



疫情下物价拐点推迟，长期趋势不变

——新冠疫情对物价指数影响的分析

2020年02月28日

宏观经济 深度报告

分析师	王宇鹏 电话：010-66554151 邮箱：wangyp_yjs@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480519070003
研究助理	杨城弟 电话：010-66555383 邮箱：yangchd@dxzq.net.cn	

投资摘要：

从宏观需求的角度来分析，物价的中长期趋势受产出缺口、货币供应以及股市、房价波动引起的财富效应影响，此外通货膨胀预期也是决定通胀走势的重要因素；从供给结构来看，物价指数又容易受到短期结构性供给变化的冲击，如猪瘟导致猪肉产能下降、猪价上涨；海外风险偏好变化导致国际能源、国际粮油价格波动，输入性通胀压力增大；我国当前处于经济下行期，在全要素生产率变化较小的前提下，实体经济增速下滑，货币供给保持稳定，核心CPI大规模通胀可能性较低。**新冠疫情对物价指数带来短期的、结构性的供给冲击，同时线下服务业需求、工业产品需求均因疫情管控收缩，CPI回落、PPI转正等拐点的出现推迟，但物价中长期趋势的决定因素没有发生改变。**

此次疫情对各行业需求供给产生冲击，从而影响短期价格走势：分行业来看，疫情管控下物流受限，大部分经营场所关闭，导致食品运输销售成本增加；复工延迟、复工力度较低，猪肉产能增长不及预期，2月至4月食品价格上涨压力较大；随着4月、5月全面复工，生产销售恢复，预计食品价格将快速回落；疫情对不同非食品价格波动影响不一，对线上服务、医疗保健类而言，疫情期间需求增加，价格上涨幅度较大；而对于家政服务、餐饮住宿旅游等线下服务业，疫情管控期间对人流的限制导致线下服务几乎停摆，需求大幅下滑，价格下跌压力较大。国内及海外疫情扩散导致市场风险偏好上升，能源化工类期货2月以来下跌幅度较大，对采掘及原材料加工出厂价格形成冲击；此外上游企业还面临下游行业复工率低，需求下降，库存上升的压力；中游设备制造复工不及预期，需求供给同时下降，疫情期间价格下降的风险仍在；PPI生活资料分项价格波动基本与CPI波动保持一致。**同时还需关注疫情持续对经济产生的中长期影响，可能会对一定时期内物价指数中枢产生影响：**首先2020年为全面达成小康和“十三五”规划收官之年，央行逆周期调节压力加大，对货币政策的边际宽松、货币供给及社融增长容忍度有所提升，考虑到货币政策时效性，货币因素可能导致下半年通胀中枢较预期有所抬升；此外疫情持续对就业市场产生压力；疫情管控对餐饮住宿、旅游娱乐、批发零售等线下服务业产生直接冲击，考虑到以上行业多为中小微企业，现金流抗压能力较弱，短期内倒闭破产风险较大，可能造成较大面积的服务业失业现象；就业人数下降和工资降低均会对物价指数的上涨有所牵制。

物价指数拐点推迟，但趋势不变：预计3月CPI涨幅再创新高，5月生产消费活动基本恢复常态，猪肉产能恢复，蔬菜水果价格扰动消失，CPI将快速进入下行通道，预计2季度末CPI回落至3%以内，2020年CPI位于2-3%之间；短期上游原材料价格下跌、供需双双降低拖累PPI价格同比，2-3月PPI同比转负，4月或5月PPI同比触底，疫情结束后随着逆周期政策落地，总需求反弹，经济增速回升，PPI有望小幅回升，继续进入上行通道，预计PPI涨幅回升幅度有限，2020年全年PPI同比位于0-1%之间。

风险提示：国内疫情发展超预期导致生产消费恢复不及时；逆周期调节政策力度不及预期导致经济增速反弹不及预期；海外疫情持续发展超预期导致国际粮油价格、国际能源与化工产品价格下跌超预期，引发输入性通胀。

目 录

1. 新冠疫情不改物价中长期趋势	3
1.1 通胀中长期趋势受产出缺口、货币供给影响	3
1.2 新冠疫情冲击短期供给，不改物价中长期趋势	3
2. 疫情影响下各行业价格涨跌不一	3
2.1 食品价格上涨压力较大	3
2.2 疫情对非食品价格影响不一	4
2.3 供需双降推迟 PPI 拐点	4
2.4 疫情或对物价指数产生中长期影响	6
3. 物价拐点推迟，但趋势不变	6
4. 风险提示	7
6. 相关报告汇总	8

插图目录

图 1： 2 月猪肉价格走高	5
图 2： 2 月水果蔬菜价较 1 月上涨	5
图 3： 2 月禽肉价格持平	5
图 4： 2 月食品价格上涨	5
图 5： 2 月禽肉价格持平	5
图 6： 2 月食品价格上涨	5
图 7： 预计 PPI 拐点推迟至 5 月份	7
图 8： 预计 CPI 于 4 月或 5 月到达新高点	7

表格目录

未找到图形项目表。

1. 新冠疫情不改物价中长期趋势

1.1 通胀中长期趋势受产出缺口、货币供给影响

宏观层面来看，产出缺口，即实际经济增速与潜在经济增速之差决定了通货膨胀的长期趋势，当实际经济增长速度与潜在经济增长速度差距缩小时，经济出现通货膨胀的概率较大。此外流动性过剩也是影响物价水平的重要因素，货币供给较快的增长也容易引起通货膨胀攀升。股市、房价等资本市场上涨引起财富效应也会增加物价上涨压力。此外结构性的供给因素也会引发物价上涨，如国际粮食、国际能源价格上涨或人民币贬值带来输入性通胀压力，非洲猪瘟降低猪肉产能、造成猪肉价格快速上升导致通胀。从供需的角度来看，经济下行期总需求不足产能缺口收缩，CPI 同比变化更多受结构性供给因素波动扰动；成本压力对国内 PPI 和非食品消费者价格指数上涨的影响最大，国外需求的影响次之。

1.2 新冠疫情冲击短期供给，不改物价中长期趋势

为防止疫情扩散，我国采取了严格的人流、物流限制措施，推迟了复工时间；这增加了食品、非食品生活用品的供给成本，短期内减少了生活物资的供应水平，在需求不变的前提下，CPI 上涨压力较大；此外人流限制几乎削减了大部分的住宿餐饮、零售商贸、娱乐旅游等线下服务业需求，导致服务业价格水平下降。综合来看 CPI 上涨压力较大；疫情防控措施几乎使经济停摆，复工力度远低于往年水平，国内经济企稳、企业补库存进程受阻，工业产品需求供给减少，PPI 回归通缩概率较大；但随着逆周期政策落地起效，国内经济增长反弹，下半年基建、房地产开工拉动工业产品需求，PPI 同比将于下半年转正，进入上行通道。因此，新冠疫情对物价指数带来结构性的供给冲击，推迟了 CPI 回落、PPI 转正等拐点的出现，但不会改变物价的长期趋势。

2. 疫情影响下各行业价格涨跌不一

基于疫情在 4 月底能得到有效控制的假设，我们对疫情对各行业价格的影响机制加以剖析：

2.1 食品价格上涨压力较大

疫情对食品分项价格的影响主要体现在两方面，一方面疫情防控下物流受限制，部分经营场所关闭，导致食品运输销售成本增加，疫情防控期间食品供给有所缩减；另一方面复工推迟导致农副产品加工、春耕生产缺乏劳动力，生产供给恢复较慢。食品支出为刚性需求，价格弹性较低，供给收缩、成本上涨推升价格上涨幅度。为保证粮食安全，习总书记亲自对春耕生产做出指示，要求在防控疫情的同时保证春耕备耕；国务院印发通知要求地方“抓好“菜篮子”产品生产、保障道路运输通畅、促进农产品流通销售、加强活禽交易市场分类管理、加快养殖行业上下游企业复产”，政策对冲一定程度上能缓解食品供应的压力；4 月底疫情能够基本得到控制，考虑食品加工生产周期，预计下半年食品供应才能逐渐恢复至疫情前水平，食品价格逐渐回落。

猪肉：新冠疫情对猪肉供给的扰动导致春节后猪肉价格继续高位上涨；疫情蔓延后，各地采取了严厉的隔离措施，除湖北外的多个省市也封闭高速公路，交通和物流受阻；既增加了饲料成本，又加大了生猪跨地区运输的难度。疫情期间，为降低感染风险，在限制居民进出小区的同时，也关停了部分生产、经营场所；一部分生猪屠宰场停止营业，放缓了从养殖场收购生猪的节奏，进而猪肉供应减少。此外防控初期居民囤积食物需求较大，增加了猪肉的短期需求，推升了猪价。

预计今年 2 季度猪肉价格开始下跌，前 3 季度猪肉价格可能都将维持在高位；疫情防控增加了饲料、仔猪的运输成本，跨地区运输难度也明显上升。各地的隔离措施仍然偏严，节后返程和复工缓慢，生猪养殖场面临着人手紧缺的问题。这些都影响了生猪补栏意愿和难度，根据生猪养殖平均 5 个月的时间推算，今年前三季度猪价仍处于高位，不具备大跌基础。

水果蔬菜：水果蔬菜为高周转食物，受运输成本、天气影响较大；1 季度在疫情影响下，运输成本上升，短期水果蔬菜价格也处于高位，难以像往年春节随着需求下降、天气好转价格出现季节性的降低；此外 1 季度疫情防控导致人流限制、复工推迟或将影响水果蔬菜生产，2 季度蔬菜水果供给压力较大，价格仍处高位；但相对而言蔬菜水果生长周期较短，供应更为灵活，下半年随着疫情结束，经济步入正轨，生产消费恢复，水果蔬菜价格回归至疫情前水平。

粮食：大米小麦等粮食生产是饲料业、养殖业（禽兽肉、蛋、奶）及其他食品饮料加工业（食用油等）的上游；粮食价格上涨易传递至其他食品分项，易引起食品价格的全面上涨。疫情期间人流、物流限制，严重影响了春耕生产，导致下半年粮食供应减少，价格承压，对下游养殖、食品饮料加工业形成成本端的冲击。2 月 25 日习总书记对春季农业生产工作作出指示，要求在实施分区分级差异化疫情防控措施的同时，全力组织春耕生产，我们认为全年粮食价格上涨压力及其对下游行业冲击仍在可控范围内。此外我国主要农产品与国际市场联系并不紧密，但大豆玉米每年净进口数量、金额较大，价格波动与国际市场基本同步，海外疫情超预期扩散影响国际玉米大豆价格，影响国内物价波动。截止 2 月 28 日，海外累计确诊 4430 例，疫情海外扩散风险不容忽视。

2.2 疫情对非食品价格影响不一

疫情管控对非食品项的影响较为复杂，需分行业加以讨论；首先**医疗保健**行业受此次疫情直接影响，预防性中成药、西药需求增长，价格上涨概率较大，挂号诊疗、手术护理等医疗服务价格也因疫情对医疗资源占用而有效供给减少，价格上涨压力较大；此外口罩、防护服等用品价格上涨也会反映在医疗保健板块。疫情影响下 2、3 月份医疗保健板块价格将保持较大的涨幅，4、5 月份仍将保持正的环比涨幅，但涨幅随着疫情控制有所缩减。其次，对于**交通和通信行业**，在物流、人群聚集受限制背景下，打车等交通工具、邮递服务需求、供给齐齐减少，预计疫情管控对供给冲击更大，同时国际原油与能源市场受疫情影响需求下降，原油等能源价格下跌，交通工具用燃料的价格降低。预计 2、3 月交通与通信行业价格下跌概率较大，到 5、6 月份疫情对交通和通信价格的干扰将逐渐消失。最后**线下服务业受此次疫情影响最大**；旅游、餐饮、住宿等线下服务业复工推迟，复工比率低，基本处于停摆状态，但同时在线教育、游戏等在线娱乐需求旺盛，考虑到当前线下服务较大的市场份额，2、3、4 月份线下服务业价格处于低谷，随着疫情完全结束，相关消费需求或迎来大幅反弹。居住方面，房租等居住价格一般与房地产市场的联动性较大，2 月以来监管层多次表态坚持“房住不炒”基调不改，疫情期间居住价格波动幅度或较小。

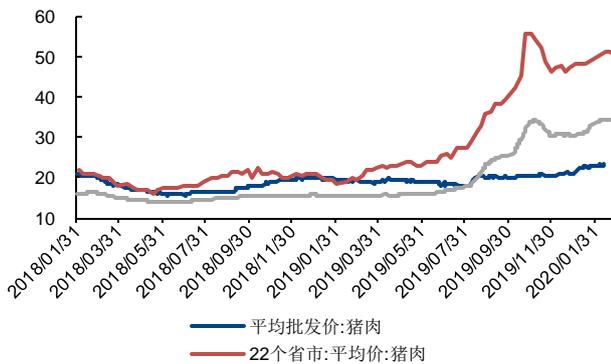
2.3 供需双降推迟 PPI 拐点

工业部分可分为上游原材料、原材料加工及中游设备制造行业、下游消费品以及公用事业；其中**原材料及其加工业**在 PPI 决定因素中的权重最大；2 月海外疫情扩散降低市场风险偏好，能源化工等原材料期货价格下跌，截止 2 月 28 日海外累计确诊 4430 例，其中日本、韩国、伊朗、意大利确诊人数较多，分别累计确诊 188 例（不包含邮轮确诊人数）、2022 例、270 例、653 例，每日新增确诊数量大幅增加，目前海外疫情正处于快速扩散期，海外市场低风险偏好将延续，21 日至 27 日 NYMEX 原油由 53 元/桶下降至 43 元，预计 3 月能源化工价格降低趋势不变；焦煤、动力煤及其他化工产品期货价格下跌，钢

材存货、水泥库容比均处高位，此外中下游复工力度较低，上游价格承压，因此原材料价格低迷将成为拉低 PP 同比使其跌至负值的主要原因；同时原材料价格低迷将逐渐传递至中下游行业。

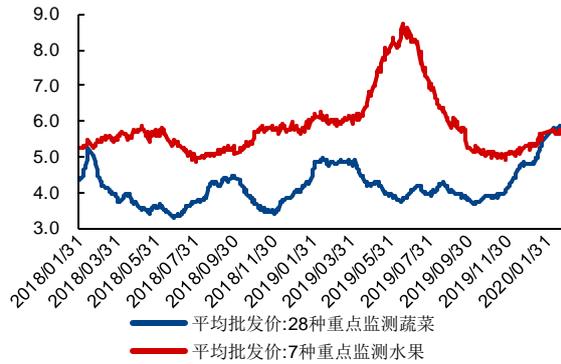
中游设备制造业供需双降，价格下跌风险大；2月以来企业复工推迟、复工力度低，六大发电厂日均耗煤、高炉开工率等生产高频数据春节后一直处于低位；需求方面疫情影响人群聚集型生产难以大规模展开，基建、房地产开工难，2月上旬经济基本停摆；中游行业面临供给需求双双降低，预计2、3月份价格持续下跌，随后跌幅收窄；随着财政政策增加逆周期调控力度，提高赤字率、提高专项债额度等均均为行之有效的财政刺激政策呼之欲出，5月之后基建需求增加亦会对中游行业价格形成支撑。下游消费行业的价格走势基本与 CPI 一致，但在 PPI 决定过程中权重较低。综上短期内 PPI 可能再次探底，年内 PPI 转正的趋势依然不变，但外在冲击可能降低 PPI 涨幅。

图1：2月猪肉价格走高



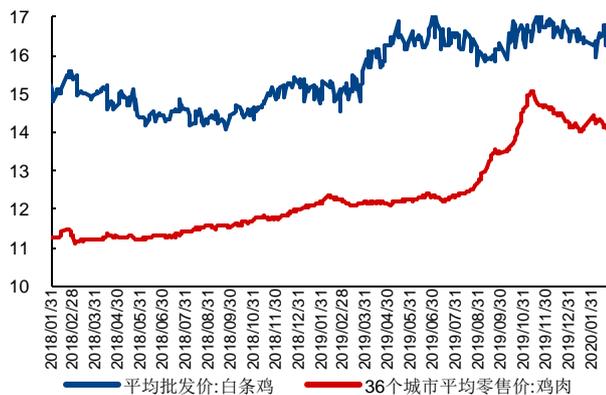
资料来源：wind，东兴证券研究所

图2：2月水果蔬菜价较1月上涨



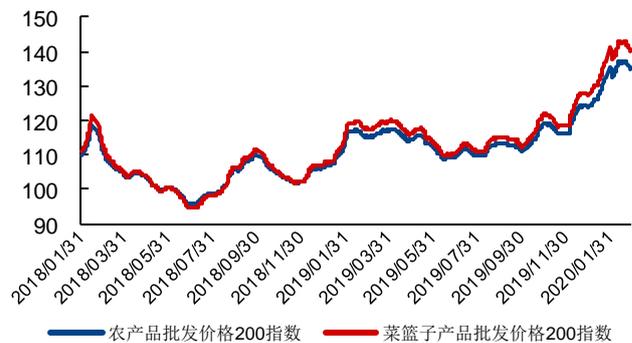
资料来源：wind，东兴证券研究所

图3：2月禽肉价格持平



资料来源：wind，东兴证券研究所

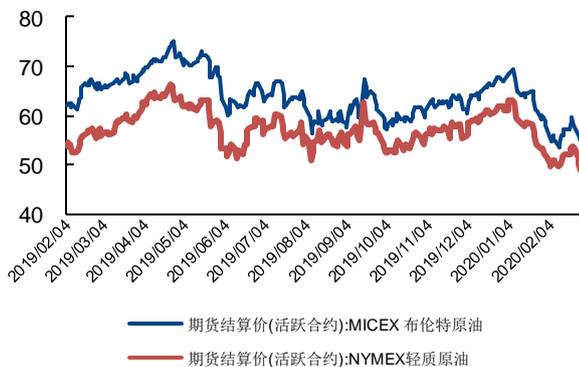
图4：2月食品价格上涨



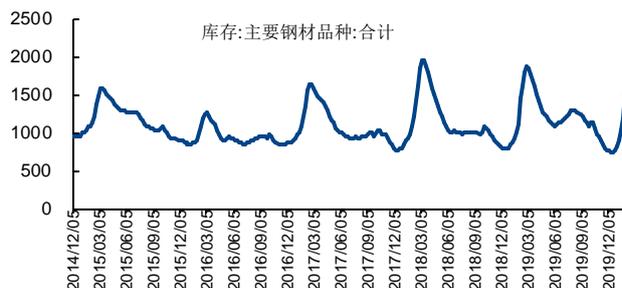
资料来源：wind，东兴证券研究所

图5：2月禽肉价格持平

图6：2月食品价格上涨



资料来源：wind，东兴证券研究所



资料来源：wind，东兴证券研究所

2.4 疫情或对物价指数产生中长期影响

货币边际宽松或抬升通胀中枢；2020年是全面建成小康社会和“十三五规划”的收官之年，财政政策、货币政策加大了逆周期调节力度；为支持疫情防控、对冲经济下滑，央行共计增加专项再贷款 8000 亿，下调支农、支小再贷款利率，向小微企业发放优惠贷款，同时总量上保持充足的流动性、降息以减少企业融资成本；央行对货币供给增长、社融扩张的容忍度也有所增加，考虑到货币政策的滞后性，实体经济充裕的流动性或将推升下半年通货膨胀中枢水平。

失业率提升对通胀上升趋势有所牵制；疫情冲击经济，劳动力密集型的线下服务业受影响最大，结构性失业压力也最大；以受到新冠疫情直接冲击的住宿餐饮、批发零售、居民服务与娱乐行业等线下服务业为例，第三产业对我国 GDP 累计同比贡献率由 2003 年的 39% 上升至 59%，同时也吸纳了越来越多的就业，但 1 季度受疫情影响线下服务业基本处于停摆状态，且行业中以中小企业居多，现金流承压能力较弱，疫情影响下服务行业企业倒闭数量增加，有效就业岗位减少，失业人数增多。此外高校毕业生、退役军人、农民工求职人数增加，结构性就业压力仍然较大。而失业压力不会随着短期生产消费的恢复而有所恢复，经济体仍需较长的时间来吸收增长的失业人数，失业与工资下降可能降低通货膨胀中枢水平。

3. 物价拐点推迟，但趋势不变

在 2019 年 12 月通胀数据的点评中我们提出春节错位 CPI 涨幅预计于 1 月份达到最高拐点，春节后随着猪价回落，CPI 同比增速不断降低，2 季度 CPI 涨幅将回落至 3% 以内，预计 2020 年全年 CPI 水平在 2% 左右；同时随着经济企稳、企业开启补库存，PPI 同比将转正，且涨幅小幅上升，预计 2020 年全年 PPI 水平在 2-3% 之间。

疫情的爆发与防控措施改变了物价指数涨幅的拐点、变化节奏和变化幅度；当前湖北省外确诊病例数量连续多日处于低位，预计 4 月底新冠疫情能够得到完全的控制，下半年生产消费将全面恢复，逆周期调节政策加码对冲经济下行；通过对 CPI、PPI 分项权重估算，疫情对各行各业短期长期冲击的假设，我们重新调整估算模型得出以下结论：

我们认为当前 CPI 拐点仍未至，新冠疫情影响下 3 月 CPI 同比涨幅将创新高，2 季度末 CPI 同比涨幅将逐渐回落至 3% 以内，结构性供给变动对通胀冲击减缓；预计全年通胀水平位于 2-3% 之间（如图 8

所示)。PPI同比或将再次转负，随着生产活动恢复，4月或5月PPI触底回升，预计7-8月PPI转正。预计2020年全年PPI同比位于0%-1%之间（如图7所示）。

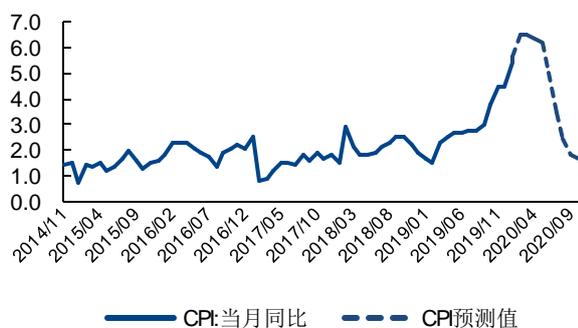
疫情出现及防控措施的出台没有改变2020年CPI下行、PPI由负转正小幅向上的趋势，但推迟了物价指数拐点出现的时间点、改变了物价指数同比变化的斜率及最高点水平；提前发力的逆周期政策调节力度加大、疫情防控期间物资紧平衡均会推升年内核心通胀水平，但未来随着宏观调控回归常态，劳动力减少、储蓄降低导致的国内潜在经济增速下滑长期趋势仍在，总需求不足，核心通货膨胀率仍将处于较低水平。

图7：预计PPI拐点推迟至4至5月份



资料来源：wind，东兴证券研究所

图8：预计CPI于3月或4月到达新高点



资料来源：wind，东兴证券研究所

4. 风险提示

国内疫情发展超预期导致生产消费恢复不及时；逆周期调节政策力度不及预期导致经济增速反弹不及预期；海外疫情持续发展超预期导致国际粮油价格、国际能源与化工产品价格下跌超预期，引发输入性通胀。

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_6876

