



PPI 看淡，CPI 通胀风险也不大

报告日期：2019年05月09日

胡研宏 英大证券 宏观研究员

执业证书编号：S0990113110017

联系电话：188 2526 9825（微信同）

联系邮件：huyanhongydsc@foxmail.com

明朝朱熹《警世贤文之勤奋篇》：“宝剑锋从磨砺出，梅花香自苦寒来”

报告观点：

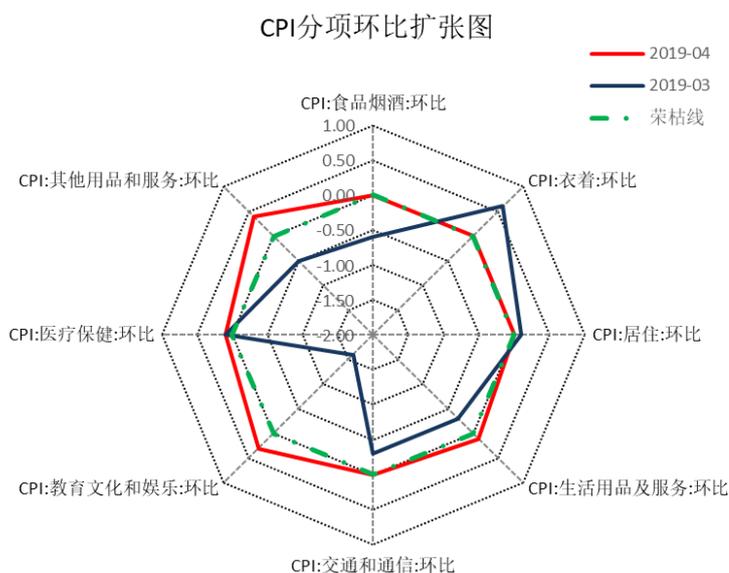
1. 农产品价格上涨，但目前还算温和，通胀风险不大。工业原料价格高企与工业生产持续萎缩并存。工业品价格坚挺，经济复苏会进一步推迟。CPI 上升源于中美贸易形成农产品供给偏紧。CPI 食品分项通胀风险较高。
2. 供给端工业虚拟利润好转，但经济下滑没有结束。物价上涨，而就业持续萎缩，将对社会消费形成持续负面压力。居民方面，从业萧条推动消费物价指数下滑。房贷、房租、食品支出刚性，消费升级空间有限，宏观经济决定的就业下滑短期难以改变。
3. 维持 2018 年 11 月报告工业通缩观点。中下游工业企业生产的成本压力减少，利润将开始积累，需求没有显著扩大，因此扩张性生产短期难以看到，而当前上游原料价格仍高企。



一、CPI 同比扩张、环比扩张—贸易战与基数效应

2019 年 4 月份，全国居民消费价格同比上涨 2.5%。其中，城市上涨 2.5%，农村上涨 2.6%；食品价格上涨 6.1%，非食品价格上涨 1.7%；消费品价格上涨 2.9%，服务价格上涨 2.0%。4 月份，全国居民消费价格环比上涨 0.1%。其中，城市和农村均上涨 0.1%；食品价格下降 0.1%，非食品价格上涨 0.1%；消费品价格与上月持平，服务价格上涨 0.2%。

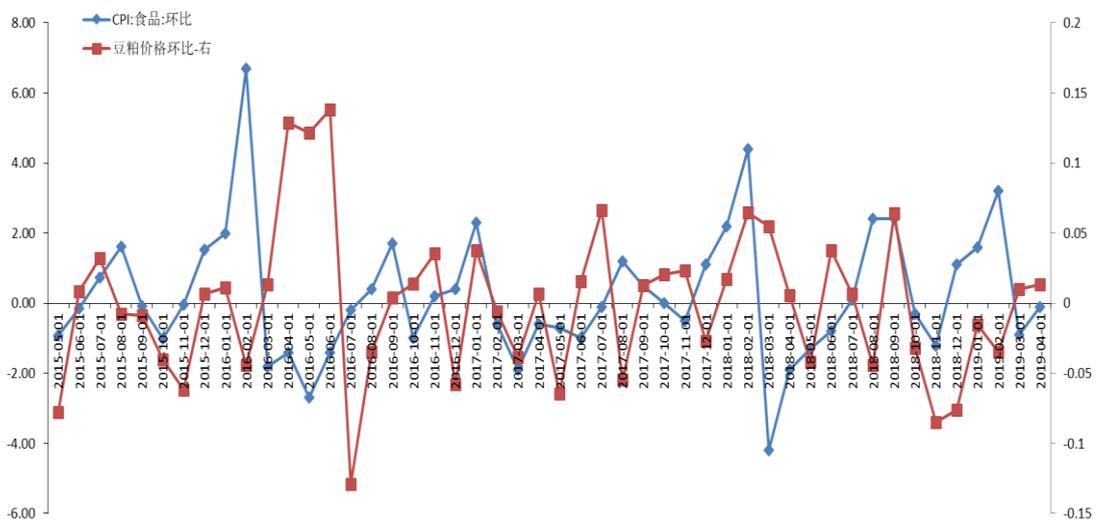
1.1. CPI 环比雷达图站在荣枯线-展望下行



数据来源：国家统计局，英大证券研究所整理

(1) 4 月份，食品烟酒价格与上月持平。其中，鸡蛋价格上涨 3.3%，影响 CPI 上涨约 0.02 个百分点；鲜果价格上涨 2.6%，影响 CPI 上涨约 0.05 个百分点；畜肉类价格上涨 0.9%，影响 CPI 上涨约 0.04 个百分点（猪肉价格上涨 1.6%，影响 CPI 上涨约 0.04 个百分点）；水产品价格上涨 0.5%，影响 CPI 上涨约 0.01 个百分点；禽肉类价格上涨 0.4%；鲜菜价格下降 4.5%，影响 CPI 下降约 0.13 个百分点。作为蛋白的主要原料，豆粕价格和 CPI 食品价格环比走势高度相关。从目前来看，国内的食物通胀预期并不强，CPI 总体再次环比增长不多。饲料价格持

续下行。近日收到贸易谈判波动，豆粕出现持续上涨，担忧美国大豆进口中国受限。总的来说，CPI 数据惯性强，趋势性强，而饲料价格的敏感度高，短期识别能力更强。我们在 4 月报告指出，除非外部中美贸易增大大豆进口，否则未来的 CPI 环比可能转正，中国的食品通胀可能进一步强化。需要说明的一点是，这并非需求旺盛带来的通胀，而是供应不足带来的。我们仍然维持需求偏弱的宏观看法。目前价格的上涨可能暗示这一经济背景的发酵，当然目前的数据仍然不支撑全面通胀的风险。

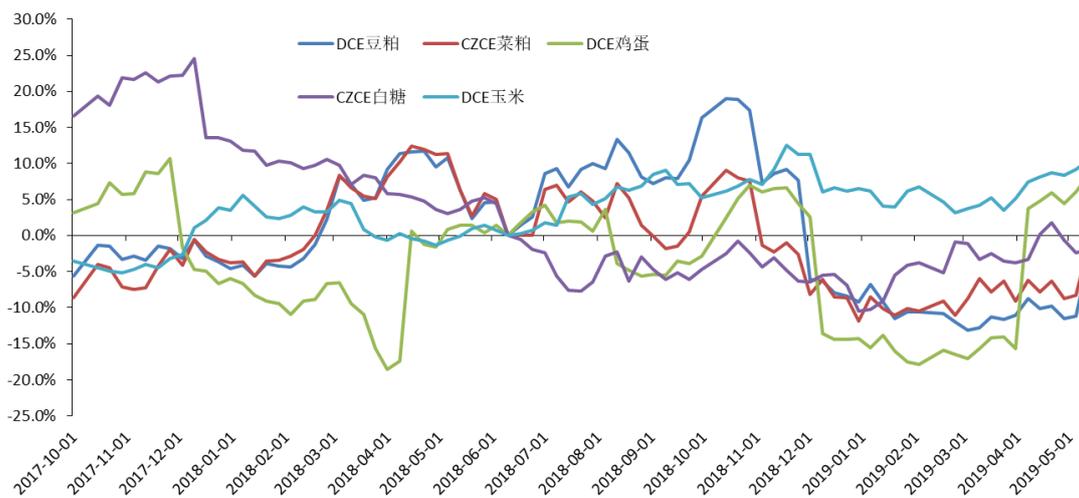


数据来源：英大证券研究所，WIND

2019 年 4 月猪肉价格开始高于 2018 年同期价格。此前，受到非洲猪瘟的影响，猪肉库存不足（大量疫情猪场或者地区的捕杀活动形成了实质上的“供给侧改革”），需求稳定的情况下，价格开始上升。对 CPI 的提高起到正面的驱动作用。同时蛋白消费从猪肉消费转移到其他肉蛋消费上来，导致其他牲畜家禽的饲养。近期鸡蛋价格持续上涨。这反应了农产品供应不足带来的食品通胀风险。目前，这个逻辑线，我们仍然在持续跟踪。

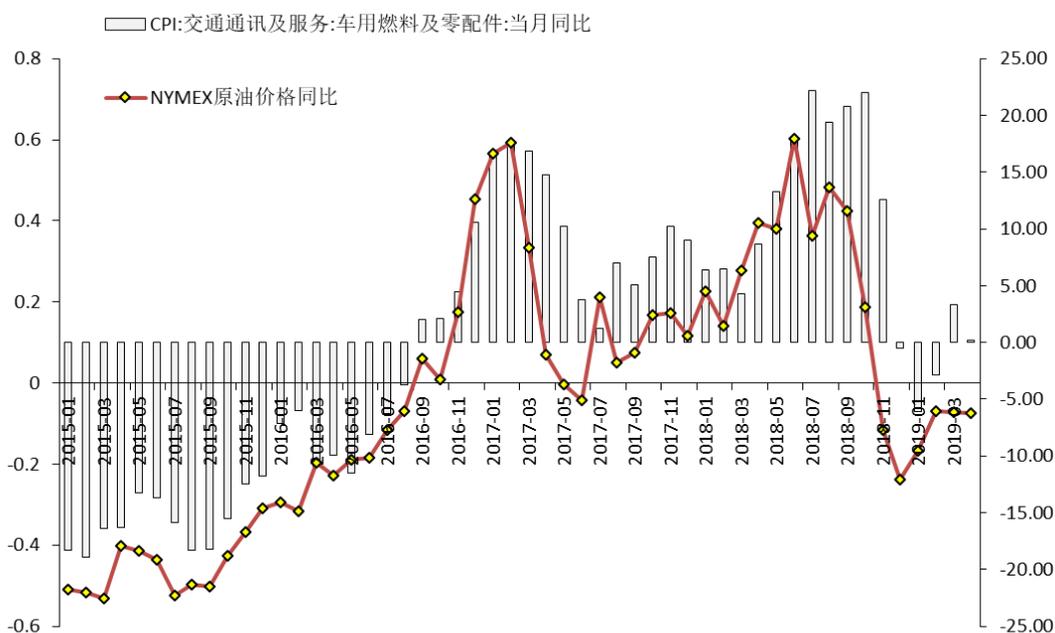


资料来源：猪 E 网



数据来源：英大证券研究所，WIND

从上面的研究发现，猪肉价格稳定上升，同样鸡蛋价格也快速上涨。这些导致我们对 CPI 通胀的担忧增强。我们在前期报告中提到，需要更多的数据来印证一些经济问题的发展方向。当前，对于食品 CPI 通缩的预期可能不那么强烈，反而需要关注长期的通胀风险是否存在。交通差旅，通讯社交的费用支出下滑，这些活动能够体现经济的活跃度，当然要剥离价格因素的影响不那么容易。基本的交通费用是实际物资运输成本的指南针，而通讯费用可以看成是网络活动活跃度的信号灯。

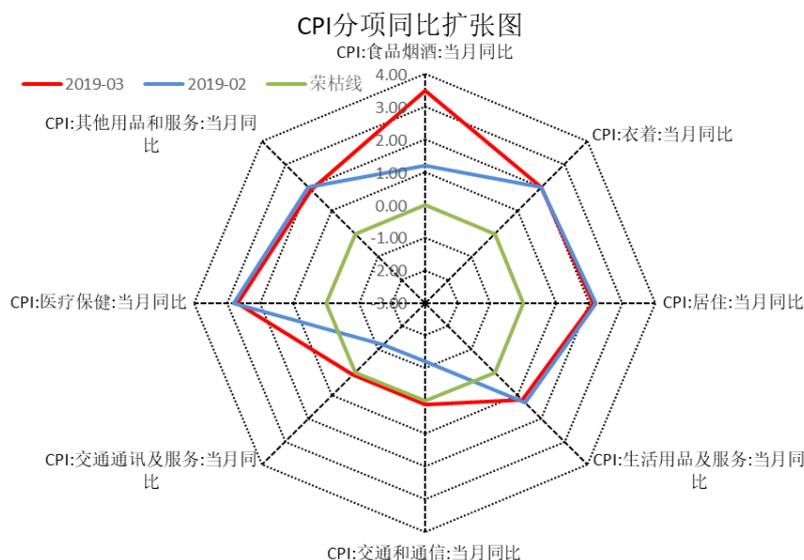


数据来源：英大证券研究所，WIND

(2) **其他七大类价格环比四涨三平**。其中，其他用品和服务、教育文化和娱乐价格分别上涨 0.4%和 0.3%，生活用品及服务、医疗保健价格均上涨 0.1%；衣着、居住、交通和通信价格均与上月持平。

1.2. CPI 同比扩张—通胀预期增强

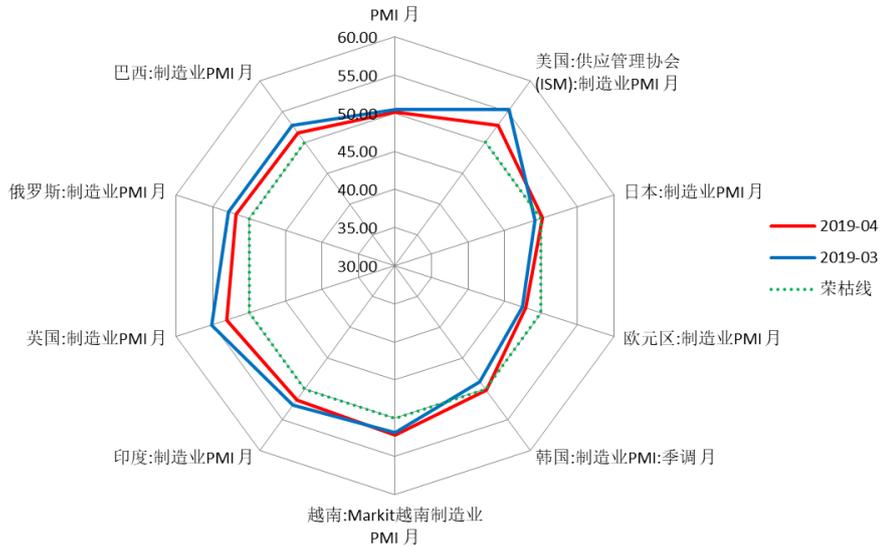
(1) 4 月份，食品烟酒价格同比上涨 4.7%，影响 CPI（居民消费价格指数）上涨约 1.40 个百分点。其中，鲜菜价格上涨 17.4%，影响 CPI 上涨约 0.43 个百分点；鲜果价格上涨 11.9%，影响 CPI 上涨约 0.22 个百分点；畜肉类价格上涨 10.1%，影响 CPI 上涨约 0.42 个百分点（猪肉价格上涨 14.4%，影响 CPI 上涨约 0.31 个百分点）；禽肉类价格上涨 5.0%，影响 CPI 上涨约 0.06 个百分点；鸡蛋价格上涨 2.6%，影响 CPI 上涨约 0.01 个百分点；粮食价格上涨 0.4%，影响 CPI 上涨约 0.01 个百分点；水产品价格下降 1.4%，影响 CPI 下降约 0.03 个百分点。



数据来源：国家统计局，英大证券研究所整理

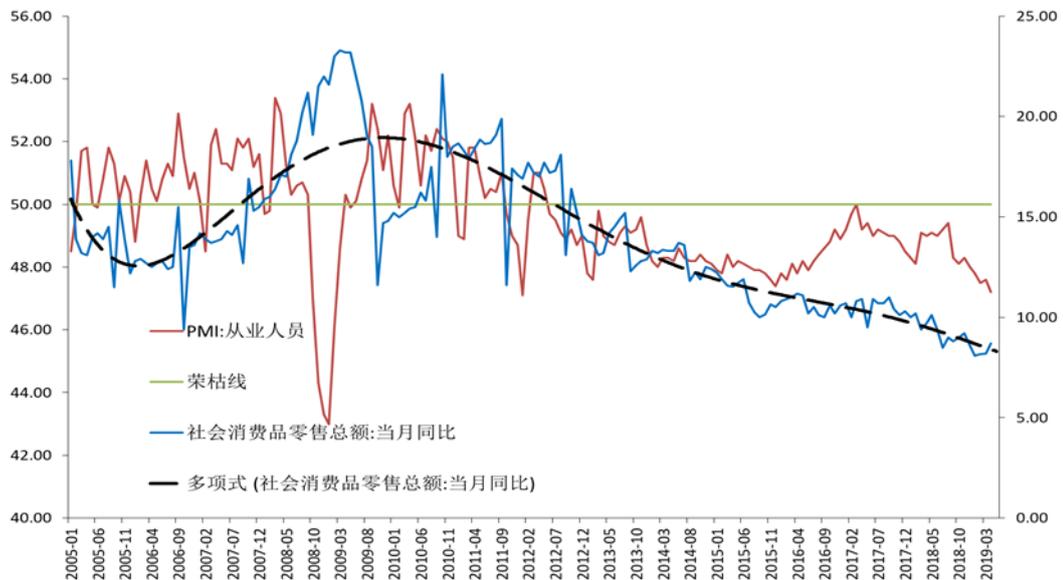
(2) 其他七大类价格同比六涨一降。其中，医疗保健、教育文化和娱乐、居住价格分别上涨 2.6%、2.5%和 2.0%，其他用品和服务、衣着、生活用品及服务价格分别上涨 1.9%、1.8%和 1.1%；交通和通信价格下降 0.5%。

原油价格上涨趋于缓慢，而全球 PMI 数据的收缩值得关注。未来全球经济持续收缩带来的风险会逐渐反映到原油价格上来。我们需要提醒投资者增加全球经济下滑因子的权重，增强资产组合的工业品通缩的风险抵抗能力。4 月份全球 PMI 雷达图全面收缩。日本，韩国，欧元区仍然处于荣枯线以下。其他国家的扩张开始放缓。



数据来源：国家统计局，英大证券研究所整理

(3) 从业萧条抑制总需求，未来消费继续疲软



数据来源：WIND，英大证券研究所

从业人员指数为 47.2%，比上月下降 0.4 个百分点，位于临界点之下，表明



制造业企业用工量有所减少。(a)就业下滑施压消费支出:很显然从图可以看出,社会消费品零售总额和就业的正向关系十分稳定,2016年3月份至2017年3月就业情况的下滑有所缓解,但并未正向扩张。2018年5月份社会消费品零售总额数据进一步下滑,对应的就业PMI分项仍然处于收缩范围。整体购买力的下滑,是经济前景的实际牵引者。未来这些来自于底层微观的收入变化将反馈到中上游生产环节,驱动原料价格下跌。(b)CPI下滑暴露居民部门债务压力增大。“实际”可支配收入下降直接导致消费疲软,进而影响物价水平。而就业的下降可能加快个人清偿债务以及家庭部门开始市场化降低债务水平的时候。这个角度来看,CPI通胀是十分困难的,结构性物价上涨是可能的,全局性物价的上升需要食品供应的总体性下滑。

二、PPI 雷达图扩张, 同比环比通缩预计 3 月内到来

2019年4月份,全国工业生产者出厂价格同比上涨0.9%,环比上涨0.3%;工业生产者购进价格同比上涨0.4%,环比下降0.1%。1—4月平均,工业生产者出厂价格比去年同期上涨0.3%,工业生产者购进价格上涨0.2%。

PPI同比



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_12413

