

物价处于阶段性底部

——2月通胀数据点评

报告摘要

2月CPI同比1.5%，PPI同比0.1%，符合市场预期。

- **食品价格拖累CPI走低，3月或重回2%以上。**由于今年春节较早，2月食品类价格环比涨幅大幅低于去年同期，成为主要拖累。非食品类相对平稳，旅行、交通、住宿、电影等价格受春节消费带动明显。猪价带动下，叠加去年低基数，CPI从3月开始将显著回升。但由于消费需求整体低迷，制造业减税也意味着相关工业品与消费品售价存在下调空间，核心通胀的上行动能不足。
- **PPI通缩压力暂时解除，但三季度或重新面临下行压力。**PPI环比跌幅显著收窄，主因油价提振与基建预期升温下，上游能源与黑色等行业显著改善。TMT、汽车、纺服等终端行业表现较弱，显示下游需求仍较为低迷。3月正值节后复工，PPI环比通缩压力阶段性解除。但由于基建反弹幅度或不会很高，油价在下半年存在变数，叠加三季度翘尾因素持续下降，PPI同比在三季度可能再度面临下行压力。
- **短期央行进行降息的概率较小。**目前CPI与PPI都已处于阶段性底部，二季度将显著回升，实际利率上升的局面有望得到缓解，加上基建等逆周期调节政策的效果也开始体现，短期央行降息的可能性在减弱。

研究部

钟正生

zhongzhengsheng@cebm.com.cn

钱伟

wqian@cebm.com.cn

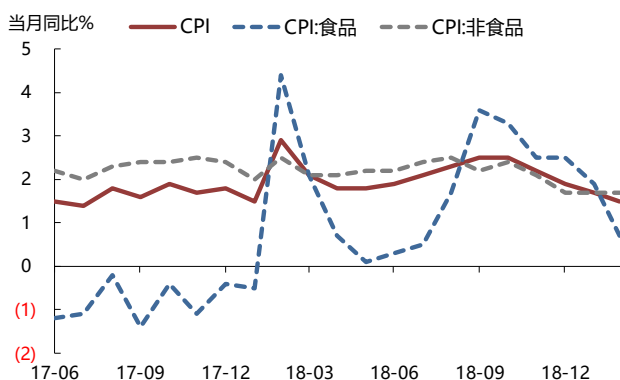


1、春节错位致 CPI 进一步走低

食品类价格同比全线走低。2月CPI同比增长1.5%，回落0.2个百分点，环比增长1%，低于去年同期的1.2%（图表1）。环比来看，受到2月节日效应与部分地区雨雪天气影响，鲜菜、肉类等食品价格均有所上涨。在非食品中，受春节消费带动，旅行社收费、飞机票、宾馆住宿、电影票价格上涨；成品油价连续调升，柴油和汽油价格也实现回升。但同比来看，由于今年比去年春节更早，节后价格季节性回落，环比涨幅不及去年，尤其是食品分项，同比增速较1月回落1.2%，牛肉、鲜果、肉类等同比降幅均超过1%，成为CPI走低的主要拖累。非食品价格同比与上月持平，相对稳定（图表2）。

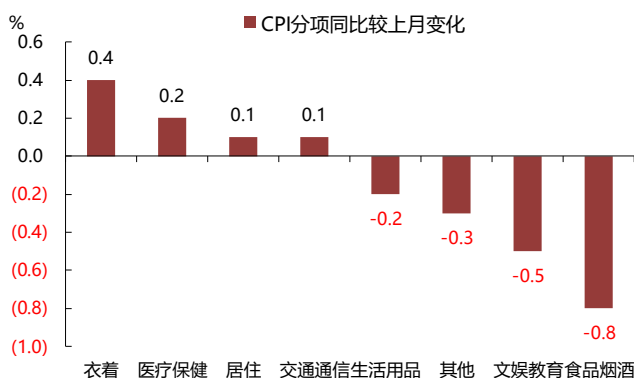
3月CPI同比或将重回2%以上，但核心通胀上行动能不足。猪价油价上行叠加季节性因素，3月CPI同比增速或再次回到2%以上，二季度末迎来阶段性高点。非洲猪瘟对供给的影响在二季度前后开始显现，3月第一周，22省市平均猪肉价格环比上升超过5%。OPEC减产在三季度之前仍会对油价形成绝对支撑。农产品价格一般在春节后一周开始大幅回落，去年春节较晚，使得去年3月食品CPI环比基数较低。同时，今年南方长期阴雨天气对3月农产品价格将提供额外支撑。综合来看，2月或成为全年通胀的低点。市场对后期CPI上行的主要担忧来自猪价的上行。非洲猪瘟影响下，本轮猪价周期拐点可能在二季度出现，假设至年底猪价同比涨幅30%左右，CPI同比可能突破3%（图表3）。但是，由于需求处于下行，核心通胀的增速相对平稳，上行动能并不是很强（图表4）。

图表 1：2 月 CPI 继续走低



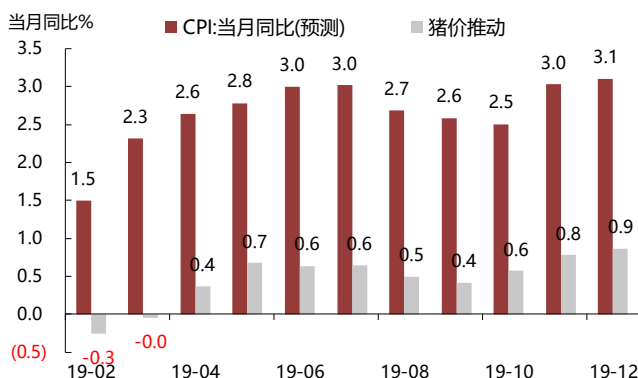
资料来源：Wind，莫尼塔研究

图表 2：2 月食品烟酒分项拖累较大



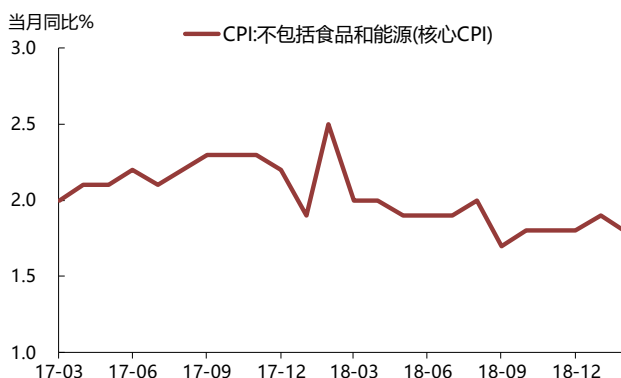
资料来源：Wind，莫尼塔研究

图表 3：猪价大幅上涨将带来较大的通胀压力



资料来源：Wind，莫尼塔研究

图表 4：核心通胀走势较为平稳



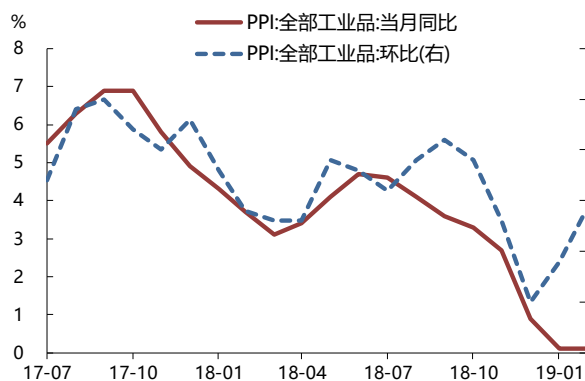
资料来源：Wind，莫尼塔研究

2、PPI 通缩压力暂时解除

油价回暖提振上游PPI，消费不振拖累下游PPI。2月PPI同比增长0.1%，持平上月，环比负增0.1%，降幅较上月显著收窄0.5个百分点（图表5）。从各行业的环比表现来看，上游行业改善较为明显，石油与天然气开采、黑色与有色金属冶炼加工等均由降转升。一方面，油价在2019年上涨已超过20%，对能源行业提振明显。另一方面，基建等项目开始落地，利好螺纹钢等相关工业品价格。但是，下游终端行业的价格表现较弱。环比降幅扩大的就包括TMT、汽车、纺织业等。显示消费需求仍然较为低迷（图表6）。

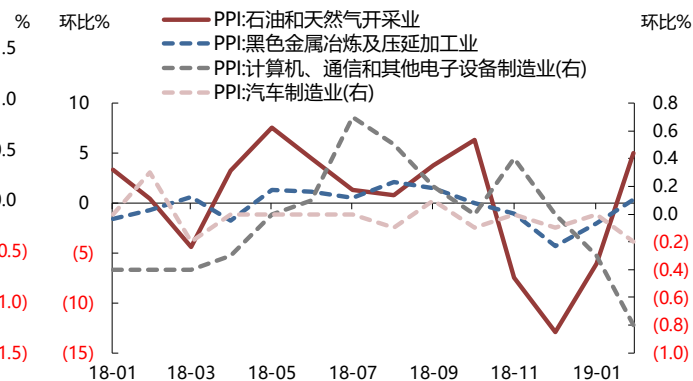
通缩压力暂时性解除，但三季度可能再度面临下行压力。2月下旬，50种重要生产资料价格环比已经由负转正，3月正值节后复工，工业品进入需求的旺季，去年8月开始密集批复的基建项目陆续进入执行阶段，此外油价强势短期无虞，PPI环比有望在3月再度转为正增长。考虑到3月与4月的基数较低，PPI同比也大概率触底反弹。通缩压力得到暂时性的解除。但是，由于基建反弹幅度或不会很高（赤字安排与专项债额度未超市场预期），油价在下半年存在变数，叠加翘尾因素持续走弱，PPI在三季度可能再度面临下行压力（图表7）。

图表 5：PPI 环比降幅收窄，同比继续回落



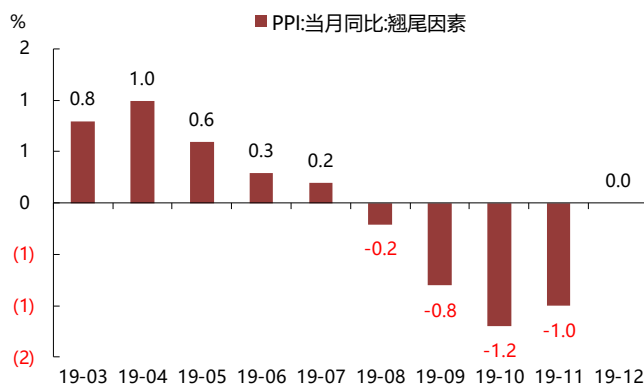
资料来源：Wind，莫尼塔研究

图表 6：上游能源与黑色改善较大



资料来源：Wind，莫尼塔研究

图表 7：三季度 PPI 的翘尾因素较弱



资料来源：Wind，莫尼塔研究

免责声明

本研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不对外公开发布，只有接收客户才可以使用，且对于接收客户而言具有相关保密义务。本报告不能作为投资研究决策的依据，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。本公司不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。本报告的内容、观点或建议并未考虑个别客户的特定状况，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告旨在发送给特定客户及其它专业人士，未经本公司事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。本报告所载观点并不代表本公司，或任何其附属或关联公司之观点，且报告所载资料、意见及推测仅反映研究人于发出本报告当日对公开资料之判断，可随时予以变更且不再另行通知。

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_13737

