

国开证券  
CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

## CPI 或见顶 PPI 仍低迷

—2月物价数据点评

2020年3月10日

### 分析师:

杜征征

执业证书编号: S1380511090001

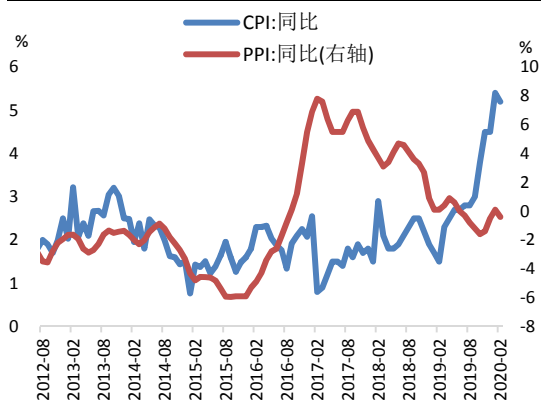
联系电话: 010-88300843

邮箱: duzhengzheng@gkzq.com.cn

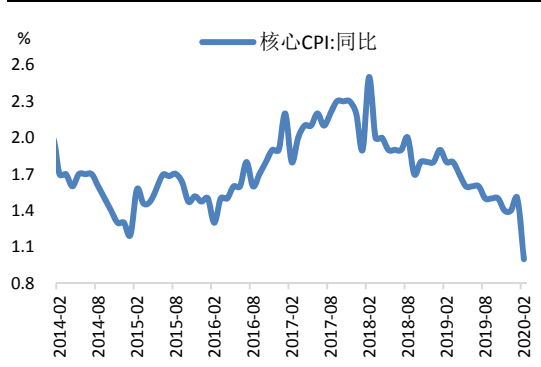
### 内容提要:

2月CPI同比上涨5.2%，预期4.9%，前值5.4%；PPI同比回落0.4%，预期回落0.3%，前值上涨0.1%。

### CPI与PPI



### 核心CPI



### 相关报告

- 《结构性通胀何去何从？—2020年通胀形势展望》
- 《识时知务 静待花开—2020年国内宏观经济展望》

CPI 高于市场预期，食品与非食品表现迥异。从环比看，食品类超季节性上涨，非食品类逆季节性下跌。一方面，猪肉等肉类价格上涨持续推动食品价格；另一方面，疫情影响食品的生产与运输，叠加居民囤货需求上升，从而支撑食品类价格处于高位。肉类价格同比持续大涨叠加新冠疫情因素是拉动近期食品价格同比超预期增长的主要因素，但剔除畜肉类的CPI仅为1.3%，核心CPI(1.0%)更是创下有统计数据以来最低，需求不振的情况仍然较为明显。未来猪肉价格即使还有环比上涨空间，但同比走势或以平稳回落为主，对CPI的拉动作用边际弱化。结构性通胀还会持续一段时间，但在短期(疫情)以及中期(猪肉供需缺口)冲击过去后，CPI回落(1-3季度或分别为5%+、4%+、3%+)较为明确，尤其是4季度或加速回落至2%以内。若油价持续低迷，下半年PPI仍然低位徘徊，叠加CPI高位回落，两者分化趋于收窄。

PPI 低于市场预期。2月石油相关行业价格大幅波动，是PPI同比由涨转降的主要原因。同时，2月下旬至3月上旬，意大利等多个国家新增患者大幅增加，对经济与制造业复苏影响仍有待观察。在全球财政刺激和货币政策进一步宽松落地前，大宗商品或持续低迷。此外，3月上旬油价大跌，压制PPI的回升，未来几个月需关注OPEC与俄罗斯的表态。综合而言，短期PPI仍将维持低迷状态，全年或在0左右，呈V型走势。

**风险提示:** 供给侧改革调整力度加大，央行超预期调控，贸易摩擦升温，猪肉与原油价格超预期上涨，经济下行压力增大，国内外疫情超预期变化风险，海外黑天鹅事件等。

**事件：**国家统计局3月10日公布的数据显示，2月CPI同比上涨5.2%，预期4.9%，前值5.4%；PPI同比回落0.4%，预期回落0.3%，前值上涨0.1%。

**点评：**CPI与PPI的分化进一步加大，短期CPI强与PPI弱的格局仍将持续。CPI超预期主要是因为猪肉价格持续上涨以及受新冠疫情影响，但除畜肉类外的CPI以及核心CPI较为低迷，短期（疫情）以及中期（猪肉供需缺口）冲击过去后，CPI回落（1-3季度或分别为5%+、4%+、3%+）较为明确，尤其是4季度或加速回落至2%以内。若油价持续低迷，下半年PPI仍然低位徘徊，叠加CPI高位回落，两者分化趋于收窄。

## 1、CPI高于预期

**2月CPI高于市场预期，食品与非食品表现迥异。**从环比看，食品类超季节性上涨，非食品类逆季节性下跌。从同比看，食品烟酒类价格上涨16%（1月为15.2%），影响CPI4.84个百分点（贡献率93.1%），畜肉类价格上涨87.6%，影响CPI上涨约3.85个百分点，其中猪肉价格上涨135.2%，影响CPI上涨约3.19个百分点；鲜菜价格上涨10.9%，影响CPI上涨约0.33个百分点；蛋类价格上涨1.0%，影响CPI上涨约0.01个百分点；鲜果价格下降5.6%，影响CPI下降约0.11个百分点。在5.2%的同比涨幅中，翘尾因素和新涨价因素分别为2.9、2.3个百分点，后者较1月扩大0.9个百分点。

**食品价格环比表现超季节性，除肉类大涨外其他涨跌互现。**2月食品价格环比上涨4.3%，不仅强于2011-2019年同期均值（2.6%），更是大幅强于可比（春节在1月）的2012年（-0.3%）、2017年（-0.6%），超季节性特征十分明显。一方面，猪肉等肉类价格上涨持续推动食品价格；另一方面，疫情影响食品的生产与运输，叠加居民囤货需求上升，部分地区出现抢购方便面、肉制品和速冻食品等易储食品现象，甚至波及到其他食品，从而支撑食品类价格处于高位。

**肉类价格持续上涨。**其中，2月猪肉价格环比上涨9.3%，强于2011-2019年年均值（0.4%），为近4个月最大涨幅；同比上涨135.2%，较1月扩大19.2个百分点，再创历史新高，拉动CPI3.19个百分点，较1月扩大0.43个百分点。肉禽及其制品环比上涨7.1%（1月为6.1%），同比上涨87.6%（1月为76.7%）。未来猪肉价格同比涨幅有望缓和，一是能繁母猪存栏数已经连续4个月环比增长，供给有所恢复；二是2019年3月起猪肉价格持续上升，基数走高有利于拉低同比涨幅；三是国内除湖北外疫

情基本控制，若后期不再反复，前期因疫情走高的猪肉价格有望稳定；四是2月底以来的猪肉价格涨幅放缓，外三元生猪价格回落至1月底水平。短期而言，供给即使恢复但供需仍然是紧平衡，一般而言存栏数实质走稳后6个月会见到供给较为明显的增加，而疫情或延缓了这一进程。此外，2019年下半年进口猪肉占同期国内猪肉产量的6.6%（常规时间为3-5%），疫情对猪肉进口存在一定影响。综合来看，猪肉价格即使还有环比上涨空间，但同比走势或以平稳回落为主，对CPI的拉动作用边际弱化。

**鲜果价格连续3个月环比上涨但幅度弱于季节性。**2月鲜果价格环比上涨4.8%，弱于2011-2019年均值（上涨6.3%）；1-2月累计环比上涨10.3%，亦弱于历年均值（11.6%）；同比回落5.6%，连续5个月下跌。

**鲜菜价格短期涨幅稍强于季节性规律。**2月鲜菜价格环比上涨9.5%，弱于2011-2019年均值（10.8%），但新冠疫情导致1-2月累计上涨24.8%，强于历年均值（21.7%）；同比上涨10.9%，较1月回落6.2个百分点。

**非食品价格仍然较弱。**2月非食品价格环比下跌0.2%，弱于2011-2019年均值（0.2%），亦弱于可比的2012年（持平）、2017年（-0.1%）。分项数据1涨1平5降，其中医疗保健价格上涨0.1%；教育文化和娱乐价格持平；交通和通信、衣着、其他用品和服务价格分别下降1.5%、0.3%和0.2%，居住、生活用品及服务价格均下降0.1%。

**核心CPI再创低位。**2月除去食品与能源的核心CPI同比上涨1.0%，创2013年1月有数据以来最低，其中新冠疫情部分抑制了需求；环比回落0.10%，弱于2013-2019年均值（0.24%）。

综上，肉类价格同比持续大涨叠加新冠疫情因素是拉动近期食品价格同比超预期的主要因素，但剔除畜肉类的CPI仅为1.3%，核心CPI（1.0%）更是创下有统计数据以来最低，需求不振的情况仍然较为明显。当前结构性通胀（CPI强与PPI弱、食品强与非食品弱、肉类强与其他食品弱）持续，但在短期（疫情）以及中期（猪肉供需缺口）冲击过去后，CPI回落（1-3季度或分别为5%+、4%+、3%+）较为明确，尤其是4季度或加速回落至2%以内。若油价持续低迷，下半年PPI仍然低位徘徊，叠加CPI高位回落，两者分化趋于收窄。初步预计3月CPI或同比上涨4.7%。

## 2、PPI低迷

**PPI低于市场预期。**2月PPI环比回落0.5%，弱于2011-2019年均值（0.1%）；同比回落0.5%，稍低于市场预期（-0.3%）。PPIRM环比回落

0.3%，同比回落 0.5%。在 0.4% 的同比降幅中，翘尾因素约为 0.1 个百分点，新涨价因素约为 -0.5 个百分点，后者跌幅较前值扩大 0.5 个百分点。

统计局的数据还显示，2 月生产资料价格环比下降 0.7%，生活资料价格环比持平。主要行业中，医药制造业价格略有上涨，煤炭、钢材和有色金属价格稳中有降，石油相关行业价格大幅度波动。2 月国际原油市场受到较大冲击，价格大幅度下降，影响国内石油及相关行业价格环比由涨转降。其中，石油和天然气开采业价格由上月上涨 4.3% 转为下降 11.0%，石油、煤炭及其他燃料加工业价格由上涨 1.8% 转为下降 4.4%，下游的化学原料和化学制品制造、化学纤维制造、橡胶和塑料制品制造等行业价格均出现不同程度下降。从同比看，上述行业价格也都有所下降，降幅在 0.4-10.7%，合计影响 PPI 下降约 0.44 个百分点，是 PPI 同比由涨转降的主要原因。

**大宗商品价格同比跌幅扩大。**2 月 CRB 指数均值环比回落 5.9%，同比回落 6.0%（1 月为上涨 1.5%）；Brent 原油价格均值环比回落 12.9%，同比回落 13.9%（1 月为上涨 5.7%）。1-2 月新冠疫情主要是在国内爆发，海外并未受到明显影响，但 2 月下旬至 3 月上旬，意大利等多个国家新增患者大幅增加，对经济与制造业复苏影响仍有待观察。在全球财政刺激和货币政策进一步宽松落地前，大宗商品或持续低迷。此外，3 月 6 日、9 日油价连续大跌，压制 PPI 的回升，未来几个月需关注 OPEC 与俄罗斯的表态，对原油价格及 PPI 的走势较为重要。

从国内中观高频数据看，节后复工与生产指标持续回升，需求有所恢复但仍然较弱。其中，六大发电集团日均耗煤量环比持续回升，虽然 3 月上旬较 2019 年同期回落 27.8%，但较 2 月下旬环比回升 15.2%；3 月上旬高炉开工率同环比增速均回升，为春节后首次。此外，由于下游需求较弱，钢铁库存持续回升，3 月上旬较 2019 年同期上升 49.2%，绝对量与增速均为历史新高，后期即使基建投资适度加量提速，恐仍需要时间

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\\_6588](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_6588)

