



供需端双重力量，推动 CPI 和 PPI 通缩

报告日期：2019年03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：huyan hongyds@foxmail.com

李贺《雁门太守行》：“黑云压城城欲摧，甲光向日金鳞开。”

报告观点：

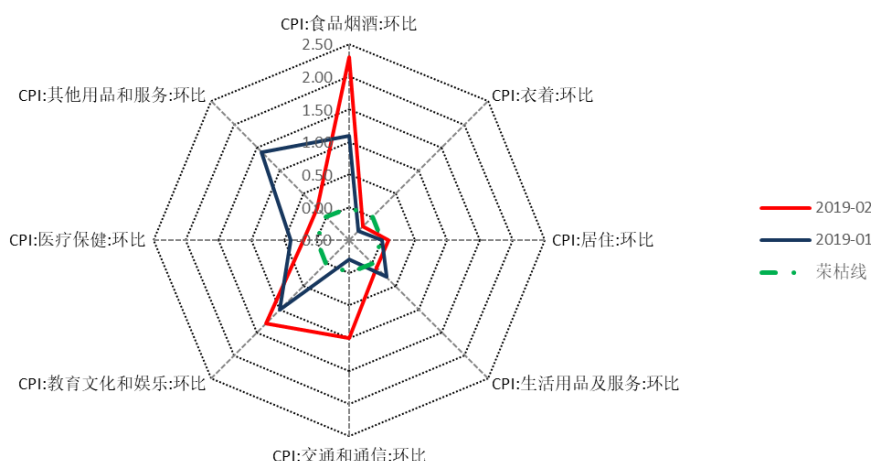
1. **需求端**疲软压制 CPI、PPI；**供给端**工业虚拟利润可观将驱动增产压低原料价格；经济下滑没有结束，甚至将加快，通缩压力增大。
2. 非洲猪瘟导致生猪饲养“供给侧改革”效果，肉蛋价格上涨，但目前还算温和。工业原料价格高企与工业生产持续萎缩并存。**工业品价格不下滑，经济复苏会进一步推迟。**居民方面，从业萧条推动消费物价指数下滑。房贷、房租、食品支出刚性，消费升级空间有限，宏观经济决定的就业下滑短期难以改变。
3. **中国人口老龄化驱动固定资产投资回报率下滑是长期影响。**这决定了时下如果选择基建扩张将是不明智的选择；增加基建将导致长期债务压力，积累更大债务泡沫对人民币信用是十分危险的；从边际效果来看，基建也不是稳定经济的好方案。
4. 维持 11 月报告通缩观点。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、环比增速较低，但肉蛋开始涨价

2019 年 2 月份，全国居民消费价格同比上涨 1.5%。其中，城市上涨 1.5%，农村上涨 1.4%；食品价格上涨 0.7%，非食品价格上涨 1.7%；消费品价格上涨 1.1%，服务价格上涨 2.1%。2 月份，全国居民消费价格环比上涨 1.0%。其中，城市上涨 1.0%，农村上涨 0.9%；食品价格上涨 3.2%，非食品价格上涨 0.4%；消费品价格上涨 1.2%，服务价格上涨 0.7%。

1.1. CPI 环比总体扩张——衣着分项继续收缩、其他分项扩张

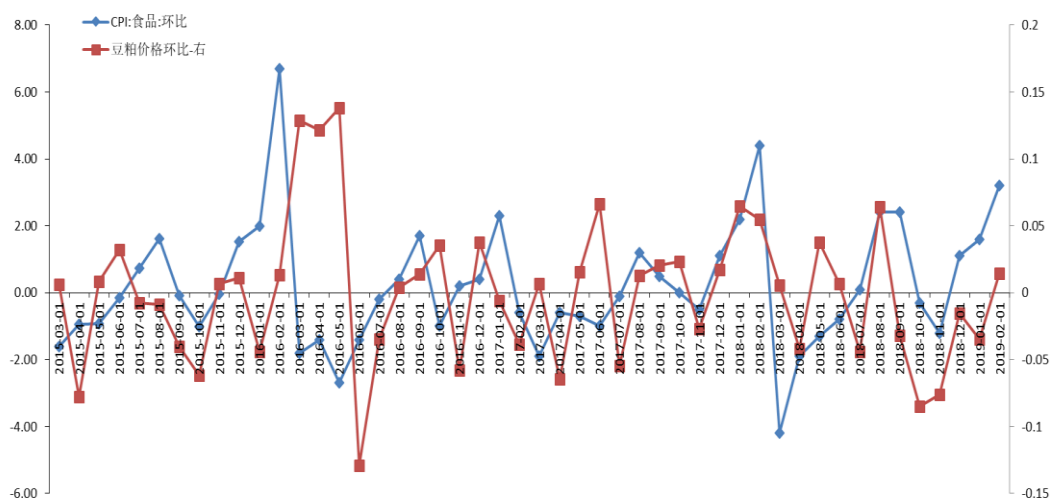
CPI 分项环比扩张图



数据来源：国家统计局，英大证券研究所整理

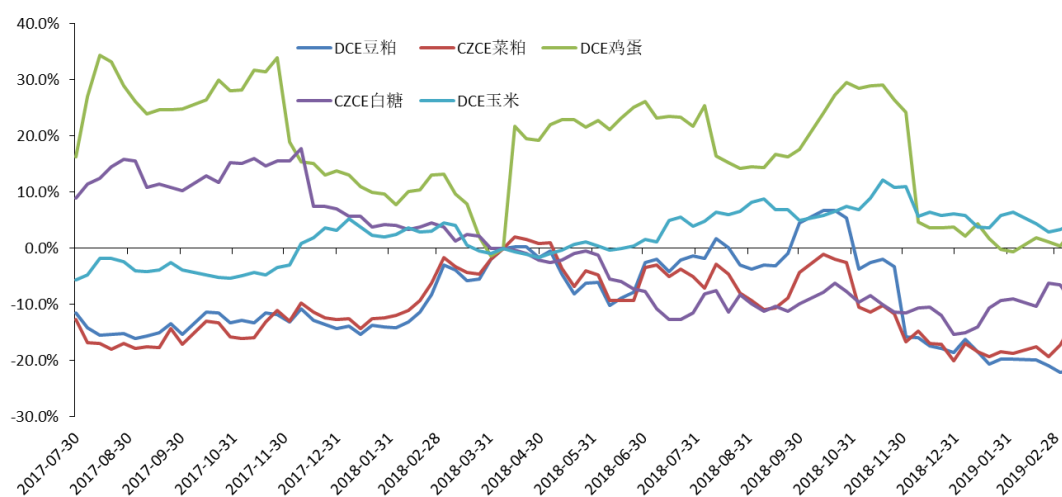
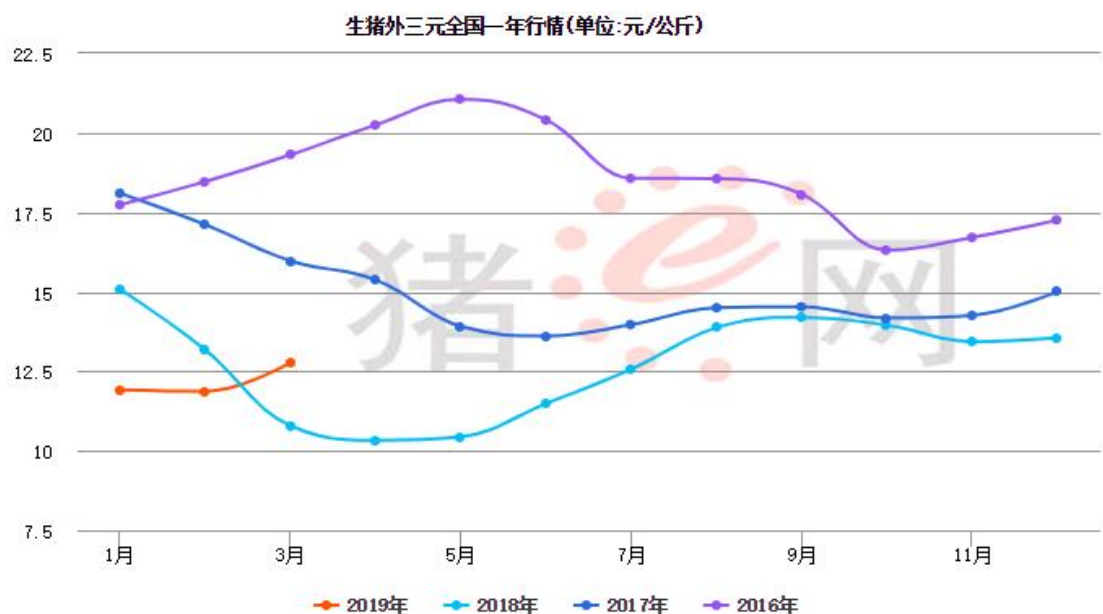
(1) 2 月份，食品烟酒价格环比上涨 2.3%，影响 CPI 上涨约 0.68 个百分点。其中，鲜菜价格上涨 15.7%，影响 CPI 上涨约 0.41 个百分点；鲜果价格上涨 5.4%，影响 CPI 上涨约 0.10 个百分点；水产品价格上涨 4.0%，影响 CPI 上涨约 0.07 个百分点；禽肉类价格上涨 1.1%，影响 CPI 上涨约 0.01 个百分点；畜肉类价格上涨 0.9%，影响 CPI 上涨约 0.04 个百分点（猪肉价格上涨 0.3%，影响 CPI 上涨约 0.01 个百分点）；鸡蛋价格下降 5.3%，影响 CPI 下降约 0.03 个百分点。作为蛋白的主要原料，豆粕价格和 CPI 食品价格环比走势高度相关。从目前来看，国

内的食品通胀预期仍然很弱，但上升趋势较为明显，目前看成是节后补库存影响，价格环比影响预计较弱。



数据来源：英大证券研究所，WIND

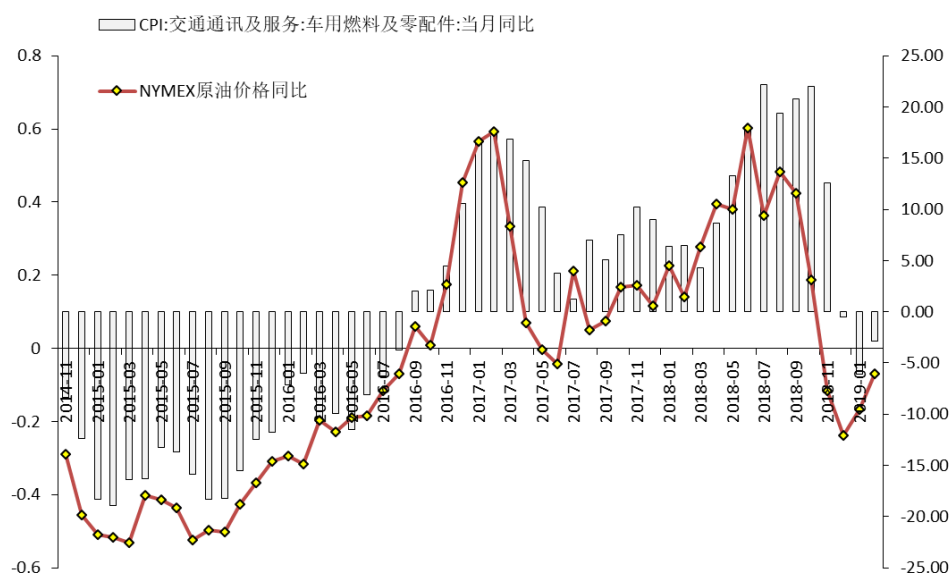
受到非洲猪瘟的影响，猪肉产量大幅下滑（大量疫情猪场或者地区的捕杀活动形成了实质上的“供给侧改革”），需求稳定的情况下，价格开始上升。2019年3月猪肉价格开始高于2018年同期价格。此前，正是猪肉价格低迷导致CPI没有快速提高，甚至进一步减少了养殖饲料的购买，表现为上面豆粕价格的持续下滑。未来蛋白消费量的稳定，可能将部分猪肉消费转移到其他肉蛋消费上来，同时也会导致其他牲畜家禽的饲养。如果未来饲料价格上涨和肉蛋价格同步上涨，则反映了未来食品通胀的风险。目前，这个逻辑线，做为一个观照需要持续跟踪。



数据来源: 英大证券研究所, WIND

从上面的研究发现, 猪肉价格下跌, 同样鸡蛋价格也快速下跌, 这些导致我们对 CPI 通缩的担忧增强。但近期鸡蛋价格下跌十分迟钝, 猪肉价格也开始上涨。这些信号意味着价格的认识需要重新评估。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。这两个问题并行不悖, 对投资的前景影响都相当的大。非食品 CPI 下滑, 更大可能意味着商务活动的紧缩。从目前来看, 商务活动的下滑将导致 CPI 非食品部分的下滑, 譬如交通差旅, 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。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。

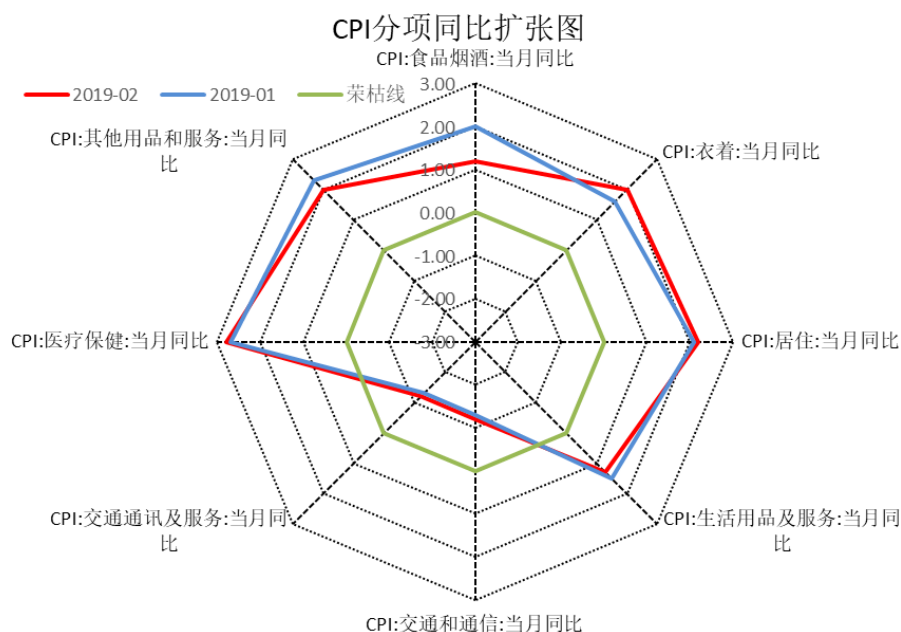


数据来源：英大证券研究所，WIND

(2) 其他七大类价格环比六涨一降。其中，教育文化和娱乐、交通和通信、医疗保健价格分别上涨 1.3%、1.0%和 0.2%；其他用品和服务、居住、生活用品及服务价格分别上涨 0.2%、0.1%和 0.1%；衣着价格下降 0.2%。

1.2. CPI 同比较低：交通通讯及服务显示经济活动偏弱

(1) 2 月份，食品烟酒价格同比上涨 1.2%，影响 CPI（居民消费价格指数）上涨约 0.37 个百分点。其中，鲜果价格上涨 4.8%，影响 CPI 上涨约 0.09 个百分点；禽肉类价格上涨 3.8%，影响 CPI 上涨约 0.05 个百分点；鲜菜价格上涨 1.7%，影响 CPI 上涨约 0.05 个百分点；粮食价格上涨 0.5%，影响 CPI 上涨约 0.01 个百分点；鸡蛋价格下降 7.4%，影响 CPI 下降约 0.04 个百分点；水产品价格下降 2.5%，影响 CPI 下降约 0.05 个百分点；畜肉类价格下降 0.9%，影响 CPI 下降约 0.04 个百分点（猪肉价格下降 4.8%，影响 CPI 下降约 0.12 个百分点）。

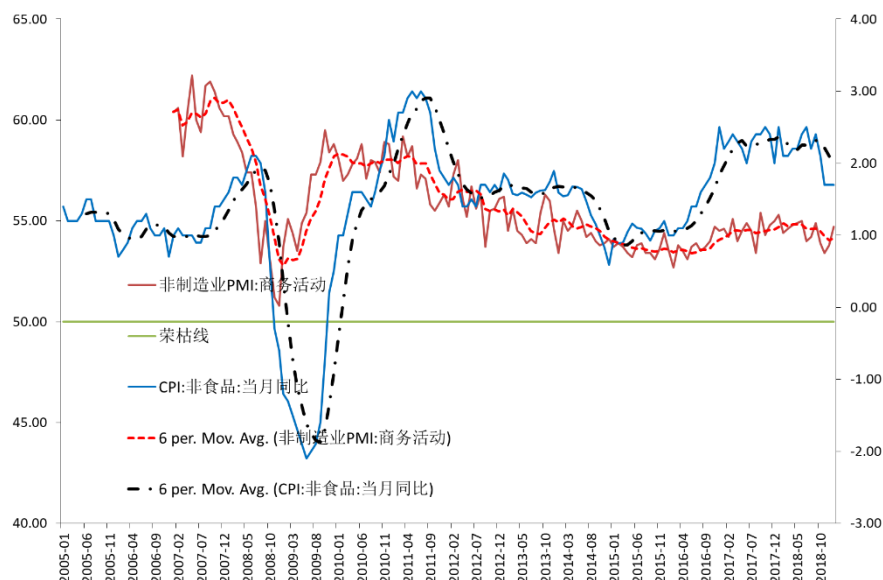


数据来源：国家统计局，英大证券研究所整理

（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 2.8%、2.4%和 2.2%，衣着、其他用品和服务、生活用品及服务价格分别上涨 2.0%、2.0%和 1.3%；交通和通信价格下降 1.2%。

原油价格下跌导致运输费用下降，这个是自然的，但这一下跌可能向更多的经济主体传递通缩压力。目前油价没有显著的持续下跌的趋势，但美国近期的经济数据较差，可能意味着中美两大经济体的疲软会对大宗商品的长期走势产生更为深远的影响，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。

（3）从业萧条抑制总需求，未来消费继续疲软



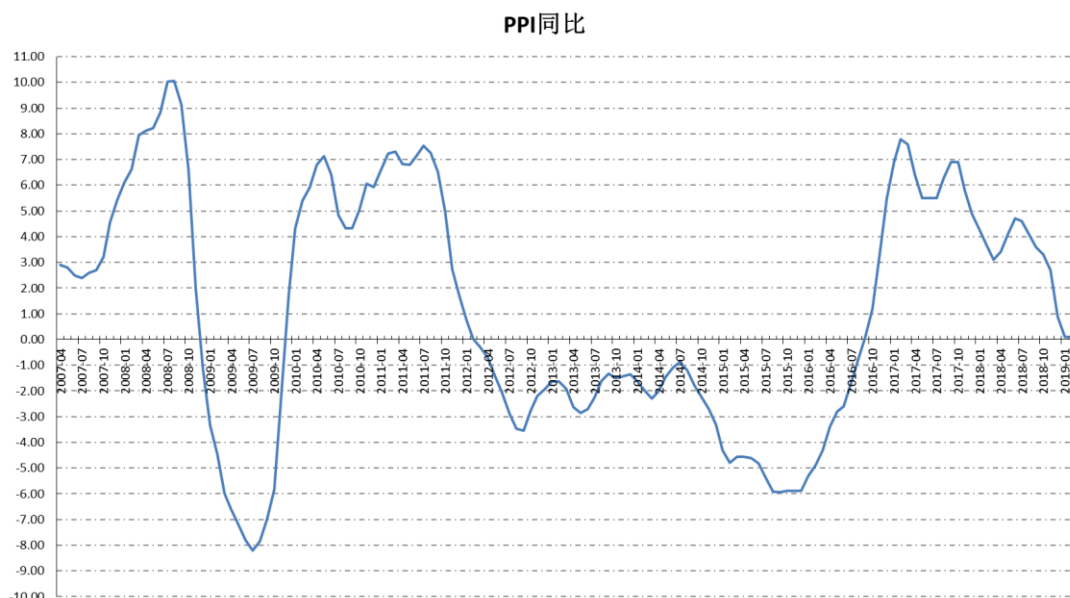
数据来源：WIND，英大证券研究所

从业人员指数为 47.5%，比上月下降 0.3 个百分点，位于临界点之下，表明制造业企业用工量继续减少。(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 月到来

2019 年 2 月份，全国工业生产者出厂价格同比上涨 0.1%，环比下降 0.1%；工业生产者购进价格同比和环比均下降 0.1%。1—2 月平均，工业生产者出厂价

格和购进价格均比去年同期上涨 0.1%。



数据来源：国家统计局，英大证券研究所整理

2.1.工业品购进和出厂价格同比下滑，绝对价格仍高！

维持此前判断的观点，工业生产出厂价格上涨减弱，而购进原料价格上涨较多，前者价格弹性弱于后者，未来涨价的空间进一步减小。未来出厂价格大概率转为下跌，这主要是基于我们认为中下游的负反馈传递给上游，形成的需求下降所致。且大部分分项的 PPI 环比将进一步下跌！

(1) 1 月份，工业生产者出厂价格中，生产资料价格环比下降 0.8%，影响工业生产者出厂价格总水平下降约 0.57 个百分点。其中，采掘工业价格下降 1.2%，原材料工业价格下降 1.5%，加工工业价格下降 0.4%。生活资料价格环比持平。其中，食品和耐用消费品价格均下降 0.1%，衣着价格上涨 0.2%，一般日用品价格持平。

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_13789

