同比增速8.4%（前值8.1%），体现出全面止跌回升态势。企业信用环境有所改善，信贷创历史新高，中长期贷款和票据为主要贡献，2月将得以延续。社融如约企稳，但微观结构好于预期，一季度增速维持乐观。M2增速回升至8.4%，但M1增速创历史新低。银行间流动性宽松，资金利率重现倒挂。
兴业证券	信贷符合预期，社融超预期，双双创历史新高，社融增速拐点已现。社融4.64万亿（多+1.6万亿），除了银行同比多投放约9000亿外，票据（多增2349亿）、直接融资（多增4649亿）大幅增长及信托贷款（+345亿，环比+584亿）意外转正基本解释了社融超预期的增量部分。新增信贷中票贴和对公短贷大幅正贡献，是拉动同比多增的主要因素，非银做贡献。M1增速维持低位，M2增速小幅回升。存款方面，信用派生带来存款大增，春节因素导致居民存款贡献较大。投资建议：目前银行业整体估值水平对应19年PB不足0.8倍。流动性的持续释放以及Q1相对积极的信贷投放实现，使得我们对银行的表现报以乐观态度。而近期对于提升银行资本补充能力的政策指引和顶层设计，也降低了银行资本约束和再融资压力。过去12个月合计4次准备金释放对利润的增厚作用也将在19年逐步兑现。考虑目前仓位与估值双底，维持行业推荐评级。风险提示：监管政策超预期变动，银行资产质量超预期恶化。
中信建投	总体看，尽管1月信贷仍靠短期贷款和票据融资冲量，信用收缩状况或得到短期缓解，进而有助于经济运行短期回稳。我们在此前的报告中提到，由于新增信贷结构所反映的较低表内风险偏好、叠加房地产调控难以全面放开，债券市场直接融资可能是从“宽货币”向“宽信用”更有效的传导途径。1月债券融资的高增印证了我们的观点，叠加非标融资好转，信用收缩状况或得到短期缓解。从货币信贷变动状况看，尽管企业各项融资高增，但企业存款回落，或反映企业投资支出增加。非标融资、专项债融资回升，叠加政府存款少增，或反映基建相关支出增加。因此我们认为社融指标回升或有助于上半年经济运行企稳。居民存款高增或反映消费意愿偏弱，经济增长内生动能仍有待加强。全年看，在经济周期下行、通胀和企业盈利回落、“宽货币”向“宽信用”温和传导的背景下，债市仍有机会。
华创证券	去年12月数据体现了商业银行体系内的信用传导与货币派生循环不畅，需要外部流动性补充。1月通过降准落地、鼓励中长期信贷、债券收益率持续下行等政策措施，企业中长期融资出现了显著回升。1月M1增速创新低，系春节提前因素所致。信用回暖趋势持续的话，M1料将很快反弹。金融数据支持短期银行估值回升。无论从总量上看还是结构上看，1月金融数据均支持信用恢复加快的结论，虽然从结构上仍然能看出衰退期的一些特征，但政策有效性还是明显的。我们认为1月金融数据超预期，支持银行短期估值继续提升。
国金证券	信贷：总量上，新增信贷同比持续改善；社融：信贷放量+非标融资收缩放缓+地方政府专项债发行提前+企业债融资回升，共同拉动社融存量同比回升；M2：企业存款减少，居民存款大幅增加，M2同比小幅回升；金融数据结构继续改善，M1同比低点或现；风险提示：1.货币政策短期过紧导致名义利率上升导致实际利率上行，对经济增长产生较大的下行压力；2.金融去杠杆叠加货币政策趋紧，令政策层面对经济增长的压力上升；3.内外部需求同时下降对经济产生叠加影响。
民生证券	社融同比增速企稳回升至10.4%，M2同比增速亦回升至8.4%；新增人民币贷款迎“开门红”，期限结构依然有待改善 监管调整加大宽货币向宽信用疏；企业债券融资进一步回暖，宽信用政策进一步落地，等级轮动仍需时间换空间；1月份降准+TMLF维护流动性，经济下行压力依然较大，债市短期波动加大，长期债牛格局未变

■机构 1 月物价数据点评

■中信证券

《价格双跌显示需求疲弱态势未改：1 月物价数据点评》（诸建芳、刘博阳）

2019 年 1 月 CPI 同比增长 1.7%，较前值回落 0.2 个百分点，连续第三个月出现下降。

从结构来看，猪价持续低迷导致食品价格回落，非食品价格持平。由于 2019 年春节与去年均出现在 2 月，因此并不存在时间错位导致的对 1 月通胀的正向拉动。

具体来看，食品价格同比增长 1.9%（去年 12 月+2.5%），其中猪价环比-1%，同比跌幅较上月扩大至-3.2%，连续第二个月同比跌幅扩大。

当前非洲猪瘟仍在蔓延，养殖户和企业端恐慌情绪并未消散，农业部数据显示生猪和能繁母猪存栏环比大幅下降，去年 12 月已下降至此前几年周期的最低点。因此短期内猪肉供应阶段性过剩。即使一般来看春节前需求往往上升，但供给过剩仍使得价格下降。去年 8 月猪瘟压力上升，产能去化程度开始不断延伸，因此可以判断猪价的低迷将很快结束，猪周期拐点将出现，特别是今年下半年，猪价可能出现超预期上涨。

我们认为这将是推升今年通胀的重要因素。1 月鲜菜价格环比上涨 9.1%，与去年同期环比增幅相近。临近春节消费需求增加，同时严寒季节气象条件限制下蔬菜处于供应淡季，南方主产区经历连续性雨雪天气，采收、运输各环节受阻，产地收购价格带动批发价格跟涨。南方寿光地利农产品物流园蔬菜月价格定基指数环比上涨 14.6%，蔬菜交易量环比增长 38%。但考虑到去年基数影响，鲜菜价格同比上涨 3.8%，涨幅相较前值有所回落，一定程度上抑制了食品价格的上涨。

非食品方面，价格同比增长与上月持平，为 2.1%，环比较上月上涨 0.4 个百分点至 0.2%。从分项表现来看，春节因素推升需求和石油价格的回落可能存在抵消效应。受节日影响，生活用品及服务、教育文化和娱乐和医疗保健环比涨幅均较前月有所扩大。

总的来看，目前国内需求疲弱仍然对通胀上行产生一定负面影响。

针对家电、汽车等消费领域的刺激政策可能存在落地时滞或效果不及预期，整体消费随着经济下行压力的增大短期可能难有改善的迹象。因此今年通胀小幅上升的逻辑可能仅仅局限于猪周期的反弹，虽然货币环境总体维持宽松，但难以传导到实体经济使得总需求的疲弱仍然制约通胀的明显回升（虽然 1 月份社融大幅超预期，但后续高增速或难以维系，宽货币至宽信用的传导仍存在困难）。当前我们仍然维持 2019 年全年通胀中枢温和上升至 2.5%左右的判断。

2019 年 1 月 PPI 同比增长 0.1%，较前值回落 0.8 个百分点；环比下降 0.6%，虽较前值-1%跌幅有所收窄，但下降程度仍然较大。

采掘、原材料、加工工业分别环比下降 1.2%、1.5%、0.4%。黑色、有色开采环比均继续下跌，但程度有所放缓。虽然 1 月份制造业 PMI 和 PMI 生产指数均较前值小幅回升，但新订单小幅下降显示当前终端需求仍显薄弱，造成价格即使在宽松的货币环境下也难有上涨。

石化产业链是拖累 PPI 下降的主要因素，虽然高频数据显示 1 月油价环比出现正增长，但是考虑到传导至国内成品油价格存在时滞，因此仍体现出去年末油价大幅下降对国内工业品造成的影响。预计 2 月原油对整体价格的负面影响将有所改善。同时考虑到基数的原因，2 月 PPI 同比增速可能会有所回升。

但整体来看，南化工业品指数上涨动力已经有所放缓，总需求短期内难以看到起色，年内 PPI 落入通缩区间将是大概率事件，可能发生在下半年。因此从价格传导的角度来看，上游企业的盈利状况将显著变差，而由于成本下降，终端价格上涨，中下游企业盈利状况将好转。（万得）

■ 兴业证券

《历史会重演吗—评 2019 年 1 月物价数据》（郭于玮、鲁政委）

核心要点：

1 月 PPI 同比下降至 0.1%，通缩风险进一步逼近。当前的 PPI 走势与 2001 年前后十分接近。1998 年至 2002 年我国着力化解纺织业过剩产能，PPI 同比先在供给收缩的刺激下由负转正，而后再度陷入通缩。历史经验表明，过剩行业就业人数是刻画产能去化程度的重要指标。从这一指标来看，当前过剩产能去化仍未结束，加之过剩行业投资在高利润的提振下显著回升，过剩产能对工业品价格的压制依旧存在。尽管 2 月 PPI 同比可能相对稳定，但年内 PPI 同比仍有转负的风险。同时，由于部分区域生猪禁运解除，猪价区域性差异收窄，猪肉价格表现弱于季节性，带动 1 月 CPI 同比回落至 1.7%。（万得）

■ 中信建投证券

《价格超预期回落后，未来走势怎么看？——2019 年 1 月物价数据点评》（文涛、董敏杰）

2019 年 1 月 CPI 同比上涨 1.7%，较上月回落 0.2 个百分点，略低于市场预期（1.8%）；PPI 同比上涨 0.1%，较上月回落 0.8 个百分点，略低于市场预期（0.2%）。点评如下：

一、食品拖累 CPI，春节带动效应不明显。1 月 CPI 食品项同比增速 1.9%，较上月回落 0.6 个百分点，估测拖累 CPI 同比增速超过 0.1 个百分点。其中，猪肉、蔬菜同比增速-3.2%、3.8%，较上月跌幅扩大（增速回落）1.7、0.4 个百分点。其他食品分项中，除牛肉、羊肉、奶制品增速扩大外，其他分项同比增速大多回落，跟高频数据走势基本一致，反映春节对食品价格带动并不明显。

二、CPI 工业消费品同比增速回落，主要受油价下跌影响。消费品包括食品与工业消费品，1 月消费品同比增速有所回落（本月 1.3%，上月 1.7%），结合食品同比增速扩大推测，工业消费品价格同比增速回落较快。分项来看，车用燃料及配件同比增速跌幅扩大 5.6 个百分点（本月-6.1%，上月-0.5%），跟 1 月油价下调相印证。其他可获得数据的工业消费品，如药品、交通工具与衣着等，增速大体稳定，变动幅度在 0.1-0.2 个百分点左右。

三、旅游与家庭服务价格季节性上涨，CPI 服务价格增速扩大。1 月 CPI 服务项同比增速 2.4%，较上月扩大 0.3 个百分点。主要分项中，旅游同比增速扩大 3.1 个百分点（本月 5.2%，上月 2.1%），家庭服务同比增速扩大 1.5 个百分点（本月 7.6%，上月 6.1%），均符合春节期间上涨的季节性规律。其他分项增速相对稳定。

四、PPI 同比增速回落，原油产业链拖累明显。其中，生产资料同比-0.1%，较上月缩窄 1.1 个百分点；生活资料同比 0.6%，较上月缩窄 0.1 个百分点。分行业看，原油开采、加工与化学原料三个行业对 PPI 同比拖累合计近 0.5 个百分点，是最主要的拖累因素。

五、价格超预期回落利多债市。无论是从 CPI 还是 PPI 看，1 月份回落幅度均超市场预期，对企业尤其是工业企业盈利构成压制，对股市尤其是周期品而言并非利好。但价格回落对债市而言构成利好，支持国债收益率进一步走低。

六、预计 2 月份 PPI 升 CPI 降，年内趋势前升后降，工业通缩风险依然较大。PPI 增速加速回落后，市场关注未来 PPI 增速走势。短期来看，铁矿石、原油等大宗商品价格有所回升，叠加基数走低、社融企稳概率加大对需求构成支撑等因素，预计未来几个月 PPI 同比增速有所回升；根据目前公布的高频数据测算，2 月 PPI 同比增速可能回升 0.2-0.3 个百分点；但 5 月份之后基数抬升以及需求端的不确定性仍可能会压制商品价格，通缩风险依然存在。对于 CPI 走势，目前公布的高频数据显示，食品价格带动 CPI 同比在 2 月仍有一定程度下降；年内来看，维持之前二季度走高、下半年回落的判断。（万得）

■ 光大证券

《猪瘟暂缓，生产资料通缩有利有弊——2019年1月物价数据点评》（张文朗、黄文静）

要点

- 1月CPI同比回落至1.7%，与我们的预期一致。猪瘟暂缓，蔬菜供应充裕，猪价、菜价带领食品价格同比回落，非食品消费品同比较上月价格放缓，春节错位支撑服务价格。房价虽坚，但收入放缓，房租走弱。基数较高，采暖季限产更灵活，1月PPI同比进一步放缓至0.1%，生产资料进入通缩，黑色、有色、能化、煤炭、建材同比均走弱。
- PPI同比近零，未来或滑入负区间，但此通缩非彼通缩。2012-16年通缩主要由需求不足、产能过剩所致，而今年可能的通缩主要是供给主导、去产能接近尾声所致。对利润的影响结构意义大于总体，行业影响有利有弊。

正文

猪瘟缓解，CPI通胀回落

1月CPI符合预期，同比回落至1.7%（前值1.9%，我们的预期1.7%）。猪价、菜价带领食品价格同比回落，非食品消费品同比较上月价格放缓，春节错位支撑服务价格。1）猪瘟暂时缓解，猪价环比、同比均回落。截止2月13日，全国98处疫区解封，仅剩6处未解封，20省市暂时安全。生猪调运政策放宽，平抑销区猪价。出于对后续疫情蔓延的担忧，叠加春节旺季临近，养殖户加速出栏。2）供应充裕，基数略高，菜价环比季节性涨幅不及去年同期，同比涨幅回落。粮价平稳。3）受油价同比下挫带动，非食品消费品价格随PPI放缓而继续放缓。4）春节错位推高服务价格通胀。房价虽坚挺，但收入放缓，房租同比走弱。

PPI同比近零，生产资料通缩

基数较高，采暖季限产更灵活，1月PPI同比进一步放缓至0.1%（前值0.9%），略高于我们预期的-0.2%。其中，生产资料价格同比进入通缩（-0.1%，前值1%），黑色、有色、能化、煤炭、建材同比均走弱，生活资料价格同比继续回落至0.6%（前值0.7%）。1）黑色方面，限产更灵活，高炉开工率高于去年，春节临近下游需求走弱，库存抬升。黑色采掘与冶炼加工分项环比负增、同比回落。2）有色方面，全球经济放缓预期下，有色采掘与冶炼加工业价格亦环比负增，同比走弱。3）能化方面，国际油价有所反弹，但基数仍高，同比跌幅仍扩大，石油开采和加工分项同比亦转负。化工品价格同比亦回落。4）煤炭方面，寒潮天气、高炉开工以及部分煤矿安监停产检查支撑动力煤和焦煤价格，但基数较高，煤炭采掘业价格同比继续回落。5）建材方面，节前建筑投资需求走弱，非金属矿物制品价格环比转负、同比回落。各地水泥价格普跌，前期高位的华东地区最明显，环比跌幅达9.2%。

生产资料通缩有利有弊

PPI同比近零，未来或滑入负区间，但此通缩非彼通缩，原因不同，影响亦不同。2012-16年通缩主要由需求不足、产能过剩所致，而今年可能的通缩主要是供给主导、去产能接近尾声所致。对于企业利润的影响亦与以往不同，结构意义大于总体，上游挤压减弱，中下游利润或改善。（万得）

■ 国金证券

《1月物价数据评论：非食品价格拖累 CPI，PPI 同比转负将提前》（边泉水等）

数据：1月 CPI 当月同比 1.7%（前值 1.9%），环比 0.5%（前值 0.0%）；1月 PPI 当月同比 0.1%（前值 0.9%），环比 -0.6%（前值 -1.0%）。

1月 CPI 当月同比下滑，主要原因在于食品价格涨幅不及季节性与非食品价格拖累的叠加影响。1月份临近春节，受季节性因素影响，食品和非食品价格均会上涨。然而，猪肉、蔬菜、鲜果等上涨幅度不及历年水平，导致食品价格上涨幅度不及季节性，CPI 当月同比继续下滑。其中，部分地区禁运解除带来生猪供给增加，导致猪肉价格下跌。由于前期油价下跌较多，逐渐传导至国内，进而带动交通工具用燃料价格下降，对 CPI 有所拖累。从环比来看，食品类中，蔬菜（9.1%）价格涨幅扩大，猪肉（-1.0%）价格由涨转跌，水产品（2.0%）价格涨幅扩大，蛋类（0.4%）价格转为上涨，水果（2.3%）价格持续上涨；非食品类中，衣着（-0.3%）价格转为下跌，医疗保健（0.4%）价格持续上涨，教育与娱乐（1.0%）价格转为上涨，交通通讯（-0.2%）价格跌幅收窄。

1月 PPI 当月同比大幅下滑，主要原因在于全球需求下行背景下，油价及钢价下跌形成拖累，且 PPI 基数偏高。受全球需求下行影响，国际原油价格以及钢铁价格明显下跌；此外水泥、有色金属价格也有所下跌，进而带动生产资料价格明显下行，PPI 当月同比大幅下滑。从环比来看，煤炭开采和洗选业（0.0%）价格保持不变，石油、煤炭及其他燃料加工业（-4.5%）价格跌幅收窄，化学原料及化学制品制造业（-1.5%）价格持续下跌，非金属矿物制品业（-0.2%）价格转为下跌，黑色金属冶炼及压延加工业（-2.0%）价格跌幅收窄，有色金属冶炼及压延加工业（-0.7%）价格下跌。

展望 2 月，CPI 当月同比仍将小幅下滑，PPI 当月同比有所回升。从 CPI 分项来看，2 月以来蔬菜和鲜果价格均值上升，猪肉价格均值下跌，食品价格环比上涨；油价有所上升，交通工具用燃料价格将会随之上行。医疗价格依旧上涨，核心 CPI 相对稳定。考虑季节性上涨因素，CPI 环比上涨，但基数抬升，当月同比小幅下滑。从 PPI 分项来看，2 月以来原油、钢铁、有色价格均值均有所上涨，预计 PPI 环比转正。考虑到去年基数有所下行，PPI 当月同比小幅回升。

PPI 同比转负可能提前至 2 季度出现，“降息”时点可能提前。今年我国和全球经济下行是确定性的，需求随之下行，将带动原油、钢铁、有色等大宗商品价格均值下跌，PPI 也将下行。我们判断，2 季度 PPI 当月同比可能转负，需要注重 PPI 下行对经济的信用作用。PPI 是我国和全球经济的敏感指标，不仅与国内指标，例如进出口、企业生产、库存、产能利用率、企业利润、澳门博彩毛收入等紧密联系，且与国外指标，例如韩国出口、韩国生产、美国进口、美国零售额等紧密联系。PPI 下行意味着进出口、企业生产和利润均将下滑。此外，PPI 对货币政策也具有重要的信号作用。从历年经验来看，调低法定存款准备金率以及存贷款基准利率的时间点均为 PPI 下滑或者 PPI 为负的时期。我们判断，随着 PPI 下行，今年法定存款准备金率将下调 3-4 次，且 OMO、MLF 等政策利率也将下调。不仅如此，若 PPI 转负，调低存贷款基准利率的可能性将逐渐增加。

风险提示：1. 物价下滑，名义利率上升，实际利率上行将对经济增长产生较大的下行压力；2. 金融去杠杆叠加货币政策趋紧，令政策层面对经济增长的压力上升，导致阶段性经济增长失速；3. 内部需求下降对经济产生负面影响。（万得）

■ 国联证券

《价格相对低位，利于政策发力——2019年1月物价数据点评》（李朗）

事件：

国家统计局发布的2019年1月份全国居民消费价格指数（CPI）和工业生产者出厂价格指数（PPI）数据显示：CPI同比上涨1.7%，环比增速为0.5%；PPI同比上涨0.1%，环比下跌0.6%。

投资要点：

猪肉价格再次拖累，非食品项价格回暖。CPI中，食品项环比改善幅度不及去年12月，主要依靠鲜菜价格持续回升，猪肉价格走弱再次形成拖累。油价回升对非食品项形成拉动，交通通讯及服务价格虽然依旧下跌，但跌幅明显放缓，寒假和春节将近，娱乐教育文化用品价格开始回升，也对非食品项形成了明显支撑。

油价回升，PPI环比下跌放缓，但不改整体弱势。分生产和生活大类看，生产资料价格环比下跌放缓，生活资料价格环比为0，与去年12月持平，分行业来看，随着石油、钢铁等价格低位企稳并略有回升，相关行业价格环比虽继续负增长，但幅度减小。

2月CPI环比提升但同比仍低，PPI表现或相对稳定。展望未来，CPI来看，2月猪肉价格尚在相对低位徘徊，但春节到来对其价格有小幅提振，蔬菜、水果以及非食品的价格同样受益于春节因素，维持上涨之势，从过去十年的数据来看，春节所在月均是全年CPI环比涨幅最高月，今年2月CPI价格环比依旧有望明显提升，但考虑到2月翘尾因素将大幅下降1.2个百分点，且今年春节消费相对往年并没有那么旺盛，CPI同比增速或将继续小幅放缓，低于2%。PPI方面，翘尾因素回升0.1个百分点至0.59%，大宗商品价格震荡企稳，基建项目继续推进也将有助于支撑价格水平，2月PPI表现或相对稳定。

价格相对低位，利于政策发力，对资本市场有所支撑。整体而言，2019年价格将在低于2018年的水平上运行，有利于货币政策和财政政策继续发力，进而带来经济的边际改善，对股市和债市均是利好；从行业来说，上游价格的走弱则给下游企业带来利润空间，下游企业中相对民企较多，加上信贷政策对民企的支持，信用市场表现也有望逐渐复苏。

风险提示：天气变化超预期，国内政策变动，外围市场波动等。（万得）

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_14112

