

证券研究报告

## 环增同降物价持续低位，疲态依旧价格难以回升

### 报告摘要:

#### 事件:

2019年2月15日，国家统计局公布2019年1月份CPI和PPI相关数据：（1）1月CPI同比增长1.7%，预期1.9%，前值1.9%，低于前值。（2）1月PPI同比增长0.1%，预期0.9%，前值0.3%，低于前值。

#### 点评:

**CPI：环增同降 CPI 低位，食品项起下行作用。**统计局公布的CPI数据显示：1月CPI同比1.7%，低于12月1.9%（我们预测值为1.7%，与我们预测一致），环比收于0.5%，较12月有所回升。具体来看：从同比角度看：食品项同比为1.9%，较12月下行0.6个百分点。非食品项同比为1.70%，与12月保持一致，食品项系主要下行分项。环比角度上：1月CPI环比0.50%，从大分类上来看，食品项的环比收于1.60%，高于12月环比增速0.5个百分点。非食品项环比收于0.2%，增速较12月扩大0.4个百分点。CPI呈现环增同降的状态，食品项为CPI下行的主要驱动力。

**PPI：环增同降 PPI 下行，短期回暖长期低位。**1月PPI同比收于0.1%（我们预测0.2%，相差不大），较12月大降下行0.8个百分点，连续两个月下行。1月PPI环比收于-0.6%，较12月有所回升，但依然为负向变动。1月PPI的环增同降与我们的预期相符：第一、早先公布的12月PMI两大价格指标环比均有所回升，因此我们预判PPI环比将有所回升，但受基数效应影响，PPI环比仍将处于负向低位，同比增速将回升。第二、从分项数据来看，受需求疲敝影响，化工、黑色金属、原油等行业增速持续下行。第三、18年1月PPI水平较高，高基数影响之下PPI也同样将下行。从分项来看，下游需求依旧疲弱价格持续低位，上游原材料价格有所回升。往后看：国际原油价格有所回升，有助于PPI的环比反正，同比也将趋于稳定。但长期来看，内外需求依旧疲敝，能源大宗行情相对低迷，PPI长期回暖的动力相对不足。

**整体而言，1月的物价指数变动与我们的预期基本相符。**展望后期：预计CPI短期难以明显回升，如我们年度报告中所提及的：目前内外需求压力依旧较大，在经济低迷状况之下CPI难有大幅回升的趋势。而PPI方面：短期内PPI受原油价格回升及春节错位因素影响将有短暂的回升，但相对而言在目前需求依旧疲敝、大宗价格持续低迷的态势下，预计PPI仍将处于相对低位。

### 历史收益率曲线



收益率 (%)	10Y	1Y
国债	3.3234	2.5197

### 相关数据

品种		2019/2/15
国债	1Y	2.5197
	3Y	2.8138
	5Y	3.0952
	7Y	3.3017
	10Y	3.3234

### 相关报告

《东北证券12月物价指数点评及债市分析：物价指数双双下行，价格低位难助经济》

2019-1-11

《东北证券11月物价指数点评及债市分析：猪油下行CPI回落，需求疲弱PPI受压》

2018-12-10

### 证券分析师：李勇

执业证书编号：S0550517090001

### 证券分析师：刘辰涵

执业证书编号：S0550517100001  
010-58034582 liuchenhan@nesc.cn

### 研究助理：付昊

执业证书编号：S0550118020005  
010-58034578 fuhao@nesc.cn

### 研究助理：邹坤

执业证书编号：S0550118010025  
010-58034586 zoukun@nesc.cn

## 事件:

2019年2月15日,国家统计局公布2019年1月份CPI和PPI相关数据:(1)1月CPI同比增长1.7%,预期1.9%,前值1.9%,低于前值。(2)1月PPI同比增长0.1%,预期0.9%,前值0.3%,低于前值。

## 对此,我们点评如下:

### 1. 环增同降CPI低位,食品项起下行作用

CPI:食品拖累整体,猪肉系较大因素。统计局公布的CPI数据显示:1月CPI同比1.7%,低于12月0.2%(我们预测值为1.9%,与我们预测一致),环比上涨0.5%,较12月有所回升。

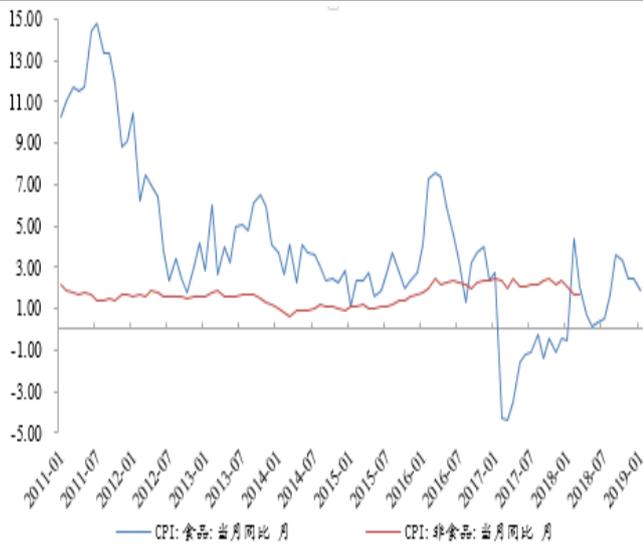
具体来看:从同比角度看:食品项同比为1.9%,较12月下行0.6个百分点,猪肉同比-3.2%。非食品项同比为1.7%,与12月持平。

环比角度上:1月CPI环比0.5%,从大分类上来看,食品项的环比1.6%,高于12月环比增速,猪肉环比-1.0%。非食品项环比上涨0.2%,较12月出现涨幅。因此综合环比变动来看:

从同比角度来看,统计局公布CPI食品以及非食品的同比以及各自对CPI同比变动的贡献。与12月相比,1月CPI同比较12月下行了0.2个百分点,主要系食品项下行所引致。在各分项中:猪肉价格下降3.2%,降幅比上月扩大1.7个百分点,为食品项下行的主力。非食品项中,受成品油调价影响,价格汽油和柴油价格分别下降6.2%和6.5%,由此引致交通分项以及燃料价格的下降。

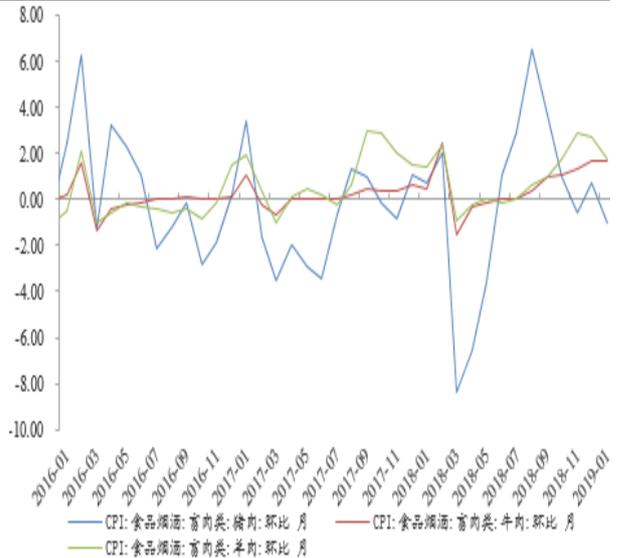
从环比来看,根据我们的模型测算:1月食品项中猪肉对CPI呈现负向影响,预计影响CPI-0.03个百分点(与统计局公布数据相一致),主要系部分地区生猪解禁所致。而其他分项中受天气寒冷影响,大部分分项对CPI呈正向影响。具体来说:鲜菜、鲜果价格回升,根据模型测算分别拉动1月CPI环比0.23和0.04个百分点。非食品项中:受成品油调价影响,1月价格下调,交通工具燃料分项下行达0.25个百分点(统计局公布:汽油和柴油价格分别下降3.7%和4.0%)。同时受假期因素的影响,旅游分项为非食品项分项中涨幅最大的分项,涨幅达5.50%,约拉动CPI0.14个百分点(统计局公布显示:寒假和春运期间出行需求增多,飞机票、旅行社收费和长途汽车票价格分别上涨15.9%、6.4%和2.8%,合计影响CPI上涨约0.15个百分点,与我们的模型相一致)。

图 1: 食品项与非食品项同比比较 (单位: %)



数据来源: 东北证券, Wind

图 2: 猪肉环比上行 (单位: %)



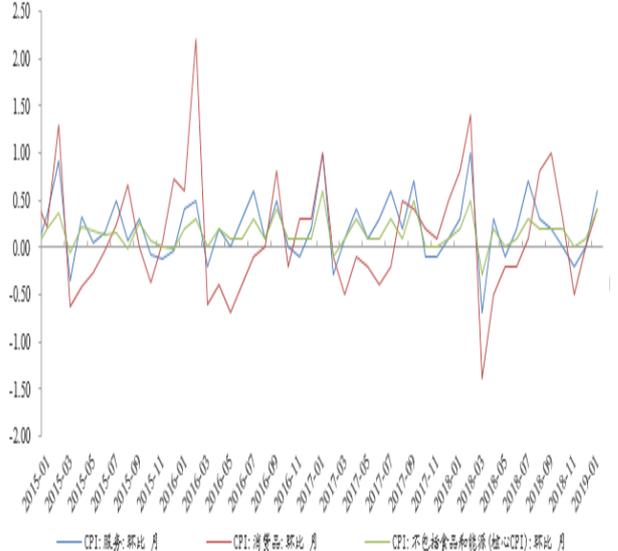
数据来源: 东北证券, Wind

图 3: 非食品价格各月环比涨幅年度对比 (单位: %)



数据来源: 东北证券, Wind

图 4: 核心 CPI 消费品、服务环比变动 (单位: %)



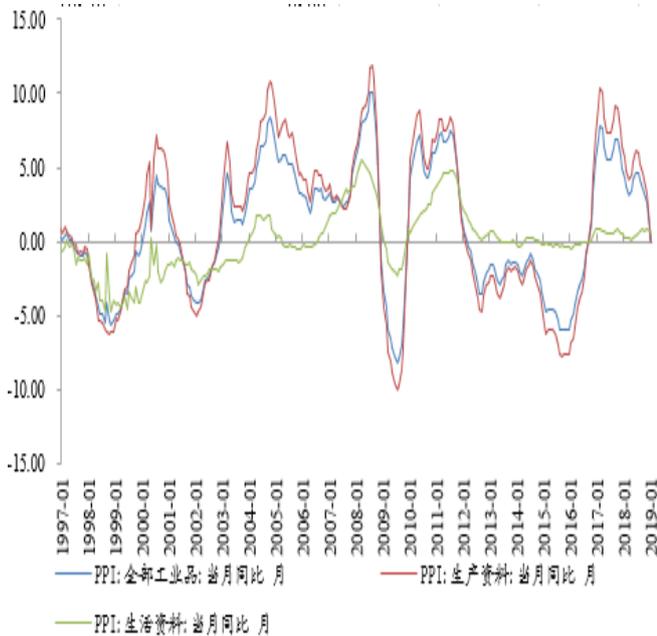
数据来源: 东北证券, Wind

## 2. 环增同降 PPI 下行, 油价回升

1 月 PPI 同比收于 0.1% (我们预测 0.2%, 相差不大), 较 12 月大降下行 0.8 个百分点, 连续两个月下行。1 月 PPI 环比收于 -0.6%, 较 12 月有所回升, 但依然为负向变动。1 月 PPI 的环增同降与我们的预期相符: 第一、早先公布的 12 月 PMI 两大价格指数环比均有所回升, 因此我们预判 PPI 环比将有所回升, 但受基数效应影响, PPI 环比仍将处于负向低位, 同比增速将回升。第二、从分项数据来看, 受需求疲敝影响, 化工、黑色金属、原油等行业增速持续下行。第三、18 年 1 月 PPI 水平较高, 高基数影响之下 PPI 也同样将下行。从分项来看, 下游需求依旧疲弱, 上游原材料价格有所回升。往后看: 国际原油价格有所回升, 有助于 PPI 的环比反

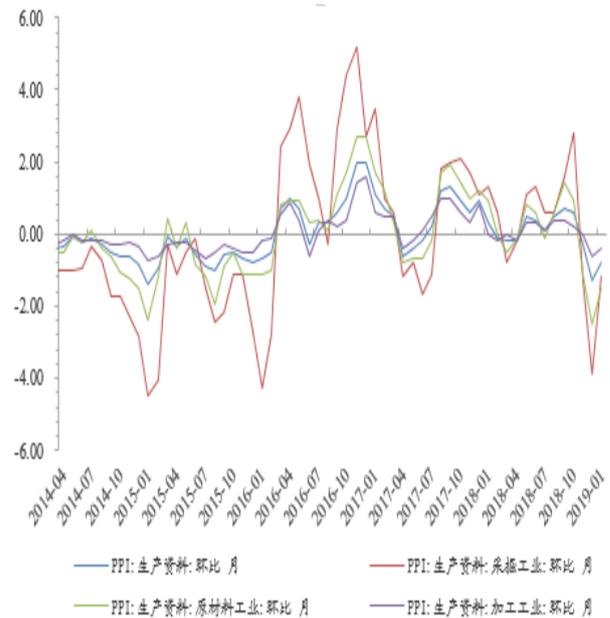
正，同比也将趋于稳定。

图 5: PPI、PPI 生产资料、生活资料同比



数据来源: 东北证券, Wind

图 6: PPI 生产资料分项环比



数据来源: 东北证券, Wind

### 3. 物价双低符合预期，疲敝依旧低位波动

整体而言，1 月的物价指数变动与我们的预期基本相符。展望后期：预计 CPI 短期难以明显回升，如我们年度报告中所提及的：目前内外需求压力依旧较大，在经济低迷状况之下 CPI 难有大幅回升的趋势。而 PPI 方面：短期内 PPI 受原油价格回升及春节错位因素影响将有短暂的回升，但相对而言在目前需求依旧疲敝、大宗价格持续低迷的态势下，预计 PPI 仍将维持低位波动的状态。

表 1: CPI 以及 PPI 各项环比及二者翘尾效应汇总

环比	2018年												2019年	变动
	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	1月	
CPI:环比	0.60	1.20	-1.10	-0.20	-0.20	-0.10	0.30	0.70	0.70	0.20	-0.30	0.00	0.50	升
CPI:食品	2.20	4.40	-4.20	-1.90	-1.30	-0.80	0.10	2.40	2.40	-0.30	-1.20	1.10	1.60	升
CPI:猪肉	0.70	2.00	-8.40	-6.60	-3.60	1.10	2.90	6.50	3.70	1.00	-0.60	0.70	-1.0	降
CPI:鲜菜	9.50	18.10	-14.80	-5.50	-4.60	-1.80	1.70	9.00	9.80	-3.50	-12.30	3.70	9.10	升
CPI:鲜果	5.70	6.40	-2.40	-1.20	-2.70	-6.70	-3.70	0.80	6.40	1.90	3.70	1.90	2.30	升
CPI:非食品	0.20	0.50	-0.40	0.20	0.10	0.10	0.30	0.20	0.30	0.30	-0.10	-0.20	0.2	升
CPI:衣着	-0.30	-0.60	0.60	0.20	0.20	-0.20	-0.40	-0.1	0.70	0.80	0.50	0.10	-0.30	降
CPI:交通和通信	0.40	0.90	-1.50	0.60	0.40	0.30	0.30	0.00	0.30	0.60	-1.00	-1.90	0.00	升
CPI:医疗保健	0.20	0.10	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20	0.40	0.20	0.20	0.20	0.10	0.40	升
CPI同比:翘尾因素	0.81	0.97	1.30	1.23	1.34	1.49	1.39	0.97	0.42	0.30	0.30	0.00	1.40	升
PPI 环比	0.30	-0.10	-0.20	-0.20	0.40	0.30	0.10	0.40	0.60	0.40	-0.20	-1.00	-0.60	降
PPI:生产资料	0.30	-0.10	-0.20	-0.20	0.50	0.40	0.10	0.50	0.70	0.60	3.30	-1.30	-0.80	升

PPI:生活资料	0.10	0.00	-0.20	-0.10	0.00	0.00	0.20	0.30	0.10	0.00	0.20	0.00	0.00	—
PPI 同比翘尾因素	4.16	3.54	3.23	3.65	3.96	4.10	3.96	3.03	2.01	0.50	0.80	0.00	1.40	升

数

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\\_14223](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_14223)

