

疫情冲击通胀的三阶段框架得到验证

——2月物价数据点评

宏观事件点评

2020年03月11日

报告摘要：

2月CPI同比上涨5.2%，PPI同比下降0.4%，和我们预期偏差并不大。交通管制是食品价格继续上涨原因，油价暴跌增加通缩压力，货币政策有望继续宽松。

● 重要信息一：疫情造成的交通管制是食品价格继续上涨原因

受疫情影响，全国大多数城市依然实行交通管制，很多运菜的货车进城仍有限制。以鲜菜、猪肉、鲜果、水产品为代表的保质期较短的食品价格环比继续上涨；以蛋类、禽肉类和粮食为代表的保质期较长的食品价格环比不仅没有上涨，有些还出现了下跌。可见，食品类价格上涨不是供给端的原因，也不是需求端的原因，更多是物流成本加大的原因。随着疫情初步得到控制，预计未来交通管制力度会有所放松，食品价格会逐渐回落。

● 重要信息二：疫情造成部分服务业和工业品通缩压力

从CPI环比分项来看，2月交通和通信CPI环比下降1.5%，这体现了疫情防控对旅游和交运行业的冲击。以飞机票为例，由于出行人数大幅减少，2月飞机票价格环比下降7.8%。从PPI来看，2月PPI环比下降0.5%，其中生产资料环比下降0.7%，工业品通缩压力进一步加大。2月的官方制造业PMI为35.7%，创历史新低，预示着在复工率不及预期的背景下，工业生产较为低迷，未来工业品价格有进一步通缩压力。

● 重要信息三：油价暴跌增加输入性通缩压力

油价暴跌增加输入性通缩压力。自今年年初以来，NYMEX原油价格累计下降44.7%。ICE布油价格累计下降36.4%。国际油价的大幅下降加剧了国内工业品通缩压力，根据历史走势，国际油价每下跌10%，PPI下跌0.3%，今年以来的油价暴跌对国内工业品价格的冲击尚未完全体现，特别是近期OPEC和俄罗斯如果无法尽快达成协议的话，油价会持续处于低位，对国内造成较大的工业品通缩压力，这种影响预计将在未来两三个月内逐渐体现。另一方面，在欧美股市暴跌的背景下，欧美经济基本面在加速恶化，外需可能走弱，带动全球PPI转入负区间。

● 未来展望：CPI将逐渐回落，工业品通缩加剧，货币政策进一步宽松在望

我们提出了疫情冲击通胀的三阶段框架，从最新的数据看，都在沿着我们判断的路径走。第一波冲击，全国各地交通管制期间，以供给运输受限影响为主。食品价格结构性上涨。第二波冲击，企业陆续复工至疫情彻底结束前，以需求收缩影响为主，物价有向下压力。第三波冲击，全国大部疫情影响结束后，以供给恢复时滞影响为主，物价有再次向上压力。

工业品通缩可能加剧。我们从去年下半年起，多次强调工业品通缩值得重视。在2020年通胀形势展望报告中，我们判断2020年PPI可能持续处于负区间。近期国际原油价格暴跌，我们的判断再次得到证实。背后的经济逻辑并不复杂，全球经济进入多事之秋，总需求收缩，油价下行自然是难以避免的。沙特和俄罗斯，苦苦相争的，无非也是原油市场和需求。总体看，接下来几个月CPI将逐渐回落，工业品通缩加剧，货币政策进一步宽松在望。

● 风险提示：疫情全球扩散超预期，交通管制政策持续超预期、油价下降超预期等。

民生证券研究院

分析师：解运亮

执业证号：S0100519040001

电话：010-85127665

邮箱：xieyunliang@mszq.com

研究助理：毛健

执业证号：S0100119010023

电话：021-60876720

邮箱：maojian@mszq.com

研究助理：付万丛

执业证号：S0100119080008

电话：010-85127730

邮箱：fuwancong@mszq.com

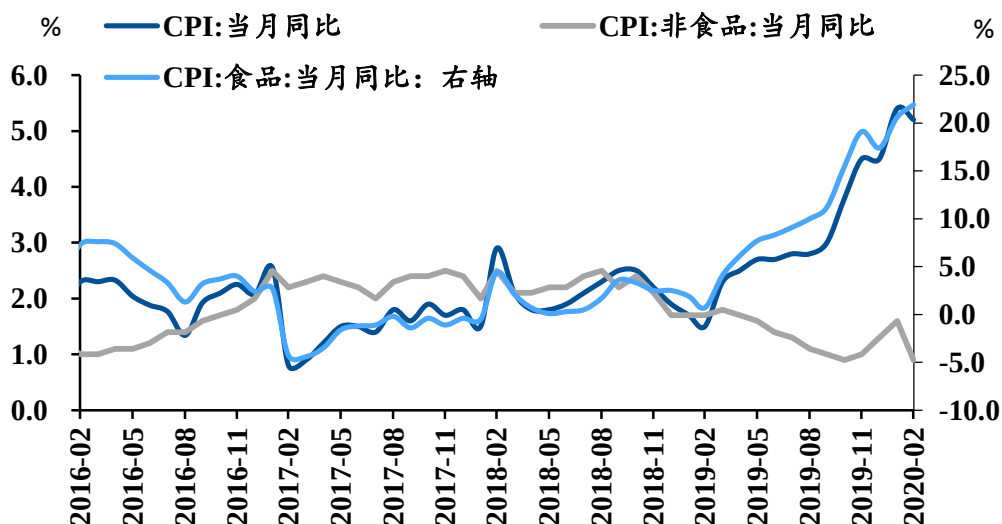
相关研究

一、数据表现：CPI 同比上涨 5.2%，PPI 同比由正转负

（一）CPI 同比和环比涨幅均回落

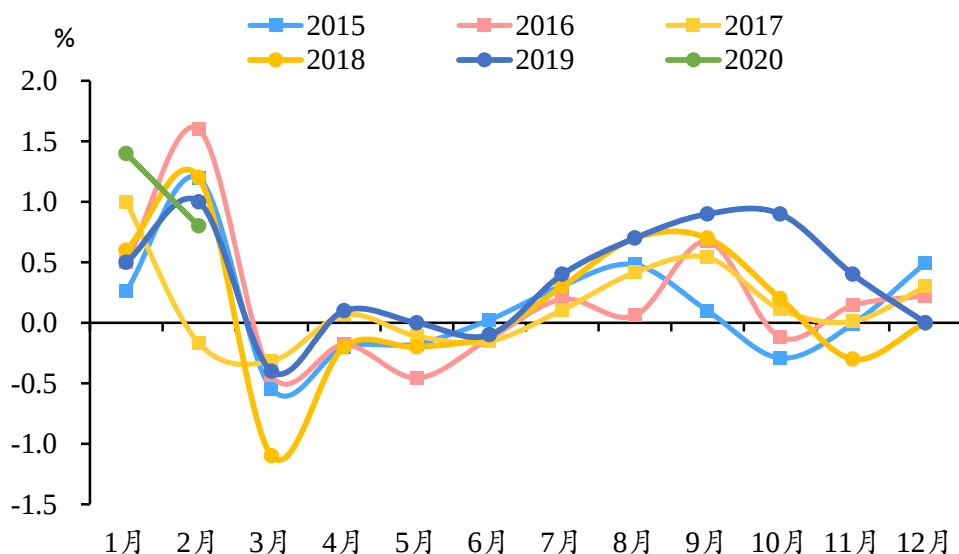
2 月 CPI 同比和环比涨幅均有所缩小。2 月份，全国居民消费价格同比上涨 5.2%。其中，城市上涨 4.8%，农村上涨 6.3%；食品价格上涨 21.9%，非食品价格上涨 0.9%；消费品价格上涨 7.9%，服务价格上涨 0.6%。1—2 月平均，全国居民消费价格比去年同期上涨 5.3%。环比来看，2 月全国居民消费价格环比上涨 0.8%。其中，城市上涨 0.8%，农村上涨 0.9%；食品价格上涨 4.3%，非食品价格下降 0.2%；消费品价格上涨 1.4%，服务价格下降 0.2%。

图 1：2 月 CPI 同比上升至 5.2%，基本符合我们预计



资料来源：Wind，民生证券研究院

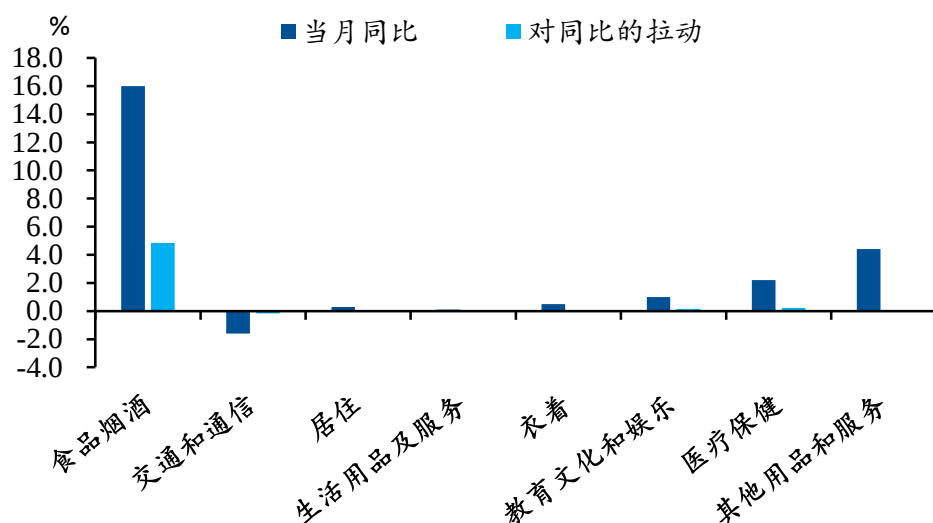
图 2：环比来看，2 月 CPI 继续正增长



资料来源：Wind，民生证券研究院

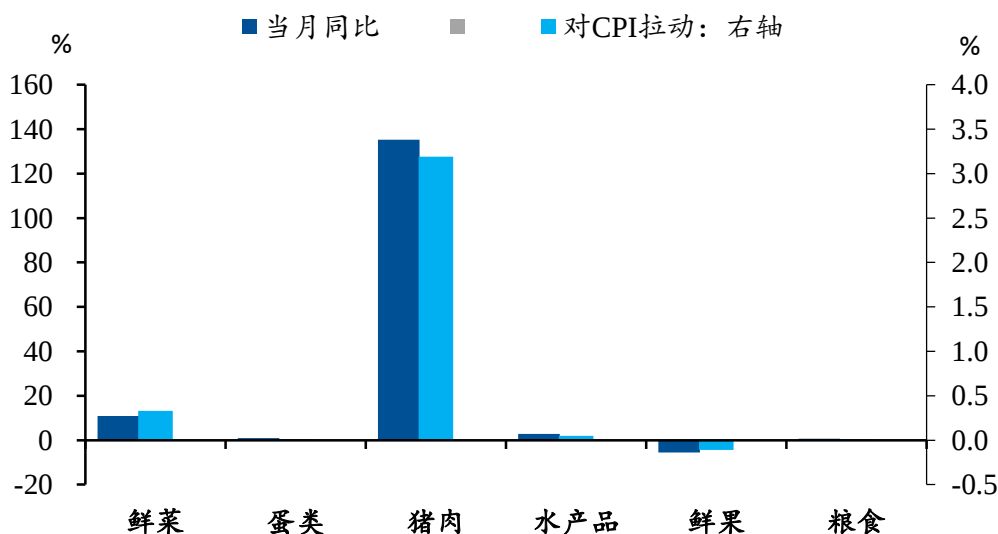
从大类同比看，食品烟酒上涨是 CPI 上涨的主要推动力：（1）2 月份，食品烟酒类价格同比上涨 16.0%，影响 CPI（居民消费价格指数）上涨约 4.84 个百分点。食品中，畜肉类价格上涨 87.6%，影响 CPI 上涨约 3.85 个百分点，其中猪肉价格上涨 135.2%，影响 CPI 上涨约 3.19 个百分点；鲜菜价格上涨 10.9%，影响 CPI 上涨约 0.33 个百分点；水产品价格上涨 2.8%，影响 CPI 上涨约 0.05 个百分点；蛋类价格上涨 1.0%，影响 CPI 上涨约 0.01 个百分点；粮食价格上涨 0.7%，影响 CPI 上涨约 0.01 个百分点；鲜果价格下降 5.6%，影响 CPI 下降约 0.11 个百分点。（2）其他用品和服务、医疗保健、教育文化和娱乐价格分别上涨 4.4%、2.2%和 1.0%，衣着、居住、生活用品及服务价格分别上涨 0.5%、0.3%和 0.1%；交通和通信价格下降 1.6%。

图 3：2 月食品烟酒是拉动 CPI 上涨的根本原因



资料来源：Wind，民生证券研究院

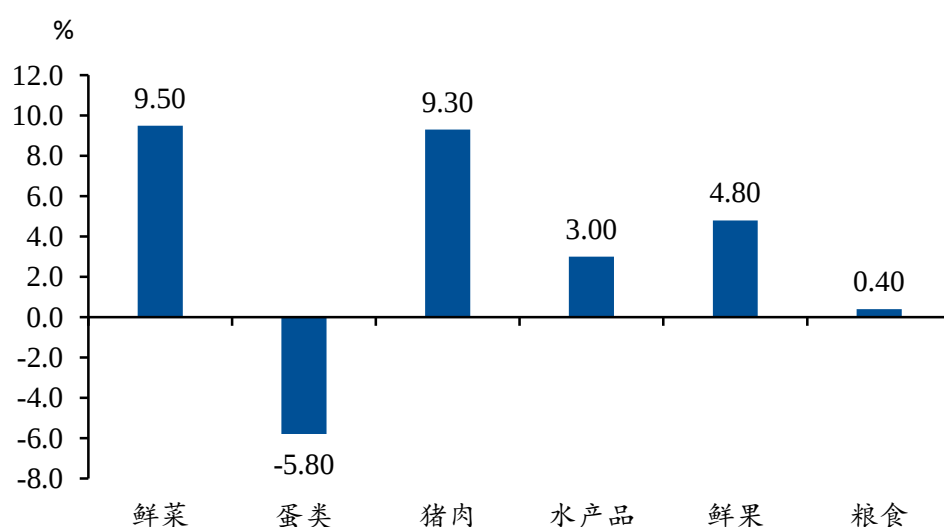
图 4：猪肉是拉动 CPI 上升的主要原因



资料来源：Wind，民生证券研究院

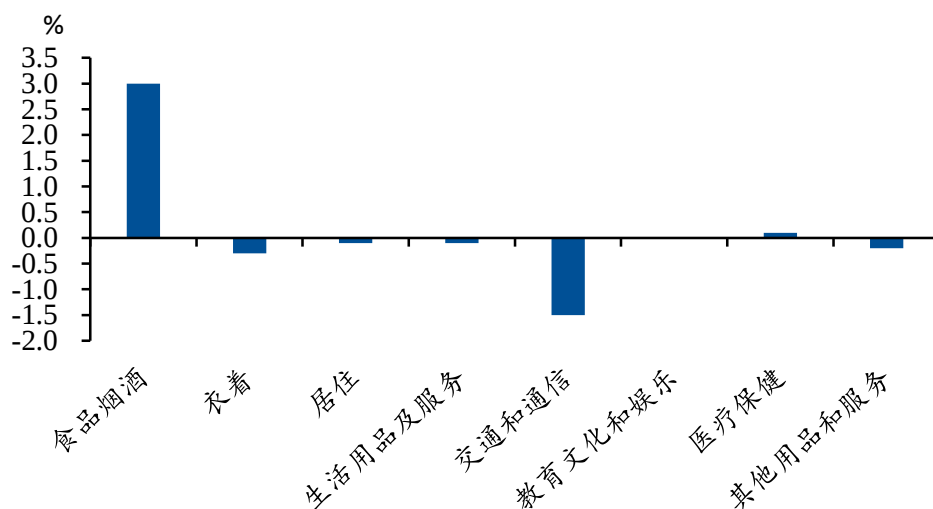
从大类环比看，受鲜菜和猪肉带动，食品烟酒上升最为明显：（1）食品：2月份，食品烟酒类价格环比上涨3.0%，影响CPI上涨约0.99个百分点。食品中，鲜菜价格上涨9.5%，影响CPI上涨约0.28个百分点；畜肉类价格上涨7.1%，影响CPI上涨约0.53个百分点，其中猪肉价格上涨9.3%，影响CPI上涨约0.45个百分点；鲜果价格上涨4.8%，影响CPI上涨约0.08个百分点；水产品价格上涨3.0%，影响CPI上涨约0.05个百分点；蛋类价格下降5.8%，影响CPI下降约0.04个百分点。（2）非食品：医疗保健价格上涨0.1%；教育文化和娱乐价格持平；交通和通信、衣着、其他用品和服务价格分别下降1.5%、0.3%和0.2%，居住、生活用品及服务价格均下降0.1%。

图5：2月食品类环比分项情况



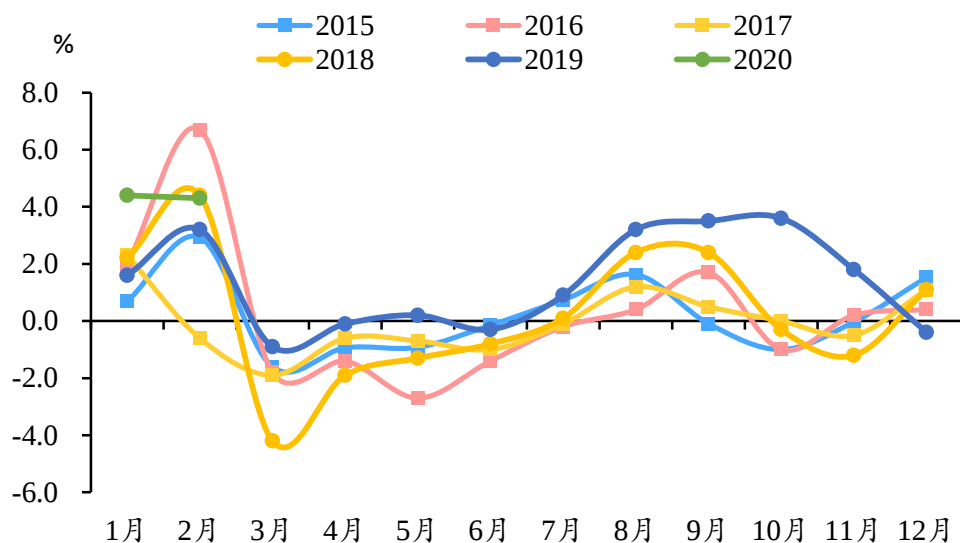
资料来源：Wind，民生证券研究院

图6：2月CPI环比分项



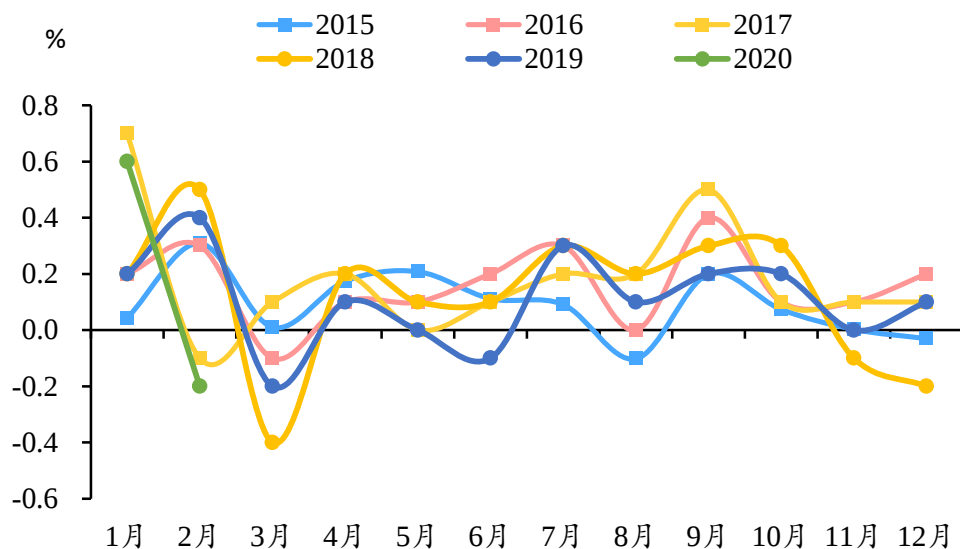
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 7：2 月 CPI 食品环比处于历史同期高位



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 8：2 月 CPI 非食品环比处于历史中间较低水平

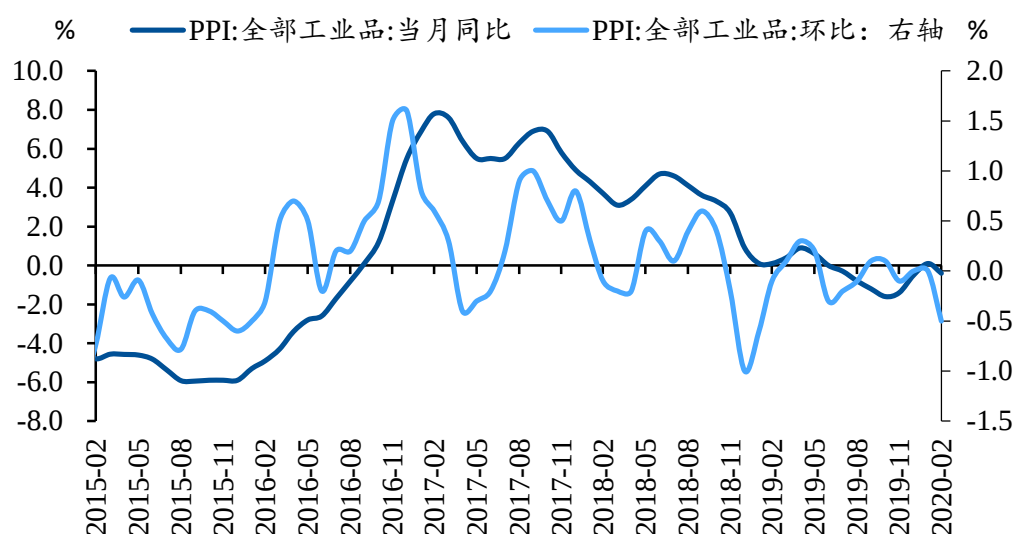


资料来源：Wind，民生证券研究院

(二) PPI 同比和环比均为负值

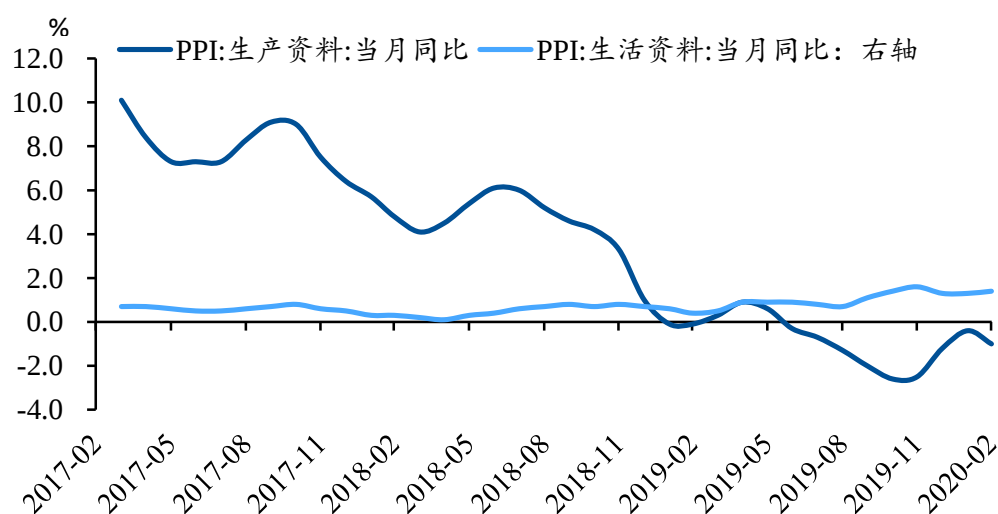
PPI 生产资料和生活资料价格裂口加大：2020 年 2 月份，全国工业生产者出厂价格同比下降 0.4%，环比下降 0.5%；工业生产者购进价格同比下降 0.5%，环比下降 0.3%。1—2 月平均，工业生产者出厂价格比去年同期下降 0.2%，工业生产者购进价格下降 0.4%。工业生产者出厂价格中，生产资料价格同比下降 1.0%，降幅比上月扩大 0.6 个百分点，影响工业生产者出厂价格总水平下降约 0.74 个百分点。

图 9：2 月 PPI 同比和环比均为负，符合我们之前预测



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 10：2 月生产资料同比继续下降，生活资料同比上涨，通缩压力依然存在



资料来源：Wind，民生证券研究院

从同比看：生产资料中，采掘工业价格上涨 1.1%，原材料工业价格下降 2.2%，加工工业价格下降 0.7%。生活资料价格同比上涨 1.4%，涨幅比上月扩大 0.1 个百分点，影响工业生

生产者出厂价格总水平上涨约 0.38 个百分点。其中，食品价格上涨 5.1%，衣着价格下降 0.3%，一般日用品价格上涨 0.1%，耐用消费品价格下降 2.0%。主要行业中，农副产品类价格上涨 7.6%，建筑材料及非金属类价格上涨 3.8%，黑色金属材料类价格上涨 0.4%；化工原料类价格下降 6.0%，有色金属材料及电线类价格下降 1.2%，燃料动力类价格下降 1.0%。

从环比看：生产资料价格环比下降 0.7%，影响工业生产者出厂价格总水平下降约 0.51 个百分点。其中，采掘工业价格下降 2.3%，原材料工业价格下降 1.3%，加工工业价格下降 0.3%。生活资料价格环比持平。其中，食品价格持平，衣着价格下降 0.1%，一般日用品价格上涨 0.1%，耐用消费品价格下降 0.2%。

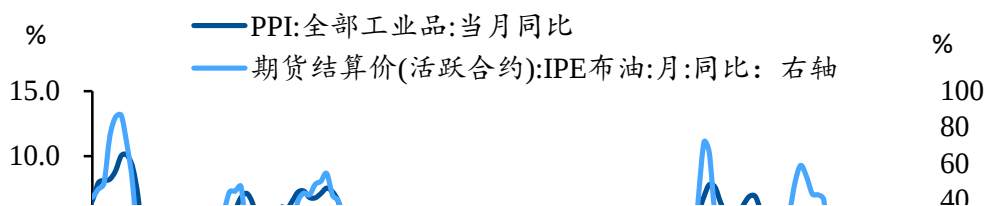
二、重要信息：交通管制是食品价格继续上涨原因，油价暴跌增加输入性通缩压力

重要信息一，疫情造成的交通管制是食品价格继续上涨原因。受疫情影响，全国大多数城市依然实行交通管制，很多运菜的货车进城仍有限制。以鲜菜、猪肉、鲜果、水产品为代表的保质期较短的食品价格环比继续上涨；以蛋类、禽肉类和粮食为代表的保质期较长的食品价格环比不仅没有上涨，有些还出现了下跌。可见，食品类价格上涨不是供给端的原因，也不是需求端的原因，更多是物流成本加大的原因。随着疫情初步得到控制，预计未来交通管制力度会有所放松，食品价格会逐渐回落。

重要信息二，疫情造成部分服务业和工业品通缩压力。从CPI环比分项来看，2月交通和通信CPI环比下降1.5%，这体现了疫情防控对旅游和交运行业的冲击。以飞机票为例，由于出行人数大幅减少，2月飞机票价格环比下降7.8%。从PPI来看，2月PPI环比下降0.5%，其中生产资料环比下降0.7%，工业品通缩压力进一步加大。2月的官方制造业PMI为35.7%，创历史新低，预示着在复工率不及预期的背景下，工业生产较为低迷，未来工业品价格有进一步通缩压力。

重要信息三，油价暴跌增加输入性通缩压力。自今年年初以来，NYMEX原油价格累计下降44.7%。ICE布油价格累计下降36.4%。国际油价的大幅下降加剧了国内工业品通缩压力，根据历史走势，国际油价每下跌10%，PPI下跌0.3%，今年以来的油价暴跌对国内工业品价格的冲击尚未完全体现，特别是近期OPEC和俄罗斯如果无法尽快达成协议的话，油价会持续处于低位，对国内造成较大的工业品通缩压力，这种影响预计将在未来两三个月内逐渐体现。另一方面，在欧美股市暴跌的背景下，欧美经济基本面在加速恶化，外需可能走弱，带动全球PPI转入负区间。

图 11：原油价格下跌加剧输入式通缩风险



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_6642

