

疫情下物价结构性分化加剧，通胀压力趋于减轻

——2020年2月CPI和PPI数据的点评

宏观点评

投资要点：

- **疫情下“食品涨、非食品降”结构性特征突出，猪周期是CPI持续高位的主要原因。**疫情冲击下，食品供给端受交通物流、人员管制等限制持续偏紧，但食品需求受居家囤货影响反而有所增加，导致2月食品同比涨幅继续提高，环比不降反升。其中，猪肉同比较上月提高19.2%至135.2%，贡献了CPI涨幅的61.4%；除蛋类外，其他食品价格环比均有所上涨。在非食品中，受疫情影响，非食品各分项价格均有所回落。其中交通和通信、教育文化和娱乐受到的负面冲击最大。同时，国际油价下跌的滞后效应也有所显现。
- **预计3月CPI增长5.0%左右，较2月回落0.2个百分点，一季度约增长5.2%。**一是预计3月食品价格将在季节性因素和疫情减弱的影响下由正转负；二是2月份国际油价继续下跌，且服务业需求在疫情后恢复较慢，预计3月非食品价格将继续回落；三是3月份CPI翘尾因素为3.3%，较2月提高0.4个百分点。
- **疫情冲击叠加油价下行，PPI再次转负。**受疫情影响，企业停工停产和复工延迟，工业需求减弱，是PPI回落的原因之一。另外，1月份以来国际油价持续下跌，也拉低了PPI价格。如2月各行业中石油产业链出厂价格降幅居首，是PPI的主要拖累项。同时疫情冲击下，黑色金属采选业、黑色金属冶炼及延压加工业、有色金属冶炼及延压加工业出厂价格均下降较多。
- **预计3月PPI约增长-0.5%，全年增长-0.2%左右。**一是拉长和扁平化的补库存周期将对需求提供一定的支撑，但2020年国内需求将继续减缓。二是短期看，随着国内疫情的逐步缓解，工业供需两端将加快恢复，尤其是基建需求将在政策刺激下加快释放，预计建材价格将有所上涨。三是国际原油价格的持续下跌对PPI的滞后冲击仍将延续。预计3份PPI增长-0.5%左右，2020年全年PPI增长-0.2%左右。
- **PPI和CPI剪刀差有所扩大，反映经济下行压力依然较大。**历史数据表明，PPI和CPI剪刀差与工业企业利润和名义GDP增速存在显著正相关关系。2月份剪刀差较上月扩大0.3个百分点，连续15个月为负，反映我国工业企业利润下降态势仍将延续。展望未来，我们预计未来剪刀差或将继续为负，经济下行压力较大。

伍超明

财信国际经济研究院 副院长
财信证券 首席经济学家

李沫

宏观经济研究中心 高级研究员
电话：18811575811
邮箱：limo.ye@163.com



财信宏观经济研究中心微信号

目 录

一、疫情下“食品涨、非食品降”结构性特征突出，一季度 CPI 持续高位	3
(一) 疫情下食品供需两端暂时性失衡，食品价格不降反升	3
(二) 受原油价格下跌和疫情影响，非食品同比下降较多	4
二、预计 3 月 CPI 增长 5%左右，全年前高后低，增长 3.8%左右	4
三、预计 3 月 PPI 增长-0.5%左右，全年约增长-0.2%	5
(一) 疫情冲击叠加油价下行，PPI 再次负增长	5
(二) 预计 2020 年 PPI 增长约-0.2%，3 月份增长-0.5%左右	6
四、PPI 和 CPI 剪刀差持续为负，预示经济下行压力较大.....	6

正文:

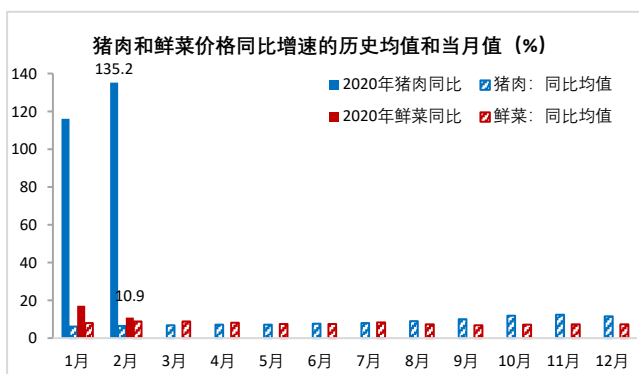
事件: 2020年2月份全国居民消费价格指数(CPI)环比增长0.8%,较上月下降0.6个百分点,同比上涨5.2%,涨幅较上月收窄0.2个百分点;工业生产者出厂价格指数(PPI)环比下降0.5%,较上月降低0.5个百分点,同比下降0.4%,较上月降低0.5个百分点。

一、疫情下“食品涨、非食品降”结构性特征突出,一季度CPI持续高位

(一) 疫情下食品供需两端暂时性失衡, 食品价格不降反升

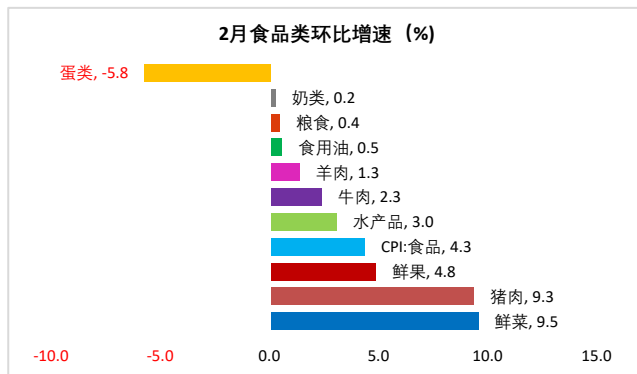
从同比看,2月食品价格上涨21.9%,较上月提高1.3个百分点,影响CPI上涨约4.45个百分点。具体看,疫情使生猪补栏周期被动延长,猪肉价格同比较上月提高19.2个百分点至135.2%,连续12个月同比上涨,影响CPI上涨约3.19个百分点;鲜菜价格上涨10.9%,较上月下降6.2个百分点,影响CPI上涨约0.33个百分点(见图1);鲜果价格下降5.6%,降幅较上月扩大0.6个百分点,连续5个月同比为负,影响CPI下降约0.11个百分点。

图 1: 2月鲜菜和猪肉价格同比增速



资料来源: WIND, 财信研究院

图 2: 2月食品类价格环比增速



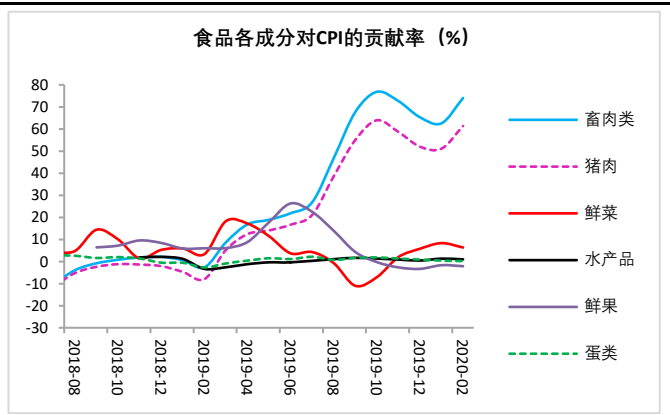
资料来源: WIND, 财信研究院

从环比看,食品价格上涨4.3%,较上月回落0.1个百分点。重要食品分项中,只有蛋类价格环比下降,其他食品均出现不同程度的上涨。其中,鲜菜和猪肉价格环比上涨幅度最高,是食品环比涨幅较高的主要贡献力量(见图2)。

春节过后食品价格不降反升,主因在于疫情使食品供需两端同时收缩,出现暂时性失衡。如受交通物流、人员管制等限制食品供给端持续偏紧,而食品需求端相对刚性,且居家囤购会增加短期需求,食品供需缺口有所扩大。

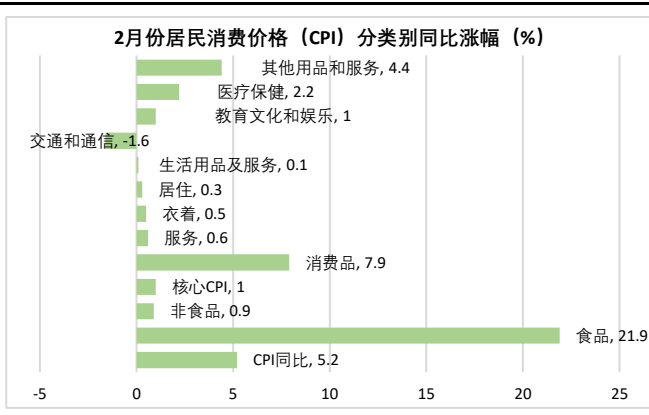
从食品各成分对CPI同比的贡献率看,2月猪肉贡献率提高较多,而其他食品贡献率都相对平稳(见图3),猪肉是2月CPI涨幅持续高位的最主要贡献力量。

图 3: 食品各成分对 CPI 贡献率



资料来源: WIND, 财信研究院

图 4: 2 月份居民消费价格 (CPI) 分类别同比涨幅 (%)



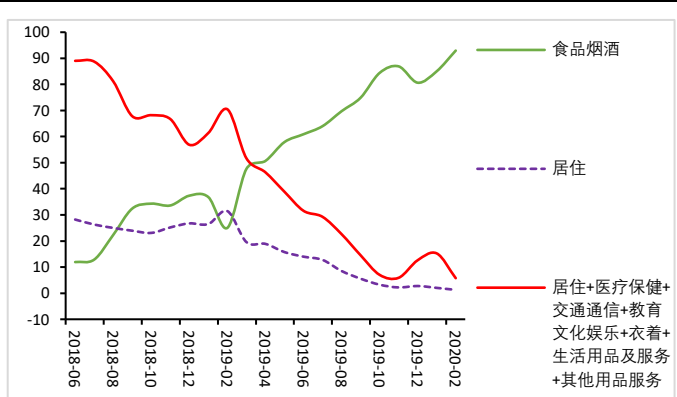
资料来源: WIND, 财信研究院

(二) 受原油价格下跌和疫情影响, 非食品同比下降较多

2 月非食品价格同比上涨 0.9%, 较上月下降 0.7 个百分点, 影响 CPI 上涨约 0.72 个百分点。其中, 医疗保健类、交通和通信、教育文化和娱乐类、居住类价格分别上涨 2.2%、-1.6%、1.0%、0.3% (见图 4), 分别较上月下降 0.1%、2.5%、1.2% 和 0.2%。受疫情防控影响, 非食品端各项价格均有所下降, 其中交通和通信、教育文化和娱乐类受到的负面冲击最大。另外, 1 月份以来国际油价持续下跌亦加剧了交通和通信项的下行压力。

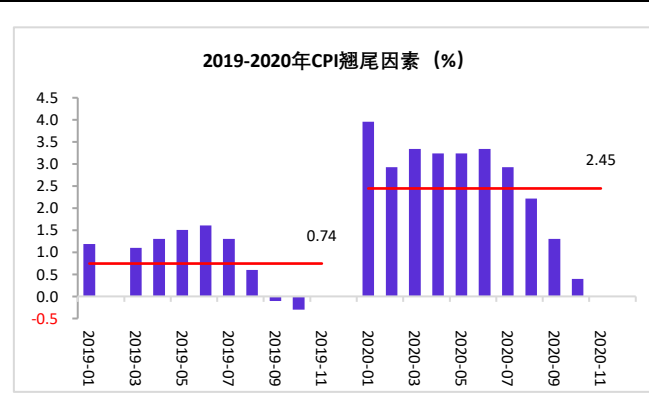
在各类食品价格轮番上涨的影响下, 2019 年服务类项目贡献率下降较快, 去年 12 月份以来受前期国际油价上涨、国家出台政策稳定猪价影响, 服务类项目贡献率有所上升。但疫情防控使“食品涨、非食品降”的 CPI 结构性特征更加明显, 非食品对 CPI 的贡献率再次回落 (见图 5)。

图 5: 服务类项目贡献率有所下降



资料来源: WIND, 财信研究院

图 6: 2020 年全年翘尾因素提高



资料来源: WIND, 财信研究院

二、预计 3 月 CPI 增长 5% 左右, 全年前高后低, 增长 3.8% 左右

预计 3 月消费者物价指数 (CPI) 增长 5.0% 左右, 较 2 月降低 0.2 个百分点。理由如下:

一是预计3月食品价格环比将由正转负。历史经验表明，3月份食品价格环比涨幅将由正转负，如历史均值将由2月的2.7%降至3月的-1.4%。根据农业部高频数据，截止到3月9日，28种重点监测蔬菜、7种重点监测水果、猪肉价格环比分别下降7.2%、0.6%、2.7%，价格都已有所下降。另外，当前国内疫情防控已经基本得到控制，交通物流逐渐恢复后食品端价格将有所回落。

二是国际油价下跌将加剧非食品的下行压力。国际油价是非食品价格短期波动的关键变量，2月份国际油价快速下降，3月国内成品油下调幅度或有所加大。同时交通运输、旅游、娱乐、住宿餐饮等消费端的恢复相对较慢，价格下行压力犹存。

三是3月份CPI的翘尾因素将提高至3.3%，较上月提高0.4个百分点（见图6）。

综合上述各方面的影响，预计3月CPI增长5.0%左右，较2月下降0.2个百分点。同时预计2020年全年CPI约增长3.8%，呈前高后低走势。

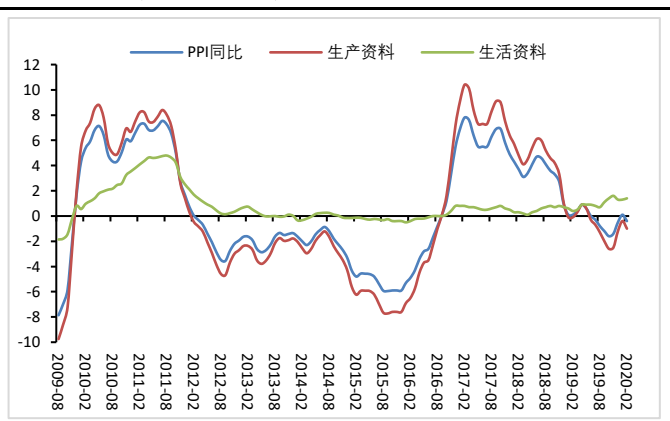
三、预计3月PPI增长-0.5%左右，全年约增长-0.2%

（一）疫情冲击叠加油价下行，PPI再次负增长

2月份，工业生产者出厂价格同比下降0.4%，较上月回落0.5个百分点，再次由正转负。其中，生产资料同比下降1.0%，降幅较上月扩大0.6个百分点，其波动与PPI基本一致，是导致PPI变化的主要原因；生活资料上涨1.4%，较上月提高0.1%（见图7）。受疫情影响，企业停工停产和复工延迟，工业需求减弱，是PPI回落的原因之一。

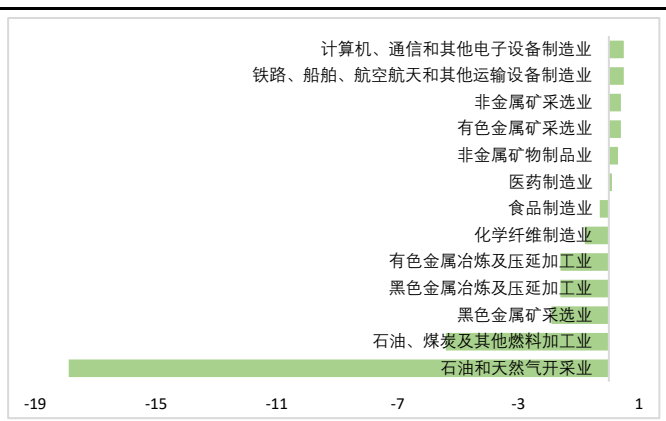
另外，1月份以来国际油价持续下跌，也拉低了PPI价格。从行业看，受1月份以来国际油价持续下跌影响，石油产业链出厂价格降幅居首，是PPI下降的主要贡献力量；同时受疫情影响，黑色、有色金属等行业价格也有所下降（见图8）。

图7：生产资料和生活资料走势出现分化



资料来源：WIND，财信研究院

图8：2月主要行业工业生产者出厂价格变动 (%)

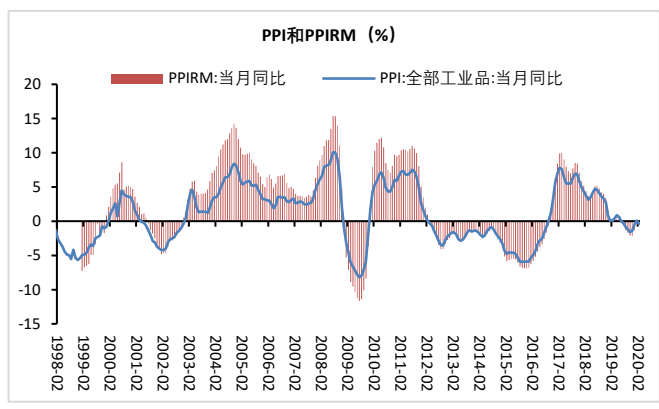


资料来源：WIND，财信研究院

从原材料购进价格（PPIRM）对PPI的影响看，前者涨跌变化直接左右后者的同向变动（见图9）。由于我国编制的PPIRM所调查的产品包括燃料动力、黑色金属、有色金属、化工、建材等九大类，调查涵盖900多个基本分类的10000多种工业产品价格，

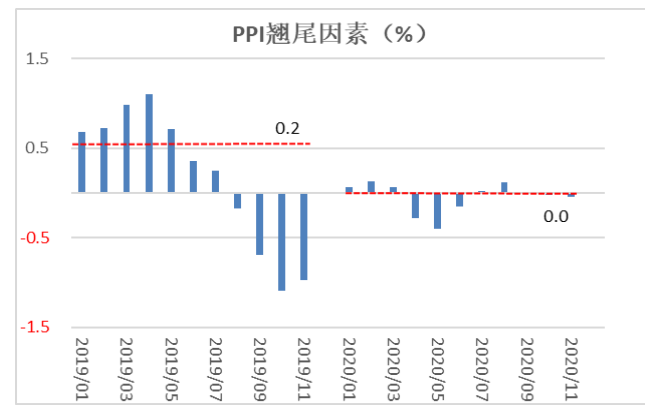
因此 PPIRM 既受人民币汇率和海外大宗商品价格 (CRB) 的影响, 也受国内需求等基本面因素的约束。但由于中国是全球大宗商品的最大需求方, 所以 PPIRM 最重要的决定因素还是中国需求。PPI 和 PPIRM 的下降态势, 实质上反映的是中国内需尤其是工业投资需求的不足。

图 9: PPI 与原材料购进价格指数 (PPIRM)



资料来源: WIND, 财信研究院

图 10: 2020 年 PPI 翘尾因素小幅下降



资料来源: WIND, 财信研究院

(二) 预计 2020 年 PPI 增长约-0.2%，3 月份增长-0.5%左右

展望 2020 年, 我们预计 PPI 增速变化平缓, 增长-0.4%左右。一是从技术层面看, 翘尾因素降低 0.2 个百分点, 从 2019 年的 0.2%降至 2020 年的 0.0% (见图 10)。二是从需求层面看, 预计国内需求整体将继续减缓, 疫情冲击下短期需求降幅将加大, 但二三季度在基建和其他需求的拉动下, PPI 存在上涨动能。三是从供给层面看, 短期供给受疫情影响承压, 但疫情结束后供给会快速增加。四是近期逆周期调节政策持续加码, 基建项目前置且放量, 疫情后持续疲弱的需求预期有所改善, 预计未来建材会迎来涨价行情。五是国际原油价格的持续下跌对 PPI 的滞后冲击仍将延续。

综合来看, 预计 3 月份 PPI 同比下降-0.5%左右, 2020 年全年约增长-0.2%。

四、PPI 和 CPI 剪刀差持续为负, 预示经济下行压力较大

CPI 和 PPI 是我国价格指标体系的核心组成部分, 其中 CPI 是居民购买生活消费品

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_6664



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn