

发布时间：2019-03-05

证券研究报告

经济短期难有起色，PPI 预计先降后升

报告摘要：

事件：

本文主要对 2018 年通胀的相关数据进行了回溯以及分析，并在此基础上对 2019 年 CPI 以及 PPI 的变动做出进一步的预判。

点评：

首先，CPI 的方面：纵观近 5 年 CPI 单月变动的趋势，我们可以发现如下 2 点规律：（1）受春节错峰，取现集中，春季躁动的影响，2 月 CPI 一般为全年相对高位。（2）全年四个季度中，第三季度的 CPI 水平相对较低，预计与 3 季度信贷水平相对较低（资金较少）等因素相关。从全年的均值上来看，2018 年 CPI 的均值水平处于近 10 年的相对高位，但仍处于相对可控的区间。而从趋势上来看，CPI 呈现先升后降的趋势。CPI2018 年回升的原因主要有三：第一、房租价格高企对其产生一定的推动助力。第二、原油价格上半年高位也推升 CPI 的水平；第三、寿光水灾推升蔬菜价格的涨幅力度。

其次，PPI 的方面：而纵观近 5 年 PPI 单月变动的趋势，我们可以发现如下 3 点规律：规律 1：上半年 PPI 增速明显低于下半年。规律 2：全年四季度中第四季度 PPI 增速最快。规律 3：从统计角度来看第 10 月和 11 月是 PPI 增速最快的两个月份，预计与冬季限产，能源价格回升相关。从全年均值来看 PPI 也处于近 10 年的相对高位，但要低于 2017 年的水平。2018 年 PPI 呈下行趋势，其主要原因可以归纳为三点：第一、去年基数较高，PPI 同比有下行压力。第二、原油及大宗价格下半年大幅下行，PPI 受其拖累有所下行。第三、下游需求疲敝是行业价格下行的主要因素。PPI：同环俱降 PPI 断崖，基数油价压制。

对 2019 年 CPI 进行预判：根据拟合的数值显示，2019 年 CPI 于 4 月达到峰值 2.29%，之后开始回落。其次对 PPI 进行预测判断：油价系影响 PPI 的主要因素，也是 2019 年对 PPI 影响最大的风险点。对原油价格判断：（1）需求疲弱（全球经济下行以及原油需求减弱）；（2）库存处于高位，美国 2019 年高产量；综合分析，我们预判：2019 年原油价格回升高位压力较大。分析油价对 PPI 的影响，通过计算 2019 年翘尾效应与新涨价因素拟合测算 2019 年 PPI 全年的水平。根据预测显示，明年 PPI 波动区间位于-0.5-1.20 之间，先降后升。

历史收益率曲线



收益率 (%)	10Y	1Y
国债	3.2853	2.4600

相关数据

品种	2019/03/01
国债	1Y
	2.5197
	3Y
	2.8730
	5Y
	3.0952
	7Y
	3.3017
	10Y
	3.3234

相关报告

《东北证券 12 月物价指数点评及债市分析：
物价指数双双下行，价格低位难助经济》
2019-01-09

《东北证券 11 月物价指数点评及债市分析：
猪油下行 CPI 回落，需求疲弱 PPI 受压》
2018-12-09

证券分析师：李勇

执业证书编号：S0550517090001

证券分析师：刘辰涵

执业证书编号：S0550517100001

010-58034582 liuchenhan@nesc.cn

研究助理：付昊

执业证书编号：S0550118020005

010-58034578 fuhao@nesc.cn

研究助理：邹坤

执业证书编号：S0550128010025

010-58034586 zoukun@nesc.cn

事件:

本文主要对 2018 年通胀的相关数据进行了回溯以及分析,并在此基础上对 2019 年 CPI 以及 PPI 的变动做出进一步的预判。

对此,我们点评如下:

1. 2018 年 CPI、PPI 全年概述

CPI 名为居民消费价格指数,主要表征居民家庭一般所购买的消费品和服务项目价格水平变动情况的宏观经济指标。根据我们的分析,CPI 高企有 3 大主要因素:货币充裕(M2 高位),经济回暖(GDP 增速回升),以及行业传导通胀。而纵观近 5 年 CPI 单月变动的趋势,我们可以发现如下两点规律:(1)受春节错峰,取现集中,春季躁动的影响,2 月 CPI 一般为全年相对高位。(2)全年四个季度中,第三季度的 CPI 水平相对较低,预计与 3 季度信贷水平相对较低(资金较少)等因素相关。

具体来看 2018 年 CPI 的变动情况:从全年的均值上来看,2018 年 CPI 的均值水平处于近 10 年的相对高位,但仍处于相对可控的区间。而从趋势上来看,CPI 呈现先升后降的趋势。CPI2018 年回升的原因主要有三:第一、房租价格高企对其产生一定的推动助力。第二、原油价格上半年高位也推升 CPI 的水平;第三、寿光水灾推升蔬菜价格的涨幅力度。但受限于 M2 低位、PPI 向 CPI 传导受制以及经济低迷(GDP 季度值持续下行,全年低于去年整体水平)的影响 CPI 并未明显回升。特别值得关注的是近期受非洲猪瘟短期加快出栏影响,猪肉价格有所下行,这也对 CPI 产生一定的影响。

表 1: 近五年 CPI 的月度变动趋势(单位: %)

年份	1 月	2 月	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月	9 月	10 月	11 月	12 月
2014	2.49	1.95	2.38	1.80	2.48	2.34	2.29	1.99	1.63	1.60	1.44	1.51
2015	0.76	1.43	1.38	1.51	1.23	1.39	1.65	1.96	1.60	1.27	1.49	1.60
2016	1.80	2.30	2.30	2.33	2.04	1.88	1.77	1.34	1.92	2.10	2.25	2.08
2017	2.55	0.80	0.90	1.20	1.50	1.50	1.40	1.80	1.60	1.90	1.70	1.80
2018	1.50	2.90	2.10	1.80	1.80	1.90	2.10	2.30	2.50	2.50	2.20	1.90
平均值	1.82	1.88	1.81	1.73	1.81	1.80	1.84	1.88	1.85	1.87	1.82	1.78

数据来源: 东北证券, Wind

其次,我们来关注 PPI 的情况,PPI 名为生产价格指数是衡量工业企业产品出厂价格变动趋势和变动程度的指数,是反映某一时期生产领域价格变动情况的重要经济指标。其主要作用在于可以反映工业品价格,细化到各行业的价格水平,对企业盈利,投资具有一定的影响。而纵观近 5 年 PPI 单月变动的趋势,我们可以发现如下 3 点规律:规律 1: 上半年 PPI 增速明显低于下半年。规律 2: 全年四季度中第四季度 PPI 增速最快。规律 3: 从统计角度来看第 10 月和 11 月是 PPI 增速最快的两个月份,预计与冬季限产,能源价格回升相关。

展眼 2018 年 PPI 的情况:从全年均值来看 PPI 也处于近 10 年的相对高位,但要低于 2017 年的水平。从趋势上看,PPI 也呈现先升后降的趋势,特别是 4 季度下

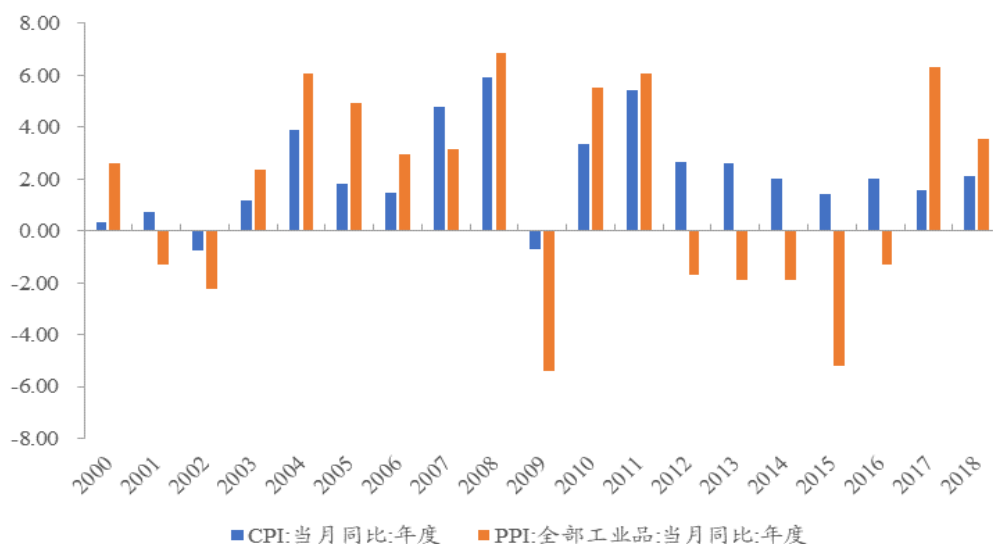
降的幅度极大，12月更是环比下行1.8个百分点，收于0.9%。特别值得关注：PPI下行的主要原因可以归纳为三点：第一、去年基数较高，PPI同比有下行压力。第二、原油及大宗价格下半年大幅下行，PPI受其拖累有所下行。第三、下游需求疲敝是行业价格下行的主要因素。

表 2: 近五年 PPI 的月度变动趋势 (单位: %)

年份	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
2014	-1.64	-2.00	-2.30	-2.00	-1.45	-1.11	-0.87	-1.20	-1.80	-2.24	-2.69	-3.32
2015	-4.32	-4.80	-4.56	-4.57	-4.61	-4.81	-5.37	-5.92	-5.95	-5.90	-5.90	-5.90
2016	-5.30	-4.90	-4.30	-3.40	-2.80	-2.60	-1.70	-0.80	0.10	1.20	3.30	5.50
2017	6.90	7.80	7.60	6.40	5.50	5.50	5.50	6.30	6.90	6.90	5.80	4.90
2018	4.30	3.70	3.10	3.40	4.10	4.70	4.60	4.10	3.60	3.30	2.70	0.90
平均值	-0.01	-0.04	-0.09	-0.04	0.15	0.34	0.43	0.49	0.57	0.65	0.64	0.42

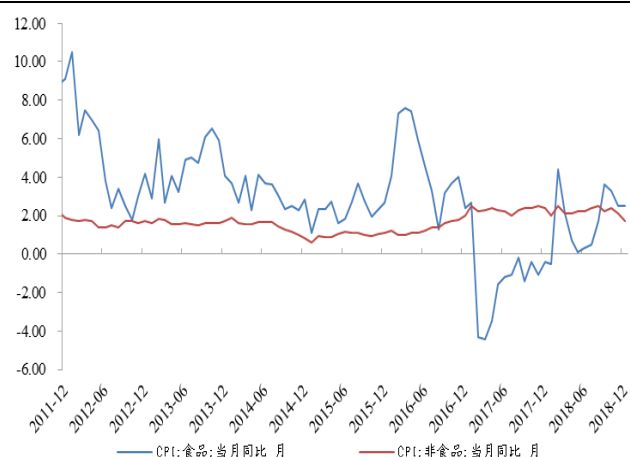
数据来源: 东北证券, Wind

图 1: CPI 与 PPI 的年度均值 (单位: %)



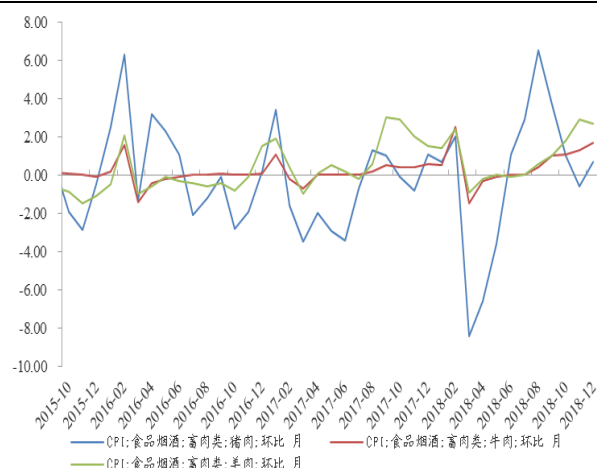
数据来源: 东北证券, Wind

图 2:食品项与非食品项同比比较 (单位: %)



数据来源: 东北证券, Wind

图 3:猪肉环比上行 (单位: %)



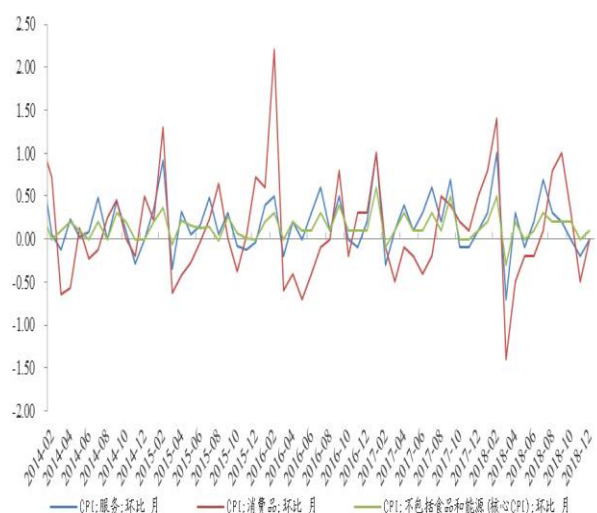
数据来源: 东北证券, Wind

图 4:非食品价格各月环比涨幅年度对比 (单位: %)



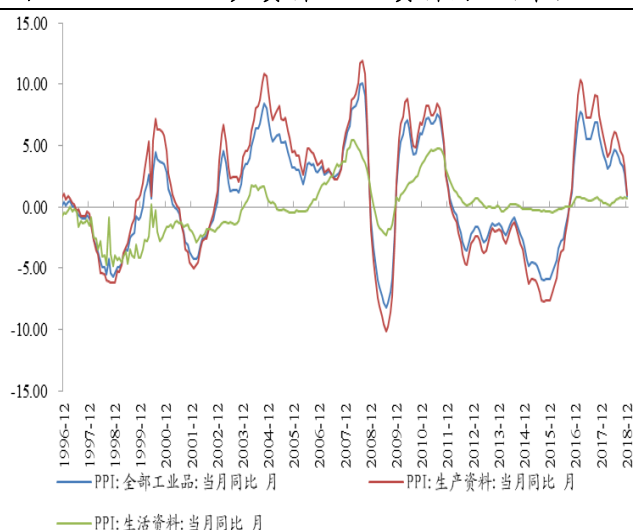
数据来源: 东北证券, Wind

图 5: 核心 CPI、消费品、服务环比变动 (单位: %)



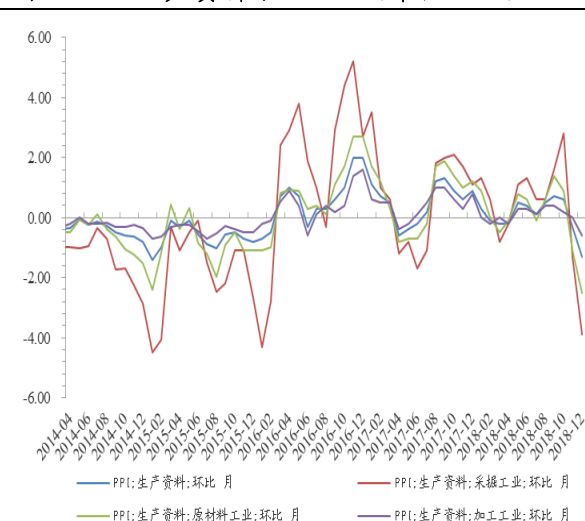
数据来源: 东北证券, Wind

图 6: PPI、PPI 生产资料、生活资料同比(单位: %)



数据来源: 东北证券, Wind

图 7: PPI 生产资料分项环比(单位: %)



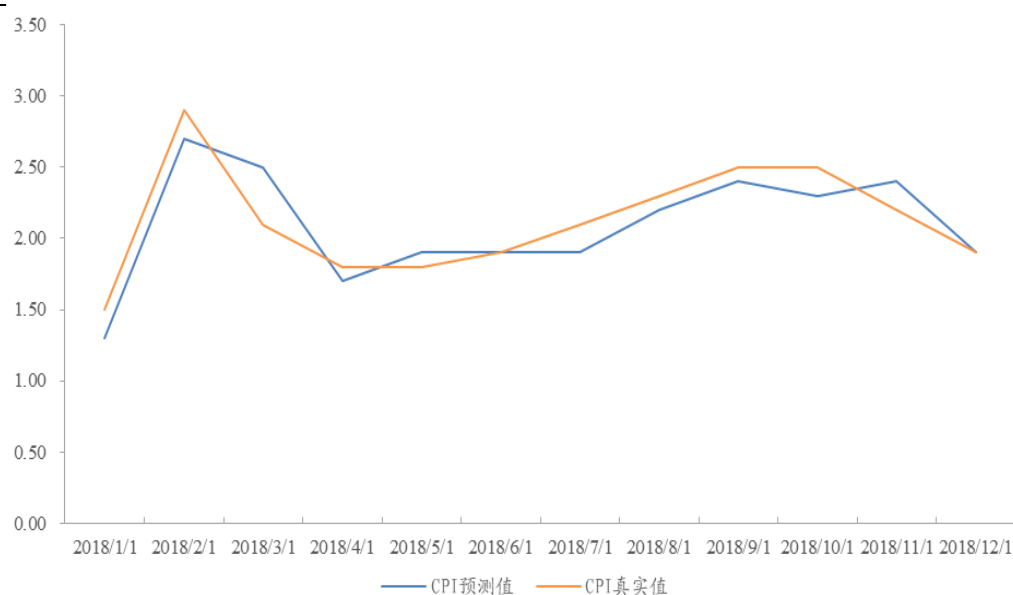
数据来源: 东北证券, Wind

2. 2018 年 CPI、PPI 预测与实际值对比分析

2018 年 CPI 的预测方面, 我们的预判与实际值整体趋势相同 (预测值为我们每月数据前瞻公布的值)。相对比来看, 2018 年的 10、11 月与真实值之间有些许差异。10 月数据差异在于第一: 食品项中鲜果、鲜菜和蛋类同比涨幅较大, 分别对 CPI 同比贡献 0.18、0.25 和 0.05 个百分点。第二、非食品项中衣着以及交通燃料同比涨幅较大, 预计与冬季服装换季与原油价格回升等因素相关, 10 月非食品项上行为 10 月同比维持不变的主因。11 月数据差异在于, 统计局公布 CPI 食品以及非食品的同比, 以及各自对 CPI 同比变动的影响。与 10 月相比, 11 月 CPI 同比较 10 月下行 0.37 个百分点 (以食品+非食品口径测速按 10 月 CPI 同比 2.54%, 11 月应为 2.17%), 食品项拖累了 0.15 个百分点, 非食品项拖累了 0.22 个百分点。从分项上来看, 鲜菜和蛋类增速有所收窄, 猪肉、食用油价格同比保持负值, 分别为 -1.1% 与 -0.6%。非食品项中, 受原油价格下行影响, 交通工具用燃料和水电燃料分别下行 9.4 和 0.6 个百分点, 为 11 月 CPI 下行的主因之一。

而 PPI 方面, 我们的预测与实际值之间相对更为接近。主要是 6、7 月的水平差异相对较大。具体来看: 6 月 PPI 同比增速的上行主要系以下几点原因所致: 一是去年同期基数较低; 二是虽然 6 月原油价格回落, 但仍处于相对较高水平, 给石油相关的分项价格提供支撑, 具体来说: 6 月石油和天然气开采业同比增加 32.7%; 石油加工、炼焦及核燃料加工业同比增加 19.9%。而 7 月 PPI 的同比增速虽然较 6 月有所下行, 但仍保持相对高位: 其主要原因有二: 第一是国常会以及政治局会议提出稳经济, 扩内需, 补短板等政策, 原油价格仍保持相对高位, 对 PPI 形成相对支撑。第二、7 月 CPI 价格回升, 支撑 PPI 生活分项的增长, 对 PPI 也形成支撑。

图 8: 2018 年 CPI 真实值与预测值 (单位: %)



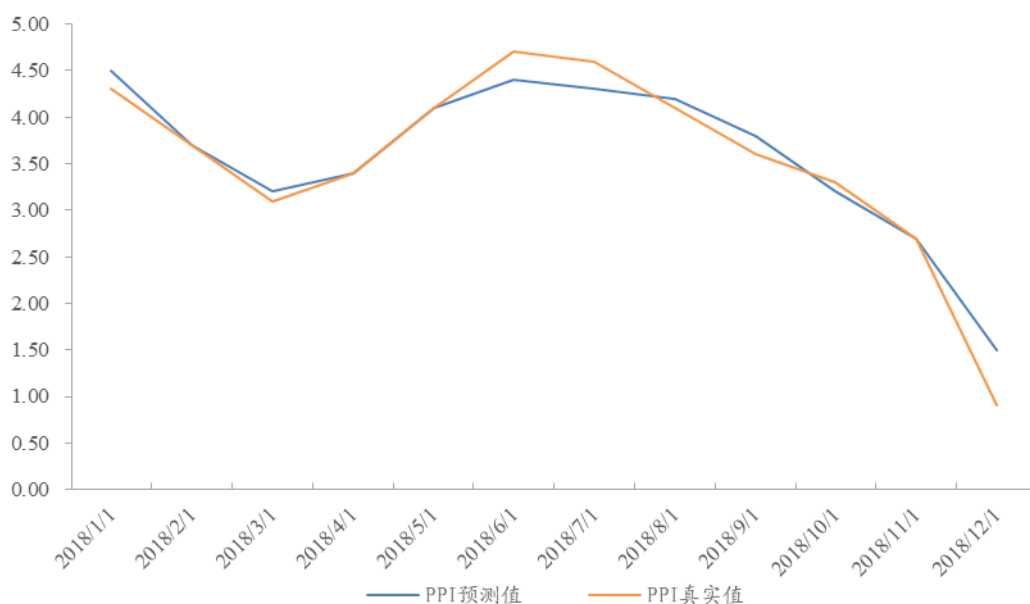
数据来源: 东北证券, Wind

表 3: 2018 年 CPI 预测偏差原因分析 (单位: %)

指标名称 频率 (月)	CPI 同比, %		预测偏差原因
	预测值	真实值	
2018 年 1 月	1.30	1.50	方向相同, 但预测偏低: 核心是过于低估春节错峰影响
2018 年 2 月	2.7	2.90	方向相同, 预测偏低, 与一月相同对春节错峰因素估计不足
2018 年 3 月	2.5	2.10	方向相同, 预测偏高: 猪肉价格超预期下行
2018 年 4 月	1.7	1.80	较准确
2018 年 5 月	1.9	1.80	较准确
2018 年 6 月	1.9	1.90	准确
2018 年 7 月	1.9	2.10	预测偏低: 低估了油价回暖力度以及旅游分项的贡献
2018 年 8 月	2.2	2.30	较准确
2018 年 9 月	2.4	2.50	较准确
2018 年 10 月	2.30	2.50	预测偏低: 食品项价格回升力度角度 (季节因素) 以及原油和服装回暖力度估计不足
2018 年 11 月	2.40	2.20	预测偏高: 原油价格下行较大, 猪价下行因素
2018 年 12 月	1.90	1.90	准确

数据来源: 东北证券, Wind

图 9: 2018 年 PPI 的真实值与预测值 (单位: %)



数据来源: 东北证券, Wind

表 4: 2018 年 PPI 预测偏差的分析 (单位: %)

指标名称 频率 (月)	PPI 同比, %		预测偏差原因
	预测值	真实值	
2018 年 1 月	4.50	4.30	方向相同, 预测偏高, 对基数效应估计不足
2018 年 2 月	3.7	3.70	准确
2018 年 3 月	3.2	3.10	较准确
2018 年 4 月	3.4	3.40	准确
2018 年 5 月	4.1	4.10	准确
2018 年 6 月	4.4	4.70	方向相同, 预测偏低, 低基数考虑不足以及对原油价格下行估计不充分
2018 年 7 月	4.3	4.60	方向相同, 预测偏低, 对基数效应估计不足以及对原油价格下行估计不充分, 同时国常会以及政治局会议提出稳经济, 扩内需, 补短板等政策
2018 年 8 月	4.2	4.10	较准确
2018 年 9 月	3.8	3.60	方向相同, 预测偏高, 基数效应考虑不足, 同时下游需求疲敝程度超出预期
2018 年 10 月	3.20	3.30	较准确
2018 年 11 月	2.70	2.70	准确
2018 年 12 月	1.50	0.90	方向相同, 但预测偏高, PPI 断崖式下行超出预期, 主要系需求疲敝以及原油价格下行超出预期所致

数据来源: 东北证券, Wind

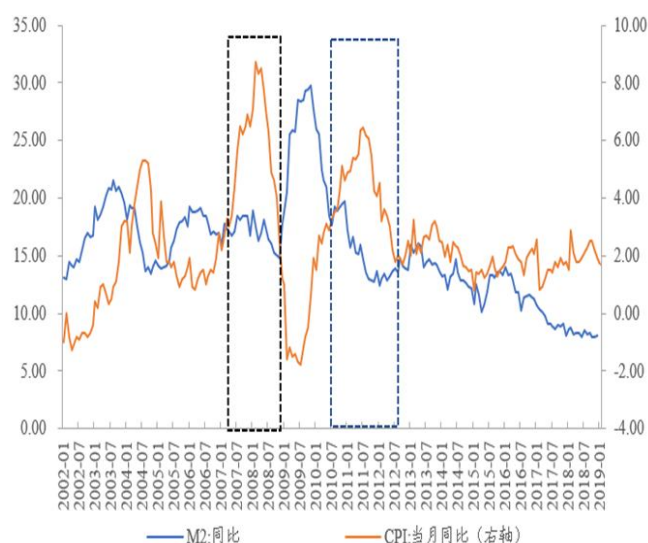
3. 2019 年 CPI、PPI 的全年预测

对 2019 年 CPI 进行分析: CPI 食品项为主要引导分项, 其中猪肉价格为食品项中主要波动项, 猪肉价格与 CPI 整体变动趋势相一致。受非洲猪瘟的影响, 能繁母猪数大幅减少表明猪肉去库存有所加快, 预计明年 4-5 月能繁母猪数达到低位, 进而促使猪肉价格周期缩短, 预计明年 4、5 月为猪价的高点, 预计整体的通胀水平也在 2019 年 4、5 月达到峰值点。根据拟合的数值显示, 2019 年 CPI 于 4 月达到峰

值 2.29%，之后开始回落，印证定性判断。

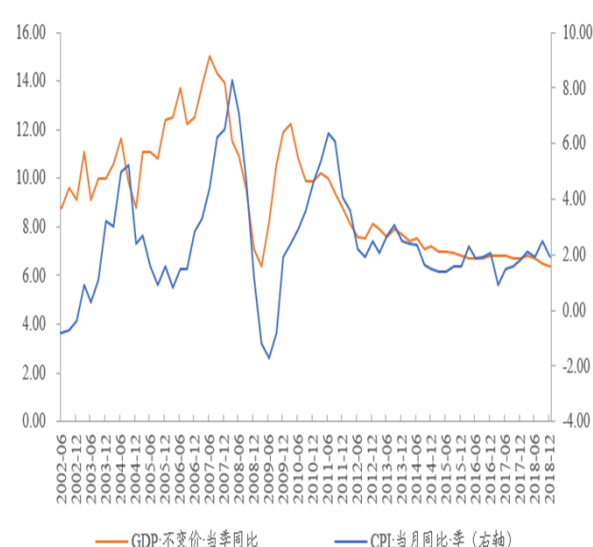
其次对 PPI 进行预测判断：油价系影响 PPI 的主要因素，也是 2019 年对 PPI 影响最大的风险点。对原油价格判断：（1）需求疲弱（全球经济下行以及原油需求减弱）；（2）库存处于高位，美国 2019 年高产量；综合分析，我们预判：2019 年布油价格位于 45-55 美元/桶，WTI 的变动区间：40-50 美元/桶。分析油价对 PPI 的影响，通过计算 2019 年翘尾效应与新涨价因素拟合测算 2019 年 PPI 全年的水平。根据预测显示，明年 PPI 波动区间位于-0.5-1.20 之间，先降后升。

图 10: M2 对 CPI 有先导作用，今年 M2 较低（单位：%）



数据来源：东北证券，Wind

图 11: CPI 高企同时 GDP 也高企，今年 GDP 不及去年（单位：%）



数据来源：东北证券，Wind

图 12: 猪肉价格波动决定 CPI 走势（单位：%）

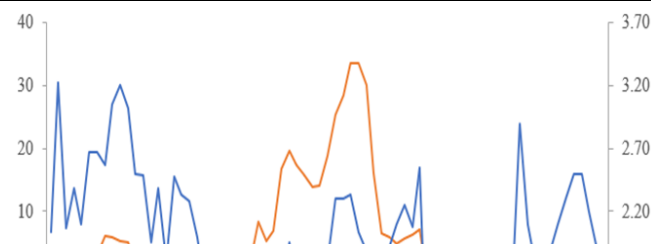
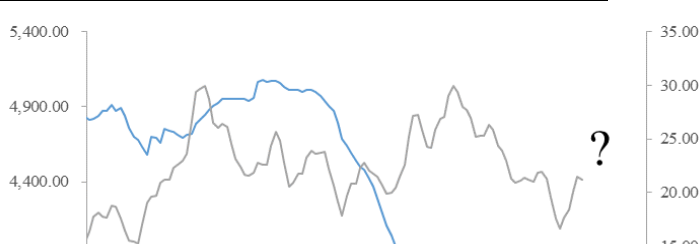


图 13: 猪肉价格与能繁母猪数关系（单位：%）



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_13923

