

宏观观点评

疫情下通胀怎么走？——兼评1月物价

事件：1月CPI同比5.4%，前值4.5%；PPI同比0.1%，前值-0.5%。

1、1月CPI如期“破5”且大概率率为全年高点，主因春节错月、超级猪周期和疫情冲击。1)1月CPI同比中新涨价因素为1.4%，应主要与春节有关。

2016-2019年1、2月中，春节月新涨价因素平均为1.6%，较非春节月高1个百分点。2)春节叠加疫情，食品项涨价明显。1月CPI食品同比扩大3.2个百分点至20.6%，猪肉、蔬菜涨价明显。猪肉方面，1月CPI猪肉分项同比上涨116%，拉动CPI同比2.76个百分点；猪肉环比由12月的-5.6%涨至8.5%。猪价上涨应主要与前期企业透支部分出栏、猪肉库存减少、春节需求增加等有关。维持此前判断，鉴于2019年三季度末存栏见底和年底出栏加速，2020年二季度猪价可能再面临一波上涨。鲜菜1月同比上涨17.1%，拉动CPI同比0.45个百分点，可能与春节、疫情加剧了供需矛盾有关。3)非食品项主要受春节影响，疫情影响尚不明显。1月非食品同比扩大0.3个百分点至1.6%。受元旦春节双节提振，交通通信同比扩大1.6个百分点至0.9%，旅游扩大3个百分点至4.2%。由此看，非食品项应主要受春节返乡和元旦出游等影响，1月23日后的防疫升级对交运、娱乐冲击可能未显现。此外，受成品油调价影响，1月交通工具燃料同比扩大6.6个百分点至7.2%。

2、1月PPI如期转正，且大概率率为上半年高点，尚未体现疫情影响。1月PPI同比0.1%（前值-0.5%），时隔6个月再度转正。分部门看，生产资料同比较前值扩大0.8个百分点至-0.4%，生活资料同比持平至1.3%。分行业看，石化产业链改善最为明显（同期Brent原油同比涨5.7%）。此外，1月主要原材料购进价格指数上升2个百分点至53.8%，19年11月至20年1月CRB工业原料指数和南华工业指数同比增速趋势改善。总体看，1月PPI转正与过去几个月来内外需趋于改善相印证，疫情冲击也尚未在1月体现。

3、往后看，疫情短期内可能推高CPI、拖累PPI，但不改全年节奏，即：今年全年CPI前高后低、PPI前低后高。具体看，我们预计：CPI同比1月为全年高点，二三月趋降，Q2仍在4%以上，下半年总体回落但难跌破3%；PPI同比1月为上半年高点，二三月再转负并可能延续至二季度，下半年再回升并有望回到0上方。需要指出的是，后续疫情演化仍是重要扰动。疫情在未来2个月可能抬升CPI同比0.2个百分点。借鉴非典，发力点可能集中在猪肉、水产品、蔬菜、医疗保健。考虑到疫情对交运、娱乐等行业的拖累，预计非食品项中交通通信、旅游价格将走低。综合看，预计短期食品价格将显著走高，非食品小幅走高，测算表明疫情影响时间约2个月，拉动CPI同比约0.2个百分点（非典时为0.2-0.4个百分点），近期商务部等部门也频繁颁发保供政策，预计一定程度上平抑食品涨幅。由此，疫情前预期的CPI全年类“倒U”型应会转为更接近前高后低，上半年CPI同比中枢在4%以上，三季度后逐步回落，预计两会定CPI目标可能是3.5%左右。

疫情在未来3个月可能拖累PPI同比0.5个百分点。2003年非典时期4-6月PPI同比较前值分别下滑1.0、1.6、0.7个百分点。对于本次疫情，受延迟复工和企业减产等影响，一季度地产、基建预计较为疲弱，叠加WHO认定本次疫情为“国际公共卫生紧急事件（PHEIC）”可能抑制出口，内外需拖累下2月和3月PPI大概率转负；二季度内外需情况预计有所好转，但受翘尾因素下滑影响，预计PPI仍较低，不排除延续转负。测算表明，疫情对PPI影响时间约为3个月，保守估计拖累PPI同比幅度可能在0.5个百分点左右（非典时为1个百分点）；若三季度开始疫情影响消退、基建发力、库存回补，预计下半年PPI有望持续回升，单月同比也有望重回0上方。

4、疫情下货币政策更需宽松，通胀制约进一步下降。基于潜在产出、结构性通胀性质、货币政策优先目标等因素，我们此前判断“通胀会影响货币政策节奏、但难改方向”。如今疫情下通胀制约无疑会进一步减弱，2月7日央行也指出“在疫情背景和经济面临下行压力下，保持经济增长更具有重要性”。维持此前判断，再降准“降息”可期，Q1信贷社融有望延续高增。

风险提示：疫情演化超预期，政策执行力度不及预期。

作者

分析师 熊园

执业证书编号：S0680518050004

邮箱：xiongyuan@gszq.com

研究助理 何宁

邮箱：hening@gszq.com

研究助理 刘新宇

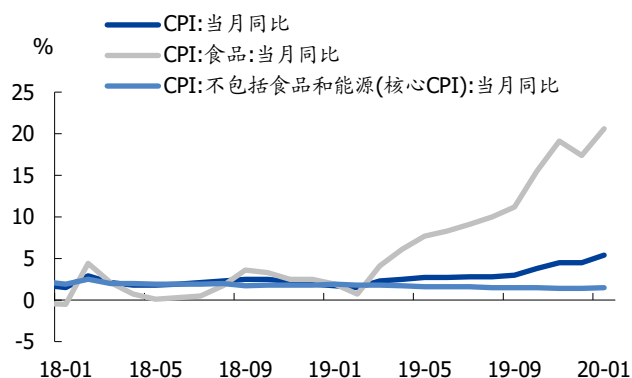
邮箱：liuxinyu@gszq.com

相关研究

- 1、《宏观专题：全面评估疫情对经济、政策、资本市场的影响》2020-02-02
- 2、《春节宏观9大看点：艰难的开局》2020-02-01
- 3、《1月PMI未体现疫情，提示5个关注点》2020-01-31
- 4、《2020年通胀展望及其经济信号——兼评12月物价》2020-01-10
- 5、《如期降准了，“降息”呢？大类资产怎么走？》2020-01-01
- 6、《猪价涨会持续扩散么？非食品呢？——兼评10月通胀》2019-11-10

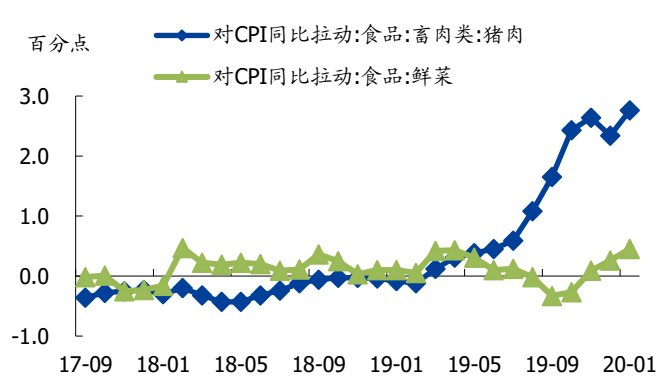


图表 1: 1 月 CPI 同比大幅上涨



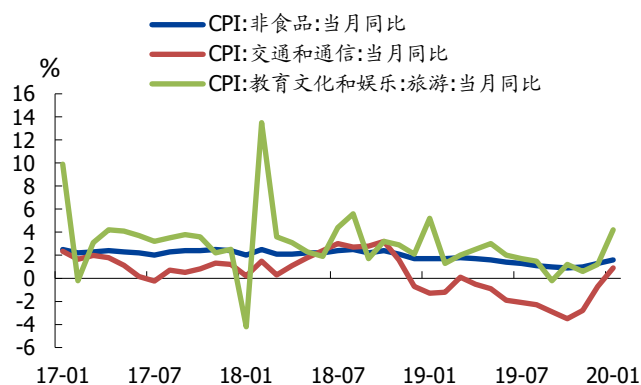
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 2: 1 月猪肉、鲜菜对 CPI 同比拉动明显



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 3: 1 月 CPI 交通通信、旅游分项同比显著上涨



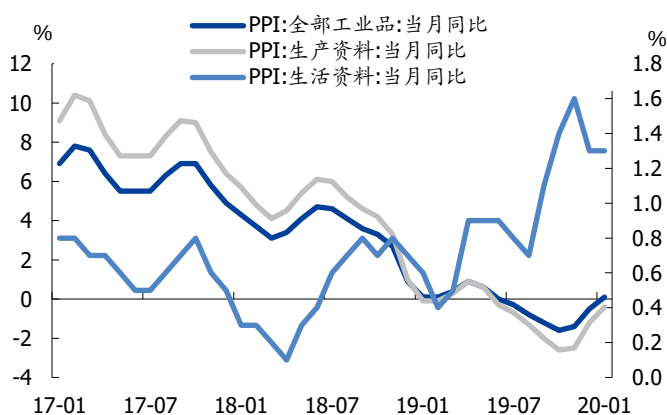
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 4: 春节月份新涨价因素通常高于非春节月份

新涨价因素 (%)	2016	2017	2018	2019	平均	2020
春节月份	2月	1月	2月	2月		1月
T-2	1.6	1.8	1.8	1.9		4.5
T-1	0.4	2.1	0.7	0.5		4.5
T	2.1	1.0	1.9	1.5	1.6	1.4
T+1	1.6	0.8	0.8	1.2		?
T+2	1.4	0.5	0.6	1.2		
春节月-非春节月(百分点)	1.70	0.15	1.23	1.00	1.02	

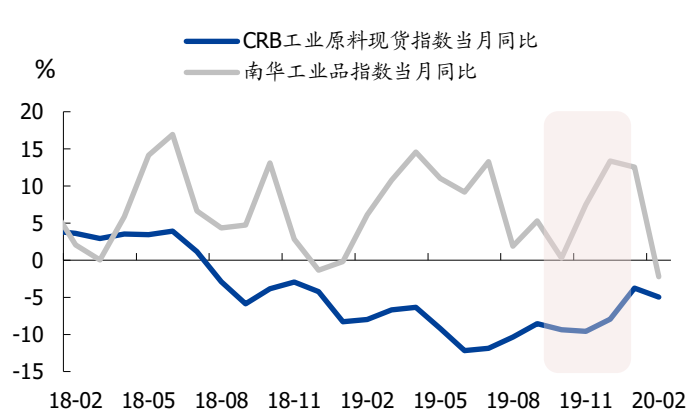
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 其中T月表示春节月份, 橘色阴影代表1-2月中春节所在月份, 蓝色阴影代表非春节月份。

图表 5: 1 月 PPI 同比明显反弹



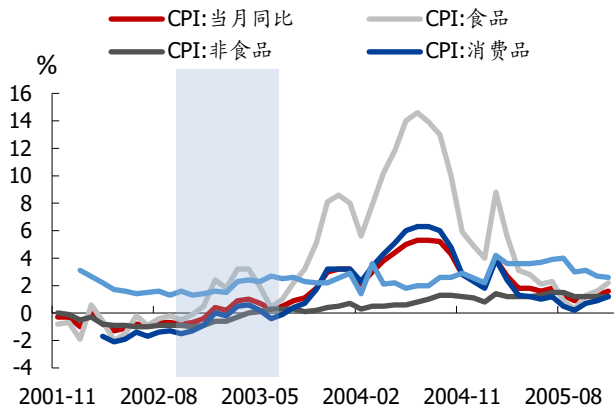
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 6: 11-1 月 CRB 工业原料指数和南华工业指数趋势改善



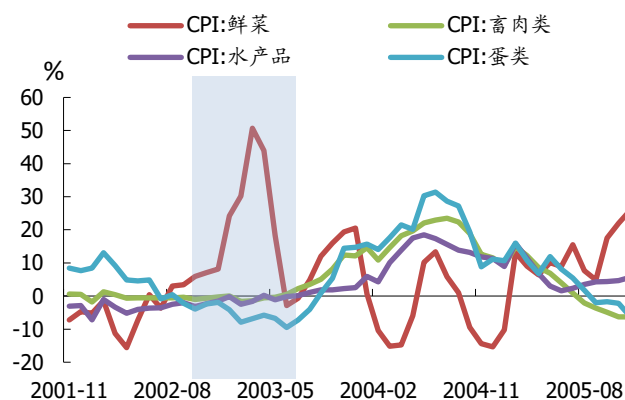
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 7: 2003 年非典期间 CPI 先涨后跌



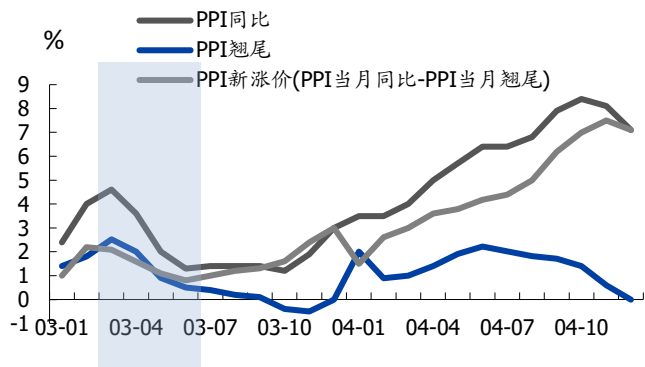
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 8: 2003 年非典期间食品价格短期涨幅明显



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 9: 2003 年非典期间 PPI 持续下跌



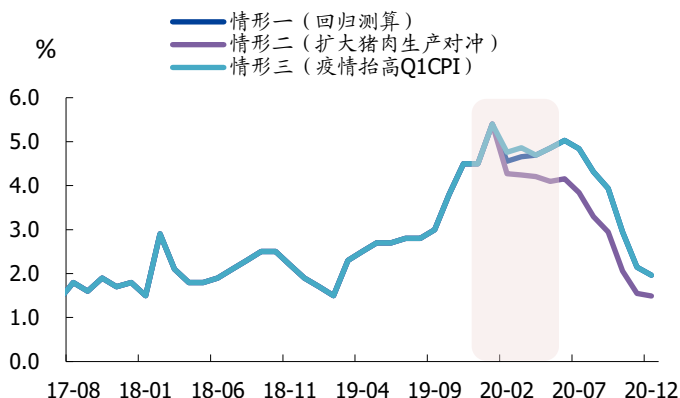
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 10: 2003 年非典严重的二季度 PPI 新涨价因素低于均值 1 个百分点

新涨价因素	2003-2007 年均值 (%)	2003 年 (%)	2003 年-均值 (百分点)
3 月	1.5	2.1	0.58
4 月	1.9	1.6	-0.33
5 月	2.2	1.1	-1.12
6 月	2.4	0.8	-1.57
二季度平均	2.17	1.16	-1.01

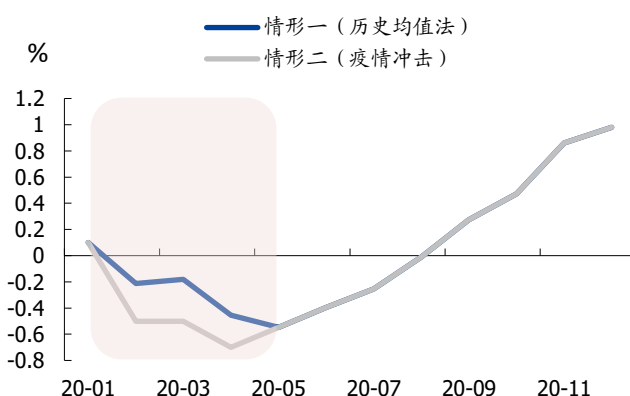
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 11: 未来 2 个月疫情可能抬升 CPI 同比 0.2 个百分点



资料来源: Wind, 国盛证券研究所测算 注: 情形一通过能繁母猪存栏同比推测生猪价格, 从而得到猪价变化对 CPI 拉动的影响, 以此推测 CPI 同比; 情形二在情形一的基础上考虑了扩大猪肉供给的对冲; 情形三在情形一的基础上认为疫情可能推升 2-3 月 CPI 同比。

图表 12: 未来 3 个月疫情可能拖累 PPI 同比 0.5 个百分点



资料来源: Wind, 国盛证券研究所测算 注: 情形一的历史均值法采用 2020 年翘尾因素和过去 5 年同期新涨价因素均值相加; 情形二在情形一的基础上考虑短期经济企稳被疫情冲击所打乱, 2-4 月 PPI 可能进一步下行。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

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_7343

