

宏观点评

此通缩非彼通缩：三线索指向 PPI 尚难大幅下行——兼评 1 月通胀

事件：中国 1 月 CPI 同比上涨 1.7%（预期 1.9%，前值 1.9%）；PPI 同比上涨 0.1%（预期 0.3%，前值 0.9%）。

核心结论：

1、1 月 CPI 同比超预期走低，主要原因在于春节前期需求走弱、部分地区禁运放松导致的猪肉价格超季节性下跌，以及国内汽油和柴油价格下调的滞后影响。往后看，在春节效应、油价回升、猪价下行放缓的共同带动下，再基于我们的简单模型（纯粹基于新涨价和翘尾因素的历史表现，具体预测值误差会比较大，但总体来看，节奏大概率不会有偏差，PPI 同），**全年 CPI 节奏如下：**春节错位和去年高基数，2 月份 CPI 将继续回落（预计 1.5-1.6%），之后 3 月至 6 月可能连续走高至 2% 上方（不会突破 3% 甚至 3.5%），下半年整体回落（需要警惕猪瘟导致猪价大涨，进而抑平 CPI 回落幅度）。

➢ **春节效应复盘：**历年来，每年春节所属月份或者前一个月的 CPI 环比大概率会成为年内当月环比的最高点或次高点，CPI 的春节效应十分显著。复盘过去五年发现，春节当月 CPI 价格平均环比上涨 1.2%，高于春节前一月环比均值 0.83 个百分点；而春节后一个月的环比大概率为负，过去五年的均值为 -0.34%。

2、1 月 PPI 同比创近 28 个月新低，主因原材料价格增速进一步放缓。往后看，鉴于经济下行压力加大、供给侧结构性改革趋于尾声和基数原因，再基于我们的简单模型，**全年 PPI 节奏如下：**低基数之下 2、3 月 PPI 小幅回升，4 月开始将持续下跌至三季度，二季度末可能跌入负区间，三季度末迎来最大跌幅，四季度末再度小升。

3、**此通缩非彼通缩：**倾向于认为，2019 年 PPI 走弱已无悬念，但本轮统计数据层面的“工业品通缩”不同于 2012-2015 年国内经历的工业通缩。综合看，本轮 PPI 下行大概率不会出现严重通缩，主因有三：

- 从外需层面来看，2019 年全球经济增长共振回落，但回落幅度及持续时长均弱于 2012-2015 年；
- 从内需层面来看，随着国内宏观逆周期调控力度的加大及前期政策的落地，投资、消费需求下行幅度有限；
- 从成本层面来看，供给侧结构性改革提高了上游原材料行业的集中度及企业经营效率，这将降低钢铁、煤炭、建材等主要原材料的价格波动幅度，体现为工业企业成本端具有刚性。

风险提示：国际原油价格超预期上行；猪价大幅上行；国内经济超预期反弹；环保限产力度超预期。

作者

分析师 熊园

执业证书编号：S0680518050004

邮箱：xiongyuan@gszq.com

研究助理 王梅娜

邮箱：wangmeili@gszq.com

研究助理 何宁

邮箱：hening@gszq.com

相关研究

- 1、《继续跟踪 2019 年出口四个线索，关注贸易摩擦阶段性缓和的受益行业——兼评 1 月进出口》2019-02-15
- 2、《春节宏观 8 看点：全球经济共振趋弱，全球政策共振趋松》2019-02-10
- 3、《2019 年地方两会 8 大看点：逆周期调节是主基调》2019-02-01
- 4、《美联储释放“强鸽”信号，全面转向尚需等待——2019 年 1 月 FOMC 会议点评》2019-01-31
- 5、《关注 2019 年库存周期变化和民企加杠杆——兼评 2018 年工业企业利润数据》2019-01-29



内容目录

CPI 同比超预期走低，主因是猪价、油价超季节性下降	3
CPI 的春节效应复盘	3
畜肉价格超季节性下降、油价走低，拖累 CPI 增速	4
PPI 已进入“通缩”区间，严重通缩的概率较小	5
供给侧行业价格走低拖累 PPI，原材料工业价格同比已跌入负区间	6
高基数效应将致使年内 PPI 同比转负，严重通缩的局面较难出现	6
风险提示	9

图表目录

图表 1: 近五年春节前后 CPI 环比走势图	3
图表 2: CPI 分项中，食品、生活用品及服务、交通和通信、教育文化和娱乐等分项的春节涨价效应较明显 (%)	3
图表 3: 2019 年 1 月环比变化幅度超季节性的 CPI 分项	4
图表 4: 今年春节零售、餐饮企业销售额增速首次降至个位数	4
图表 5: 去年 12 月以来猪肉价格加速下滑	4
图表 6: 国内汽油、柴油价格去年 10 月以来趋于下行	5
图表 7: 2019 年 CPI 预测: 2 月、10 月均可能是全年低点	5
图表 8: 1 月份 PPI 原材料工业同比已跌入负区间	6
图表 9: 2018 年 8 月以来，CRB 工业原料指数已经连续 6 个月为负	6
图表 10: PMI 主要原材料指数仍处于下行通道	6
图表 11: 2019 年 PPI 预测: 6 月以后，大概率跌入负区间	7
图表 12: 2012-2015 年工业企业亏损额持续走高	7
图表 13: 2012-2015 年工业企业利润率持续下行	7
图表 14: 海外工业生产景气度对国内 PPI 的影响越发显著	8
图表 15: 基建是拉动工业品出厂价格的一大需求	8
图表 16: 供给侧改革以后，螺纹钢、煤炭价格的波动幅度明显减小	9

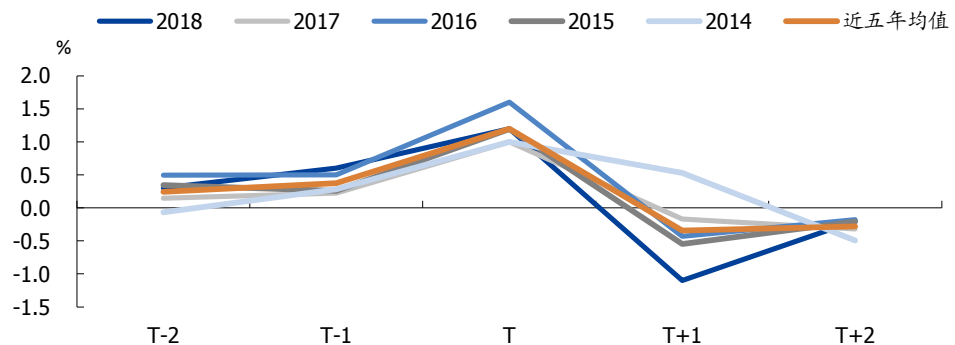
CPI 同比超预期走低，主因是猪价、油价超季节性下降

2019年1月CPI环比上涨0.5%，较前值上升0.5个百分点，比去年同期低0.1个百分点；1月CPI同比上涨1.7%，较前值回落0.2个百分点，比去年同期高0.2个百分点。其中，去年价格变动的翘尾影响约为1.2个百分点，新涨价影响约为0.5个百分点。

CPI 的春节效应复盘

历年来，每年春节所属月份或者前一个月的CPI环比大概率会成为年内当月环比的最高点或次高点，CPI的春节效应十分显著。通过对过去五年CPI环比进行复盘，我们发现春节当月CPI价格平均环比上涨1.2%，高于春节前一月环比均值0.83个百分点；而春节后一个月的环比大概率率为负，过去五年的均值为-0.34%。

图表1：近五年春节前后CPI环比走势图



资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：以每年春节所在月份为T期，各向前、向后推两个月作图

从分项来看，受需求增加和天气寒冷等因素影响，春节期间的鲜活食品类价格环比增幅较高，叠加水产品 and 牛肉类价格环比上升，食品分项价格上涨成为春节期间CPI价格环比走高的主要推动力；其次，因春运高峰期出行人数增加，交通、旅游价格会出现不同程度的上涨；另外，由于节日期间外出务工人员返乡，部分服务业用工紧缺，春节期间家庭服务业价格环比上涨幅度较大。

图表2：CPI分项中，食品、生活用品及服务、交通和通信、教育文化和娱乐等分项的春节涨价效应较明显 (%)

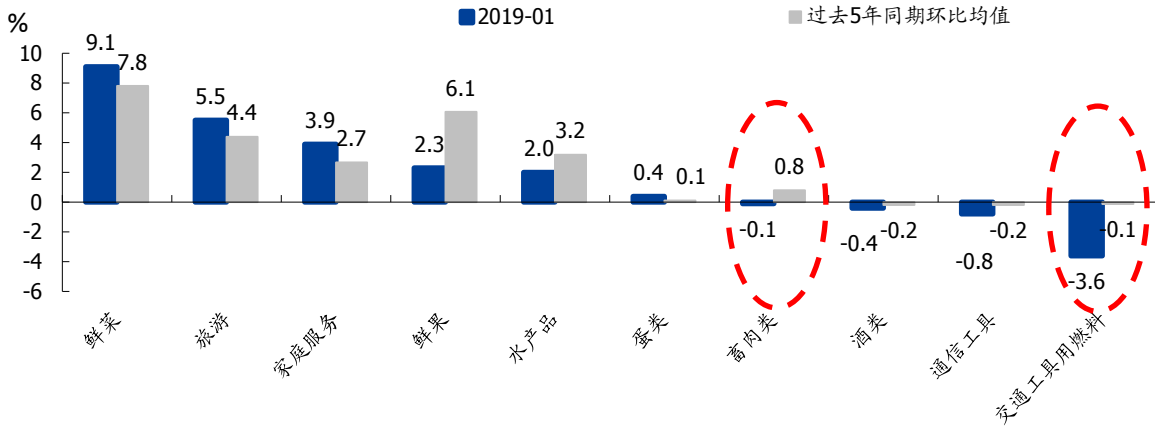
年份	食品		衣着		居住		生活用品及服务		交通和通信		教育文化和娱乐		医疗保健	
	T-1期	T期	T-1期	T期	T-1期	T期	T-1期	T期	T-1期	T期	T-1期	T期	T-1期	T期
2018	72	100	18	0	27	0	90	90	63	100	72	100	18	0
2017	63	100	36	0	63	72	100	100	90	100	45	100	81	72
2016	90	100	9	9	18	18	81	81	27	63	72	72	36	0
2015	63	100	18	9	27	36	90	100	9	100	72	100	90	100
2014	63	100	54	9	81	81	45	100	90	100	27	100	9	100
2013	100	90	18	0	18	90	100	90	54	100	63	72	72	100
2012	72	100	45	0	0	27	0	100	18	81	18	100	0	9
2011	90	100	18	0	81	72	100	27	100	72	81	72	54	18
2010	72	100	9	0	54	18	54	54	18	100	45	100	36	36
2009	81	100	18	0	0	0	0	90	9	0	18	100	9	45
2008	90	100	18	9	45	45	90	45	72	72	45	81	63	90
2007	63	90	45	0	9	0	0	90	36	100	45	100	36	36
2006	96	90	75	9	81	90	63	9	54	100	25	90	72	81
2005	90	100	36	0	18	0	0	63	54	100	54	90	27	27
2004	45	100	54	27	72	65	90	27	81	100	36	90	54	72
2003	100	72	18	0	90	9	0	18	90	100	72	90	18	54
2002	72	100	36	0	63	27	27	81	9	100	45	90	18	54

资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：表中数值为各分项的每年春节所属月份的当月环比在当年12个月的当月环比数组中的百分比排名（介于0%与100%之间，包括0%与100%）

畜肉价格超季节性下降、油价走低，拖累 CPI 增速

2019年春节始于2月5日，回溯2000年以来春节位于2月上旬的年份，可发现CPI在1月平均上涨0.9%，而2019年1月CPI环比为0.5%，低于历史平均水平，主要原因在于畜肉价格和交通燃料费的超季节性走低。

图表3: 2019年1月环比变化幅度超季节性的CPI分项



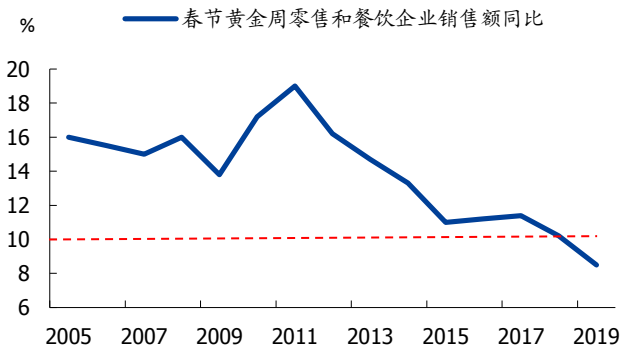
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

分项来看，受天气寒冷和春节临近等因素影响，CPI 食品项中的鲜菜、鲜果及水产品价格均季节性上涨。然而，畜肉类价格环比下降 0.1%，过去 5 年同期均值水平为环比上涨 0.8%。其中，羊肉、牛肉价格均录得正增长，CPI 猪肉分项环比下降 1.0%，较前期回落 1.7 个百分点。今年猪肉价格的反季节性回落，一是需求走弱所致，二是部分地区生猪禁运解除，猪肉供应增加。

根据商务部统计，今年春节黄金周期间重要零售和餐饮企业销售额达 1.05 万亿元，为 2005 年以来首次突破万亿元。然而值得注意的是，今年这一销售额的同比增速仅有 8.5%，为 2005 年以来首次跌至个位数增速。作为春节期间猪肉的一大主要需求方，餐饮企业销售增速的放缓也就意味着今年春节猪肉增量需求的走低。

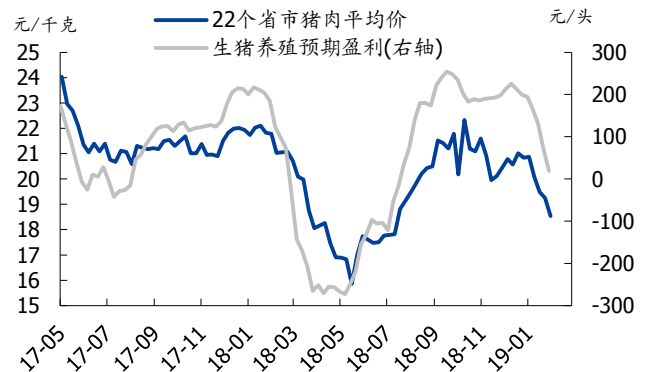
在猪肉供给方面，随着南北猪价价差的拉大、春节猪肉消费高峰的来临，生猪的跨省调运政策由前期的全线禁运调整为部分禁止，对于符合相应要求的养殖场和屠宰企业，可实行生猪之间的点对点调运。这一举措在一定程度上促进了猪肉市场的南北流通，缓解了生猪供应压力，从而平抑了全国猪价。截止 1 月末，全国 22 个省市猪肉平均价为 19.2 元/千克，较去年 12 月末 21 元/千克的高点已降价 8%。

图表4: 今年春节零售、餐饮企业销售额增速首次降至个位数



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

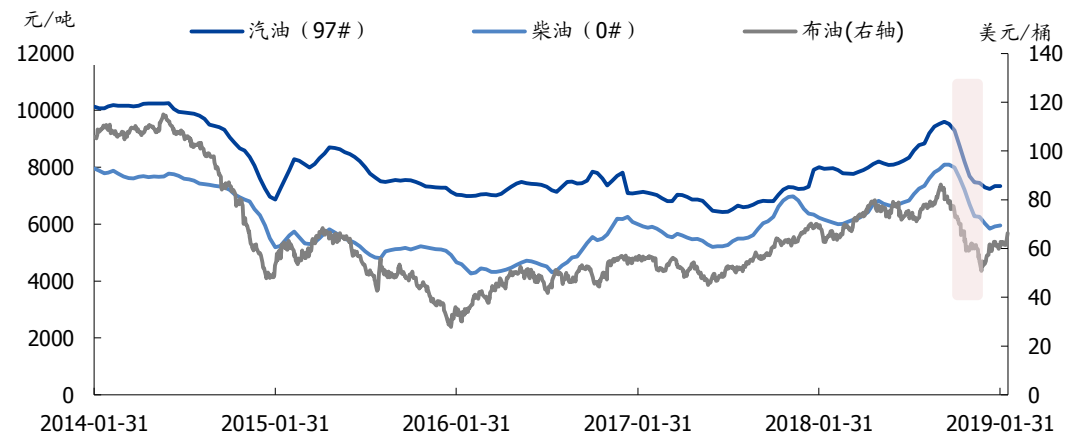
图表5: 去年12月以来猪肉价格加速下滑



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

此外，国内汽油、柴油价格的走低也是拉低1月CPI增速的一大主因。随着去年10月以来国际原油价格趋势下行，国内11-12月接连5次下调汽油、柴油最高零售指导价。相应地，国内汽油(97#)、柴油(0#)今年1月的均价较去年10月均价分别下行23%、27%。油价的持续降低使得1月份CPI交通工具用燃料分项环比下降3.6%，大幅低于过去五年均值水平-0.1%。

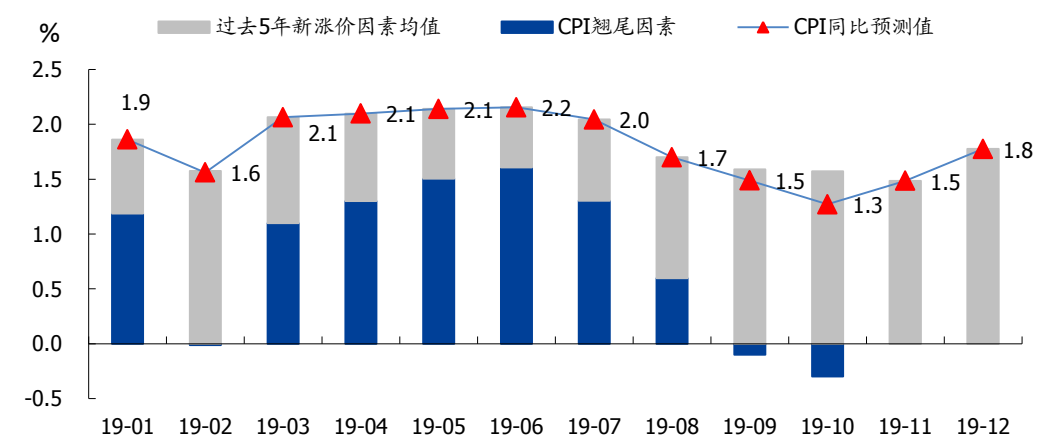
图表6: 国内汽油、柴油价格去年10月以来趋于下行



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

往后看，考虑到春节前期猪肉养殖户加大出栏力度、集中供给，部分透支了日后的供给能力，我们倾向于认为，猪价寻底阶段接近尾声。在原油价格方面，虽然今年以来国际原油价格有所反弹，鉴于全球经济景气度趋于共振下行，原油价格大幅上行的可能性较小。在春节效应、油价回升、猪价下行放缓的共同带动下，基于我们的简单模型（纯粹基于新涨价和翘尾因素的历史表现，具体预测值误差会比较大，但总体来看，节奏大概率不会有偏差，PPI同），全年CPI节奏如下：春节错位和去年高基数，2月份CPI将继续回落（预计1.5-1.6%），之后3月至6月可能连续走高（不会突破3%甚至3.5%），下半年整体回落（需要警惕猪瘟导致猪价大涨，进而抑平CPI回落幅度）。

图表7: 2019年CPI预测: 2月、10月均可能是全年低点



资料来源: Wind, 国盛证券研究所测算; 注: 预测模型纯粹基于新涨价和翘尾因素的历史表现, 具体预测值误差会比较大, 但节奏总体不会有偏差。

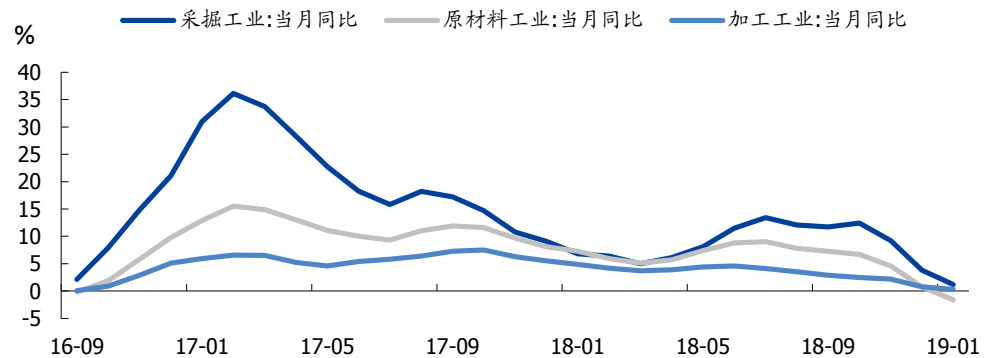
PPI 已进入“通缩”区间，严重通缩的概率较小

今年1月PPI环比下降0.6%，降幅较上月收窄0.4个百分点；PPI同比上涨0.1%，创近28个月新低，其中翘尾影响约为0.5个百分点，新涨价影响约为-0.4个百分点。

供给侧行业价格走低拖累 PPI，原材料工业价格同比已跌入负区间

1 月份 PPI 原材料工业当月同比为-1.6%，自 2016 年 9 月以后，时隔 28 个月再度落入负区间。采掘工业、加工工业 1 月同比分别为 1.2%和 0.3%，各自连续第 3 个月、第 7 个月下滑。分行业来看，石油天然气开采、石油加工、黑色金属、化学制品业领跌，同比分别为-5.0%、-1.6%、-2.9%和-2.0%。去年 10 月以来国际原油价格趋势下行、国内工业终端需求走弱、“去产能”临近尾声、环保限产边际放松均对国内工业品价格产生负面影响。

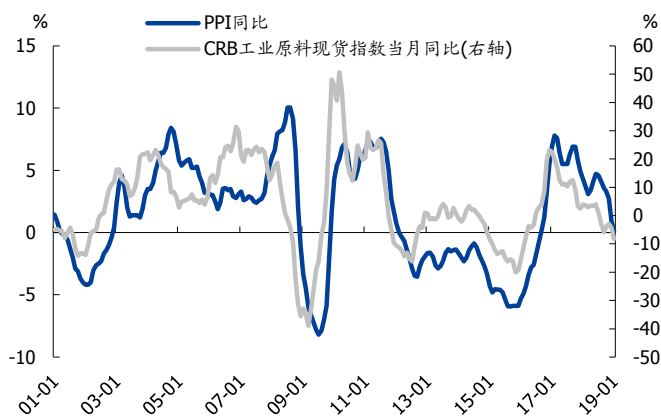
图表 8: 1 月份 PPI 原材料工业同比已跌入负区间



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

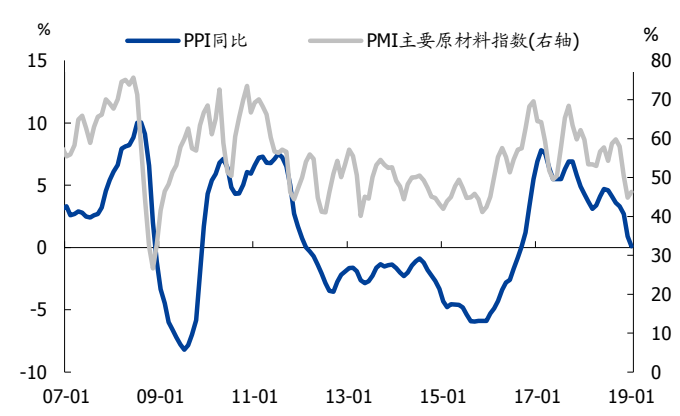
在前期报告中我们已指出，由于 PPI 和工业企业盈利高度正相关，也和经济景气度、制造业投资等指标高度正相关，应密切关注 PPI 走势。展望 2019 年工业品价格走势，我们再次强调跟踪 PPI 走势的四条线索。一是跟踪内外需变动情况，尤其后续我国扩基建的相关举措；二是跟踪 PPI 的领先指标，比如 CRB 工业原料指数严格领先 PPI 走势 1 至 3 个月，截至 2019 年 1 月 CRB 工业原料指数当月同比增速已经连续 6 个月为负(此前连续 25 个为正)；三是跟踪油价走势，我们预计，在全球经济共振向下的背景下，2019 年油价中枢大概率下行；四是跟踪我国环保限产力度，随着冬季采暖季即将结束，环保限产力度大概率进一步边际放松。

图表 9: 2018 年 8 月以来，CRB 工业原料指数已经连续 6 个月为负



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 10: PMI 主要原材料指数仍处于下行通道



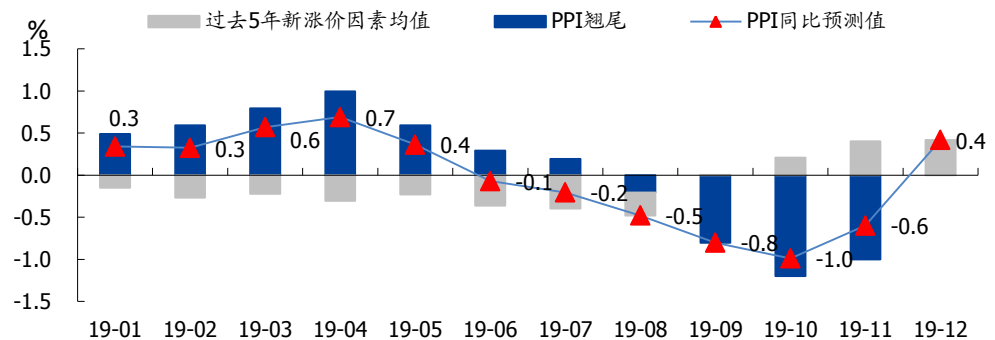
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

高基数效应将致使年内 PPI 同比转负，严重通缩的局面较难出现

今年 8-11 月，去年 PPI 价格变动的翘尾影响分别为-0.2%、-0.8%、-1.2%和-1.0%，因

此，只要今年 PPI 新涨价因素低于 1.2%，年内 PPI 同比一定会转负，出现统计数据层面的“工业品通缩”。

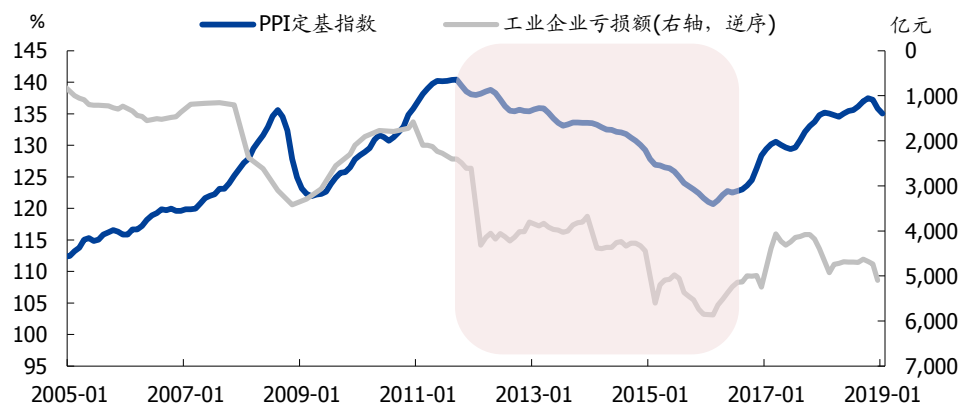
图表 11: 2019 年 PPI 预测: 6 月以后, 大概率跌入负区间



资料来源: Wind, 国盛证券研究所测算; 注: 预测模型纯粹基于新涨价和翘尾因素的历史表现, 具体预测值误差会比较大, 但节奏总体不会有偏差。

然而，统计数据层面的“工业品通缩”不同于 2012-2015 年国内经历的工业通缩，核心区别在于对企业盈利的影响：高基数效应下的“工业品通缩”并不意味着工业品价格的大幅下跌，因此对企业盈利的影响较为有限；2012-2015 年 PPI 同比持续 54 个月为负，工业企业利润率同步下降，企业亏损额持续扩大。展望 2019 年，我们倾向于认为，从统计数据层面来看，PPI 同比大概率会进入负区间，但发生严重工业通缩的可能性较小，主要原因有三：

图表 12: 2012-2015 年工业企业亏损额持续走高



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 13: 2012-2015 年工业企业利润率持续走低

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_14219



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn