

# 翘尾因素大幅降低，CPI 恐继续回落

——2019年1月通胀数据点评

宏观数据点评

2019年02月15日

## 报告摘要：

1月份CPI同比升1.7%（前值1.9%），PPI同比升0.1%（前值0.9%），CPI和PPI同比增速双双回落。

### ● 食品拖累CPI增速下行

环比来看，1月CPI环比增长0.5%，较上年同期回落0.1个百分点。其中，食品项环比增长1.6%，较上年同期回落0.6个百分点；非食品价格环比增长0.2%，与上年同期持平。

鲜果猪肉拖累食品新涨价因素回落。在食品中，鲜果环比上涨2.3%，较上年同期回落3.4个百分点；猪肉价格环比下降1%，较上年同期回落1.7个百分点。

### ● 非食品项五涨二跌

交通和通信价格下降1.3%，较上月大幅回落0.6个百分点，拉动CPI同比下降0.13个百分点。其他用品和服务、教育文化和娱乐、医疗保健、衣着、生活用品及服务分别上涨2.7%、2.9%、1.6%、1.5%、2.3%，较上月分别回升0.7、0.6、0.2、0.1、0.1个百分点。居住价格同比上涨2.1%，较上月回落0.1个百分点。

### ● 大宗商品价格下降，PPIRM大幅回落

上游去产能边际放缓，大宗价格显著回落。1月燃料、动力类PPIRM环比下跌2.1%，化工原料类PPIRM环比下跌1.6%。受此影响，工业生产者购进价格环比回落0.9%，同比上涨0.2%，较上月大幅回落1.4个百分点。

### ● PPI新涨价因素较环比增速高0.21个百分点

1月PPI同比增长0.1%，较上月大幅回落0.8个百分点。其中，1月PPI翘尾因素为0.49%，新涨价因素为-0.39%，较环比增速高0.21个百分点。根据环比增速与翘尾因素计算的PPI仅为-0.11。

### ● 生产资料拖累PPI下行

生产资料作为PPI主要拉动项，1月同比增速回落1.1个百分点至-0.1%；环比下降0.8%。1月生活资料价格小幅回落，同比增长0.6%，较上月回落0.1个百分点。

### 展望一：翘尾因素大幅降低，2月CPI同比增速恐继续回落

2019年2月CPI非食品项的翘尾因素为0.8%，较1月回落0.5个百分点，较上年同期回落0.81个百分点。食品项的翘尾因素为-3.82%，较1月回落4.24个百分点，较上年同期回落1.79个百分点。在内需疲软的情况下，CPI环比增速大幅上升可能性较小，同比增速恐继续回落。

### ● 展望二：货币仍将维持宽松

当前国内供需两弱，商品价格反弹力度有限，通缩风险犹存，叠加美元走弱，货币政策空间加大。未来有望继续降准，货币仍将维持宽松。降息虽可部分对冲企业盈利下降，却未必有利于结构调整。仍需保持定力，坚持供给侧结构性改革。

### ● 风险提示：原油价格超预期上涨；财政政策超预期

## 民生证券研究院

分析师：伍艳艳

执业证号：S0100513070007

电话：010-85127654

邮箱：wuyanyan@mszq.com

研究助理：王璇

执业证号：S0100117080081

电话：010-85127646

邮箱：wangxuan\_yj@mszq.com

近日国家统计局公布1月份物价数据，1月份CPI同比升1.7%（前值1.9%），PPI同比升0.1%（前值0.9%），CPI和PPI同比增速双双回落。

我们认为：

**1、翘尾因素大幅降低，2月CPI同比增速恐继续回落。**2019年2月CPI非食品项的翘尾因素为0.8%，较1月回落0.5个百分点，较上年同期回落0.81个百分点。食品项的翘尾因素为-3.82%，较1月回落4.24个百分点，较上年同期回落1.79个百分点。在内需疲软的情况下，CPI环比增速大幅上升可能性较小，同比增速恐继续回落。

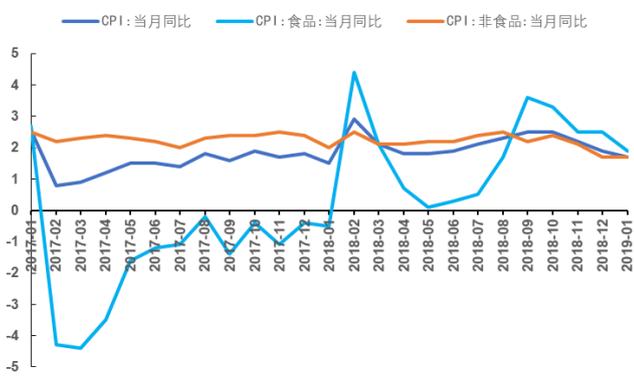
**2、货币仍将维持宽松。**当前国内供需两弱，商品价格反弹力度有限，通缩风险犹存，叠加美元走弱，货币政策空间加大。未来有望继续降准，货币仍将维持宽松。降息虽可部分对冲企业盈利下降，却未必有利于结构调整。仍需保持定力，坚持供给侧结构性改革。

## 一、12月物价走势：CPI、PPI增速双双回落，通缩风险犹存

### （一）食品拖累CPI增速下行

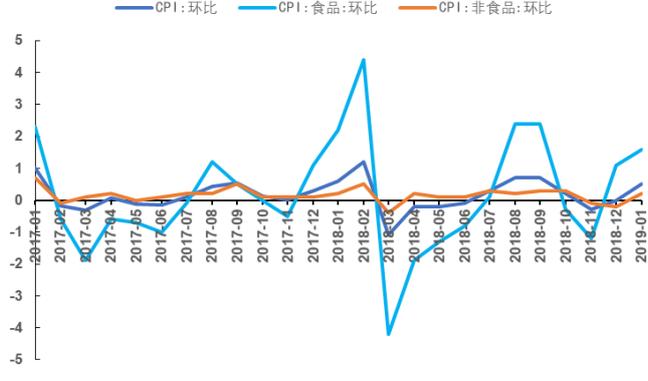
**食品拖累CPI增速下行。**1月CPI同比增长1.7%，较上月回落0.2个百分点，但较上年同期高0.2个百分点。其中，食品项同比增长1.9%，较上月回落0.6个百分点；非食品价格同比增长1.7%，与上月持平。

图1：1月CPI同比增长1.7%（%）



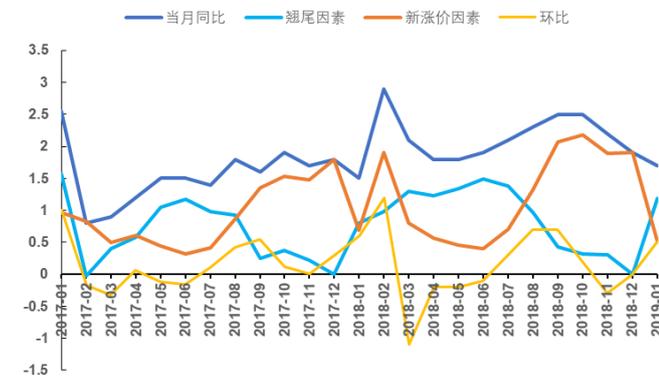
资料来源：WIND，民生证券研究院

图2：1月CPI环比增长0.5%（%）



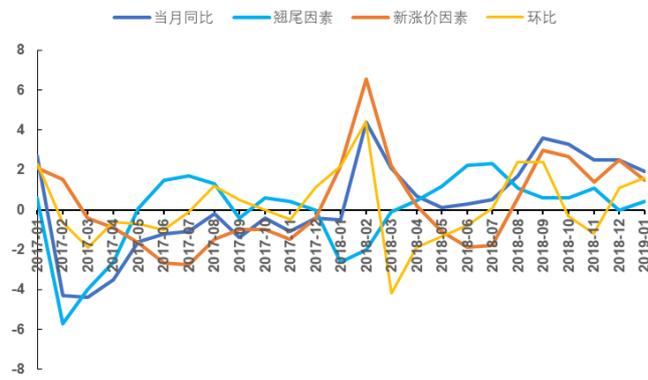
资料来源：WIND，民生证券研究院

图3：1月CPI涨价因素分解（%）



资料来源：WIND，民生证券研究院

图4：1月CPI食品项涨价因素分解（%）



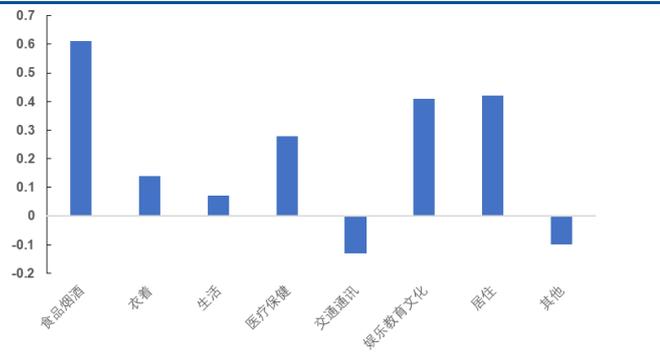
资料来源：WIND，民生证券研究院

环比来看，1月CPI环比增长0.5%，较上年同期回落0.1个百分点。其中，食品项环比增长1.6%，较上年同期回落0.6个百分点；非食品价格环比增长0.2%，与上年同期持平。将同比增速分解为翘尾因素和新涨价因素。1月CPI翘尾因素为1.19%，新涨价因素为0.51%。其中，食品项1月CPI翘尾因素为0.42%，新涨价因素为1.48%。非食品项1月CPI翘尾因素为1.30%，新涨价因素为0.39%。食品项新涨价因素较上年同期回落拖累CPI增速下行。

**鲜果猪肉拖累食品新涨价因素回落。**在食品中，鲜果环比上涨2.3%，较上年同期回落3.4个百分点；猪肉价格环比下降1%，较上年同期回落1.7个百分点。

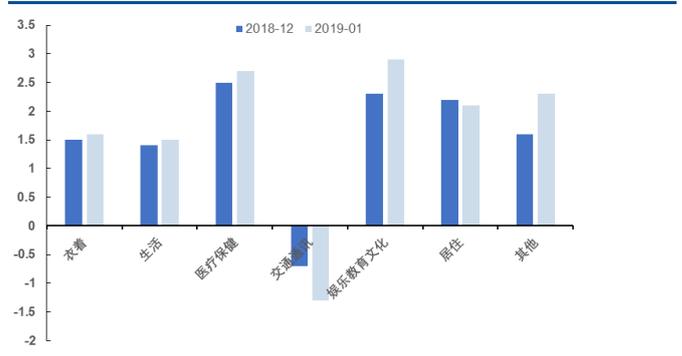
从大类同比看，食品烟酒、居住、娱乐教育对CPI同比的拉动作用最强。(1)食品烟酒：1月食品烟酒同比增长2.0%，拉动CPI同比0.61个百分点，较上月拉动作用减弱0.11个百分点。(2)居住：1月居住同比增长2.1%，拉动CPI同比0.42个百分点。(3)娱乐教育：1月教育文化和娱乐同比增长2.9%，拉动CPI同比0.41个百分点。(4)非食品项五涨二跌。交通和通信价格下降1.3%，较上月大幅回落0.6个百分点，拉动CPI同比下降0.13个百分点。其他用品和服务、教育文化和娱乐、医疗保健、衣着、生活用品及服务分别上涨2.7%、2.9%、1.6%、1.5%、2.3%，较上月分别回升0.7、0.6、0.2、0.1、0.1个百分点。居住价格同比上涨2.1%，较上月回落0.1个百分点。

图5：食品居住对CPI同比拉动作用较大（%）



资料来源：WIND，民生证券研究院

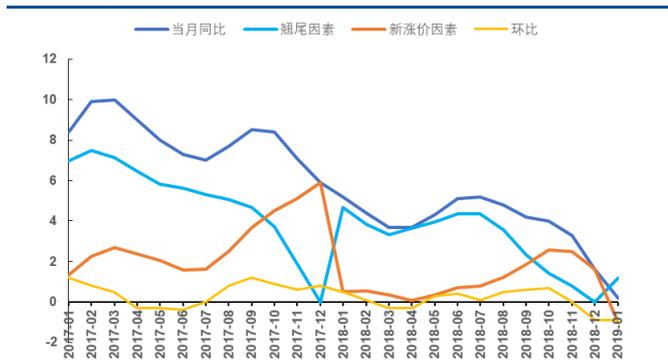
图6：非食品项五涨二跌（%）



资料来源：WIND，民生证券研究院

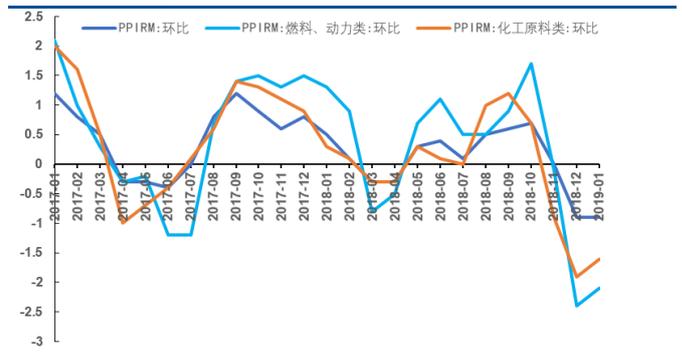
## （二） 大宗商品价格下降，PIRM 与 PPI 大幅回落

图7：1月PIRM涨价因素分解（%）



资料来源：WIND，民生证券研究院

图8：大宗商品拖累PIRM下行（%）



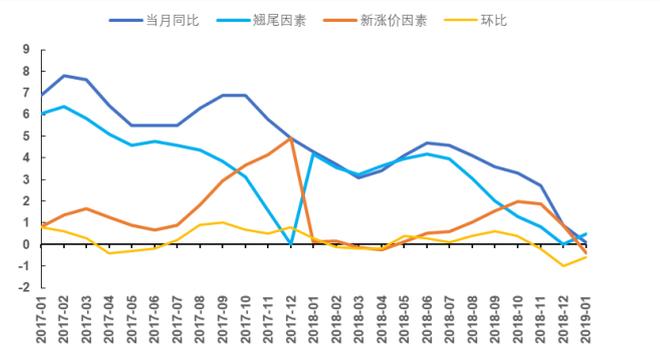
资料来源：WIND，民生证券研究院

**大宗商品价格下降, PPIRM 大幅回落。**上游去产能边际放缓, 大宗价格显著回落。1月燃料、动力类 PPIRM 环比下跌 2.1%, 化工原料类 PPIRM 环比下跌 1.6%。受此影响, 工业生产者购进价格环比回落 0.9%, 同比上涨 0.2%, 较上月大幅回落 1.4 个百分点。

**PPI 新涨价因素较环比增速高 0.21 个百分点。**1月 PPI 同比增长 0.1%, 较上月大幅回落 0.8 个百分点。其中, 1月 PPI 翘尾因素为 0.49%, 新涨价因素为-0.39%, 较环比增速高 0.21 个百分点。根据环比增速与翘尾因素计算的 PPI 仅为-0.11。

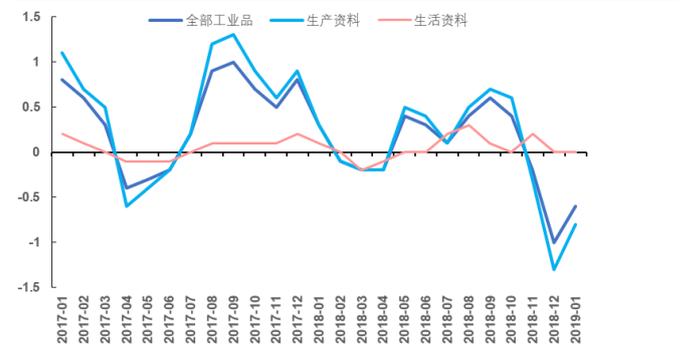
**生产资料拖累 PPI 下行。**生产资料作为 PPI 主要拉动项, 1月同比增速回落 1.1 个百分点至-0.1%; 环比下降 0.8%。1月生活资料价格小幅回落, 同比增长 0.6%, 较上月回落 0.1 个百分点。

图 9: 1 月 PPI 涨价因素分解 (%)



资料来源: WIND, 民生证券研究院

图 10: 生产资料拖累 PPI 下行 (%)



资料来源: WIND, 民生证券研究院

## 二、展望: PPI、CPI 恐继续回落, 货币仍将维持宽松

### (一) 翘尾因素大幅降低, CPI 恐继续回落

**翘尾因素大幅降低, CPI 同比增速恐继续回落。**2019年2月 CPI 非食品项的翘尾因素为 0.8%, 较 1 月回落 0.5 个百分点, 较上年同期回落 0.81 个百分点。食品项的翘尾因素为-3.82%, 较 1 月回落 4.24 个百分点, 较上年同期回落 1.79 个百分点。在内需疲软的情况下, CPI 环比增速大幅上升可能性较小, 同比增速恐继续回落。

**翘尾因素提升, 但 PPIRM 大幅回落, PPI 仍存下行压力。**2月 PPI 生产资料项的翘尾因素为 0.79%, 较 1 月提升 0.1 个百分点, 较上年同期回落 3.68 个百分点。PPI 生活资料项的翘尾因素为 0.59%, 与 1 月持平, 较上年同期回升 0.2 个百分点。但鉴于 PPIRM 连续两个月环比负增速, PPI 仍存下行压力。

### (二) 货币仍将维持宽松

虽然原油价格反弹, 但当前国内供需两弱, 商品价格反弹力度有限, PPI 同比震荡下行趋势预计难以扭转, 通缩风险犹存, 叠加美元走弱, 货币政策空间加大。未来有望继续降准, 货币仍将维持宽松。降息虽可部分对冲企业盈利下降, 却未必有利于结构调整。仍需保持定力, 坚持供给侧结构性改革。

## 插图目录

图 1: 1 月 CPI 同比增长 1.7% (%) .....	2
图 2: 1 月 CPI 环比增长 0.5% (%) .....	2
图 3: 1 月 CPI 涨价因素分解 (%) .....	2
图 4: 1 月 CPI 食品项涨价因素分解 (%) .....	2
图 5: 食品居住对 CPI 同比拉动作用较大 (%) .....	3
图 6: 非食品项五涨二跌 (%) .....	3
图 7: 1 月 PPIRM 涨价因素分解 (%) .....	3
图 8: 大宗商品拖累 PPIRM 下行 (%) .....	3
图 9: 1 月 PPI 涨价因素分解 (%) .....	4
图 10: 生产资料拖累 PPI 下行 (%) .....	4

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\\_14124](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_14124)

