

## 上游行业进入通缩

——2019年1月通胀数据点评

宏观点评

潘向东 (首席经济学家)

刘娟秀 (分析师)

陈韵阳 (联系人)

证书编号: S0280517100001

liujuanxiu@xsdzq.cn

chenyunyang@xsdzq.cn

证书编号: S0280517070002

证书编号: S0280118040020

### ● CPI与核心CPI同比增速走势分化

2019年1月CPI同比增速回落,主要受食品价格同比涨幅走弱的影响。1月食品价格上涨1.9%,涨幅比上月回落0.6个百分点,对CPI拉动率较上月下降0.1个百分点,根据统计局解读稿,如果保留两位小数,2019年1月CPI同比上涨1.74%,2018年12月CPI同比上涨1.86%,食品价格涨幅回落基本可以解释1月CPI同比增速下降。

食品项中,对CPI同比增速拖累较大的是猪肉和鲜果,两者对CPI拉动率分别较上月下降约0.04、0.06个百分点。节前猪肉需求释放不及预期,叠加养殖户赶在春节前加快出栏,市场供过于求,猪肉价格涨幅弱于季节性。鲜果价格涨幅也弱于季节性,可能是因为2019年1月气温相对较高且未大范围出现极端天气,鲜果供应充足。非食品项中,受成品油调价影响,汽油和柴油价格同比跌幅扩大,交通和通信价格同比降幅从0.7%扩大至1.3%,对CPI拉动率较上月降低约0.08个百分点。

剔除食品和能源的核心CPI同比增速从1.8%上升至1.9%,与CPI同比增速走势分化,事实上,核心CPI同比增速自2018年9月以来与CPI同比增速走势分化,体现出蔬菜(极端气候与自然灾害带来的供给冲击)、猪肉(猪瘟疫情)、油价(地缘政治)对CPI增速的扰动,而更能刻画通胀周期的核心CPI增速已经在温和上升。

### ● 上游行业进入通缩

2019年1月PPI环比降幅收敛至0.6%,但由于高基数影响,PPI同比增速继续下降至0.1%。PPI同比低位正增长,但生产资料中的原材料工业PPI同比增速已经自2016年10月以来首次转负(-1.6%)。同时,我们发现上游行业PPI同比增速已经转负,并低于中下游行业PPI同比增速。

从以上三个因素来看2019年PPI同比增速:其一,原油供需两弱,而地缘政治风险存在极大不确定性,但2018年1-9月油价中枢抬升,对2019年油价同比增速形成制约;其二,自2016年以来,上游行业价格对PPI增速的影响最大,随着供给侧改革从做减法到做加法以及环保限产不再一刀切,上游行业涨价效应趋弱,2019年1月上游行业已经进入通缩;其三,在2019年大部分时间里(除了2-4月),基数都远高出历史均值,压制PPI同比增速。因此,2019年PPI同比增速很可能大部分时间都在CPI同比增速下方运行,通缩风险渐行渐近,国有和民营企业利润增速可能形成新的剪刀差(民企>国企)。不过和上一轮通缩时期相比,经过市场自发去产能与行政去产能,产能过剩已经得到缓解,供给曲线变得陡峭。如果稳增长力度较大,通缩可能不会像以前那么严重。

### ● 风险提示:猪瘟疫情加速扩散;防范“债务-通缩”循环

### 相关报告

《宏观报告:渐行渐近的通缩风险——2018年通胀数据点评》

2019-1-10

《宏观报告:核心CPI与CPI增速走势分化,PPI同比增速或于年底企稳——2018年10月通胀数据点评》

2018-11-9

《宏观报告:食品价格环比强于季节性,核心CPI与CPI走势分化——2018年9月通胀数据点评》

2018-10-16

《宏观报告:PPI增速继续向CPI增速收敛,关注生活资料价格向非食品传导——2018年8月通胀数据点评》

2018-9-10

《宏观报告:建筑业需求回升与政策合力作用下,原材料价格增速或将受到支撑——2018年7月通胀数据点评》

2018-8-9

《宏观报告:猪肉拖累减弱,原油价格是影响下半年通胀的核心变量——2018H1通胀数据点评》

2018-7-10

《宏观报告:非食品价格上涨冲销食品价格回落影响——2018年5月通胀数据点评》

2018-6-9

《宏观报告:猪肉价格大幅回落拖累CPI走低——2018年4月通胀数据点评》

2018-05-10

《宏观报告:CPI下降源于食品价格超季节回落——3月及一季度通胀数据点评》

2018-04-11

## 目 录

|                            |   |
|----------------------------|---|
| 1、 CPI与核心CPI同比增速走势分化 ..... | 3 |
| 2、 上游行业进入通缩 .....          | 4 |

## 图表目录

|                                      |   |
|--------------------------------------|---|
| 图 1: 食品项对CPI拉动率下降 (%) .....          | 3 |
| 图 2: 猪肉价格下跌拖累CPI增速 (%) .....         | 4 |
| 图 3: CPI与核心CPI同比增速走势分化 (%) .....     | 4 |
| 图 4: PPI增速低于CPI增速 (%) .....          | 5 |
| 图 5: 上游行业进入通缩 .....                  | 5 |
| 图 6: 生产资料价格增速转负 (%) .....            | 5 |
| 图 7: 国企与民营企业利润增速可能将形成新的剪刀差 (%) ..... | 6 |

**事件：**

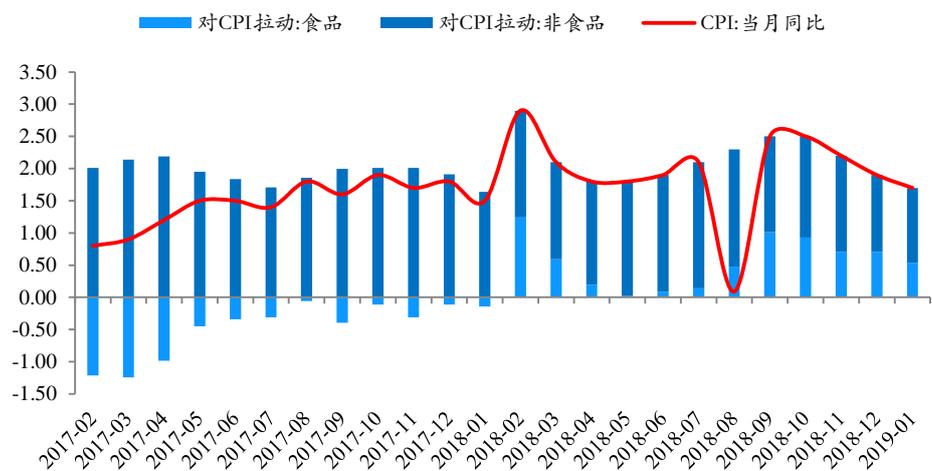
**2019年1月CPI同比上涨1.7%，前值1.9%；核心CPI同比上涨1.9%，前值1.8%；PPI同比上涨0.1%，前值0.9%。**

**1、CPI与核心CPI同比增速走势分化**

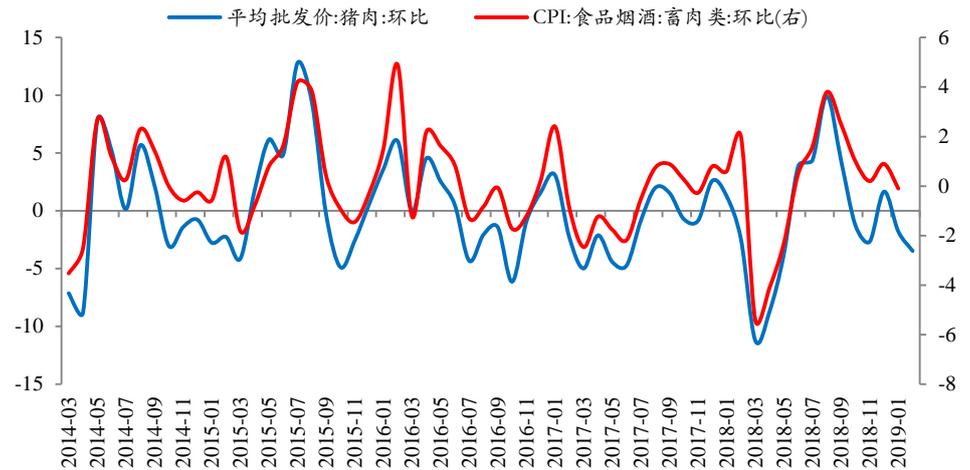
2019年1月CPI同比增速回落，主要受食品价格同比涨幅走弱的影响。1月食品价格同比上涨1.9%，涨幅比上月回落0.6个百分点，对CPI拉动率较上月下降0.1个百分点，根据统计局解读稿，如果保留两位小数，2019年1月CPI同比上涨1.74%，2018年12月CPI同比上涨1.86%，食品价格涨幅回落基本可以解释1月CPI同比增速下降。

食品项中，对CPI同比增速拖累较大的是猪肉和鲜果，两者对CPI拉动率分别较上月下降约0.04、0.06个百分点。节前猪肉需求释放不及预期，叠加养殖户赶在春节前加快出栏，市场供过于求，猪肉价格涨幅弱于季节性。鲜果价格涨幅也弱于季节性，可能是因为2019年1月气温相对较高且未大范围出现极端天气，鲜果供应充足。非食品项中，受成品油调价影响，汽油和柴油价格同比降幅扩大，交通和通信价格同比降幅从0.7%扩大至1.3%，对CPI拉动率较上月降低约0.08个百分点。

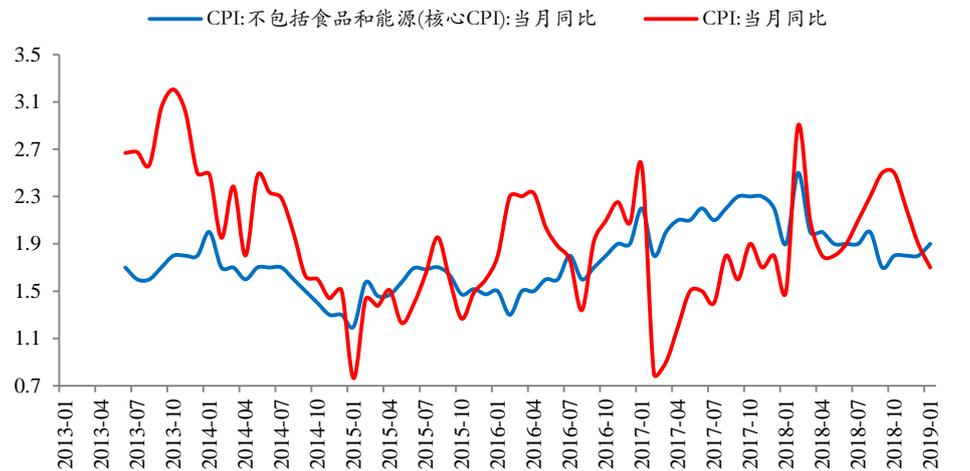
剔除食品和能源的核心CPI同比增速从1.8%上升至1.9%，与CPI同比增速走势分化，事实上，核心CPI同比增速自2018年9月以来与CPI同比增速走势分化，体现出蔬菜（极端气候与自然灾害带来的供给冲击）、猪肉（猪瘟疫情）、油价（地缘政治）对CPI增速的扰动，而更能刻画通胀周期的核心CPI增速已经在温和上升。核心CPI增速上升主要是服务项贡献，2019年1月服务价格涨幅回升的主要原因是节前服务需求增加，而核心PPI同比增速在2018年10月开始止跌回升，从细分项来看，主要由于衣着、教育文娱、其他用品和服务价格涨幅回升。衣着价格涨幅回升可能与前期PTA暴涨有关；从消费视角来解释服务价格上涨，2018年实物消费增速回落，但由于居民可支配收入中位数增速和人均可支配收入增速的缺口显著收敛，贫富差距扩大速度放缓，而高收入人群边际消费倾向低，中低收入人群边际消费倾向高，从而导致居民服务消费增速回升，消费价格回升。

**图1：食品项对CPI拉动率下降（%）**

资料来源：Wind，新时代证券研究所

**图2：猪肉价格下跌拖累 CPI 增速 (%)**

资料来源：Wind，新时代证券研究所

**图3：CPI 与核心 CPI 同比增速走势分化 (%)**

资料来源：Wind，新时代证券研究所

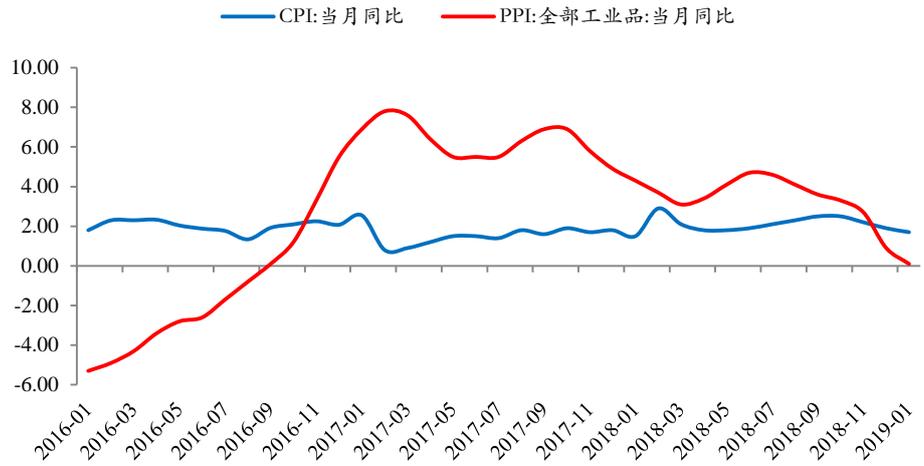
## 2、上游行业进入通缩

2019 年 1 月 PPI 环比降幅收敛至 0.6%，但由于高基数影响，PPI 同比增速继续下降至 0.1%。PPI 同比低位正增长，但生产资料中的原材料工业 PPI 同比增速已经自 2016 年 10 月以来首次转负 (-1.6%)。同时，我们发现上游行业 PPI 同比增速已经转负，并低于中下游行业 PPI 同比增速。

从以上三个因素来看 2019 年 PPI 同比增速：其一，原油供需两弱，而地缘政治风险存在极大不确定性，但 2018 年 1-9 月油价中枢抬升，对 2019 年油价同比增速形成制约；其二，自 2016 年以来，上游行业价格对 PPI 增速的影响最大，随着供给侧改革从做减法到做加法以及环保限产不再一刀切，上游行业涨价效应趋弱，2019 年 1 月上游行业已经进入通缩；其三，在 2019 年大部分时间里(除了 2-4 月)，基数都远高出历史均值，压制 PPI 同比增速。因此，2019 年 PPI 同比增速很可能大部分时间都在 CPI 同比增速下方运行，通缩风险渐行渐近，国有和民营企业利润增速可能形成新的剪刀差(民企>国企)。不过和上一轮通缩时期相比，经过市场自发去产能与行政去产能，产能过剩已经得到缓解，供给曲线变得陡峭。如果稳增长力

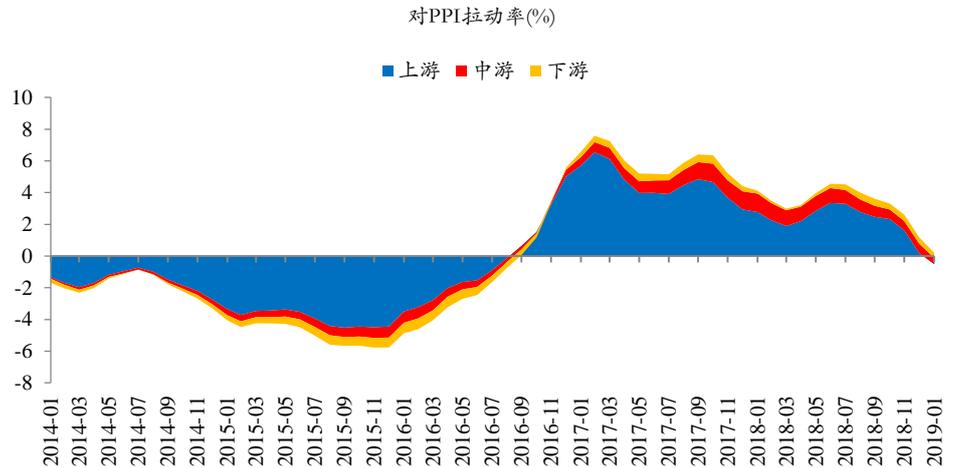
度较大，通缩可能不会像以前那么严重。

图4: PPI 增速低于 CPI 增速 (%)



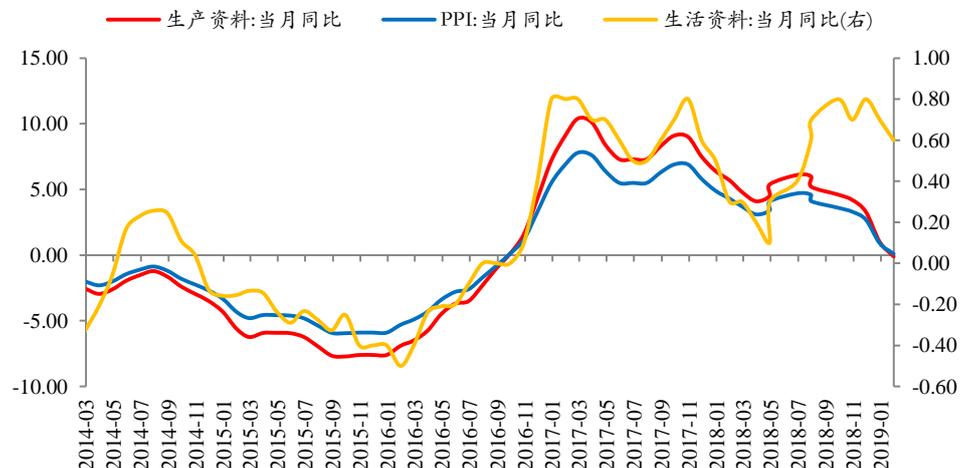
资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图5: 上游行业进入通缩



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图6: 生产资料价格增速转负 (%)



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图7： 国企与民营企业利润增速可能将形成新的剪刀差（%）



资料来源：Wind，新时代证券研究所

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\\_14243](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_14243)



云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>