



CPI 和 PPI 的通缩趋势与证据

报告日期：2019年02月15日

胡研宏 英大证券 宏观研究员

执业证书编号：S0990113110017

联系电话：188 2526 9825（微信同）

联系邮件：huyanhongydsc@foxmail.com

唐婉《钗头凤》：“怕人询问，咽泪装欢。瞒，瞒，瞒！”

英大证券研究所

胡研宏 研究员

执业证书编号：S0990113110017

联系方式：0755-83007164

Email: huyanhongydsc@foxmail.com

报告观点：

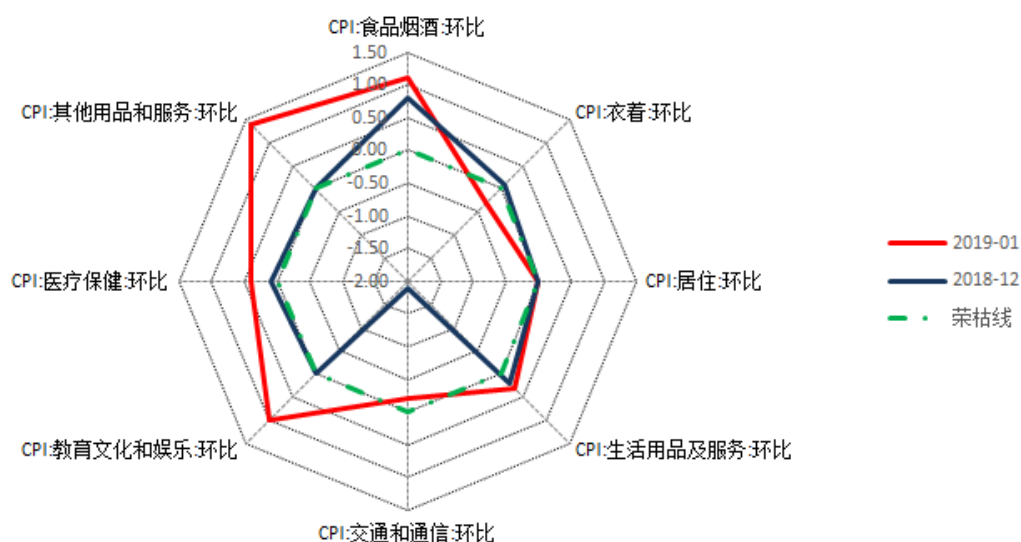
1. CPI、PPI 同比环比数值存在高基数问题，但更多是总需求疲软的问题。经济的下滑，仍没有结束，甚至将加快。
2. 政府方面，基建作为稳定经济的主方案可能并不存在。居民方面，就业与消费物价指数下滑匹配。居民房贷、房租、食品支出刚性，消费升级空间有限，耐用品消费将下降。消费端的问题，根源在收入增长困难，就业下滑短期难以改变。
3. 非洲猪瘟下，本该担忧肉价上涨，却落得饲料价格与肉蛋同向下跌[▼]。工业原料价格高企与工业生产持续萎缩并存。这些不合理现象是工业周期或者政策干预的结果，工业品价格不下滑，经济复苏会进一步推迟。
4. 维持 11 月报告通缩观点。中下游工业企业生产的成本压力减少，利润将开始积累，需求没有显著扩大，因此扩张性生产短期难以看到，而当前上游原料价格仍高企。

一、CPI 同比、环比增速较低

2019 年 1 月份，全国居民消费价格同比上涨 1.7%。其中，城市上涨 1.8%，农村上涨 1.7%；食品价格上涨 1.9%，非食品价格上涨 1.7%；消费品价格上涨 1.3%，服务价格上涨 2.4%。1 月份，全国居民消费价格环比上涨 0.5%。其中，城市上涨 0.5%，农村上涨 0.4%；食品价格上涨 1.6%，非食品价格上涨 0.2%；消费品价格上涨 0.4%，服务价格上涨 0.6%。

1.1. CPI 环比扩张——交通、衣着分项收缩

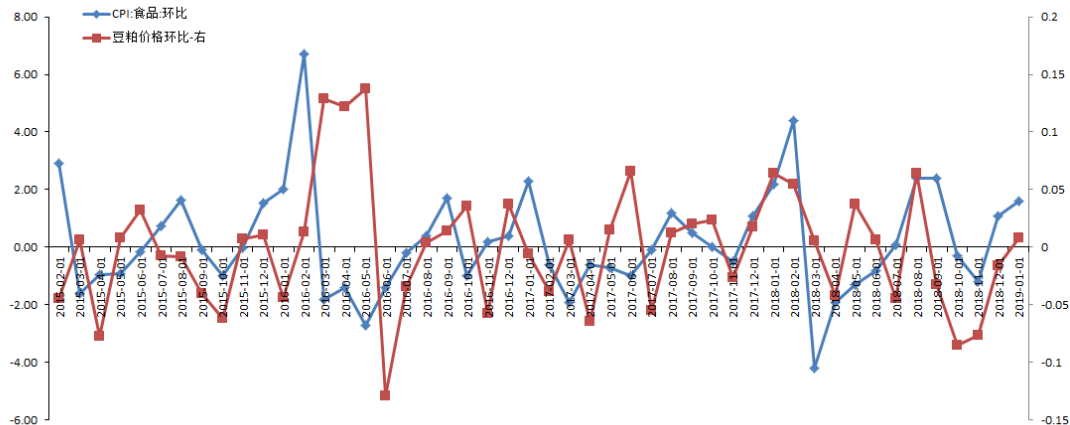
CPI 分项环比扩张图



数据来源：国家统计局，英大证券研究所整理

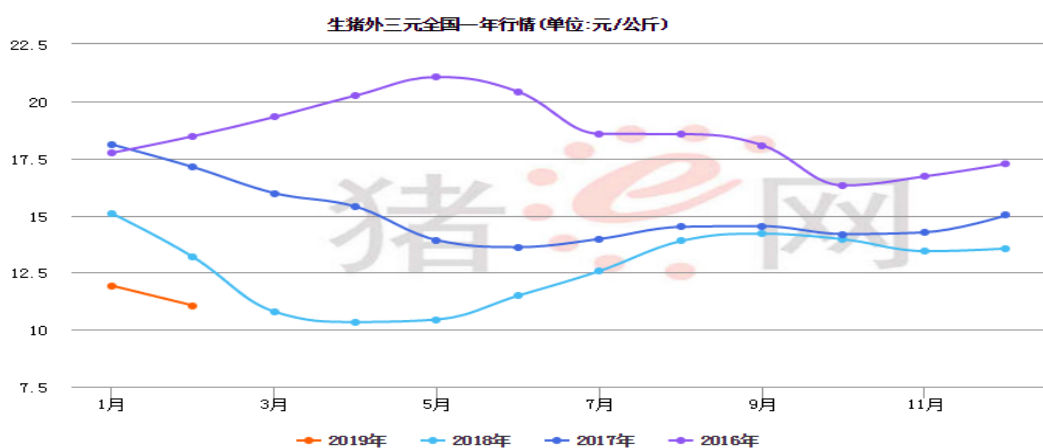
(1) 1 月份，食品烟酒价格环比上涨 1.1%，影响 CPI 上涨约 0.34 个百分点。其中，鲜菜价格上涨 9.1%，影响 CPI 上涨约 0.22 个百分点；鲜果价格上涨 2.3%，影响 CPI 上涨约 0.04 个百分点；水产品价格上涨 2.0%，影响 CPI 上涨约 0.04 个百分点；禽肉类价格上涨 0.5%，影响 CPI 上涨约 0.01 个百分点；畜肉类价格下降 0.1%（猪肉价格下降 1.0%，影响 CPI 下降约 0.03 个百分点）。作为蛋白的主要原料，豆粕价格和 CPI 食品价格环比走势高度相关。从目前来看，国内的

食品通胀预期很弱，没有担忧。

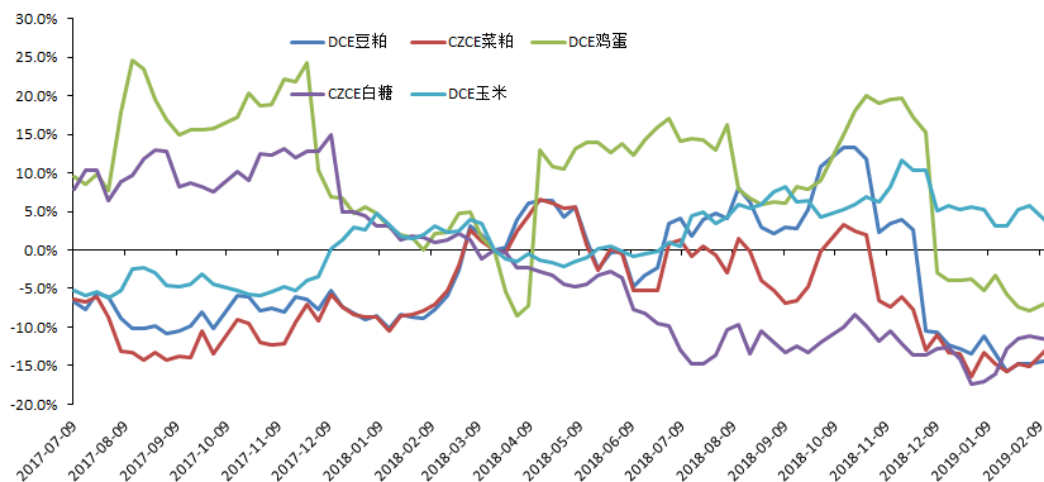


数据来源：英大证券研究所，WIND

受到非洲猪瘟的影响，猪肉均价的下滑（当然，社会消费下滑同样有显著影响）。2019 年初价格低于最近 3 年，比最高的 2017 年跌幅 40%左右。正是猪肉价格低迷导致 CPI 没有快速提高，甚至进一步减少了养殖饲料的购买，表现为上面豆粕价格的持续下滑。通常说的肉贵料贱，和肉贱料贵行情没有出现，**反而是肉贱料更贱的情形**（通常肉供不应求的时候，饲料便宜。因为肉不足，显然猪少需求少，而饲料多，必然饲料贱），显然经济现象的背后有更多的问题需要去挖掘分析。

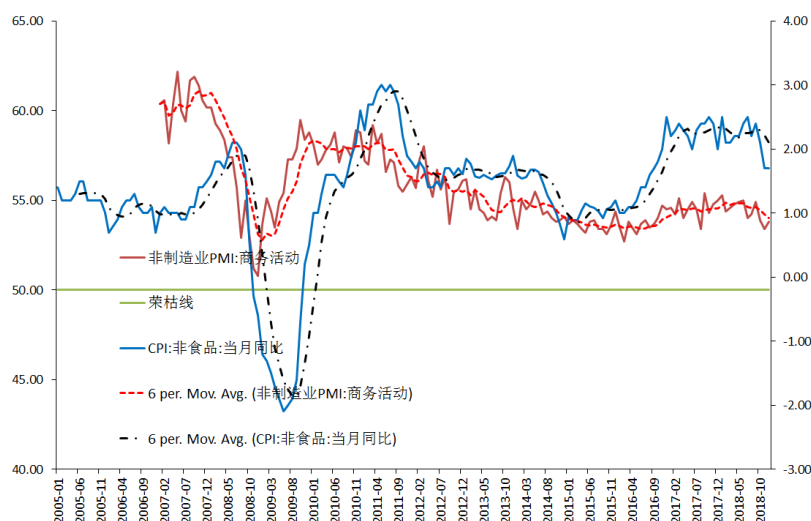


资料来源：猪 E 网



数据来源：英大证券研究所，WIND

从上面的研究发现，猪肉价格下跌，同样鸡蛋价格也快速下跌，这些导致我们对 CPI 通缩的担忧增强。我们需要更多的数据来印证一些经济问题的发展方向。非食品 CPI 下滑，更大可能意味着商务活动的紧缩。从目前来看，商务活动的下滑将导致 CPI 非食品部分的下滑，譬如交通差旅，通讯社交的费用支出下滑。



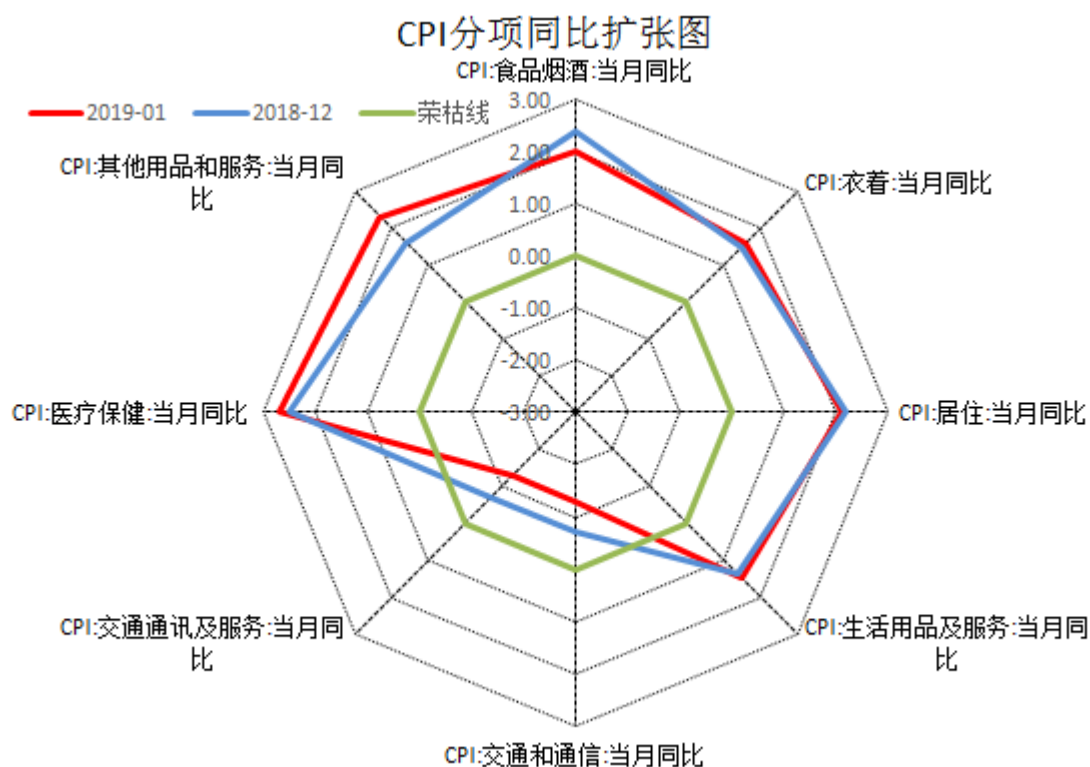
数据来源：英大证券研究所，WIND

(2) **其他七大类价格环比四涨二降一平**。其中，其他用品和服务、教育文化和娱乐价格分别上涨 1.4%和 1.0%;医疗保健、生活用品及服务价格分别上涨 0.4%

和 0.3%；衣着、交通和通信价格分别下降 0.3%和 0.2%；居住价格持平。

1.2. CPI 同比增速较低-雷达图稳定

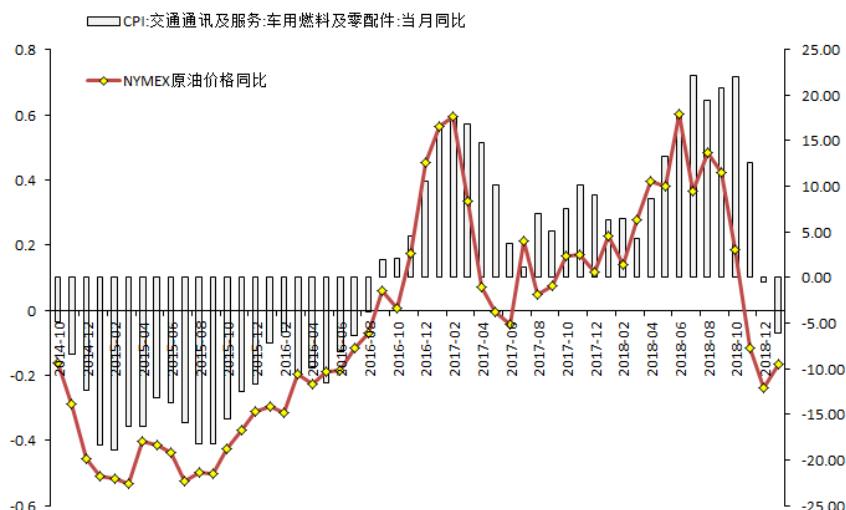
(1) 1 月份，食品烟酒价格同比上涨 2.0%，影响居民消费价格指数（CPI）上涨约 0.61 个百分点。其中，鲜果价格上涨 5.9%，影响 CPI 上涨约 0.10 个百分点；禽肉类价格上涨 5.5%，影响 CPI 上涨约 0.07 个百分点；鲜菜价格上涨 3.8%，影响 CPI 上涨约 0.10 个百分点；水产品价格上涨 1.2%，影响 CPI 上涨约 0.02 个百分点；粮食价格上涨 0.5%，影响 CPI 上涨约 0.01 个百分点；畜肉类价格上涨 0.2%，影响 CPI 上涨约 0.01 个百分点（猪肉价格下降 3.2%，影响 CPI 下降约 0.08 个百分点）；鸡蛋价格下降 1.7%，影响 CPI 下降约 0.01 个百分点。



数据来源：国家统计局，英大证券研究所整理

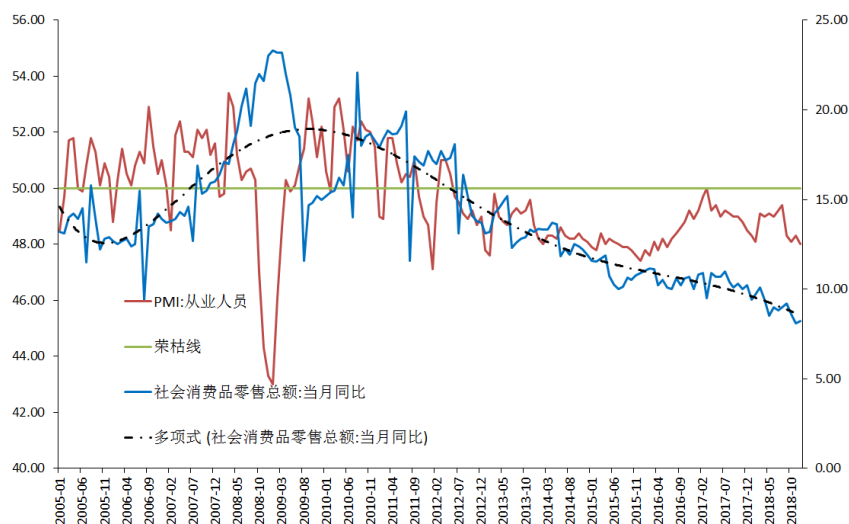
(2) 其他七大类价格同比六涨一降。其中，教育文化和娱乐、医疗保健、其他用品和服务价格分别上涨 2.9%、2.7%和 2.3%，居住、衣着、生活用品及服务价格分别上涨 2.1%、1.6%和 1.5%；交通和通信价格下降 1.3%。原油价格下跌

导致运输费用下降，这个是自然的，但这一下跌可能向更多的经济主体传递通缩压力。



数据来源：国家统计局，英大证券研究所整理

（3）就业抑制总需求，未来消费会继续变差



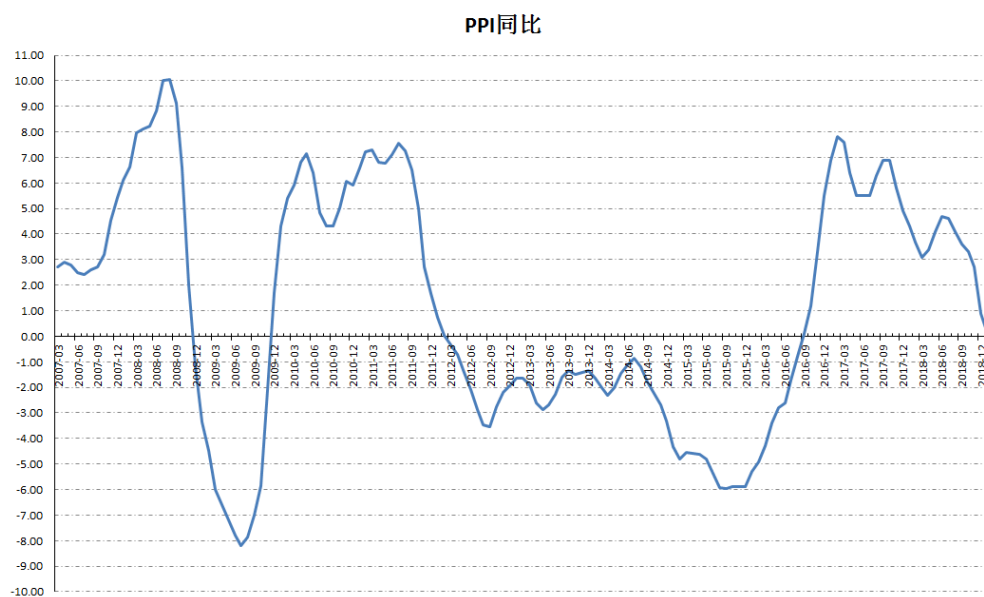
数据来源：WIND，英大证券研究所

从业人员指数为47.8%，比上月下降0.2个百分点，位于临界点之下，表明制造业企业用工量继续减少。**(a) 就业下滑不利于消费扩张:**很显然从图可以看出，社会消费品零售总额和就业的正向关系十分稳定，2016年3月份至2017年3月

就业情况的下滑有所缓解，但并未正向扩张。2018 年 5 月份社会消费品零售总额数据进一步下滑，对应的就业 PMI 分项仍然处于收缩范围。整体购买力的下滑，是经济前景的实际牵引者。未来这些来自于底层微观的收入变化将反馈到中上游生产环节，驱动原料价格下跌。(b) **就业下滑施压居民部门债务扩张**: 就业的下降可能加快个人清偿债务以及家庭部门开始市场化降低债务水平的时候。货币政策是无能为力的。当前的价格体系是扭曲的，不利于经济持续增长。

二、PPI 雷达图扩张、同比通缩到来

2019 年 1 月份，全国工业生产者出厂价格同比上涨 0.1%，环比下降 0.6%；工业生产者购进价格同比上涨 0.2%，环比下降 0.9%。



数据来源：国家统计局，英大证券研究所整理

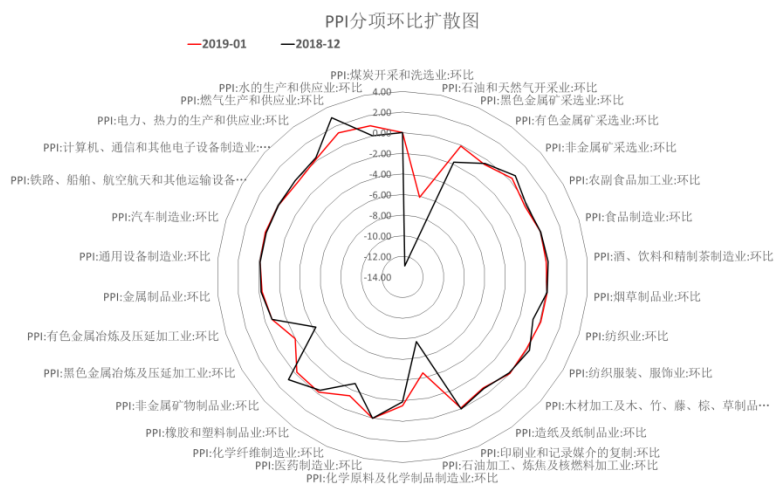
2.1. 工业品购进和出厂价格同比下滑，绝对价格仍高！

维持此前判断的观点，工业生产出厂价格上涨减弱，而购进原料价格上涨较多，前者价格弹性弱于后者，未来涨价的空间进一步减小。未来出厂价格大概率转为下跌，这主要是基于我们认为中下游的负反馈传递给上游，形成的需求下降所致。且**大部分分项的 PPI 环比将进一步下跌！**

(1) 1 月份，工业生产者出厂价格中，生产资料价格环比下降 0.8%，影响工

业生产者出厂价格总水平下降约 0.57 个百分点。其中,采掘工业价格下降 1.2%,原材料工业价格下降 1.5%,加工工业价格下降 0.4%。生活资料价格环比持平。其中,食品和耐用消费品价格均下降 0.1%,衣着价格上涨 0.2%,一般日用品价格持平。

(2) 工业生产者购进价格中,燃料动力类价格环比下降 2.1%,有色金属材料及电线类价格下降 0.8%,黑色金属材料类价格下降 0.6%;建筑材料及非金属类价格持平。



数据来源: 国家统计局, 英大证券研究所整理

2.2. 工业品价格仍然不低, 需求不振

维持工业品通缩展望观点, 经济传导进入中下游环节主导, 上游需求下降,

政策支持下, 工业品价格仍处低位, 工业品价格仍处低位, 工业品价格仍处低位

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_14175

