宏观点评报告

2020 年 2 月 10 日

节日效应拉动 CPI 上行 未来以跌为主

1 月通胀点评

核心内容：

1、CPI 节日性上行 并未受疫情冲击

CPI 环比大幅上行，核心 CPI 小幅上行，春节前价格节日性走高，1 月份可能是未来 2-3 年内物价的最高点。1 月 CPI 环比上行，食品价格和非食品价格同时走高，均高于往年过年水平：（1）猪肉价格上行 8.5%，牛肉和羊肉价格小幅上行，综合畜肉类价格上行 6.1%；猪肉价格在 1 月份有所抬升，是由于猪肉供给仍然紧张，加之节前需求上行带来的，可以看到 2 月初，猪肉价格重回 37 元/公斤左右，但猪肉市场有价无市现象重现，猪肉价格难以到前期新高；（2）蔬菜价格上行 15.3%，蔬菜价格季节性上行，蔬菜价格整体水平比去年回落；（3）非食品价格上行幅度高过往年，家庭服务价格上行 3.3%，旅游价格上行 8.6%，车用燃料价格上行 2.7%，其他服务上行 1.8%。家庭服务、旅游、其他服务上行与春节有关，车用燃料上行主要是原油价格上行导致。

2、猪肉价格已至最高点 有价无市重现

1 月份临近过年，供给仍然较为紧张，需求因节日上行，猪肉价格顺势走高。2 月初猪肉价格达到 37 元/公斤左右，由于 2 月前期因疫情影响各地调度运输较为困难，加剧了猪肉供给缺口，同时加剧了猪肉产能恢复的难度。但猪肉价格上涨到一定程度，就变化成了买方市场，猪肉供给退居次要位置，需求成为主要影响因素。受新冠疫情影响，除了餐饮等行业大量停业外，企业工厂也推迟开工，导致市场需求依旧清淡。同时，屠宰企业开工延期，加之交通运输受阻，南北方猪价走势出现一定分歧。与消费市场一样，生猪市场有价无市的现象较为明显。

3、未来 CPI 以降为主

从 1 月份 CPI 涨幅来看，并未受到疫情太大的影响，医药价格走高幅度并不大，主要价格上行仍然是春节的冲击。1 月 24 日，全国开始处于新冠疫情防控状态，各地相应取消餐饮、旅游、机票订单，相应物价会大幅下行。同时由于疫情影响，各地先后现价，保证物流不畅供给缓慢的同时，物价上行幅度有限。我们预计 2 月份受春节影响的物价会相应回落，同时 2 月前 10 天原油价格大幅下跌，国内汽柴油价格相应回落。

2 月份翘尾影响 4.4%，预计新涨价因素在-1.3%左右，CPI 同比涨幅约在 3.1%左右。我们对 2020 年 CPI 预计在 2.6%左右运行，4 季度 CPI 较低，可能引发通缩的忧虑。现阶段新冠疫情仍然需要一段时间平复，而全国复工正在有序进行，比复工更为重要的是需求的萎缩。我们近年来主要面临有效需求的不足，虽然可以用政府投资来弥补，但政府面临债务杠杆的难题。在我国有效需求未恢复之前，CPI 全面上行概率很小，预计在未来 2-3 年左右 CPI 可能低位运行，预计 1%~2%左右。

4、年前生产较为平稳 价格平稳运行

工业生产者价格（PPI）小幅上行，主要受到翘尾影响，采掘价格和原材料价格，加工价格回落，生产资料和生活资料价格平稳。工业品价格随市场供求波动，节前工业生产较为清淡，价格平稳。PPI 翘尾水平已经趋近于无，未来 PPI 变动完全取决于即时价格变化。

2020 年，整体需求可能好转，新冠疫情影响了短期需求，随后政府投资可能加码。加之货币政策大幅宽松，以及随后的鼓励措施，预计利好制造业，工业生产随之走高。工业品价格可能在 2020 年 3 季度回正。1 月份 PPI 翘尾水平在 0%左右，2020 年预计 PPI 同比增速 0.2%左右。

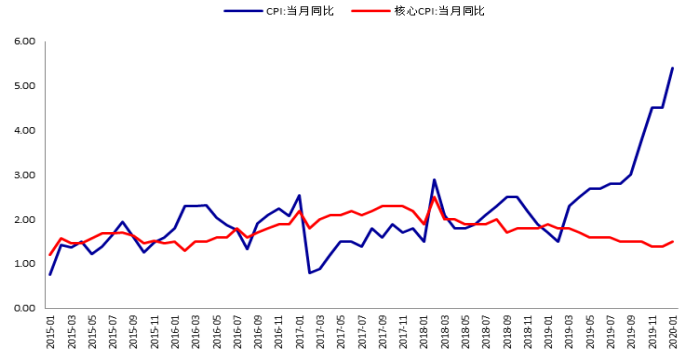
分析师

许冬石
☎：（8610）8357 4134
✉：xudongshi@chinastock.com
执业证书编号：S0130515030003

1、CPI 节日性上行 并未受疫情冲击

CPI 环比大幅上行，核心 CPI 小幅上行，春节前价格节日性走高，1 月份可能是未来 2-3 年内物价的最高点。1 月份全国居民消费价格同比上行 5.4%，环比上行 1.4 个百分点；其中食品价格下行 4.4%，非食品价格上行 1.6%。核心 CPI 同比增速 1.5%，比上个月上行 0.1 个百分点。

图 1：CPI 同比平稳（%）

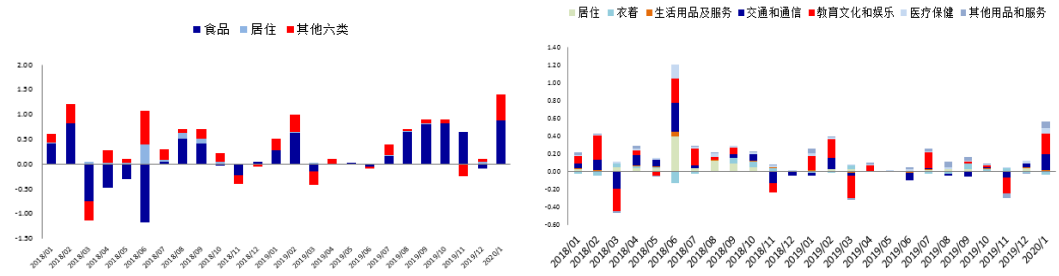


数据来源：Wind 中国银河证券研究部院

数据来源：Wind 中国银河证券研究部院

通胀环比大幅上行，食品价格与非食品价格同时走高，节日因素占了主要原因。1 月 CPI 环比上行，食品价格和非食品价格同时走高，均高于往年过年水平：（1）猪肉价格上行 8.5%，牛肉和羊肉价格小幅上行，综合畜肉类价格上行 6.1%；猪肉价格在 1 月份有所抬升，是由于猪肉供给仍然紧张，加之节前需求上行带来的，可以看到 2 月初，猪肉价格重回 37 元/公斤左右，但猪肉市场有价无市现象重现，猪肉价格难以到前期新高；（2）蔬菜价格上行 15.3%，蔬菜价格季节性上行，蔬菜价格整体水平比去年回落；（3）非食品价格上行幅度高过往年，家庭服务价格上行 3.3%，旅游价格上行 8.6%，车用燃料价格上行 2.7%，其他服务上行 1.8%。家庭服务、旅游、其他服务上行与春节有关，车用燃料上行主要是原油价格上行导致。

图 2：食品和非食品价格对 CPI 的拉动（%）



数据来源：Wind 中国银河证券研究部院

数据来源：Wind 中国银河证券研究部院

2、猪肉价格已至最高点 有价无市重现

猪肉价格春节前大幅上行，猪肉供给仍然紧张，需求上行就带动价格上行。猪肉供给在2020年上半年仍然是紧平衡，价格在春节后有一定回落，然后震荡。母猪存栏有所反转，预计2020年下半年供给会缓慢恢复。

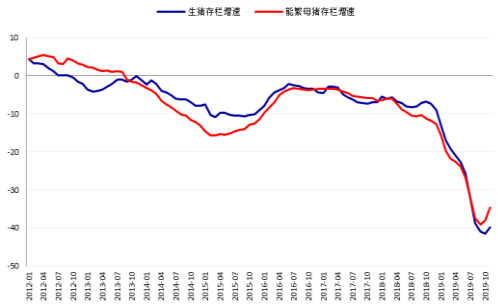
猪肉现现阶段仍然是卖方市场，但猪肉价格在10月中旬到达40元/公斤左右，需求大幅消失。1月份临近过年，供给仍然较为紧张，需求因节日上行，猪肉价格顺势走高。2月初猪肉价格达到37元/公斤左右，由于2月前期因疫情影响各地调度运输较为困难，加剧了猪肉供给缺口，同时加剧了猪肉产能恢复的难度。

猪肉价格上涨到一定程度，就变化成了买方市场，猪肉供给退居次要位置，需求成为主要影响因素。受新冠疫情影响，除了餐饮等行业大量停业外，企业工厂也推迟开工，导致市场需求依旧清淡。同时，屠宰企业开工延期，加之交通运输受阻，南北方猪价走势出现一定分歧。与消费市场一样，生猪市场有价无市的现象较为明显。

图3：猪肉价格走势（元/公斤）

数据来源：WIND 中国银河证券研究院

图4：母猪存栏增速下行速度减弱（%）



数据来源：WIND 中国银河证券研究院

3、未来CPI以降为主

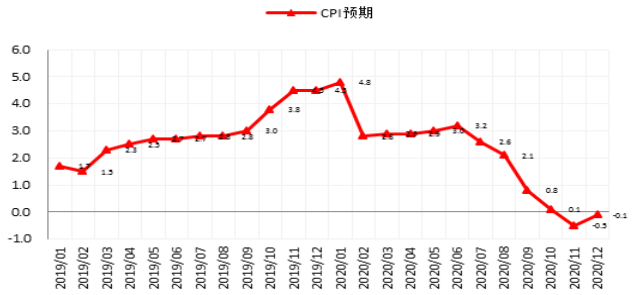
1月份CPI重新大幅上行，节前价格大幅上行，加之原油价格走高，共同带来CPI环比的高涨。从1月份CPI涨幅来看，并未受到疫情太大的影响，医药价格走高幅度并不大，主要价格上行仍然是春节的冲击。

1月24日，全国开始处于新冠疫情防控状态，各地相应取消餐饮、旅游、机票订单，相应物价会大幅下行。同时由于疫情影响，各地先后现价，保证物流不畅供给缓慢的同时，物价上行幅度有限。我们预计2月份受春节影响的物价会相应回落，同时2月前10天原油价格大幅下跌，国内汽柴油价格相应回落。

2月份翘尾影响4.4%，预计新涨价因素在-1.3%左右，CPI同比涨幅约在3.1%左右。我们对2020年CPI预计在2.6%左右运行，4季度CPI较低，可能引发通缩的忧虑。

现阶段新冠疫情仍然需要一段时间平复，而全国复工正在有序进行，比复工更为重要的是需求的萎缩。我们近年来主要面临有效需求的不足，虽然可以用政府投资来弥补，但政府面临债务杠杆的难题。在我国有效需求未恢复之前，CPI全面上行概率很小，预计在未来2-3年左右CPI可能低位运行，预计1%~2%左右。

图6：2019-2020年CPI预测（%）



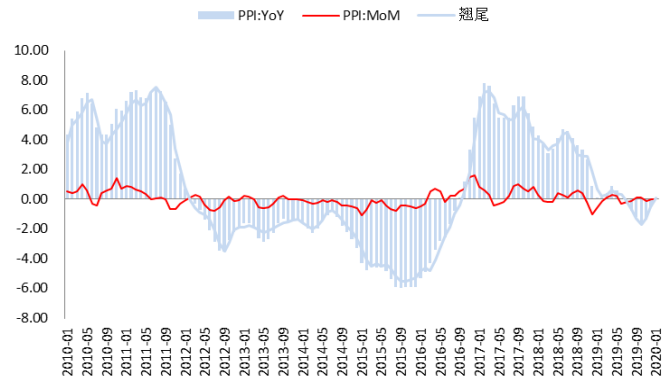
数据来源：WIND 中国银河证券研究院

4、年前生产较为平稳　价格平稳运行

工业生产者价格（PPI）小幅上行，主要受到翘尾影响，采掘价格和原材料价格，加工价格回落，生产资料和生活资料价格平稳。工业品价格随市场供求波动，节前工业生产较为清淡，价格平稳。PPI 翘尾水平已经趋近于无，未来 PPI 变动完全取决于即时价格变化。1 月份全国工业生产者出厂价格（PPI）同比 0.1%，环比保持平稳。2020 年开局平稳，翘尾水平在 2020 年度趋近于 0，PPI 变动主要受供需变化影响。

原油价格 1 月份回升，但钢铁、煤炭价格均出现下降。年前需求有所减弱，生产较为平淡。基建和房地产项目并未大幅上行，价格暂时稳定。房地产仍然受到严格调控的影响，地方基建在财政的约束下上行幅度有限，2020 年需求端可能好转。未来主要原材料价格需要看需求恢复速度。

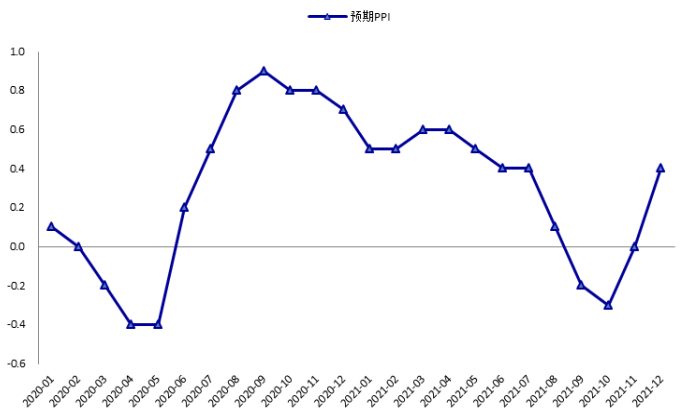
图 7：1 月份 PPI 回升（%）



数据来源：WIND 中国银河证券研究院

2020 年，整体需求可能好转，新冠疫情影响了短期需求，随后政府投资可能加码。加之货币政策大幅宽松，以及随后的鼓励措施，预计利好制造业，工业生产随之走高。工业品价格可能在 2020 年 3 季度回正。1 月份 PPI 翘尾水平在 0%左右，2020 年预计 PPI 同比增速 0.2%左右。

图 8：PPI 预期（%）



数据来源：WIND 中国银河证券研究院

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_7398