

## 通胀中枢下移，这意味着什么？

### 摘要

1月数据显示通胀低于预期，延续了过去几个月持续下行态势。结合终端消费需求疲弱，猪肉继续下行，在油价低位平稳环境下，通胀中枢将出现下行。我们预计CPI中枢水平将从2018年的2.1%下降至2019年1.5%附近，而PPI也将在未来几个月步入通缩区间。

通胀中枢水平下移增加了货币政策宽松空间和必要性，我们认为央行将继续通过疏通货币政策传导渠道和降低公开市场操作利率的方法实施宽松政策，而调降存贷款基准利率可能性有限。

CPI中枢下移将拉低国债利率中枢水平，我们估算结果显示由于CPI中枢下行，10年期国债利率中枢水平将在2019年下降9.4bps。而PPI下滑将抑制工业企业盈利增速，进而对相应的资产价格形成抑制。

风险提示：经济下行超预期。

### 西南证券研究发展中心

分析师：杨业伟  
执业证号：S1250517050001  
电话：010-57631229  
邮箱：yyw@swsc.com.cn  
联系人：张伟  
电话：010-57758579  
邮箱：zhwhg@swsc.com.cn

### 相关研究

1. 春节因素扰动下外贸形势假改善 (2019-02-14)
2. 当前实体经济融资的五大特点——2019年1季度银行信贷经理调研 (2019-02-13)
3. 社融增速将触底回升，经济下行速度或低于预期——月度经济预测 (2019-02-11)
4. 春节国内外经济与资本市场状况述评 (2019-02-10)
5. 需求走弱价格下行，企业盈利持续恶化 (2019-01-28)
6. 政策努力疏通传导渠道，债市延续震荡态势 (2019-01-27)
7. 对央票互换工具的几点理解与看法 (2019-01-25)
8. 从预算与实际赤字差看财政空间 (2019-01-24)
9. 短期与长期的“灰犀牛” (2019-01-22)
10. 稳增长政策继续结构性发力 (2019-01-20)

## 1 通胀中枢将下移

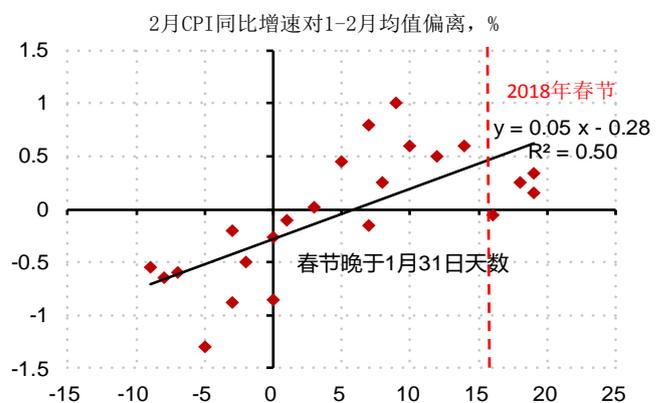
**通胀低于预期。**1月统计局公布通胀数据低于预期，当月CPI同比增长1.7%，增速较上月下降0.2个百分点，低于我们与市场的预期（图1、表1）。虽然今年春节较去年更为接近1月，但从历史经验上看，今年春节位置对1月和2月CPI影响相同，因而对1月CPI影响有限（图1），通胀走弱消费品价格的真实走弱。其中食品价格是CPI下行主要原因，1月CPI食品价格环比涨幅低于去年同期，主要受猪肉、鲜果等食品价格涨幅偏低影响。今年1月猪肉、鲜果环比涨幅为-1.0%和2.3%，低于去年同期0.7%和5.9%的水平，带动CPI食品分项环比较去年同期下降0.6个百分点至1.6%。核心通胀较上月小幅回升0.1个百分点至1.9%。而1月PPI同比增长0.1%，增速较上月下降0.8个百分点，逼近通缩区间。

图1：CPI与PPI增速均有所下滑



数据来源：wind、西南证券整理

图2：春节因素对1月CPI影响可以忽略

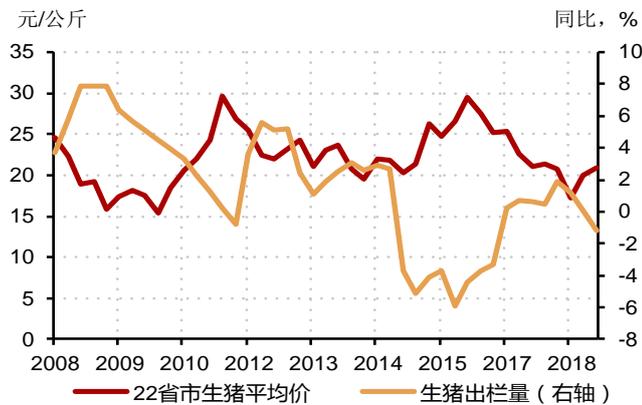


数据来源：wind、西南证券整理

**猪肉价格继续疲弱，猪周期开启尚需等待。**去年3季度猪肉价格上涨行情未能延续，4季度开始猪肉价格再度走弱，并延续至今。22个省市猪肉平均价格从22元/公斤下滑至2月初的18.5元/公斤，即使春节来临，也未能改变猪肉价格持续下滑态势。虽然猪肉价格下跌导致养猪业深度去产能，生猪存栏和能繁母猪持续下行，但考虑到能繁母猪和生猪存栏从2013年以来趋势性下行，因而当前继续下行并不是未来猪肉价格下跌的充分条件。更为直接和有效的供给指标是生猪出栏量，生猪出栏同比增速从18年1季度的1.9%下降至18年4季度的-1.2%。但考虑到生猪出栏量与猪肉价格一致的反向关系，猪肉价格再度下降意味着未来生猪出栏量可能再度上升（图3），短期供给压力或较为有限。而从需求层面看，由于就业市场持续疲弱，外出农民工速度放缓，同比增速从17年1季度的2.7%持续下滑至18年4季度的0.5%，因而猪肉需求也在持续走弱（图4）。供需结构决定短期内猪肉价格或难以摆脱弱势，猪周期开启尚需等待。

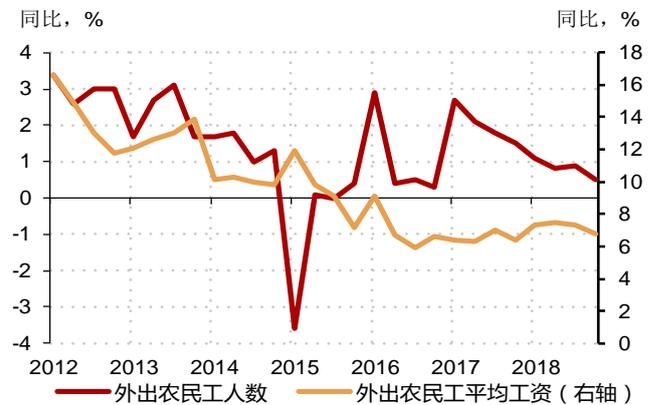
**居民消费需求走弱决定消费品价格延续弱势。**CPI走弱最根本的原因是随着就业市场走弱，居民收入增速不断下滑，带动消费需求走弱。对消费就业市场最为敏感的农民工人数持续下滑，外出农民工同比增速在去年4季度下降至0.5%水平。就业疲弱带动居民收入下滑，居民实际可支配收入2018年增速为6.5%，而居民实际人均消费支出同比增速仅为6.2%，均低于GDP增速。收入放缓决定了终端消费需求走弱，进而奠定了消费品价格的弱势格局。

图 3: 猪肉价格再度下跌可能加快生猪出栏, 增加猪肉供给



数据来源: wind、西南证券整理

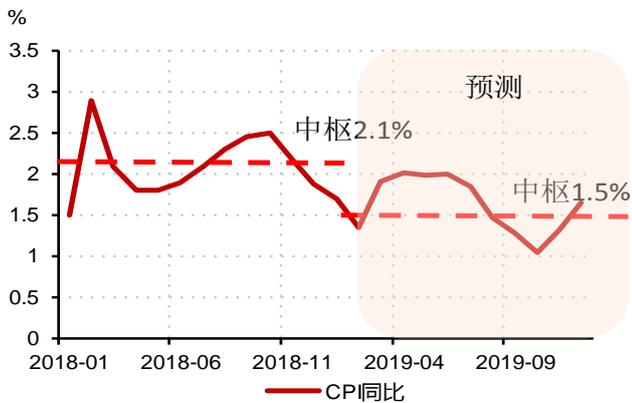
图 4: 就业市场偏弱, 居民收入放缓抑制消费



数据来源: wind、西南证券整理

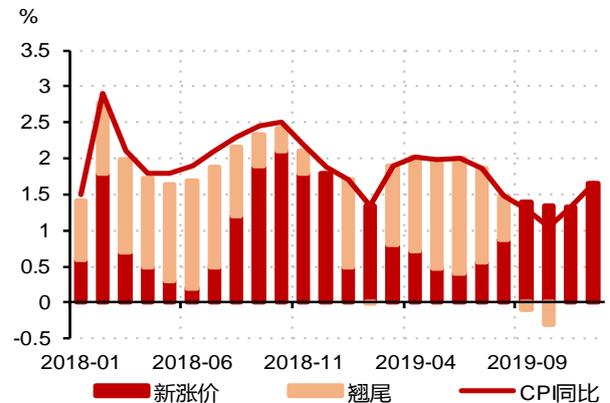
通胀中枢将从 2018 年的 2.1% 左右下移至 2019 年的 1.5% 左右。近期消费品价格持续放缓显示通胀中枢下行已经形成。由于短期难以看到猪肉价格反弹, 在石油价格上涨等输入型通胀没有发生的情况下, 我们将看到通胀中枢在 2019 年下移。虽然基数因素将推动 CPI 在 2 季度有所反弹, 但从目前情况看, 2 季度 CPI 高点可能在 2% 左右, 3 季度 CPI 将再度回落, 全年通胀中枢将下行至 1.5% 左右, 因此我们也调低此前对 2019 年全年 CPI 的预测值至 1.6%。

图 5: 通胀中枢将下移



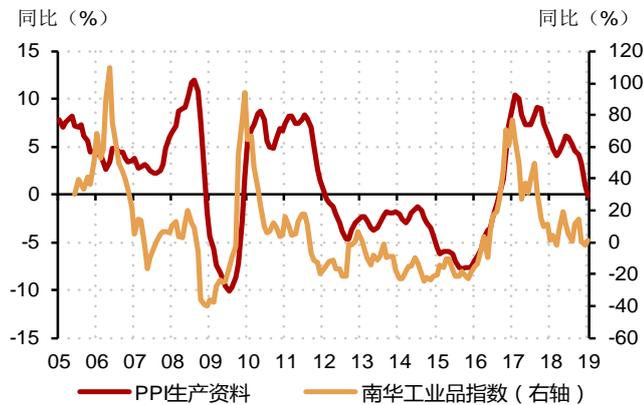
数据来源: wind、西南证券整理

图 6: 2019 年通胀预期



数据来源: wind、西南证券整理

工业品价格延续弱势, 即将步入通缩区间。1 月 PPI 环比继续下跌, 环比下跌 0.8%, 跌幅较上月收窄 0.5 个百分点。能源品价格下跌是 PPI 下跌的主要原因。1 月石油与天然气开采业、石油煤炭及其他燃料加工业环比分别下降 6.1% 和 4.5%。随着工业品价格环比继续下挫, 未来几个月工业品价格将进入同比下跌区间。考虑到去年 2 月至 4 月 PPI 环比基数较低, PPI 同比下滑速度将放缓。

**图 7: PPI 与南华工业品指数**


数据来源: wind、西南证券整理

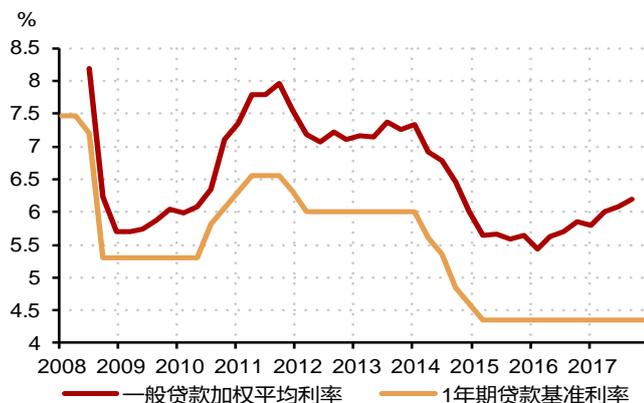
**图 8: 低基数或在未来几个月减缓 PPI 下行速度**


数据来源: wind、西南证券整理

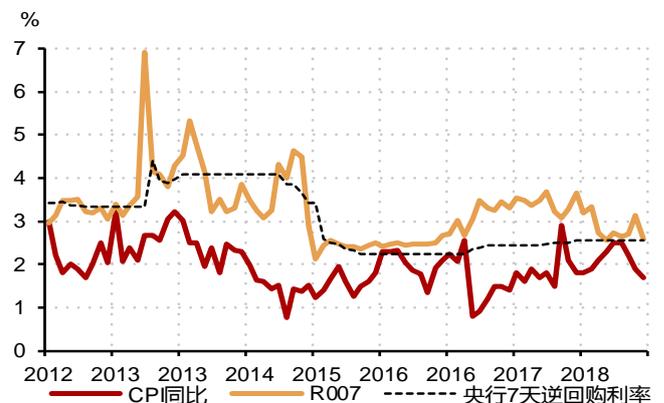
## 2 通胀中枢意味着什么

通胀中枢下移意味着货币政策宽松空间加大。通胀压力加强拓宽了货币宽松的空间，提升了对未来货币政策宽松的预期。从保持实际利率稳定的角度来看，通胀中枢下行意味着需要名义利率随之下降，否则实际利率将上行。未来实体经济融资利率有望持续下行。

但我们认为央行降息可能性不大，调降实体经济融资利率将通过疏通货币政策传导渠道进行。我们认为央行再度调降存贷款基准利率来推动实体融资利率下行的可能性不大。这一方面是因为目前存贷款实际利率和基准利率差别较大(图 9)，新增贷款利率已经很大程度上市场化，特别是对企业贷款，因而调降基准利率对降低新增贷款利率影响有限；另一方面，央行利率改革思路为“两轨并一轨”，即不再使用作为行政化利率的存贷款基准利率。而通胀下行情况下央行很有可能再度调降公开市场操作利率，通过这种方式引导市场利率下行。更为重要的是，央行将着力疏通货币政策传导渠道，增加对实体经济信用投放，通过增加信用供给来降低实体融资利率。

**图 9: 实际贷款利率已经显著偏离基准利率**


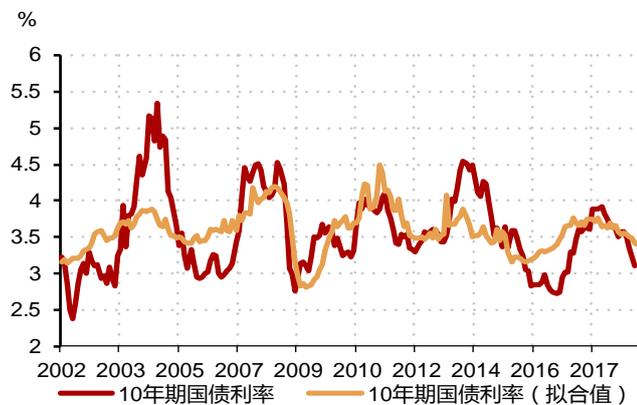
数据来源: wind、西南证券整理

**图 10: 央行公开市场操作利率存在下调可能**


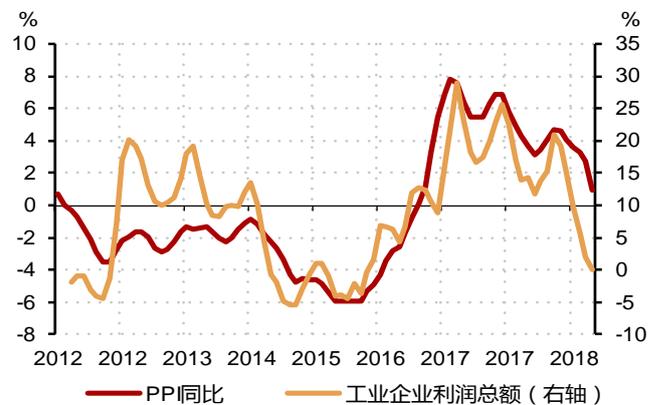
数据来源: wind、西南证券整理

**通胀中枢下移，意味着利率债利率中枢的下移。**经验数据显示，CPI同比增速是与利率债利率水平最为相关的经济变量。我们用CPI同比、工业增加值同比、R007月均值和月波动率构建的10年期国债利率拟合模型显示，CPI同比增速下滑1个百分点将带动10年期国债利率中枢下降15.7bps，利率中枢从2018年的2.1%下降到2019年的1.5%意味着10年期国债利率将下降9.4bps。

**工业品价格下跌将带动企业盈利持续下滑，对周期行业权益资产产生抑制。**PPI下降意味着工业企业盈利将随之下滑，特别是价格下行比较明显上游行业，将面临更为明显的压力。随着需求持续放缓，工业品价格将延续弱势，因而上游行业盈利下行压力将持续。这将对周期行业权益资产表现产生持续抑制。

**图 11：实际贷款利率已经显著偏离基准利率**


数据来源：wind、西南证券整理

**图 12：央行公开市场操作利率存在下调可能**


数据来源：wind、西南证券整理

**表 1：我国宏观经济指标预测**

|            |      | 2017-12 2018-1 2018-2 2018-3 2018-4 2018-5 2018-6 2018-7 2018-8 2018-9 2018-10 2018-11 2018-12 |         |         |       |       |       |       |       |       |       |      |       | 西南预测  |       | 市场预测  |     |
|------------|------|--|---------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------|-------|-------|-------|-------|-----|
|            |      | 2019-1   | 2019-1F | 2019-1F |       |       |       |       |       |       |       |      |       |       |       |       |     |
| CPI        | 同比%  | 1.8  | 1.5     | 2.9     | 2.1   | 1.8   | 1.8   | 1.9   | 2.1   | 2.3   | 2.5   | 2.5  | 2.2   | 1.9   | 1.7   | 2.0   | 1.8 |
| PPI        | 同比%  | 4.9  | 4.3     | 3.7     | 3.1   | 3.4   | 4.1   | 4.7   | 4.6   | 4.1   | 3.6   | 3.3  | 2.7   | 0.9   | 0.1   | 0.2   | 0.2 |
| 工业增加值真实增速  | 同比%  | 6.2  |         | 7.2     | 6.0   | 7.0   | 6.8   | 6.0   | 6.0   | 6.1   | 5.8   | 5.9  | 5.4   | 5.7   |       | 5.5   |     |
| 固定资产投资名义增速 | 同比%  | 7.2  |         | 7.9     | 7.5   | 7.0   | 6.1   | 6.0   | 5.5   | 5.3   | 5.4   | 5.7  | 5.9   | 5.9   |       | 5.8   |     |
| 消费品零售名义增速  | 同比%  | 9.4  |         | 9.7     | 10.1  | 9.4   | 8.5   | 9.0   | 8.8   | 9.0   | 9.2   | 8.6  | 8.1   | 8.2   |       | 8.6   |     |
| 新增人民币贷款    | 亿人民币 | 5844   | 29000   | 8393    | 11200 | 11800 | 11500 | 18400 | 14500 | 12800 | 13800 | 6970 | 12500 | 10800 | 30500 | 29873 |     |
| M2增速       | 同比%  | 8.2  | 8.6     | 8.8     | 8.2   | 8.3   | 8.3   | 8.0   | 8.5   | 8.2   | 8.3   | 8.0  | 8.0   | 8.1   | 8.2   | 8.2   | 8.2 |

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\\_14232](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_14232)



云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>