

通胀超预期，有多少是春节错位，多少是由于疫情

摘要

1月通胀超预期回升，从回升原因来看，主要由于春节错位与油价上涨。我们通过经验数据估算，今年春节错位推升1月CPI同比增速约0.6个百分点，而油价上涨推升CPI月0.2个百分点，两者合计贡献了0.8个百分点，1月CPI同比增速共较上月提升0.9个百分点至5.4%。而疫情对通胀冲击在1月数据中体现并不明显，但并不排除未来冲击加大可能。

1月通胀超预期上升，但并不意味着将对货币政策宽松形成制约。一方面，1月通胀回升主要由于春节错位、油价上涨等短期因素，不具有可持续性，2月开始通胀将趋势性下滑；另一方面，货币政策将继续以应对疫情对经济冲击为主，继续通过再贷款等定向工具向实体投放资金，同时通过调降LPR、MLF利率等引导实体经济融资成本下行。而对于工业品价格来说，1月基本维持平稳，但春节后复工延迟，导致的需求放缓将压低未来工业品价格。

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. 从高频数据看疫情对经济的冲击 (2020-02-09)
2. 如何理解利润增速与量价走势背离 (2020-02-03)
3. 疫情冲击下的月度经济展望 (2020-02-02)
4. 英国脱欧与联储会议之外，春节海外还有哪些需要关注？ (2020-02-02)
5. 新型肺炎列入PHEIC对贸易影响有限 (2020-01-31)
6. 客观看待新型肺炎疫情对经济和资本市场的冲击 (2020-01-30)
7. 经济企稳继续得到确认 (2020-01-19)
8. 抓住经济回升的主趋势，无需顾虑部分小质疑 (2020-01-19)
9. 全面看待中美第一阶段经贸协议 (2020-01-16)
10. 实体融资稳步改善，结构继续优化 (2020-01-16)

1月通胀超预期回升，拆分回升原因是重点。1月CPI同比上涨5.4%，同比增速较上月提升0.9个百分点，超出我们与市场的预期（图1、表1）。CPI同比增速回升主要受食品价格推动，1月食品CPI同比上涨20.6%，增速较上月提升3.2个百分点。而核心CPI在1月同比上涨1.5%，增速较上月微幅上升0.1个百分点，继续维持平稳。1月通胀超预期回升，普遍认为春节错位和疫情冲击是主要原因，但具体是哪些原因？每个因素又贡献了多少？却需要进一步分析。

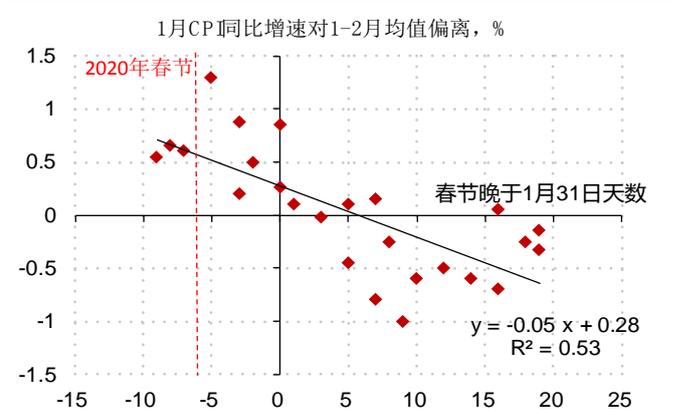
我们估算结果显示，春节错位因素推高了1月CPI同比增速0.6个百分点，剔除春季因素后的CPI同比增速为4.8%。我们试图用经验数据来剔除春节因素影响，主要思路是通过经验数据回归得到春节位置与对1月CPI影响的相关关系。我们用1995年以来历年春节晚于1月31日天数，对1月CPI同比增速相对于1-2月均值的偏离值进行回归。结果显示，今年春节早于1月31日6天，这将推高1月CPI约0.6个百分点。因而春节因素推高了1月CPI同比增速0.6个百分点，剔除春季因素后的CPI同比增速为4.8%。

图1：CPI超预期上升，核心CPI保持平稳



数据来源：wind、西南证券整理

图2：春节错位因素推升了今年1月CPI增速约0.6个百分点



数据来源：wind、西南证券整理

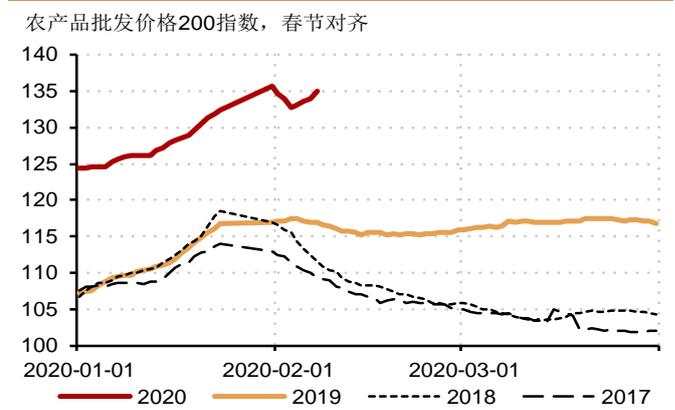
疫情目前对通胀冲击有限，但不排除未来冲击加大可能。从1月通胀数据来看，疫情对通胀冲击有限。一方面，湖北等重点疫区通胀并未出现相对于全国其它地区更大幅度的上行，1月湖北CPI同比增长5.5%，与全国CPI同比5.4%的增速基本一致；另一方面，从高频监测数据来看，食品价格在春节之后基本保持平稳。农产品批发价格200指数保持平稳，尚未出现明显回升。但疫情对未来物价冲击风险不能完全排除，需要继续观察。

图3：全国与湖北CPI走势一致



数据来源：wind、西南证券整理

图4：高频数据显示食品价格基本稳定

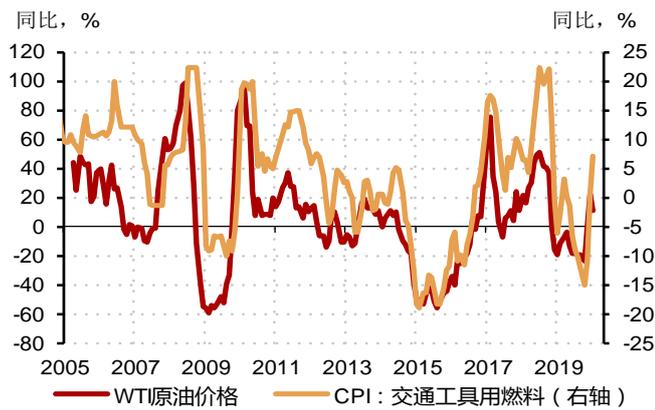


数据来源：wind、西南证券整理

油价也是推升通胀的因素之一。CPI 中油价分项对国际原油价格存在一定滞后性，虽然 1 月油价涨幅有限，但前期油价上涨也一定程度上推升了通胀，1 月 CPI 交通工具用燃料同比增长 7.2%，推高 CPI 同比增速约 0.2 个百分点。

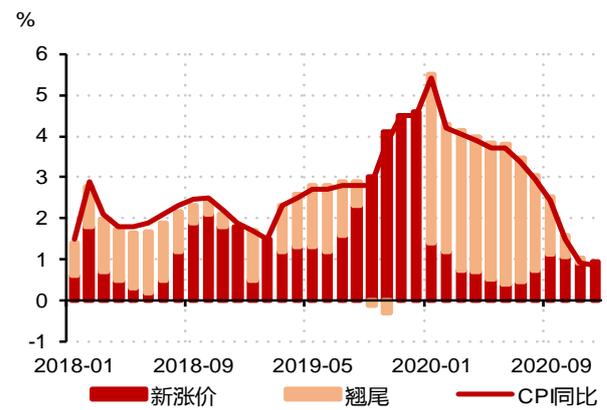
1 月或是通胀高点，未来将持续回落。虽然 1 月通胀出现超预期回升，但无需过度担忧，1 月通胀或是年内高点。一方面春节错位因素将带动 2 月通胀回落；另一方面，基数因素的抬升也将在未来几个月对通胀形成抑制，因而无需过度担忧通胀。CPI 将在未来呈现趋势性下行态势。

图 5：前期油价上涨也是推升通胀因素之一



数据来源：wind、西南证券整理

图 6：年内通胀高点或已经出现

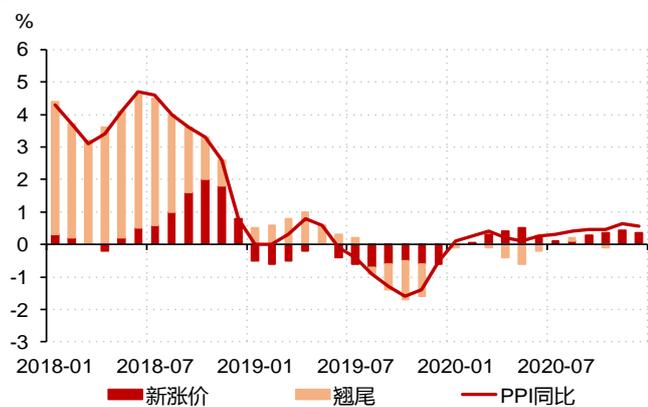


数据来源：wind、西南证券整理

工业品价格环比持平，低基数推动同比转正。1 月 PPI 同比增长 0.1%，增速较上月提升 0.6 个百分点，这是去年 6 月以来 CPI 同比首次转正。1 月 PPI 环比 0%，环比继续持平，略低于市场预期。分行业来看，石油行业 PPI 环比回升明显，而化工、钢铁 PPI 环比回落明显。前期需求企稳回升对 PPI 同比增速形成支撑，1 月上中旬整体工业品价格保持平稳。但 1 月下旬随着疫情在全国爆发，工业品价格开始小幅走弱。

出于管控疫情需要，春节后复工进展缓慢，需求下降对工业品价格带来下行压力。目前来看，复工在春节后至少会延迟两周甚至更多，这导致房地产、基建等终端需求放缓，需求放缓也将对工业品价格形成抑制。从部分工业品价格高频数据来看，春节之后螺纹钢、水泥等价格均有所走弱，显示疫情带来的需求减弱已经开始对工业品价格产生影响。

图 7：低基数因素推动 PPI 同比转正



数据来源：wind、西南证券整理

图 8：复工延迟，需求放缓对工业品价格形成抑制



数据来源：wind、西南证券整理

通胀虽超预期回升，但高点已现，无碍货币政策宽松。虽然1月通胀超预期回升，但由于未来回升难以持续，1月CPI或是年内高点，未来增速将逐步下行。因而通胀对货币政策掣肘有限，央行货币政策将保持宽松以发挥逆周期调节作用助力稳增长，特别是在疫情冲击之下，央行会更多的使用再贷款等定向资金投放方式，来对冲经济下行压力。同时，央行会继续调降LPR、MLF等利率，引导实体经济融资成本下行。而对于工业品价格来说，短期复工延迟导致的需求放缓将压低未来工业品价格。

表 1：我国宏观经济指标预测

		2018-12 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													西南预测	市场预测	
															2020-1F	2020-1F	
CPI	同比%	1.9	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	4.8	4.8
PPI	同比%	0.9	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	0.1	0.2
工业增加值真实增速	同比%	7.2		5.3	8.5	5.4	5.0	6.3	4.8	4.4	5.8	4.7	6.2	6.9			
固定资产投资累积名义增速	同比%	5.9		6.1	6.3	6.1	5.6	5.8	5.7	5.5	5.4	5.2	5.2	5.4			
消费品零售名义增速	同比%	8.2		8.2	8.7	7.2	8.6	9.8	7.6	7.5	7.8	7.2	8.0	8.0			
新增人民币贷款	亿人民币	10800	32300	8858	16900	10200	11800	16600	10600	12100	16900	6613	13900	11400	26000	28857	
M2增速	同比%	8.1	8.4	8.0	8.6	8.5	8.5	8.5	8.1	8.2	8.4	8.4	8.2	8.7	8.6	8.6	
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	1.50
出口名义增速(美元计价)	同比%	-4.4	9.1	-20.7	14.2	-2.7	1.1	-1.3	3.3	-1.0	-3.2	-0.9	-1.1	7.6			
进口名义增速(美元计价)	同比%	-7.6	-1.5	-5.2	-7.6	4.0	-8.5	-7.3	-5.3	-5.6	-8.5	-6.4	0.3	16.3			
贸易顺差	亿美元	570.6	391.6	41.2	326.5	123.7	416.6	509.8	450.5	348.3	396.5	428.1	387.3	467.9			
人民币兑美元汇率(月末值)	人民币/美元	6.87	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	6.94	
存款准备金率	%	14.5	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	

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

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可

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_7336

