

PPI 增速上升期将受到疫情冲击

——2020年1月通胀数据点评

宏观点评

潘向东（首席经济学家）

证书编号：S0280517100001

刘娟秀（分析师）

liujuanxiu@xsdzq.cn

证书编号：S0280517070002

陈韵阳（联系人）

chenyunyang@xsdzq.cn

证书编号：S0280118040020

相关报告

宏观报告：猪肉、蔬菜涨价推动 CPI 增速略超季节性——3月通胀数据点评

2019-5-9

宏观报告：上游行业进入通缩——2019年1月通胀数据点评

2019-2-15

宏观报告：渐行渐近的通缩风险——2018年通胀数据点评

2019-1-10

● 三因素推升 CPI 增速

2020年1月CPI增速回升受春节错位、疫情与基本面三方面影响：（1）春节错位是主因。2020年春节在1月，2019年在2月，春节当月CPI环比往往偏高。（2）1月下旬，疫情引起人们关注，可能导致短期囤积食品、日常生活用品等行为。（3）基本面影响。如果没有疫情，经济基本面自2019Q4以来呈现企稳趋势，观察历年春节当月非食品、核心CPI环比增速，可以发现2020年春节当月这些指标在历史上属于偏高水平。

疫情可能导致CPI结构分化。疫情对CPI增速的短期影响很复杂，疫情对需求冲击是分化的，食品、生活用品、医疗用品等必需品需求增加，由于社会活动受到限制，大部分可选消费需求会大幅减少，但SARS的经验显示，虽然全国消费受到很大影响，但除了食品、燃料、医疗保健之外的大部分消费品价格变化不明显。由于部分道路封锁、到达工作地点仍需要隔离一段时间，疫情导致短期供给减少。随着疫情进入尾声，部分递延需求会报复性增加，但餐饮、旅游等在春节损失的需求不可逆，并且疫情结束后其需求恢复得可能比较缓慢；相应的，部分递延需求对应的供给会因为赶工而快速恢复，但一部分供给因为需求不可逆而恢复缓慢。

● PPI 增速上升期将受到疫情冲击

大宗商品涨价叠加低基数助推PPI转正。2020年1月PPI环比增速持平于0，石油、有色、采矿业等行业价格环比增速回升较多，同时在低基数的影响下，PPI同比增速从-0.5%上升至0.1%。

PPI上升期将受到疫情冲击。2020年1月PPI环比能保持在0，很大程度上是受2019年12月原油、铁矿石、化工品等涨价的滞后影响，后续疫情对PPI增速负面影响会逐渐显现，并且短期冲击会比SARS时期更大，因为SARS对PPI增速影响较小的三个主要原因均发生了一些改变：（1）中国经济在全球的占比提升至2018年的15.8%，商品需求量显著增加。（2）次贷危机之后，潜在经济增速下滑，经济增速不断下台阶。（3）本轮疫情的应对措施很严格，部分地方出现封城、延期复工现象。

● 风险提示：疫情超预期

目 录

1、 三因素推升 CPI 增速	3
2、 PPI 增速上升期将受到疫情冲击	5

图表目录

图 1: 历年春节当月 CPI 环比 (%)	3
图 2: 鲜菜、猪肉对 CPI 拉动率上升 (%)	4
图 3: SARS 期间全国消费受到很大影响, 但除了食品、燃料、医疗保健之外大部分消费品价格变化不明显	4
图 4: 石油行业 PPI 增速同步或滞后油价增速 1 个月	6
图 5: 中国 GDP 占全球比重提升	6
图 6: 中国铜消费量占比大幅回升	7
图 7: 中国原油需求量占比回升	7
表 1: 本轮疫情对 CPI 各分项的短期影响	5
表 2: 疫情进入尾声后对 CPI 各分项的短期影响	5

1、三因素推升 CPI 增速

CPI 增速回升受春节错位、疫情与基本面三方面影响。2020 年 1 月 CPI 同比增速从 4.5% 上升至 5.4%，食品分项中的蛋类、鲜果价格相对稳定，蔬菜、猪肉对 CPI 拉动率合计提升约 0.6 个百分点，非食品分项主要是交通和通信、旅游价格上涨。1 月 CPI 增速回升主要受三方面影响：(1) 春节错位。2020 年春节在 1 月，2019 年在 2 月，节前食品、服务等需求增加，加上城市务工人员返乡，食品、服务价格季节性上涨，春节当月 CPI 环比往往偏高，春节错位是 1 月 CPI 同比大幅上升的主要原因。(2) 疫情导致食品、日用品等需求急剧增加。1 月下旬，疫情引起人们关注，可能导致短期囤积食品、日常生活用品等行为。(3) 基本面影响。如果没有疫情，经济基本面呈现企稳趋势，这从 2019Q4 以来的 BCI、PMI 等数据均可以看出。同时，观察历年春节当月非食品、核心 CPI 环比增速，可以发现 2020 年春节当月这些指标在历史上属于偏高水平。

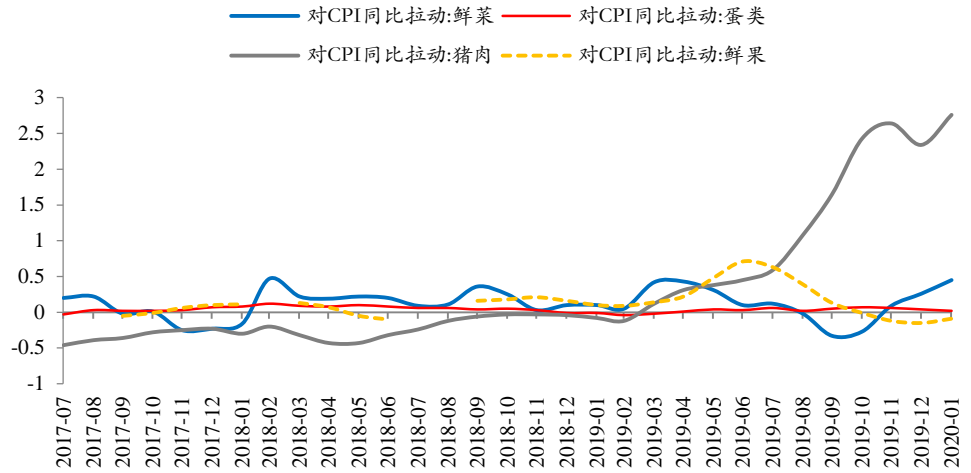
疫情可能导致 CPI 结构分化。疫情对 CPI 增速的短期影响很复杂，疫情对需求冲击是分化的，食品、生活用品、医疗用品等必需品需求增加，由于社会活动受到限制，大部分可选消费需求会大幅减少，但 SARS 的经验显示，虽然全国消费受到很大影响，但除了食品、燃料、医疗保健之外的大部分消费品价格变化不明显。由于部分道路封锁、到达工作地点仍需要隔离一段时间，疫情导致短期供给减少。随着疫情进入尾声，部分递延需求会报复性增加，但餐饮、旅游等在春节损失的需求不可逆，并且疫情结束后其需求恢复得可能比较缓慢；相应的，部分递延需求对应的供给会因为赶工而快速恢复，但一部分供给因为需求不可逆而恢复缓慢。

图1：历年春节当月 CPI 环比 (%)

年份	CPI:环比	CPI:食品:环比	CPI:非食品:环比	核心 CPI:环比
2001	0.9	2.3	0.2	
2002	1.1	3.2	0	
2003	0.9	2.6	0	
2004	1.1	2.4	0.4	
2005	1.8	4.9	0.2	
2006	1.3	3.2	0.3	
2007	1.0	2.7	0.1	
2008	2.6	7.1	0.3	
2009	0.9	3.3	-0.3	
2010	1.2	3.3	0.1	
2011	1.2	3.7	0.1	
2012	1.5	4.2	0.2	
2013	1.1	2.7	0.2	0.3
2014	1.0	2.4	0.3	0.3
2015	1.2	2.9	0.3	0.4
2016	1.6	6.7	0.3	0.3
2017	1.0	2.3	0.7	0.6
2018	1.2	4.4	0.5	0.5
2019	1.0	3.2	0.4	0.4
2020	1.4	4.4	0.6	0.5

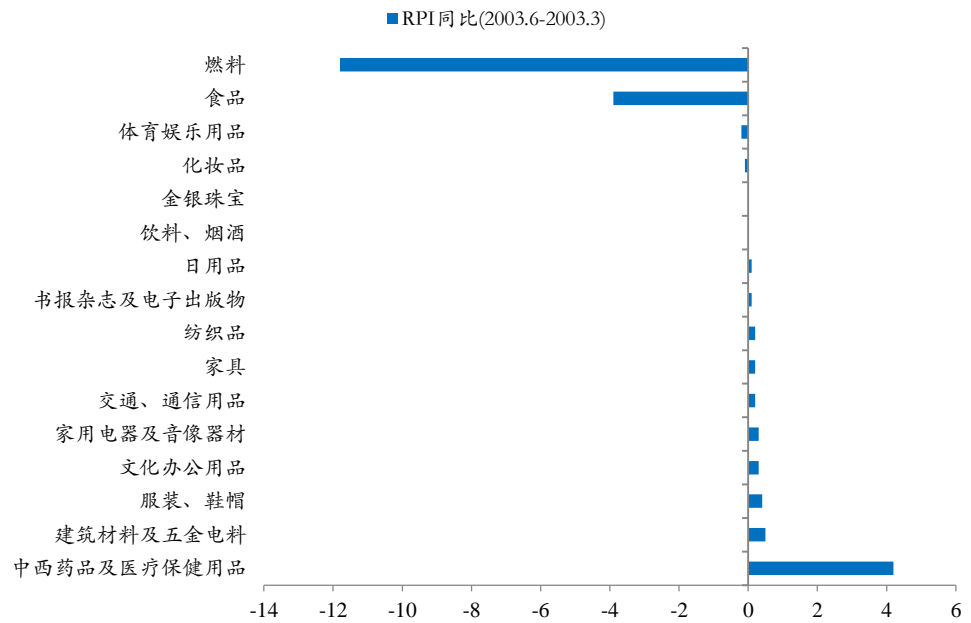
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图2：鲜菜、猪肉对CPI拉动率上升（%）



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图3：SARS 期间全国消费受到很大影响，但除了食品、燃料、医疗保健之外大部分消费品价格变化不明显



资料来源：Wind，新时代证券研究所

表1：本轮疫情对CPI各分项的短期影响

CPI 分项	供给	需求	价格
食品	部分地区道路封锁，影响蔬菜等食品运输 (↓)	餐饮关闭，食材需求减少，但人们出行受到限制，加上口罩供应紧缺，可能导致增加人们囤积食品的行为(↑)	供需缺口短期扩大(↑)
衣着	3月春装销售旺季，厂商已经提前进货(↑)	出行活动减少(↓)	销售旺季遭遇需求下滑(↓)
居住	2-3月租房旺季，房源一般比较充足(↑)	人口流动减少，部分地区租房行为受到管制(↓)	租房旺季遭遇需求显著下滑(↓)
生活用品及服务	部分地区道路封锁，影响生活用品运输(↓)	出行受到限制，加上口罩供应紧缺，可能导致增加人们囤积生活用品的行为(↑)	供需缺口短期扩大(↑)
交通和通信	部分客运站、高铁站车次与部分航班取消(↓)	航空、客运等交通出行大幅放缓；原油需求量大幅减少，而中国原油需求量在全球占比较SARS时期显著上升(↓)	需求下降幅度远大于供给(↓)
教育服务	线上教育服务增加但线下教育服务大幅减少(↓)	春节后的两个月是教育服务旺季(↑)	供需缺口短期扩大(↑)
旅游	部分地区旅游景点关闭；境外旅游受到一定限制(↓)	旅游活动大面积取消(↓)	需求断崖式下跌(↓)
医疗保健	企业复工复产，口罩、防护服等医疗用品产能逐渐恢复(↑)	疫情影响范围广，随着各地陆续复工，口罩等医疗用品与医疗服务需求将显著增加(↑)	由于需求巨大，仍然供不应求(↑)

资料来源：新时代证券研究所

表2：疫情进入尾声后对CPI各分项的短期影响

CPI 分项	供给	需求	价格
食品	随着疫情进入尾声，各地道路恢复通畅，食品供给增加(↑)	餐饮业逐渐恢复，但初期人们仍会心存余悸，对食品需求影响大致中性(-)	供需缺口收窄(↓)
衣着	商场恢复正常营业(↑)	出行解除限制，需求增加(↑)	短期需求增幅大于供给(↑)
交通和通信	客运、高铁、机场运转逐渐恢复正常(↑)	经济活动逐渐恢复，原油需求报复性增加(↑)	需求增幅远大于供给(↑)
教育服务	线下教育服务逐渐恢复正常(↑)	旺季过后需求下降(↓)	供需格局改善(↓)
旅游	部分地区旅游景点恢复营业；境外旅游放开(↑)	春节假期旅游需求不可逆转(↓)	短期供需格局没有明显改善(↓)
医疗保健	口罩、防护服等医疗用品产能充足(-)	随着疫情进入尾声，医疗用品与服务需求显著减少(↓)	供需格局改善(↓)

资料来源：新时代证券研究所

2、PPI 增速上升期将受到疫情冲击

大宗商品涨价叠加低基数助推PPI转正。2020年1月PPI环比增速持平于0，石油、有色、采矿业等行业价格环比增速回升较多，同时在低基数的影响下，PPI同比增速从-0.5%上升至0.1%。

PPI上升期将受到疫情冲击。一般而言，大宗商品价格向工业品传导是同步或滞后1个月，从各行业PPI增速与商品价格涨幅来看，2020年1月PPI环比能保持在0，很大程度上是受2019年12月原油、铁矿石、化工品等涨价的滞后影响。随

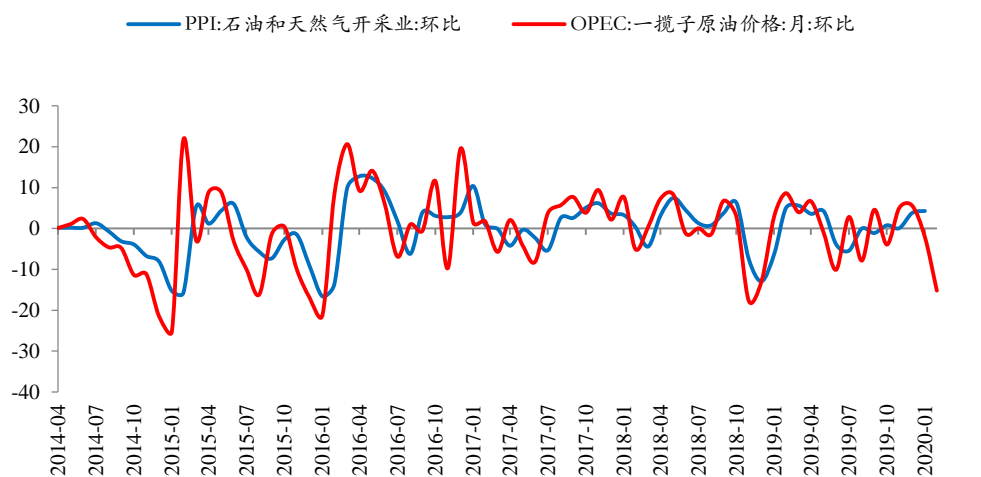
着1月下旬以来疫情开始被市场所重视，主要商品价格出现较大下跌，其中，对PPI影响大的原油已经进入技术性能市，疫情对PPI增速负面影响会逐渐显现，并且短期冲击会比SARS时期更大，因为SARS对PPI增速影响较小的三个主要原因均发生了一些改变：

(1) 中国经济在全球的占比从2003年的4.2%提升至2018年的15.8%，中国经济增速下滑，全球也难独善其身。相应的，商品需求量显著增加，其中，中国原油消费量在全球占比从2003年的7.4%提升至2018年的13.9%，中国精炼铜消费量在全球占比从2003年的20%提升至2018年的52%。

(2) 21世纪初的改革极大地提高了潜在经济增速，2003年中国经济长周期处于上升期，而次贷危机之后，潜在经济增速下滑，经济增速不断下台阶。

(3) 本轮疫情的应对措施很严格，部分地方出现封城、延期复工现象。除了原油外，近年来影响PPI的另一主要品种是螺纹钢，由于房企开工时间与开工进度都受到影响，螺纹钢累库压力明显增加，价格承压。

图4： 石油行业 PPI 增速同步或滞后油价增速 1 个月



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图5： 中国 GDP 占全球比重提升

中国GDP占全球比重 %

18 -

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_7400



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>