

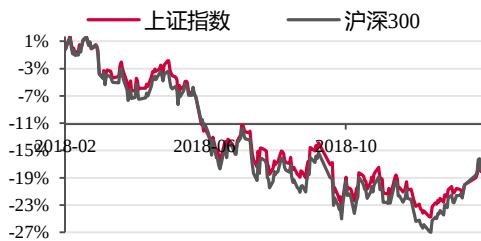
宏观点评

食品是 CPI 下降主因，经济下行压力增加

——2019 年 1 月 CPI 和 PPI 数据的点评

2019 年 02 月 15 日

上证综指-沪深 300 走势图



%	1M	3M	12M
上证指数	5.81	1.93	-14.99
沪深 300	8.76	4.93	-14.24

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”。猪肉是食品价格下降的主要拖累项：从环比增速看，受天气转冷和春节因素影响，1 月鲜菜、鲜果、水产品等产品环比价格上涨较多，但猪肉环比价格却有所下降；从同比增速看，受部分地区生猪禁运解除，猪肉供给增加较多影响，1 月猪肉价格降幅较上月扩大 1.7 个百分点，同时蔬菜价格同比增速小幅回落，导致食品价格同比涨幅回落 0.6 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、教育文化和娱乐价格上涨较快；受国内油价调整滞后于国际油价影响，交通和通信项降幅扩大 0.6 个百分点，如汽油和柴油价格连续两个月下降。整体而言，非食品同比价格与上月持平，表现平稳。2016 年以来服务类项目对 CPI 的贡献率快速提高，1 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 2 月 CPI 增长 1.8% 左右。一是预计食品价格环比增速将有所提高：根据历史同期数据，2 月食品价格环比增速将由 1 月的 2.3% 升为 2.5%。其中，受天气转冷影响，2 月蔬菜价格环比增速的历史均值将由 1 月的 11.6% 升至 12.6%；受春节因素影响，猪肉消费进入旺季，同时非洲猪瘟导致供给收缩，产能加速出清，预计短期猪肉价格将继续企稳，同比降幅延续前期收窄态势。二是预计非食品价格增速平稳。三是 2 月份 CPI 翘尾因素较低，在 -0.04% 左右。
- 预计一季度 CPI 中枢低于去年四季度，全年约增长 2.0%，较去年下降 0.1 个百分点。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 猪价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；五是 2019 年 CPI 翘尾因素将较去年降低 0.3 个百分点。
- 1 月份“三黑一色”（石化、钢铁、煤炭、有色）行业中部分产品价格和原材料工业价格涨幅较上月下降较多，是 PPI 回落的主因。其中，石油相关行业受国内油价下调影响，产品价格下降较多。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 2 月份 PPI 将降至 0.2% 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。1 月份剪刀差继续为负，且扩大 0.6 个百分点，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，是食品价格涨幅回落的主因	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 2 月 CPI 增长 1.8% 左右，一季度 CPI 中枢低于去年四季度，全年约增长 2.0%	5
2.1 预计 2019 年 2 月 CPI 同比增长 1.8% 左右	5
2.2 预计 2019 年全年通胀压力温和，CPI 增长 2.0% 左右	6
3 预计 2 月 PPI 增长 0.2% 左右，全年约增长 0.2%	6
3.1 “三黑一色”行业产品价格和原材料价格同比涨幅回落，是 1 月 PPI 同比下降的主要原因，反映国内需求下降明显	7
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%，2 月份增长 0.2% 左右	8
4 PPI 和 CPI 剪刀差由正转负，预示经济下行压力仍在加大	8

图表目录

图 1：1 月鲜菜和猪肉价格同比增速	3
图 2：1 月食品类价格环比增速	3
图 3：1 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下降	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 10：1 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 1 月份全国居民消费价格指数（CPI）环比上涨 0.5%，较上月提高 0.5 个百分点，同比上涨 1.7%，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 0.6%，降幅较上月收窄 0.4 个百分点，同比上涨 0.1%，较上月回落 0.8 个百分点。

点评：

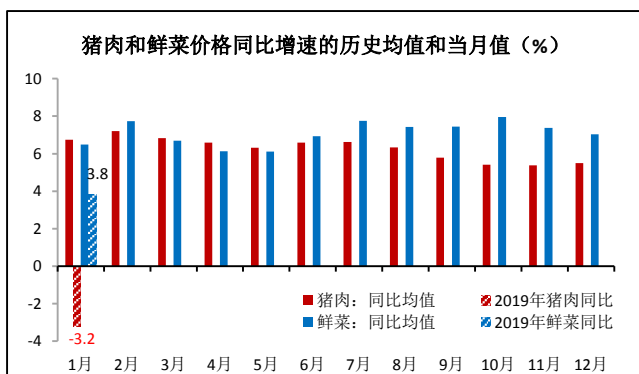
1 食品价格同比下降较多导致 CPI 涨幅下降；非食品价格依然是 CPI 上涨“常动力”

1.1 猪肉价格同比降幅扩大，是食品价格涨幅回落的主因

从同比看，1 月食品价格增长 1.9%，较上月回落 0.6 个百分点，影响 CPI 上涨约 0.38 个百分点。其中，鲜菜价格上涨 3.8%，影响 CPI 增长约 0.10 个百分点；猪肉价格下降 3.2%，影响 CPI 下降约 0.08 个百分点（见图 1）。

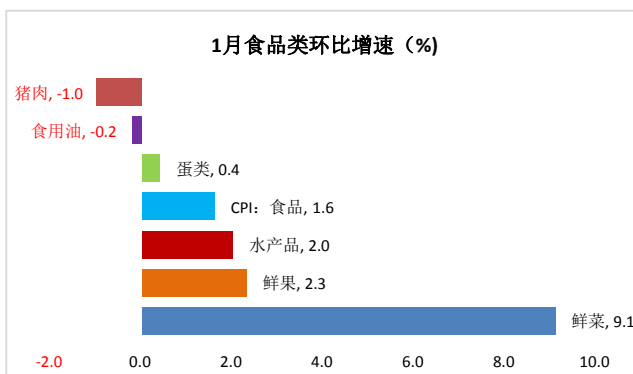
从环比看，食品价格上涨 1.6%，虽较上月增加 0.5 个百分点，但低于历史同期均值 0.8 个百分点，表明 1 月份临近春节带来的季节性因素较以往年份偏弱一些。其中，受天气寒冷和临近春节等因素影响，鲜菜、鲜果和水产品环比上涨较多，但均低于去年同期涨幅；受部分地区生猪禁运解除，猪肉供给有所增加，猪肉价格环比下降 1.0%（见图 2）。

图 1：1 月鲜菜和猪肉价格同比增速



资料来源：WIND，财富证券

图 2：1 月食品类价格环比增速



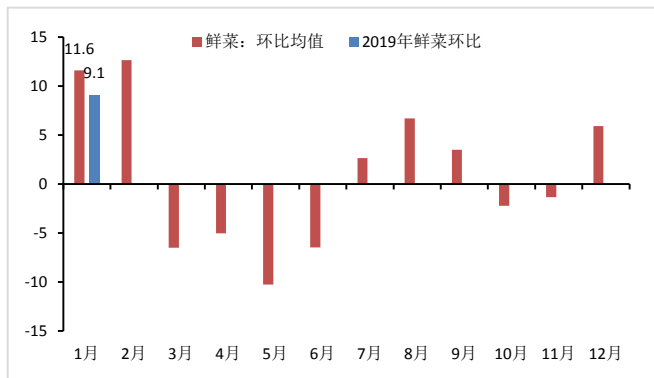
资料来源：WIND，财富证券

1 月份鲜菜价格环比涨幅扩大较多，但仍低于历史同期均值。受冬季气温较低和春节临近影响，鲜菜价格环比上涨 9.1%，较上月提高 5.4 个百分点，但仍低于历史同期均值 2.5 个百分点（见图 3）。受其影响，1 月份鲜菜价格同比增长 3.8%，低于历史同期均值 2.7 个百分点（见图 1）。

1 月份猪肉价格环比下跌，同比降幅有所扩大。一般来讲，受春节临近和冬季天气转冷影响，1 月猪肉需求会有所提高，猪肉价格亦有所提高。但受部分地区生猪禁运解除，猪肉供给亦增加较多，1 月猪肉价格环比下降 1.0%，同比下降 3.2%，降幅较 2018 年 12 月扩大 1.7 个百分点（见图 1）。

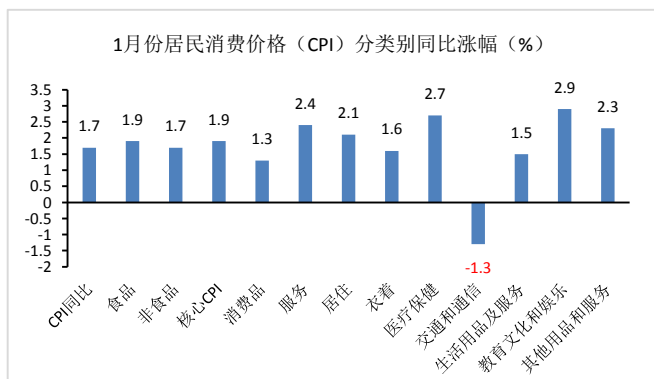
从CPI各成分的贡献率看，1月猪肉、鲜果等成分的贡献率均有所下降，鲜菜对CPI贡献率略有提高。整体上看，食品对CPI的贡献率有所下降，导致1月份CPI同比涨幅的回落（见图4）。

图3：1月鲜菜价格环比增速低于历史均值



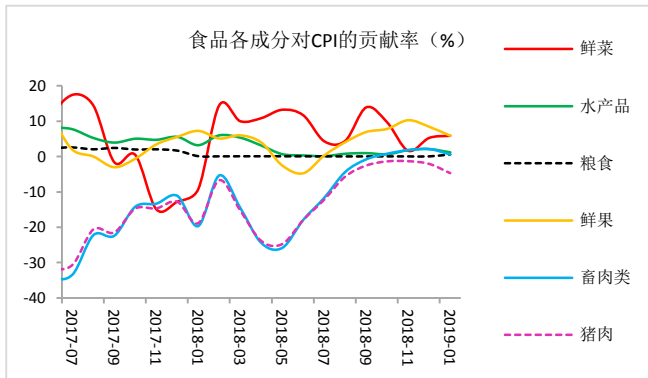
资料来源：WIND，财富证券

图5：非食品尤其是服务类项目价格涨幅较快



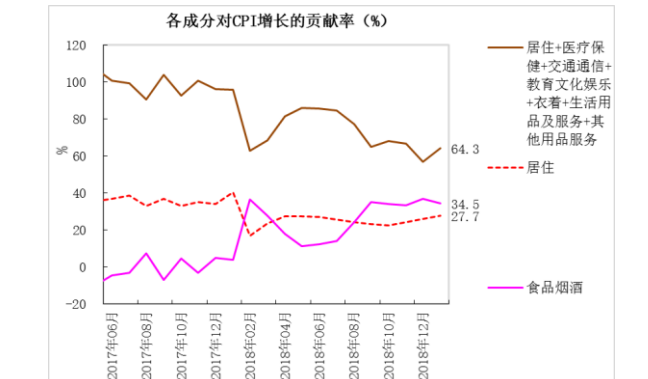
资料来源：WIND，财富证券

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下降



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”

1月非食品价格同比上涨1.7%，与上月持平，影响CPI上涨约1.36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2.7%、-1.3%、2.9%、2.1%（见图5），分别较上月变动0.2%、-0.6%、0.6%和-0.1%。本月交通和通信项同比跌幅有所扩大，其中交通类项目的下降，与国内成品油价格变动滞后于国际油价有关，如1月汽油和柴油价格同比分别下降6.2%和6.5%，连续两个月下降，是非食品价格的主要拖累项。

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。1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64.3%，食品烟酒

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”。

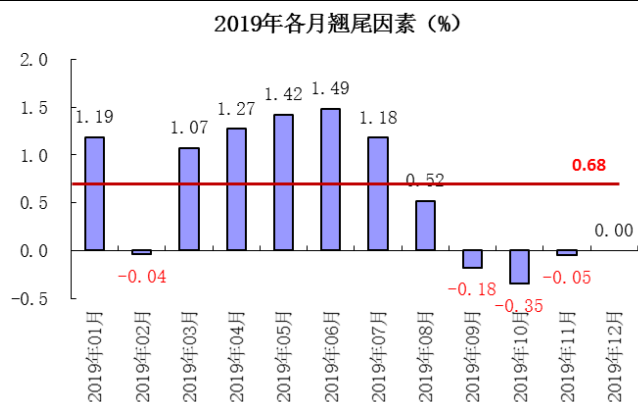
2 预计2月CPI增长1.8%左右，一季度CPI中枢低于去年四季度，全年约增长2.0%

2.1 预计2019年2月CPI同比增长1.8%左右

预计2月消费者物价指数（CPI）增长1.9%左右，与2018年12月持平。理由如下：

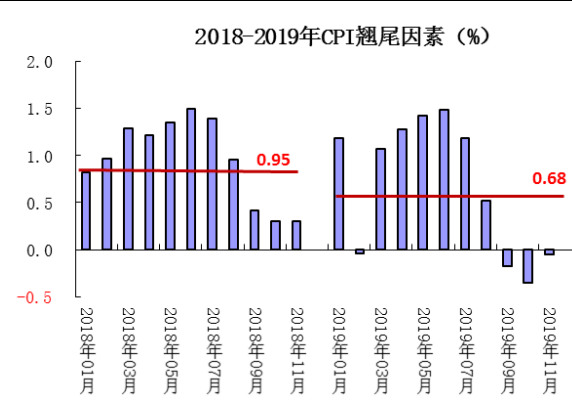
一是预计食品价格环比增速将有所提高。根据同期历史数据，2月份食品价格环比增速将较1月有所提高，历史均值由1月的2.3%升为2月的2.5%。其中，受天气转冷，蔬菜供给减少影响，价格环比增速将持续为正，即历史均值将由1月份的11.6%变为2月份的12.6%（见图3）。此外，我们预计当前猪肉价格已进入底部区间并将继续企稳，受春节影响，短期不排除小幅提高的可能，同比降幅将延续前期收窄态势：一、从猪肉价格的先行指标看，2月份猪肉价格大概率继续企稳；二、随着气温较低和处于春节期间，猪肉消费进入短期旺季，消费需求提高；三、受非洲猪瘟影响，猪肉供给收缩，产能出清速度加快，有利于价格的提高；四、受前期环保政策等因素影响，生猪养殖户集中度提高，养殖规模扩大导致供给增加，导致2016年下半年以来猪肉价格/粮食价格的比例（即猪粮比）出现较大幅度下降，2018年4月份达到低点后开始回升至10月，然后再次下降，预计将降至2019年4月份左右；五是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2月非食品价格同比增速较高，将不利于今年2月其同比增速的增加。

三是今年2月份CPI的翘尾因素较低，在-0.04左右（见图7）。

综合上述各方面的影响，我们预计2月CPI增长1.8%左右，较上月提高0.1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

预计2019年全年通胀中枢将有所下降，全年增长2.0%左右，较2018年低0.1个百分点。

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，节后将走低至5月份，此后随着季节性因素回升走高，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11月的111.3%，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面完成，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2.2%左右。

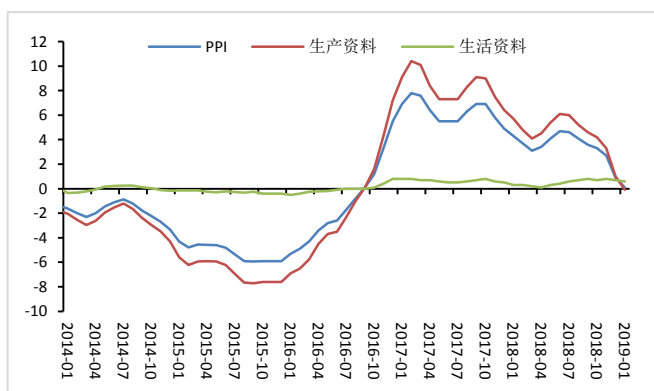
3 预计2月PPI增长0.2%左右，全年约增长0.2%

3.1 “三黑一色”行业产品价格和原材料价格同比涨幅回落，是1月PPI同比下降的主要原因，反映国内需求下降明显

1月份，工业生产者出厂价格同比上涨0.1%，较上月下降0.8个百分点。其中，生产资料同比下降0.1%，较上月下降1.1个百分点，增速由正转负，是2016年四季度以来首次为负，也是导致PPI下降的主要原因；生活资料上涨0.6%，较上月下降0.1个百分点，表现一直较为平稳（见图9）。

1月份生产资料价格的回落，源于“三黑一色”行业产品价格涨幅较上月下降较多，特别是石油相关行业。具体看，石油和天然气开采业、石油加工炼焦及核燃料加工业、化学原料及化学制品制造业、化学纤维制造业、非金属矿物制品业、黑色金属矿采选业、有色金属冶炼及压延加工业分别较上月降低9.5%、7.3%、2.5%、1.9%、1.6%、1.4%、1.2%（见图10）。

图9：生产资料价格涨幅下降

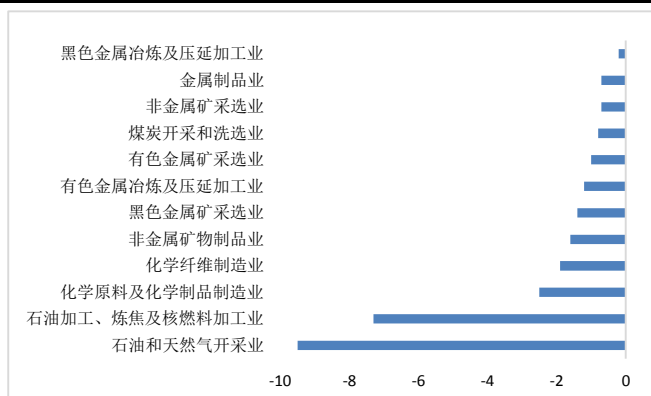


资料来源：WIND，财富证券

图11：PPI与原材料购进价格指数（PPIRM）

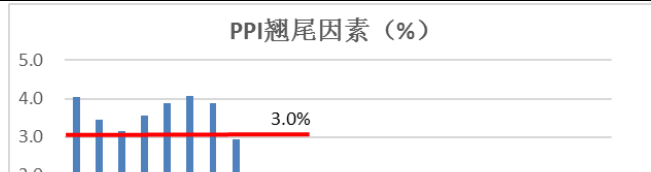


图10：1月主要行业工业生产者出厂价格变动（%）



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_14135

