

数据看似平淡，仍蕴含重要信息

——2月通胀数据点评

宏观数据点评

2019年3月11日

报告摘要：

2月CPI同比1.5%，符合预期，PPI同比0.1%，略低于预期但差异不大。数据看似平平无奇，但实际上仍然蕴含着若干重要信息。

● 重要信息一：未来CPI走向的关键扰动因素是猪肉价格

2月CPI环比上涨1%，尽管涨幅比上月扩大0.5个百分点，但以春节所在月份来看，这一涨幅并不算高。目前来看，除猪肉价格以外的其他分项表现无明显异常。从季节性规律来看，春节过后，猪肉价格通常有所下降，但今年不降反升，主要是受非洲猪瘟蔓延影响，生猪存栏和能繁母猪存栏不断创出新高，生猪供应存在缺口。短期内，猪肉价格和低基数或共同推动CPI温和回升。

● 重要信息二：全球需求同步走弱背景下，出现全面通胀的可能性不大

OECD数据显示，美国、欧元区、日本等主要经济体的领先指标仍在下行通道。中国经济的上行力量和下行力量目前也正在激烈博弈，经济尚未到企稳的时候，全球经济同步放缓趋势基本确立。全面通胀来临需要需求拉动、成本推动等必要条件，目前这些条件并不具备。猪肉价格上涨可能带来温和通胀或结构性通胀，而不是全面通胀。

● 重要信息三：大宗商品价格的过度悲观预期得到修正，工业品通缩风险缓释

2018年四季度，国际原油价格出现暴跌，带动主要大宗商品价格也不同程度的下跌，引发了对于2019年中国工业品价格重回通缩的担忧。但2019年以来，在产油国减产和地缘政治风险等因素影响下，原油价格创下近年来少见的开年走势。市场对于原油和大宗商品价格的过度悲观预期得到修正。3月以来随着开工陆续启动，螺纹钢、动力煤等重要工业品价格均上涨，短期内PPI有望继续回升。

● 市场展望：温和通胀对货币政策并不构成紧约束，债牛可期

总理在政府工作报告中强调，要深化利率市场化改革，降低实际利率水平。我们认为，这意味着，政策制订者选择通过利率市场化改革的方式降低实际利率水平，而不是简单粗暴的“降基准”方式。可能的方案有培育新的政策利率、真正发挥起贷款基础利率的锚作用以及必要的窗口指导等。对于债市而言，未来利率水平下降可期，新一轮债牛行情值得期待。

● 风险提示：原油价格下跌超预期，猪肉价格上涨超预期

民生证券研究院

分析师：伍艳艳

执业证号：S0100513070007

电话：010-85127654

邮箱：wuyanyan@mszq.com

研究助理：毛健

执业证号：S0100119010023

电话：021-60876720

邮箱：maojian@mszq.com

事件：

中国 2 月 CPI 同比增 1.5%，市场预期 1.5%（wind），前值 1.7%；

中国 2 月 PPI 同比增 0.1%，市场预期 0.2%（wind），前值 0.1%。

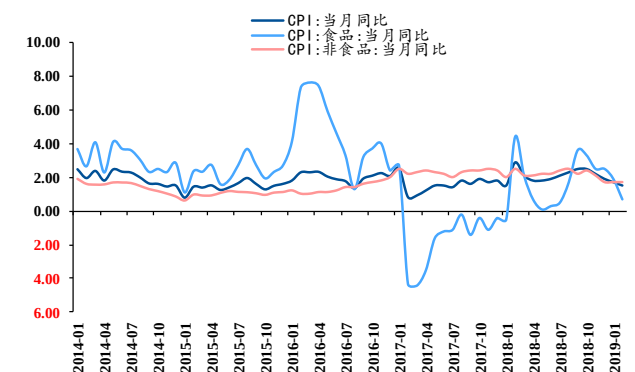
点评：

一、数据表现：整体走势平稳，CPI 小幅下行 PPI 持平

（一）CPI 同比连续下行，环比处于历史中位数附近

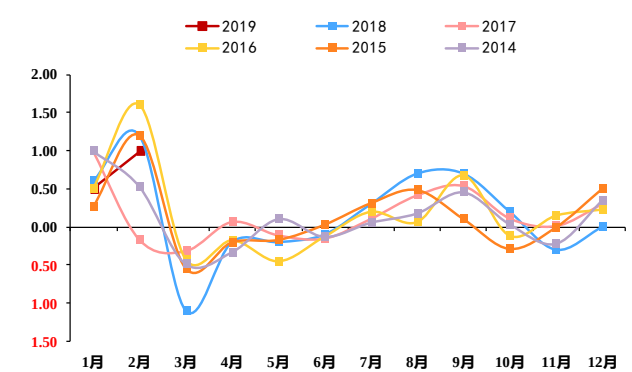
2 月物价同比继续下行。CPI 同比增长 1.5%，较上月回落 0.2 个百分点，连续四个月下行。其中食品项同比 0.7%，较上月回落 1.2 个百分点，非食品项同比增长 1.7%，与上月持平。CPI 环比上涨 1.0%，食品价格上涨 3.2%，非食品价格上涨 0.4%，处于过去五年中位数水平附近（均值 0.87%），说明消费者物价指数处于较为温和上涨态势。

图 1：2 月 CPI 同比 1.7% 连续四个月下行



资料来源：WIND，民生证券研究院

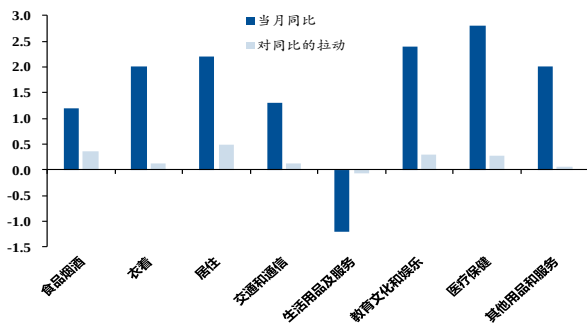
图 2：2 月 CPI 环比 1.0% 处于历史中位数水平



资料来源：WIND，民生证券研究院

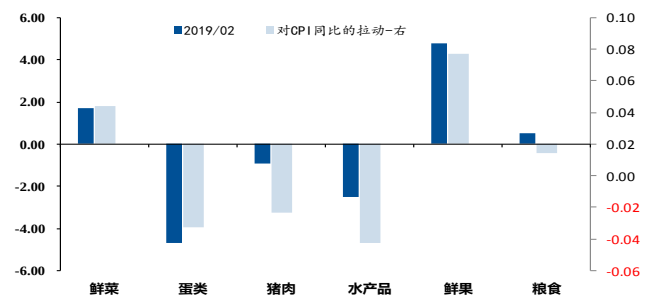
从大类同比看，居住、食品烟酒对 CPI 同比的拉动作用最强。（1）食品烟酒：2 月食品烟酒价格同比上涨 1.2%，影响 CPI 上涨约 0.37 个百分点。其中，鲜果、鲜菜分别上涨 4.8%、1.7%，影响 CPI 上涨约 0.09、0.05 个百分点；鸡蛋、水产品、畜肉类价格下降，其中猪肉价格下降 4.8%，影响 CPI 下降约 0.12 个百分点。（2）居住：2 月居住同比增长 2.2%，拉动 CPI 同比 0.49 个百分点，是大类中对 CPI 同比拉动最大的。（3）医疗保健 CPI 同比增长 2.8%，较上月小幅提升 0.1 个百分点。

图 3：2 月居住和食品烟酒对 CPI 同比拉动作用最大



资料来源：WIND，民生证券研究院

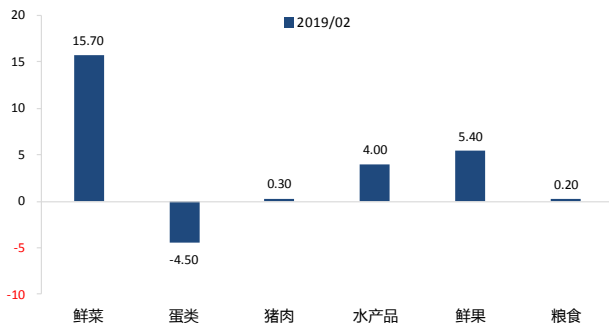
图 4：食品中鲜菜鲜果对 CPI 同比拉动最大



资料来源：WIND，民生证券研究院

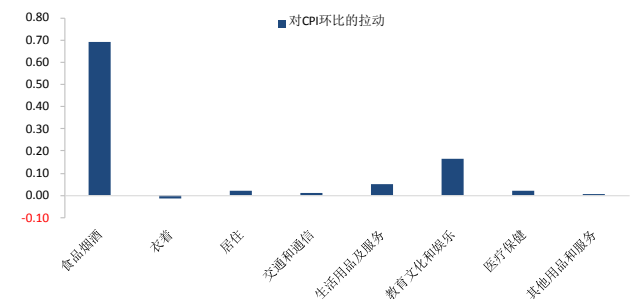
从大类环比看，食品环比季节性上升，但低于历史平均水平附近。（1）食品：受季节性因素影响，2 月食品环比 2.0%（低于过去 5 年平均为 2.85%）。其中蛋类环比回落幅度较大，鲜菜、鲜果、水产品环比分别增长 15.7%、4.0%、5.4%，猪肉环比 0.3%。（2）非食品 2 月环比上涨 0.2%，与上月持平，其中对 CPI 环比拉动较大的有教育文化和娱乐、生活用品及服务。无论食品还是非食品 CPI 环比均处于过去五年历史均值附近或略低的水平，表明消费者物价指数新涨价因素压力不大。

图 5：2 月食品环比分项情况



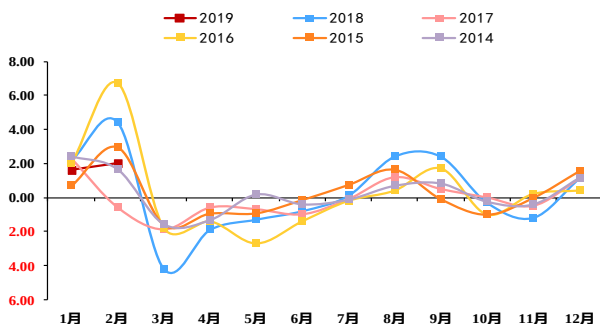
资料来源：WIND，民生证券研究院

图 6：2 月 CPI 环比分项情况



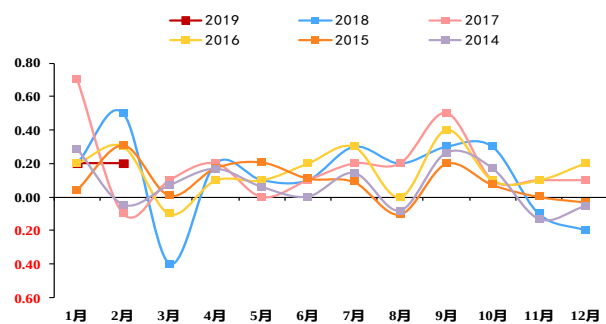
资料来源：WIND，民生证券研究院

图 7：10 月食品环比处于历史同期均值略低的水平



资料来源：WIND，民生证券研究院

图 8：10 月非食品环比处于历史同期均值附近

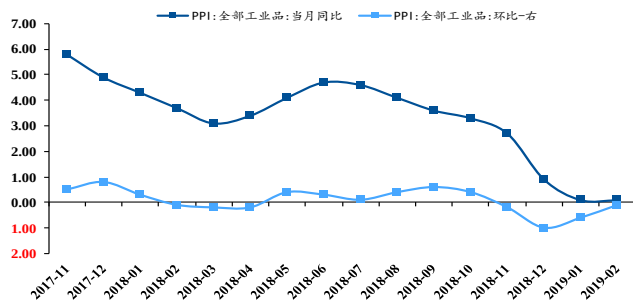


资料来源：WIND，民生证券研究院

(二) PPI 同比与上月持平, 环比下行速度有所放缓

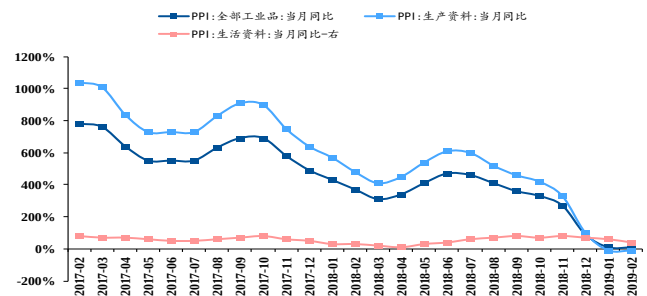
PPI 同比与上月持平, 结束七连降。2 月 PPI 同比微增 0.1%, 与上月持平; 环比-0.1%, 较上月-0.6%相比, 下行速度有所放缓。生产资料作为 PPI 主要拉动项保持平稳, 2 月同比增速-0.1%; 环比 0 增长。生活资料价格 2 月同比增长 0.4%, 从趋势上仍处于下降趋势, 环比由上月 0 增长转为-0.1%。

图 9: PPI 同比环比均回落



资料来源: WIND, 民生证券研究院

图 10: 生活资料同比由升转降, 生产资料同比继续回落



资料来源: WIND, 民生证券研究院

从同比看, 黑色金属矿采选业、燃气生产和供应业、非金属矿采选业、非金属矿物制品业、医药制造业等行业增幅靠前, 显示出基建新开工带动下的价格弹性。另一方面, 造纸及纸制品业、黑色金属冶炼及压延加工业、有色金属矿采选业、化学原料及化学制品制造业、有色金属冶炼及压延加工业同比降幅相对靠前, 汽车制造业 PPI 依然较弱。

从环比看, 石油和天然气开采业、黑色金属矿采选业等行业 PPI 环比增幅最大; 非金属矿物制品业、造纸及纸制品业、计算机、通信和其他电子设备制造业 PPI 环比跌幅超过 0.5%。

二、重要信息: 猪价成为关键扰动、全面通胀概率低、工业品通缩风险缓释

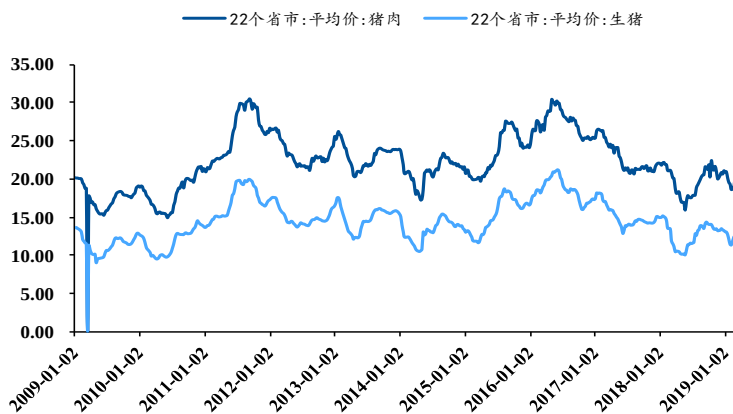
重要信息一: 未来 CPI 走向的关键扰动因素是猪肉价格。2 月 CPI 环比上涨 1%, 尽管涨幅比上月扩大 0.5 个百分点, 但以春节所在月份来看, 这一涨幅并不算高。目前来看, 除猪肉价格以外的其他分项表现无明显异常。从季节性规律来看, 春节过后, 猪肉价格通常有所下降, 但今年不降反升, 主要是受非洲猪瘟蔓延影响, 生猪存栏和能繁母猪存栏不断创出新低, 生猪供应存在缺口。短期内, 猪肉价格和低基数或共同推动 CPI 温和回升。

重要信息二: 全球需求同步走弱背景下, 出现全面通胀的可能性不大。OECD 数据显示, 美国、欧元区、日本等主要经济体的领先指标仍在下行通道。中国经济的上行力量和下行力量目前也正在激烈博弈, 经济尚未到企稳的时候, 全球经济同步放缓趋势基本确立。全面通胀来临需要需求拉动、成本推动等必要条件, 目前这些条件并不具备。猪肉价

格上涨可能带来温和通胀或结构性通胀，而不是全面通胀。

重要信息三：去年年底对大宗商品价格的过度悲观预期得到修正，工业品通缩风险缓释。2018年四季度，国际原油价格出现暴跌，带动主要大宗商品价格也不同程度下跌，引发了对于2019年中国工业品价格重回通缩的担忧。但2019年以来，在产油国减产和地缘政治风险等因素影响下，原油价格创下近年来少见的开年走势。市场对于原油和大宗商品价格的过度悲观预期得到修正。3月以来随着开工陆续启动，螺纹钢、动力煤等重要工业品价格均上涨，短期内PPI有望继续回升。

图 11：3 月份猪周期重启概率加大



资料来源：WIND，民生证券研究院

三、市场展望：温和通胀，债牛可期

温和通胀对货币政策并不构成紧约束，债牛可期。总理在政府工作报告中强调，要深化利率市场化改革，降低实际利率水平。我们认为，这意味着，政策制订者选择通过利率市场化改革的方式降低实际利率水平，而不是简单粗暴的“降基准”方式。可能的方案有培育新的政策利率、真正发挥起贷款基础利率的锚作用以及必要的窗口指导等。对于债市而言，未来利率水平下降可期，新一轮债牛行情值得期待。

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_13698

