



证券研究报告·宏观研究报告

2020年3月12日

# 首创宏观“茶”： “猪油共振向上”几无可能，2季度货币政策宽松力度料将持续加大

——2月通胀数据点评

## 研究发展部宏观策略组

王剑辉  
宏观策略分析师  
电话：010-56511920  
邮件：wangjianhui1@sczq.com.cn  
执业证书：S0110512070001

### 主要观点：

- 2月CPI当月同比5.20%，预期5.20%，前值5.40%；2月PPI当月同比-0.40%，预期-0.30%，前值0.10%；2月PPIRM当月同比-0.50%，前值-0.30%。我们点评如下：
- 一、核心CPI当月同比超预期下行，后期大概率止跌回升；
- 二、5月大概率是PPI当月同比年内低点，年内高点可能在3季度；
- 三、其他工业原材料及半成品类PPIRM当月同比脱离负值区间；
- 四、“猪油共振向上”几无可能，货币政策宽松力度进一步加大；
- 五、2月工业企业盈利不容乐观，全年工业企业盈利增速大概率前低后高。

## 目录

一、核心 CPI 当月同比超预期下行，后期大概率止跌回升.....	4
二、5 月大概率是 PPI 当月同比年内低点，年内高点可能在 3 季度.....	6
三、其他工业原材料及半成品类 PPIRM 当月同比脱离负值区间.....	8
四、“猪油共振向上”几无可能，货币政策宽松力度料将进一步加大.....	10
五、2 月工业企业盈利不容乐观，全年工业企业盈利增速大概率前低后高.....	11

## 图表目录

图 1：核心 CPI 当月同比创 2013 年 1 月有数据记录以来新低 (%) .....	5
图 2：交通和通信 CPI 同比时隔 1 个月重返负增长 (%) .....	5
图 3：生活资料 PPI 当月同比的四个细项总体边际上行 (%) .....	7
图 4：采掘工业 PPI 当月同比目前尚高于原材料工业、加工工业 PPI 当月同比 (%) ....	8
图 5：其他工业原材料及半成品类 PPIRM 当月同比脱离负值区间 (%) .....	9
图 6：“猪油共振向上”几无可能 (%) .....	11

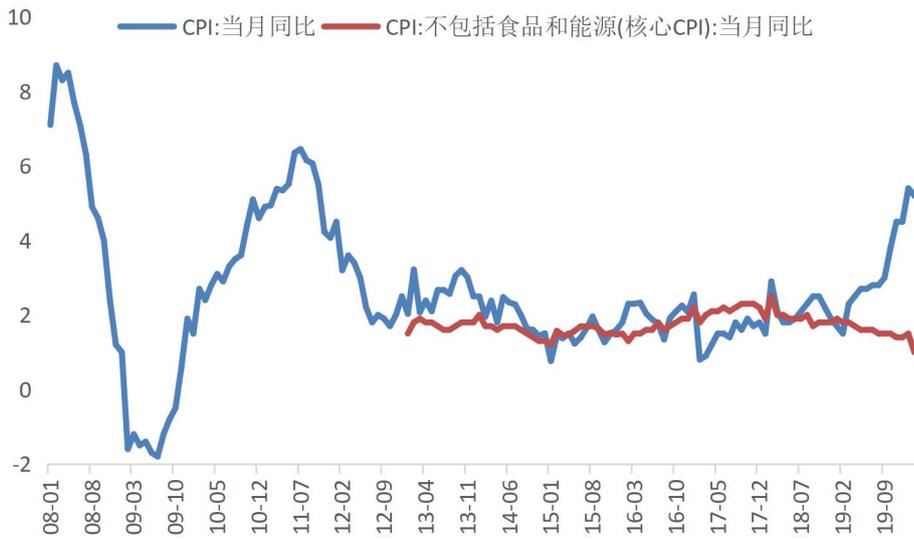
**事件：**2月CPI当月同比5.20%，预期5.20%，前值5.40%；2月PPI当月同比-0.40%，预期-0.30%，前值0.10%；2月PPIRM当月同比-0.50%，前值-0.30%。

**点评：**

### 一、核心 CPI 当月同比超预期下行，后期大概率止跌回升

2月CPI当月同比录得5.20%，持平于预期，较前值小幅下行0.2个百分点，为2011年11月以来次高。从结构上看，“剪刀差”走阔是2月CPI数据的显著特征：第一个“剪刀差”走阔体现为，食品CPI当月同比为21.90%，较前值上行1.30个百分点，续创2008年5月以来新高，而非食品当月CPI同比为0.90%，较前值下行0.70个百分点，持平于2019年10月，为2015年5月以来低点；第二个“剪刀差”走阔体现为，消费品CPI当月同比为7.90%，较前值上行0.20个百分点，创2008年7月以来新高，而服务CPI当月同比为0.60%，较前值下行0.90个百分点，创2010年2月以来新低。2月CPI数据的另一个显著特征是，核心CPI当月同比录得1.00%，较前值大幅下行0.50个百分点，创2013年1月有数据记录以来新低，表明2月实体经济的需求极端疲弱。2月CPI数据的这两个显著特征，均根源于新冠肺炎疫情的冲击。新冠肺炎疫情爆发于1月，但是在2月持续对经济生活产生冲击：彼时面对疫情所带来的不确定性，隔离在家的居民加大对生活必需消费品的购买乃至囤积力度，与此同时，外出旅游、购物、娱乐等需求几乎降至“冰点”。体现在CPI数据上，食品与必需消费品需求旺盛，价格上行，而非食品与服务需求低迷，价格下行。值得提醒的是，随着疫情防控取得“积极向好”的态势，尤其是3月10日习近平总书记赴湖北武汉考察，为打赢湖北保卫战、武汉保卫战指明方向，预计3月起经济社会将逐步恢复常态，CPI数据的两个“剪刀差”大概率收窄，而核心CPI当月同比在2月超跌的基础上，大概率止跌回升。

图 1：核心 CPI 当月同比创 2013 年 1 月有数据记录以来新低 (%)



资料来源：wind，首创证券研究发展部

2月CPI当月同比的8大分项再回“7升1降”格局，主因2月交通和通信CPI当月同比重返负值区间。具体看，食品烟酒、其他用品和服务、医疗保健、教育文化和娱乐、衣着、居住、生活用品及服务的CPI当月同比分别为16.00%、4.40%、2.20%、1.00%、0.50%、0.30%、0.10%，分别较前值上行0.80、-0.40、-0.10、-1.20、-0.10、-0.20、-0.10个百分点，而交通和通信CPI同比为-1.60%，较前值大幅下行2.50个百分点，时隔1个月重返负增长。8大分项数据的显著特征是，除了食品烟酒CPI当月同比较前值上行之外，其余七个分项CPI当月同比均较前值下行。这一特征与两个“剪刀差”进一步走阔，以及核心CPI当月同比超跌相呼应，均源于新冠肺炎疫情产生的正向与负向冲击。

图 2：交通和通信 CPI 同比时隔 1 个月重返负增长 (%)



资料来源：wind，首创证券研究发展部

在31个最细项上，猪肉、牛肉、羊肉、鲜菜、食用油、酒类CPI同比分别为135.20%、21.10%、11.20%、10.90%、5.70%、3.20%，分别较前值上行19.20、0.90、0.80、-6.20、0.70、0.60个百分点，是2月CPI上行的主要贡献项。其中，在囤积需求以及低基数的作用下，猪肉CPI当月同比续创历史新高，带动牛肉、羊肉当月同比小幅上行；鲜菜CPI当月同比较前值回调，主因春节影响消退，以及交通运输恢复通畅；食用油CPI当月同比稳步上涨，创2012年8月以来新高；酒类当月同比创2018年2月以来新高。鲜果、通信工具、交通工具用燃料、旅游、交通工具、邮递服务CPI同比分别为-5.60%、-4.00%、-2.30%、-2.10%、-1.80%、-1.80%，分别较前值上行-0.60、0.10、-9.50、-6.30、0、-1.90个百分点。其中，部分鲜果不易存储，疫情期间市场需求下降，存在降价促销的现象；受疫情在国内外爆发的影响，旅游行业遭遇重挫，带动CPI当月同比下行；在交通封锁的背景下，通信工具、邮递服务需求也受到较大冲击；受新冠肺炎疫情以及国际油价下跌的影响，交通工具用燃料、交通工具CPI当月同比大幅下行。

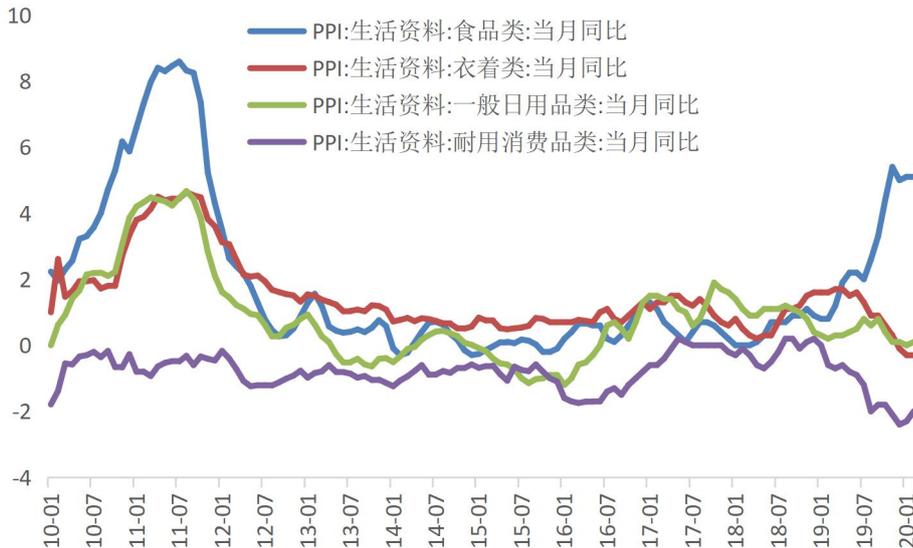
展望2020年CPI走势，我们坚持前期的判断，认为“2020年CPI当月同比大概率前高后低，呈‘逐季下行’的态势”。我们做出这一判断的主要依据是2019年CPI当月同比基数趋势性上行，2020年CPI当月同比翘尾因素趋势性下行，以及2020年下半年猪肉价格大概率下行。在前期判断的基础上，我们结合2019年CPI当月同比的月度走势，以及2020年CPI当月同比翘尾因素的月度走势，进一步对2020年CPI当月同比的月度的相对走势做一个大致研判。我们的结论是，4月、7月、8月、9月、10月、11月CPI当月同比大概率较前值下行。

## 二、5月大概率是PPI当月同比年内低点，年内高点可能在3季度

2月PPI当月同比-0.40%，低于预期0.10个百分点，较前值下行0.50个百分点，时隔1个月重返负值区间。生产资料PPI当月同比-1.00%，较前值下行0.60个百分点，生活资料PPI当月同比1.40%，较前值上行0.10个百分点，二者的“剪刀差”再次走阔。生产资料PPI中，采掘工业、原材料工业、加工工业PPI当月同比分别为1.10%、-2.20%、-0.70%，分别较前值下行3.60、1.40、0.10个百分点。其中，采掘工业、原材料工业、加工工业的标准差分别为14.30、7.03、3.42，采掘工业的波动率居首。生活资料

PPI当月同比中，食品类、衣着类、一般日用品类、耐用消费品类PPI当月同比分别为5.10%、-0.30%、0.10%、-2.00%，分别较前值上行0、0、0.10、0.30个百分点。在CPI当月同比保持高位的情况下，生活资料PPI当月同比的四个细项总体边际上行，体现出CPI向PPI传导的效应。但是在后期CPI前高后低，逐季下行的背景下，预计生活资料PPI当月同比上行动能大概率减弱。

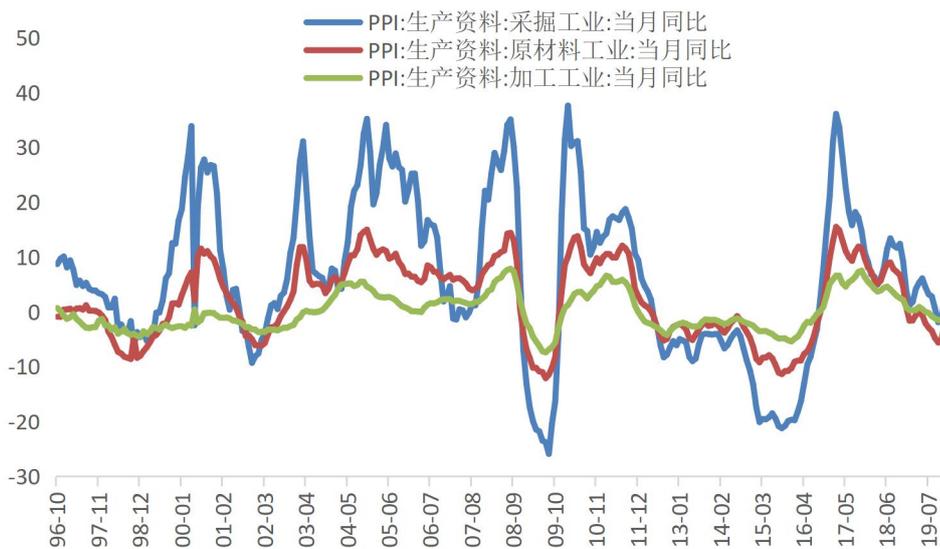
图 3：生活资料 PPI 当月同比的四个细项总体边际上行（%）



资料来源：wind，首创证券研究发展部

关于生产资料PPI当月同比及其三个细项，可以观察到的一个经验规律是：在生产资料PPI当月同比处于周期底部时，采掘工业PPI当月同比低于原材料工业、加工工业PPI当月同比，而在生产资料PPI当月同比处于周期顶部时，采掘工业PPI当月同比高于原材料工业、加工工业PPI当月同比。目前采掘工业PPI当月同比的取值高于原材料工业、加工工业，这也意味着生产资料PPI当月同比尚未触底，或者说PPI当月同比尚未触底。我们认为后期PPI当月同比大概率继续下行，直到采掘工业PPI当月同比低于原材料工业、加工工业PPI当月同比。

图 4：采掘工业 PPI 当月同比目前尚高于原材料工业、加工工业 PPI 当月同比 (%)



资料来源：wind，首创证券研究发展部

此前我们对2020年PPI当月同比的判断是：2020年PPI当月同比总体不会太高；月度走势较为平稳；大概率前低后高。接下来的问题是，2020年PPI当月同比的底部大致在哪里？我们认为，PPI当月同比的年内低点出现在5月，或者说2季度，而年内高点出现在8月，或者说3季度。从基本面看，受新冠肺炎疫情影响，叠加OPEC+未达成减产协议，3月9日国际油价断崖式下跌26.55%。原油在CRB指数中的占比高达33%，国际油价下跌意味着CRB指数同比大概率下行，3月大概率是CRB指数同比的低点。CRB指数同比领先于我国PPI当月同比，意味着我国PPI当月同比的低点大概率在3月之后。参考PPI同比翘尾因素的走势，5月为年内低点-0.50%。据此我们推测，5月大概率是本轮PPI当月同比的低点，届时采掘工业PPI当月同比大概率低于原材料工业以及加工工业PPI当月同比。至于2020年PPI当月同比的高点，考虑到其走势与翘尾因素高度相关，而翘尾因素的高点出现在8月，取值为0.10%，叠加考虑2019年同期基数为-0.80%，较其前值下行0.50个

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\\_6597](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_6597)

