

通胀无需过度担忧，工业品通缩压力或加剧

摘要

今日公布的通胀数据显示通胀水平依然保持在高位。如果我们剔除春节错位因素的扰动，2月CPI将回升至5.8%的高位。虽然2月通胀继续处于高位，但无需过度担忧。疫情导致交通运输管制和人力短缺使得物流成本上升，叠加复工复产受阻，导致食品供给受限，这使得食品价格在春节后并未出现明显的季节性回落，成为支撑CPI下行缓慢的主要原因。但从高频数据来看，3月食品价格已经开始回落，疫情冲击开始消减；另外，油价下行也拖累了非食品CPI；同时伴随猪肉价格基数的抬升，通胀将逐步下行，无需过度担忧。而PPI则再次回落至负区间，一方面是因为疫情导致房地产、基建和出口代表的终端需求承压，大宗商品库存被动累计，并进而拉低了商品价格。另一方面，原油价格明显回落也对PPI构成拖累。复工复产迟缓和石油减产协议未能达成，这将加大3月PPI的通缩压力。

对于债市来说，由于当前的国债利率已经充分反应了经济明显下行，流动性大幅宽松和通胀下行的预期，因而利率中枢水平较目前状况进一步下行，需要更强的经济悲观预期或更强的流动性宽松预期，这存在一定困难。

风险提示：经济放缓超预期。

西南证券研究发展中心

分析师：杨业伟
执业证号：S1250517050001
电话：010-57631229
邮箱：yyw@swsc.com.cn

分析师：张伟
执业证号：S1250519060003
电话：010-57758579
邮箱：zhwhg@swsc.com.cn

相关研究

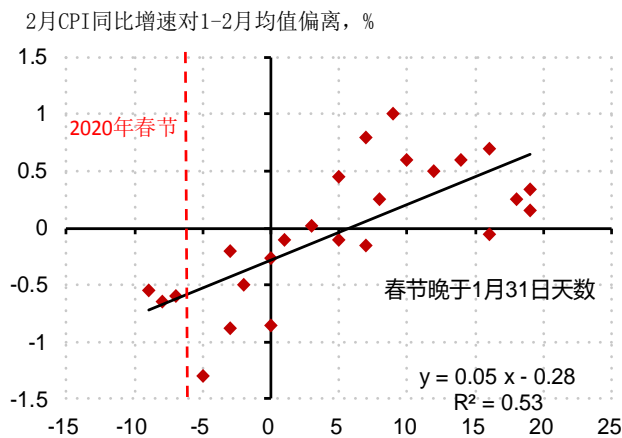
1. 外需放缓且前景堪忧，经济更为依赖内需 (2020-03-07)
2. 当前经济的症结：复工复产 or 宏观政策——月度经济预测 (2020-03-06)
3. 联储吹响了全球央行加码宽松的“号角” (2020-03-04)
4. 疫情冲击海外资本市场，这次与之前或不一样 (2020-03-02)
5. 2月已成事实，3月能否快速回升是关键 (2020-02-29)
6. 资金的盛宴，谁会撤走酒杯？ (2020-02-25)
7. 从两次政治局会议对比看政策方向 (2020-02-23)
8. 关于一月金融数据的四个问题 (2020-02-21)
9. 降低成本，定向宽松——2019年4季度《货币政策执行报告》解读 (2020-02-21)
10. 完成全年经济目标，需要多高的基建增速？ (2020-02-18)

1 春节错位和疫情对 2 月通胀数据影响几何

2 月 CPI 同比 5.2%，较 1 月小幅下行 0.2 个百分点，高于市场预期。2 月的通胀数据既有疫情的影响，也受春节错位的扰动，接下来我们将重点分析。

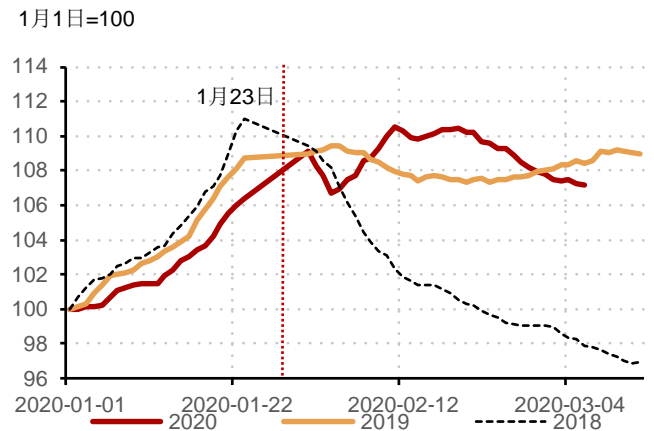
春节错位拉低了 2 月 CPI 0.6 个百分点左右。首先我们将测算春节错位对 2 月通胀的影响，我们通过经验数据来剔除春节因素影响，主要思路是通过经验数据回归得到春节位置与对 2 月 CPI 影响的相关关系。我们用 1995 年以来历年春节晚于 1 月 31 日天数，对 2 月 CPI 同比增速相对于 1-2 月均值的偏离值进行回归。结果显示，今年春节早于 1 月 31 日 6 天，这将拉低 2 月 CPI 约 0.6 个百分点，因而剔除春季因素后的 CPI 同比增速为 5.8%。

图 1：春节错位拉低了 2 月 CPI 0.6 个百分点左右



数据来源：wind、西南证券整理

图 2：疫情导致食品价格并未在春节后季节性回落而是保持平稳

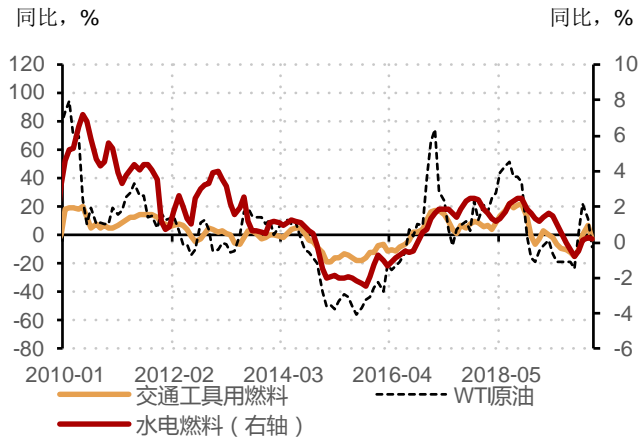


数据来源：wind、西南证券整理

疫情冲击下食品价格并未在春节后季节性回落，从而支撑通胀暂时保持高位。2 月食品环比增长 4.3%，较 1 月仅小幅下行 0.1 个百分点，这比往年春节后的食品价格的季节性回落幅度要小。跟 20 年春节日期接近的 01 年、09 年和 12 年，其 2 月食品价格环比增速分别较 1 月回落 0.7、2.5 以及 2.9 个百分点。20 年春节后食品价格保持平稳主要是受疫情的影响，疫情带来的交通运输管制和人力短缺使得物流成本上升，并且开工复产也使得部分食品供给受限，这些供给因素推高了食品价格。而疫情期间居民出现的囤货行为，也一定程度推升了食品价格。

疫情对非食品价格总体有抑制作用。疫情期间居民外出受阻，旅游项环比 0%，较前值回落 8.6 个百分点。春装上市延缓，使得服装价格环比下降 0.3%。而原油价格回落，导致工业消费品价格总体承压，交通工具用燃料以及水电燃料项环比较上月分别下行 8.3 和 0.4 个百分点至 -5.6% 和 -0.1%。疫情造成经济景气度承压，就业压力上升，并拉低了服务价格，CPI 服务项环比 -0.2% 较前值回落了 1.8 个百分点。虽然在疫情期间，相关医疗产品和服务的需求增加，但对价格的拉动依然温和，2 月医疗保健项环比 0.1%，较 1 月回落了 0.5 个百分点。

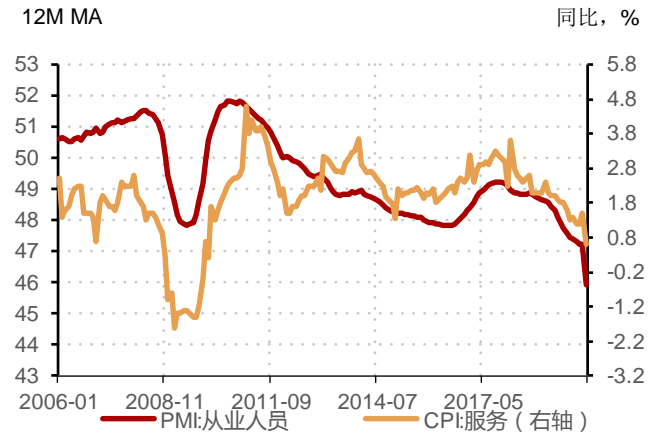
图 3：原油价格下行拖累非食品消费品价格



数据来源：wind、西南证券整理

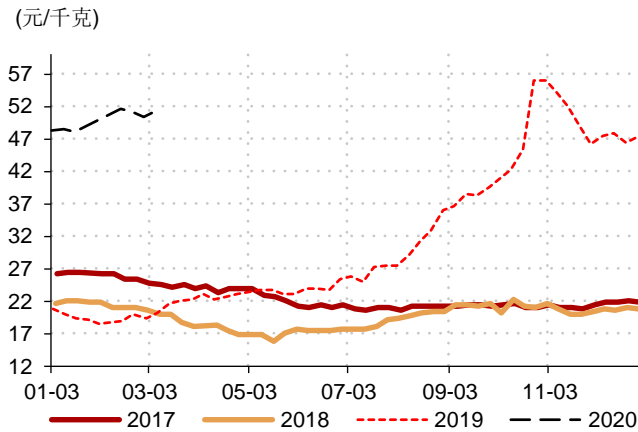
疫情对通胀的扰动有限，通胀将保持下行走势，无需担忧。当前国内的疫情已经基本得到控制，全国除湖北的疫情防控接近收官，疫情对CPI各分项的扰动力度和时间均难以持续。因而由于运输受阻和抢购物资带来的食品价格回升将是短暂的。高频数据显示，3月以来的农产品批发价格指数环比增速在加速下行。相反，更需要担心的是疫情导致总需求承压，经济下行压力加大，从而对非食品消费品和服务项造成更大的下行压力。伴随着猪肉价格高基数效应的显现，下半年通胀将回落的更快。

图 4：疫情导致经济承压就业压力上升并拉低服务项价格



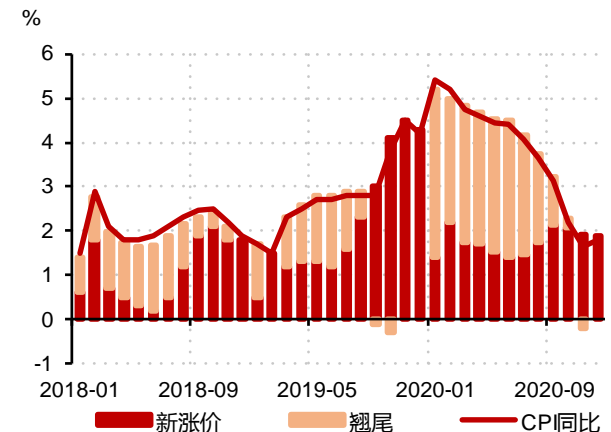
数据来源：wind、西南证券整理

图 5：22 省市猪肉价格保持平稳



数据来源：wind、西南证券整理

图 6：疫情对通胀的扰动有限，通胀将保持下行走势

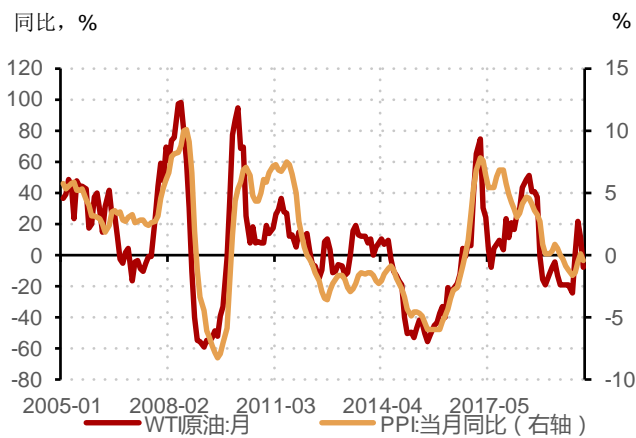


数据来源：wind、西南证券整理

2 油价下行将加大工业品价格通缩压力

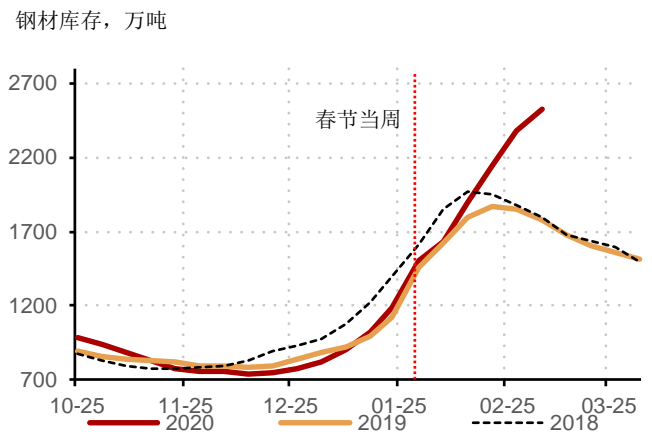
PPI 同比再次落入通缩区间。2月 PPI 同比-0.4%，较前值回落 0.5 个百分点，低于市场预期。2月 PPI 环比-0.5%，也出现较明显的下行。PPI 环比回落，一方面是因为疫情导致房地产、基建和出口代表的终端需求承压，大宗商品库存被动累计，并进而拉低了商品价格。1-2月美元价衡量出口同比增速下跌 17.2%，增速较去乃 12月放缓 24.9 个百分点。而 2月以来地产销售明显回落，平均只有去年同期的 5 成左右，房地产销售承压也将带动地产投资下行。基建投资则受制于复工延迟，短期内也难以明显发力，这从水泥价格稳中趋降也能够看出来。终端需求走弱，带来库存被动累计，截止 3月 6日当周，春节对齐后的钢铁库存量同比回升了 42%，螺纹钢价格则承压下行。

图 7：原油价格回落对 PPI 构成拖累



数据来源：wind、西南证券整理

图 8：钢铁库存被动累计

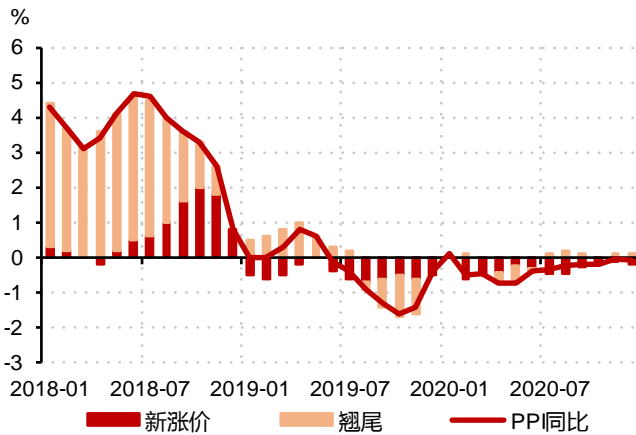


数据来源：wind、西南证券整理

另一方面，原油价格回落也对 PPI 构成拖累。新冠疫情在 2月下旬逐步在海外扩散，这也给全球经济增长蒙上了阴影，全球风险偏好提升，风险资产和商品价格回落。2月 WTI 原油价格环比回落了 12.1%，原油价格回落也带动 PPI 中和原油相关的项目价格下行，比如石油和天然气开采业价格、石油、煤炭及其他燃料加工业价格环比分别为-11%、-4.4%，较上月分别下行了 15.3 和 6.2 个百分点。此外，化工相关产品承压下行、钢铁价格跌幅扩大也对 PPI 产生拖累。

PPI 通缩压力将加大。俄罗斯和 OPEC 关于减产的谈判出现破裂，并且揭开了新一轮原油价格战。3月以来原油价格大幅跳水，当前以及回落至 30 美元/桶附近。至少短期来看，俄罗斯和 OPEC 之间难以达成新的协议，这意味这原油价格将继续保持在较低水平。这会加大 PPI 通缩压力。而当前国内复工复产的推进还有待提高，从发电耗煤数据来推测的话，当前的真实的复产率可能为 70%左右，仍有回升的空间。需求修复情况还有待提高，叠加原油价格下行，将加大工业品价格的通缩压力。

图 9：油价下行将加大工业品通缩压力

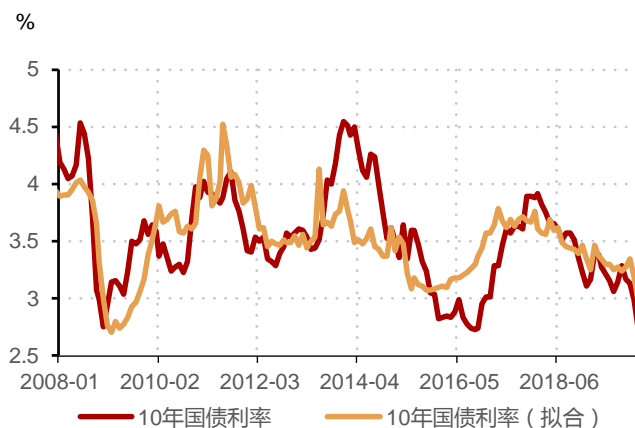


数据来源：wind、西南证券整理

3 债市利率下行空间还有多大

当前的国债利率已经较充分的反应了宏观经济基本面的悲观预期和短端利率的下降。在我们的报告《利率创新低后往下还能走多少？》中，我们选取工业增加值、非食品 CPI 与 PPI 增速同比、R007 月均水平以及 R007 月波动率来对 10 年期国债利率做拟合。从测算结果可以看出，当前的国债收益率隐含着未来工业增加值下滑 3.9 个百分点左右，PPI 与非食品 CPI 平均增速放缓至 -1.1%，R007 均值下滑至 1.6% 左右的预期。因而已经充分反应了经济大幅下滑，短端利率明显下降的预期。

图 10：10 年国债收益率拟合值和实际值



数据来源：wind、西南证券整理

利率中枢水平较目前状况进一步下行，需要更强的经济悲观预期或更强的流动性宽松预期，这存在一定困难。首先，央行无意引导流动性继续宽松，短端利率继续向下空间有限。其次，2 月经济或是低点，复工复产虽然缓慢但在逐步进行，经济在缓慢恢复，基本面在缓慢好转。而疫情冲击下工业品价格再度落入通缩，特别是油价暴跌后通缩压力上升，但债市对通胀的定价已经较为充分，这继续带动利率下行空间有限。

全球危机模式下，国债率短期内可能还有下行空间，但幅度有限，下行至2.3%有难度。全球利率继续下行，中美利差拉大有力与外资流入国内债市，但外资规模依然相对较小，恐难以成为债市的主导因素。上市银行负债成本在2.3%左右，目前国债利率与银行负债成本利差已经很薄，银行恐怕难以加大配置，这可能制约国债利率的进一步下行。

表 1：我国宏观经济指标预测

														西南预测	市场预测		
		2019-1	2019-2	2019-3	2019-4	2019-5	2019-6	2019-7	2019-8	2019-9	2019-10	2019-11	2019-12	2020-1	2020-2	2020-2F	2020-2F
CPI	同比%	1.7	1.5	2.3	2.5	2.7	2.7	2.8	2.8	3.0	3.8	4.5	4.5	5.4	5.2	5.2	4.8
PPI	同比%	0.1	0.1	0.4	0.9	0.6	0.0	-0.3	-0.8	-1.2	-1.6	-1.4	-0.5	0.1	-0.4	-0.5	-0.3
工业增加值真实增速	同比%		5.3	8.5	5.4	5.0	6.3	4.8	4.4	5.8	4.7	6.2	6.9		0.0	1.9	
固定资产投资名义增速	同比%		6.1	6.3	6.1	5.6	5.8	5.7	5.5	5.4	5.2	5.2	5.4		0.0	1.9	
消费品零售名义增速	同比%		8.2	8.7	7.2	8.6	9.8	7.6	7.5	7.8	7.2	8.0	8.0		-1.0	2.2	
新增人民币贷款	亿人民币	32300	8858	16900	10200	11800	16600	10600	12100	16900	6613	13900	11400	33400	8500	12333	
M2增速	同比%	8.4	8.0	8.6	8.5	8.5	8.5	8.1	8.2	8.4	8.4	8.2	8.7	8.4	8.4	8.5	
一年期定存	%	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	
出口名义增速(美元计价)	同比%	9.1	-20.7	14.2	-2.7	1.1	-1.3	3.3	-1.0	-3.2	-0.9	-1.1	7.6	-17.2	-5.0	-7.3	
进口名义增速(美元计价)	同比%	-1.5	-5.2	-7.6	4.0	-8.5	-7.3	-5.3	-5.6	-8.5	-6.4	0.3	16.3	-4.0	0.0	-7.8	
贸易顺差	亿美元	391.6	41.2	326.5	123.7	416.6	509.8	450.5	348.3	396.5	428.1	387.3	467.9	-70.9	237.9	339.1	
人民币兑美元汇率(月末值)	人民币/美元	6.70	6.69	6.72	6.74	6.90	6.87	6.89	7.15	7.14	7.04	7.03	6.99	6.92	6.97	7.01	
存款准备金率	%	13.5	13.5	13.5	13.5	13.5	13.5	13.5	13.5	13.0	13.0	13.0	13.0	12.5	12.5	12.5	

资料来源：CEIC，Wind，西南证券

注：市场预测为Wind调查的市场预测均值，其中汇率为即期汇率，西南预测汇率为中间价

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_6646

