



东兴证券
DONGXING SECURITIES

CPI拐点将至，警惕疫情下的通缩风险

——2020年2月物价指数点评

2020年03月10日

宏观经济 事件点评

分析师	王宇鹏 电话：010-66554151 邮箱：wangyp_yjs@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480519070003
研究助理	杨城弟 电话：010-66555383 邮箱：yangchd@dxzq.net.cn	

事件：

2020年2月CPI同比上涨5.2%，预期4.9%，前值5.4%，上升0.9个百分点；2月PPI同比下降0.4%，预期下降0.3%，前值上涨0.1%。

1. 总需求不足，核心CPI跌至低位

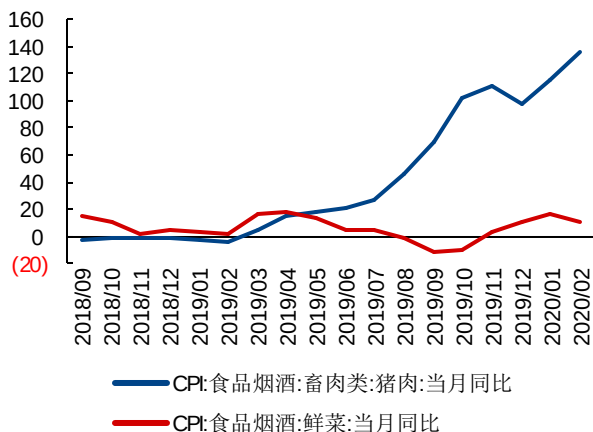
2月CPI同比上涨5.2%，较上月回落0.2个百分点，环比上涨0.8%，较上月回落0.6个百分点；食品价格仍为CPI上涨的主要因素，2月食品分项同比上涨21.9%，较1月扩大1.3个百分点，环比上涨4.3%，基本与上月持平；具体来看，2月猪肉价格同比上涨135.2%，环比上涨9.3%，涨幅均较上月扩大；疫情导致养殖企业复工不及时，生产物资运输受阻，生猪产能扩张受阻，猪价继续上涨；2月鲜菜价格同比上涨10.9%，较上月回落0.7个百分点；环比上涨9.5%，较上月回落5.8个百分点，往年春节后受需求减少影响鲜菜价格均有所回落，此次受疫情管控影响，鲜菜销售渠道减少、运输成本增加，价格环比上涨。此外2月受疫情防控影响，居民多居家隔离，囤积食品需求较大，以容易储存的薯类食品为例，2月价格环比上涨16.0%，涨幅扩大8.3个百分点。

与食品价格上涨不同，非食品项受需求供给收缩影响，价格回落；非食品项中除医疗保健外各分项同比涨幅下滑，环比实现负涨幅；其中受居家隔离影响，生活用品及服务、交通通信价格环比由正转负。疫情冲击线下服务业供需，航空、理发和宾馆住宿价格环比分别下降7.8%、2.5%和1.0%。受上游原油价格下降影响，汽油和柴油价格环比分别下降5.7%和6.2%，居民用煤和液化石油气价格环比分别下降1.0%和0.4%。

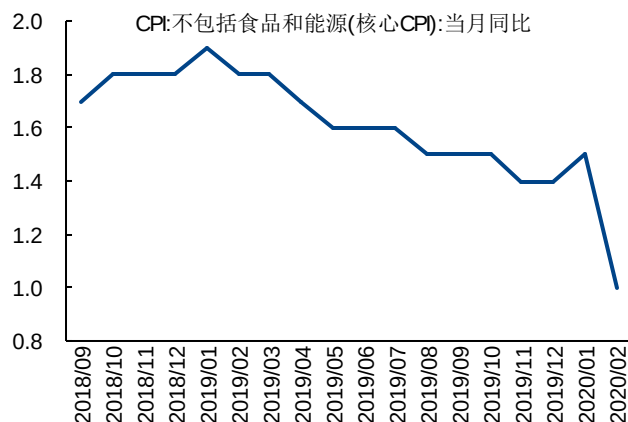
2月核心CPI回落至1%，为13年数据更新以来最低，源于疫情防控下总需求的回落；后期随着国内疫情趋缓，复工复产推进、居家隔离减少，逆周期调节政策落地，核心CPI将缓慢回升。

图1：猪肉及蔬菜价格仍居高位

图2：核心CPI下滑



资料来源：wind，东兴证券研究所



资料来源：wind，东兴证券研究所

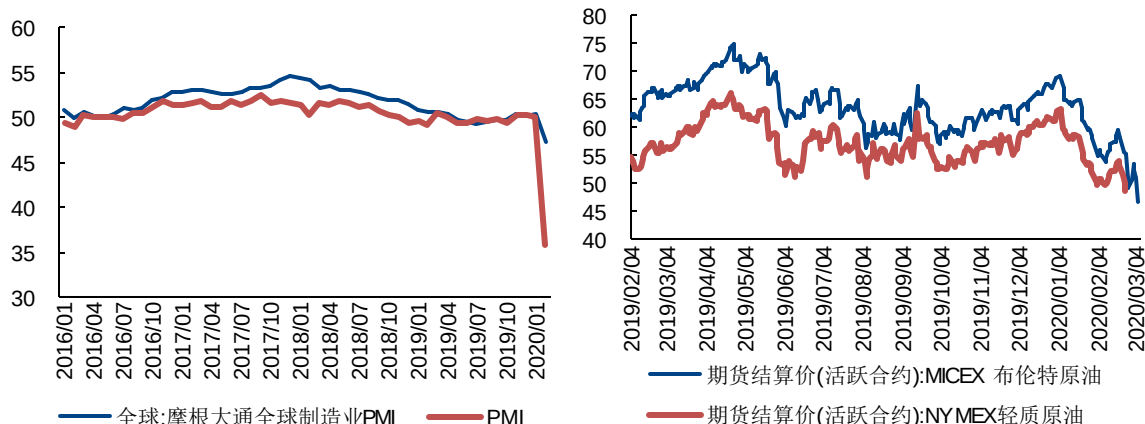
2. 供需收缩，PPI 同比转负

2 月 PPI 同比再次转负，由上月 0.1% 下滑为 -0.4%，环比由上月持平转为下降 0.5%；受新冠疫情对需求冲击，国际原油市场价格自 1 月以来持续下滑，价格波动逐渐反应至石油开采、加工及其下游行业，2 月石油和天然气开采业价格同比下跌 0.4%，较上月减少 17.9 个百分点，环比由 4.3% 转为 -11%，石油、煤炭及其他燃料加工业价格同比下滑 0.8%，较上月减少 5.4 个百分点，环比由 1.8% 转为 -4.4%，下游化工行业价格也受到负面冲击。

供需收缩拉低 PPI 水平；2 月国内疫情处于扩散期，下旬海外疫情抬头，国内外需求疲弱，国内 PMI 仅录得 35.7，全球制造业 PMI 为 47.2，跌出荣枯线；2 月国内复工复产率较低，高炉开工率、6 大发电厂日均耗煤等生产数据均处于历史较低水平；疫情扩散下工业消费品供需收缩，PPI 生产资料回落幅度较大，同比涨幅由 1 月 -0.4% 下降为 -1%，对 PPI 同比拉动为 -0.74%。

图3：国内外需求疲弱

图4：1 月以来全球原油价格下跌



资料来源: wind, 东兴证券研究所

资料来源: wind, 东兴证券研究所

3.3 月 CPI 迎来拐点

预计 3 月 CPI 同比再创新高，随后逐渐回落；3 月翘尾因素对 CPI 贡献将从 2.93% 回升至 3.34%，叠加复工推进、需求回暖，非食品项价格回升，CPI 或再创新高；随着猪肉及蔬菜价格回落，3 月后 CPI 将进入趋势性下行阶段；一方面养殖企业复工复产，生产物资运输环节打通，猪肉产能缓慢恢复，猪价环比或下跌；蔬菜价格也将随着供给回升环比下降，高频数据也显示 3 月首周猪肉、蔬菜价格环比小幅下跌；另一方面 19 年 3 月后猪价同比涨幅抬升，基数较高。未来随着猪肉价格趋势性回归，CPI 将进入趋势性下行阶段，预计 2 季度末 CPI 回落至 3% 以内。考虑到政策时滞性，当前高位 CPI 不构成对货币政策的制约。

4. 警惕 PPI 通缩风险

原油价格下跌增加 PPI 通缩风险；3 月以来原油期货价格持续下滑；需求方面，国际能源署（IEA）表示受新冠疫情影响，全球能源需求下降，1 季度预计原油需求将同比大幅减少 249 万桶/日，2 季度原油需求将减少 40 万桶/日；供给方面 OPEC+ 未达成减产协议，3 月 7 日沙特阿美石油公司宣布大幅降低售往欧洲、远东和美国等国外市场的原油价格，并将大幅增加下月产量。海外疫情仍处扩散期，随着更多国家提高疫情响应级别，全球原油需求可能进一步下滑，短期内原油市场波动性将加剧。我国对原油进口依赖度高，国际原油价格波动对国内石油开采加工、化工行业影响较大，叠加翘尾因素影响，国际原油价格下跌或将加剧 PPI 通缩程度。

海外疫情扩散，外需疲弱，PPI 上行动力不足；海外疫情扩散不确定性仍大，尚未出现拐点，持续时间仍难以确定，导致全球经济通缩风险加剧，3 月全球制造业 PMI 或超预期下行，在外需疲弱的背景下部分出口型行业、对全球供应链依赖度较高的行业景气度仍不足，工业品价格存在加速下滑的可能，从而导致 PPI 上行动力不足。

但 PPI 同比下降幅度仍有所支撑；首先，发改委《石油价格管理办法（2016）》规定当国际油价低于 40 美元/桶时，成品油仍按照 40 美元加正常加工利润确定国内成品油价格，国际原油市场价格波动难以向下游生活资料及 CPI 非食品项传递。其次，国内疫情逐渐稳定，3 月、4 月复工复产不断推进，3 月首周高炉开

工率已恢复至 19 年 12 月 96% 的水平，6 大发电厂日均耗煤量持续环比正增长，总需求在不断恢复，基础设施及房地产项目开工赶进度，这将拉动上游其他工业品价格，适度缓冲原油价格波动引发的 PPI 收缩。

5. 风险提示

原油价格下跌加剧，国内 PPI 通缩压力超预期；复工、逆周期政策不及预期，核心 CPI 持续下滑。

6. 相关报告汇总

报告类型	标题	日期
点评	猪价继续拉升 CPI, PPI 转正或为“昙花一现”--2020 年 1 月物价指数点评	2020-02-10
深度	疫情下物价拐点推迟，长期趋势不变——新冠疫情对物价指数影响的分析	2020-02-29

资料来源：东兴证券研究所

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_6608

