

2019-06-11

宏观研究报告

2019 年 CPI 结构分析与走势预测

——太平洋证券宏观专题研究

宏观研究报告

证券分析师：杨晓

电话：010-88325259

E-MAIL: yangxiao@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190518090004

核心观点：

通胀影响所有资产价格，目前市场对通胀走势相对一致，但对其横向结构和纵向时间的预期却相对模糊。本文运用 3 种方法对我国通胀做全面的解析。

一，成分合成法，主要分析对 CPI 走势牵引最大的分项，通过各分项预测总体走势。食品项和交通运输项对 CPI 的影响最大。其中食品项对 CPI 的拉动力与 CPI 走势基本一致。食品项中，猪价和菜价对 CPI 影响最大，值得注意的是，2017 年后菜价相对于猪价来说，与食品项的同步性更强，影响力度更大。未来猪价会随着猪周期上扬而上扬，菜价或依然延续其季节性规律。根据测算，2019 年 CPI 整体呈上行趋势，9-10 月或为全年高点（2.9%左右），CPI 在 11-12 月或季节性下降。

二，环比均值法，运用 CPI 环比数据的季节性特征推测总体。CPI 呈现出明显的波动规律：1-2 月 CPI 环比增速较高，3 月大幅回落，4 月小幅上升，5 月环比下滑，6-9 月逐渐上升，10-11 月环比增速回落，12 月有所反弹。首先运用环比和同比的关系推测下月 CPI 数据，之后在本月基础上外推下月，可以得到 2019 年全年的 CPI 预测值。根据预测，今年 8-10 月 CPI 同比将会大概率上涨。

三，向量自回归模型，CPI 与猪肉、鲜菜、油价、M1 增速和 CPI 做五变量向量自回归模型来拟合与估计 CPI 同比走势。其中，油价用进口价格指数代替。根据模型，计算 CPI 下月数据，之后逐步外推。

值得注意的是，环比均值法和向量自回归模型参考历史数据程度较大，而随着历史参考性减弱，预测参考性下降。

从需求端来看，受到未来全球通胀下行以及国内经济增长放缓的影响，中国并不具备持续高通胀的基础。

综合以上三种方法，5 月 CPI 在 2.65%-2.7%左右，9-10 月为全年高点，11-12 月季节性下降。

风险提示：模型失效风险。

目录

一、成分合成法	4
(一)、CPI 最大牵引项：食品项和交通项	4
(二)、食品项：2017 年后菜价对食品项的影响超过猪价	7
1、2017 年后菜价影响超过猪价	7
2、未来猪周期崛起&菜价依然季节性波动	8
(三)、交通项：略滞后于油价	10
(四)、除食品项和交通项：拉动力相对稳定	11
(五)、预测 CPI：成分合成法	13
二、环比均值法	15
三、向量自回归模型	16
四、CPI 的基本面支撑	18
五、CPI 预测结论	19

图表目录

图 1 CPI 同比和食品烟酒项拉动同步性强.....	5
图 2 CPI 同比和交通项拉动相对同步.....	6
图 3 CPI 同比和衣着项等相关性不强.....	6
图 4 2017 年后 CPI 和猪肉拉动同步性减弱.....	7
图 5 2017 年后食品项拉动主要与菜价拉动同步.....	8
图 6 超长经济周期带来超长猪周期.....	9
图 7 猪周期已经开启.....	9
图 8 菜价季节性规律明显.....	10
图 9 交通项同比滞后油价同比.....	11
图 10 衣着、生活用品和其他用品三项拉动较小且稳定.....	12
图 11 居住、教育和医疗三项拉动较大且相对稳定.....	12
图 12 医疗较居住和教育拉动波动性大.....	13
图 13 2019 年 CPI 或在 9-10 月达到高位.....	14
图 14 2013-2019 年 CPI 月度环比数据.....	15
图 15 向量自回归模型 CPI 预测值与实际值比较.....	18
图 16 中国、美国和欧元区 CPI 走势对比.....	19
表 1: CPI 各分项的权重和拉动情况.....	5
表 2: 菜价 9-10 月同比增速较高.....	10
表 3: 2019 年 CPI 预测区间.....	14
表 4: 2019 年 CPI 同比预测值.....	16

通胀影响所有资产价格，目前市场对通胀走势相对一致，但对其横向结构和纵向时间的预期却相对模糊。本文运用3种方法对我国通胀做全面的解析。

第一，成分合成法，主要分析对CPI走势牵引最大的分项，通过各分项预测总体走势。食品项和交通运输项对CPI的影响最大。其中食品项对CPI的拉动力与CPI走势基本一致。食品项中，猪价和菜价对CPI影响最大，值得注意的是，2017年后菜价相对于猪价来说，与食品项的同步性更强，影响力度更大。未来猪价会随着猪周期上扬而上扬，菜价或依然延续其季节性规律。根据测算，2019年CPI整体呈上升趋势，9-10月或为全年高点（2.9%左右），CPI在11-12月或季节性下降。

第二，环比均值法，运用CPI环比数据的季节性特征推测总体。CPI呈现出明显的波动规律：1-2月为CPI环比增速较高，3月大幅回落，4月小幅上升，5月环比下滑，6-9月逐渐上升，10-11月环比增速回落，12月有所反弹。运用环比和同比的关系推测下月CPI数据，之后将在本月基础上外推下月，可以得到2019年全年的CPI预测值。根据预测，今年8-10月CPI同比将会大概率上涨。

第三，向量自回归模型，CPI与猪肉、鲜菜、油价、M1增速和CPI做五变量向量自回归模型来拟合与估计CPI同比走势。其中，油价用进口价格指数代替。根据模型，计算CPI下月数据，之后逐步外推。

综合三种方法，5月CPI或为2.65%-2.7%左右，9-10月或为全年高点，达到2.9%左右，11-12月或季节性下降。值得注意的是，由于环比均值法和向量自回归模型参考历史数据程度较大，而随着历史参考性减弱，预测参考性下降。因此，成分合成法相对其他方法可信度高。

此外，从需求角度来看，受到未来全球通胀下行以及国内经济增长放缓的影响，中国并不具备持续高通胀的基础。

一、成分合成法

（一）、CPI最大牵引项：食品项和交通项

从CPI结构来看，CPI主要由八大项组成，2016年统计局重新调整CPI权重，其中，食品烟酒（30%左右）和居住（22%左右）二者占比50%以上，其他权重项为

教育文化和娱乐（12.5%）、交通和通信（10.4%）、医疗保健（10.3%）。

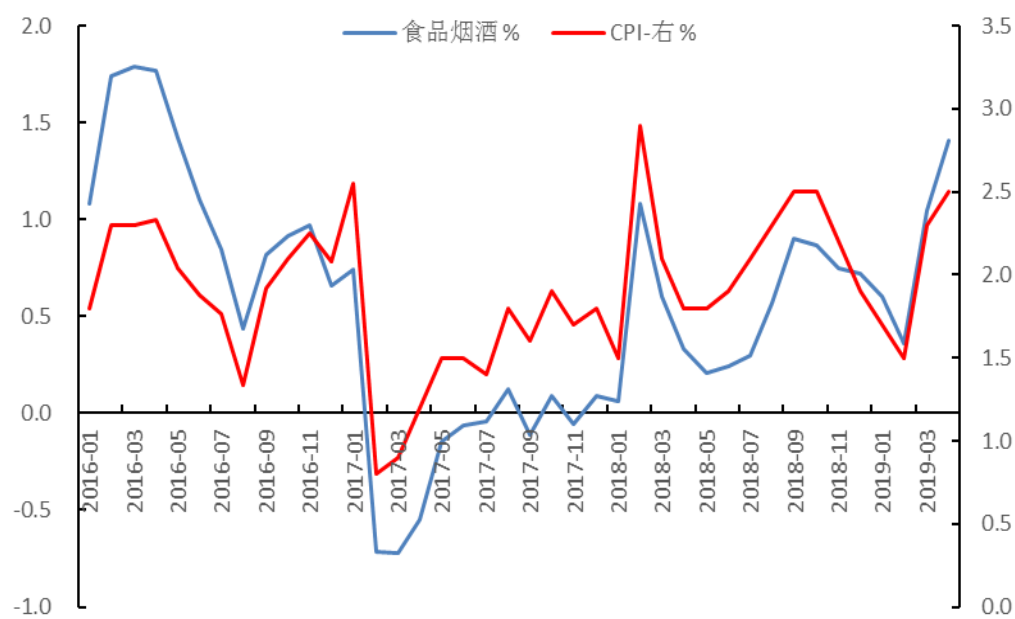
从 CPI 的拉动项来看，食品、居住、医疗、教育和交通是主要拉动项，其他拉动力较小。因居住、医疗和教育拉动力较为稳定，食品和交通项波动较大（如下表），所以 CPI 主要受到食品和交通项的牵引，二者走势与 CPI 走势基本同步。

表 1：CPI 各分项的权重和拉动情况

	食品烟酒	居住	教育文化和娱乐	交通和通信	医疗保健	衣着	生活用品及服务	其他用品和服务
权重占比%	30.0	22.0	12.5	10.4	10.3	6.7	5.0	3.0
拉动力%	22.4	25.6	13.8	2.3	25.1	4.8	2.6	3.4
拉动力方差	0.62	0.10	0.07	0.17	0.15	0.02	0.02	0.04

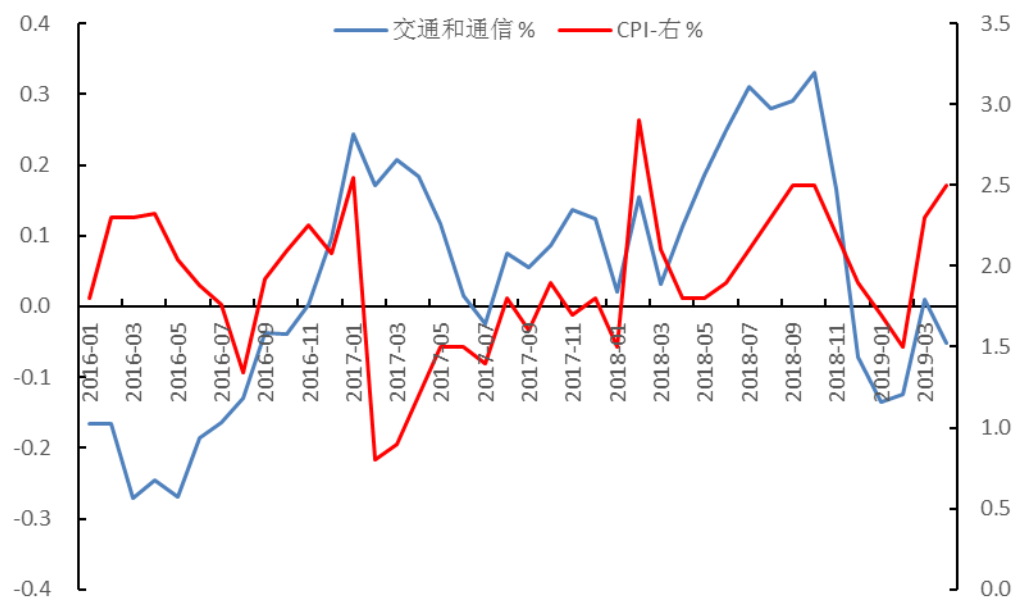
资料来源：太平洋证券研究院

图 1 CPI 同比和食品烟酒项拉动同步性强



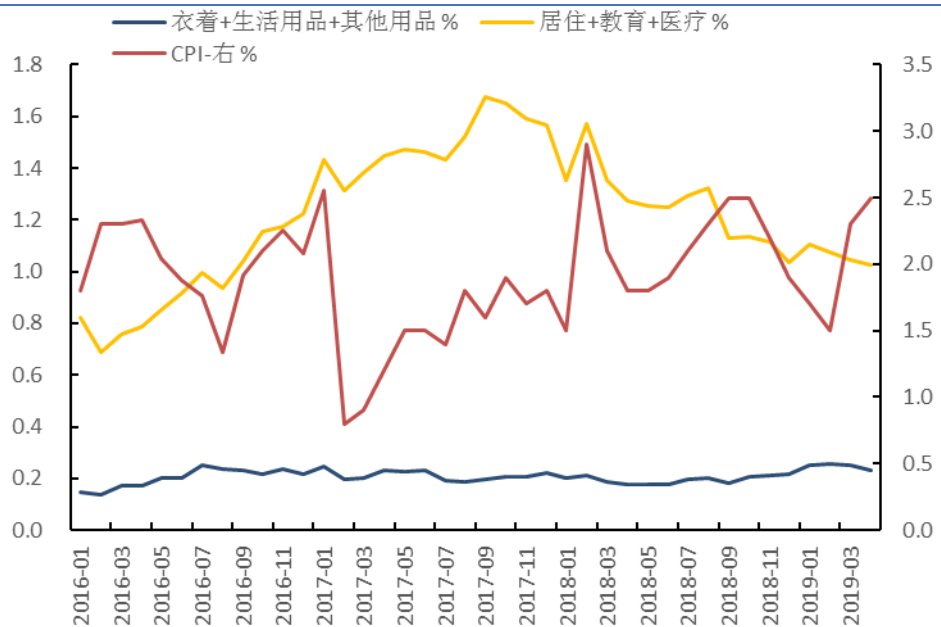
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图 2 CPI 同比和交通项拉动相对同步



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图 3 CPI 同比和衣着项等相关性不强



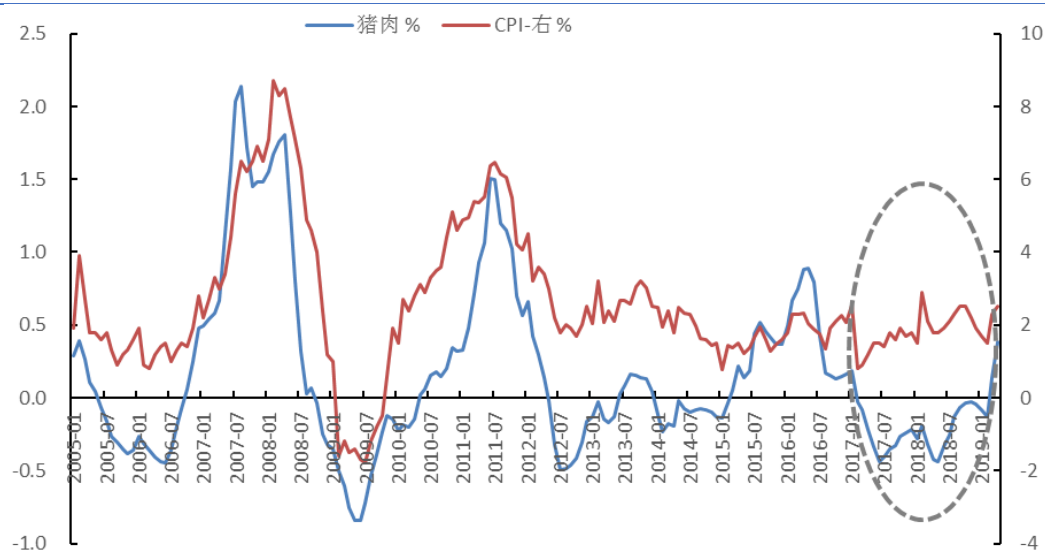
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

(二)、食品项：2017 年后菜价对食品项的影响超过猪价

1、2017 年后菜价影响超过猪价

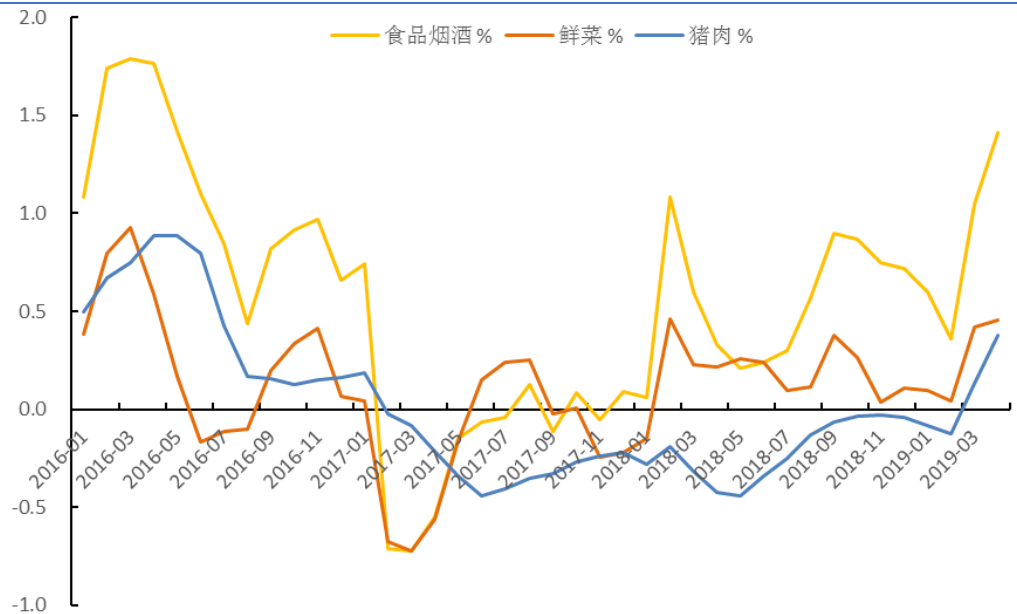
2013 年之前，猪价波动较大且与 CPI 相关性较强，2013-2016 年猪价波动幅度减小，对应 CPI 相对稳定。2017 年猪价大幅下行，但 CPI 并未出现大幅下行趋势，而是相对稳定，这背后主要受到菜价的影响。如下图，2017 年，后菜价相对于猪价来说，与食品项的同步性更强，影响力度更大。

图 4 2017 年后 CPI 和猪肉拉动同步性减弱



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图 5 2017 年后食品项拉动主要与菜价拉动同步



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

2、未来猪周期崛起&菜价依然季节性波动

经济周期影响猪周期而不是相反。猪价和 CPI 和经济周期的关系应该是被动的，经济周期影响猪价波动，本轮超长猪周期也是受到超长经济周期的影响。2015 年以来的经济周期受到房地产周期厚尾现象的影响，形成超长经济周期和猪周期。猪价和经济周期先行指标（房地产销售）相对同步，2016 年房地产去库存和棚改货币化导致三四线及以下城市销售出现厚尾现象，考虑到三四线及以下城市商品房销售占全国 65%-70%，因此导致整个房地产周期和经济周期出现厚尾现象。

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_12093

