

宏观点评

农产品通胀 PK 能源通缩，物价怎么走？大类资产呢？

事件：2月CPI同比5.2%，前值5.4%；PPI同比-0.4%，前值0.1%。

1、CPI延续高位，短期关注疫情，中长期关注农产品通胀PK能源品通缩。

1) 2月新涨价对CPI同比贡献显著，主因疫情加剧了食品项供需矛盾，猪肉、食用油、酒类涨价明显。受疫情限制出行的拖累，非食品同比涨幅缩窄0.7个百分点至0.9%，其中能源和旅游降价明显。

2) 后续需警惕疫情、猪肉供给、病虫害对食品项的扰动：3月食品供需矛盾预计略有缓解，但疫情影响的完全消失可能要到二季度；猪肉价格下行拐点最快可能要到6-8月；而在病虫害、全球变暖等威胁下，年中之后玉米、小麦等粮食作物可能涨价，不过对CPI影响将弱于猪周期。

3) 猪油对比，猪肉权重小于原油产业链项目，但短期猪价涨幅更大，且对CPI影响更直接，因此当前CPI趋势应主要由猪价决定。预计3月CPI可能仍维持高位，但难持续破“5”。CPI全年前高后低，上半年CPI同比中枢在4%以上，三季度之后逐步回落，政府全年目标也可能较3.5%上调。

2、疫情叠加油价下跌，PPI落至通缩区间。2月PPI同比-0.4%，较前值回落0.5个百分点。受国际油价下跌和房地产销售下滑影响，石化产业链、黑色链同比下滑最多。受疫情交通管制和延迟复工、开工等影响，2月CRB现货指数同比跌幅扩大、南华工业品指数同比由正转负，指向内外需走弱。往后看，预计PPI在疫情扰动下将持续处于通缩至少至二季度，且油价暴跌可能加剧通缩的深度。若三季度开始疫情影响消退、基建发力、补库存力度提升，那么PPI同比有望持续回升。需注意的是，油价是PPI的重要扰动项。

3、油价降对CPI和PPI有何影响？（正文附详细测算表）

油价下跌可能加速PPI通缩幅度，对CPI的影响则取决于油价维持低位的时间。经测算，布伦特原油价格同比每增加1个百分点，CPI同比增加0.009个百分点；PPI同比增加0.04个百分点。目前情况看，我们认为沙俄谈判破裂和疫情冲击各国需求的双重打击下，油价短期将在40美元/桶以下波动。中长期沙俄大概率回到谈判桌，油价跌势有望改善；但在全球需求拖累下，仍难涨破60美元。基于布伦特原油短期40美元以下，中长期60美元以下的假设，我们认为3月油价可能拖累CPI同比0.3-0.5个百分点，拖累PPI同比1-1.5个百分点；全年油价可能拖累CPI同比0.1-0.3个百分点，拖累PPI同比0.4-1个百分点。

4、低油价可能大幅拖累PPI；以史为鉴，PPI通缩期大类资产如何表现？

1997年以来，PPI同比低于0%大致可归结为四段时间：199706-200001（东南亚危机、国企改革）、200104-200212（对外开放、成本下降）、200812-200912（全球金融危机）、201203-201609（内外需走弱、产能过剩）。总体看，PPI通缩利好债市，利空股市；但是当政策有强刺激时，股市表现将明显好于债市。

风险提示：沙俄谈判存在反复，政策执行力度不及预期。

作者

分析师 熊园

执业证书编号：S0680518050004

邮箱：xiongyuan@gszq.com

研究助理 何宁

邮箱：hening@gszq.com

研究助理 刘新宇

邮箱：liuxinyu@gszq.com

相关研究

- 1、《疫情影响下，物价如何演化？》2020-02-10
- 2、《宏观专题：全面评估疫情对经济、政策、资本市场的影响》2020-02-02
- 3、《春节宏观9大看点：艰难的开局》2020-02-01
- 4、《2020年通胀展望及其经济信号——兼评12月物价》2020-01-10
- 5、《油价如何影响通胀？——兼评美伊局势》2020-01-06
- 6、《如期降准了，“降息”呢？大类资产怎么走？》2020-01-01
- 7、《猪价涨会持续扩散么？非食品呢？——兼评10月通胀》2019-11-10
- 8、《从猪周期到CPI破3的测算，及如何影响货币政策》2019-09-11



内容目录

CPI延续高位，短期关注疫情，中长期关注农产品通胀和能源价格通缩的PK.....	3
2月CPI仍处高位，主因疫情扰动和猪肉供需矛盾持续.....	3
警惕疫情、猪肉供给、病虫对食品项的扰动.....	4
农产品通胀 vs 能源品通缩，哪个决定CPI走势？.....	5
疫情叠加油价下跌，PPI落至通缩区间.....	5
测算：油价降对CPI和PPI有何影响？.....	6
油价暴跌对CPI的影响：短期影响不大，油价持续低位则加重影响.....	6
油价暴跌对PPI的影响：短期加深PPI通缩幅度.....	8
油价走低可能大幅拖累PPI；以史为鉴，PPI通缩期大类资产如何表现？.....	9
风险提示.....	12

图表目录

图表 1: 春节月之后新涨价因素普遍回落，但今年特殊.....	3
图表 2: CPI食品项增速显著上升.....	4
图表 3: CPI非食品项增速下行.....	4
图表 4: 2020年6-8月可能迎来猪价趋势性下行拐点.....	4
图表 5: 2月PPI同比大幅回落.....	5
图表 6: 2月内外需大幅走弱.....	6
图表 7: 油价对3月CPI同比影响的敏感性测算.....	7
图表 8: 油价对3月CPI同比影响的敏感性测算.....	7
图表 9: PPI石油和天然气开采业与油价相关度很高.....	8
图表 10: PPI石油、煤炭及其他燃料加工业与油价相关度较高.....	8
图表 11: 油价对3月PPI影响的敏感性测算.....	9
图表 12: 油价对全年PPI影响的敏感性测算.....	9
图表 13: 历史上PPI通缩时期股、债走势梳理.....	10
图表 14: 通缩时期货币政策与大类资产的关系.....	11
图表 15: PPI通缩期的M1走势.....	11
图表 16: PPI通缩期的M2走势.....	11
图表 17: PPI通缩期的10Y国债收益率走势.....	12
图表 18: PPI通缩期的上证综指走势.....	12

CPI 延续高位，短期关注疫情，中长期关注农产品通胀和能源价格通缩的 PK

2月 CPI 仍处高位，主因疫情扰动和猪肉供需矛盾持续

2月 CPI 同比 5.2%，其中翘尾因素为 2.9 个百分点，新涨价因素为 2.3 个百分点，新涨价占比显著。一般春节月之后，受需求回落影响，新涨价因素均有较大幅度回落，2016-2019 年春节之后月份较春节月新涨价因素平均回落 0.5 个百分点。但是，今年受疫情影响，食品价格走高，2 月新涨价因素较 1 月反而大幅回升 0.9 个百分点。

图表 1: 春节月之后新涨价因素普遍回落，但今年特殊

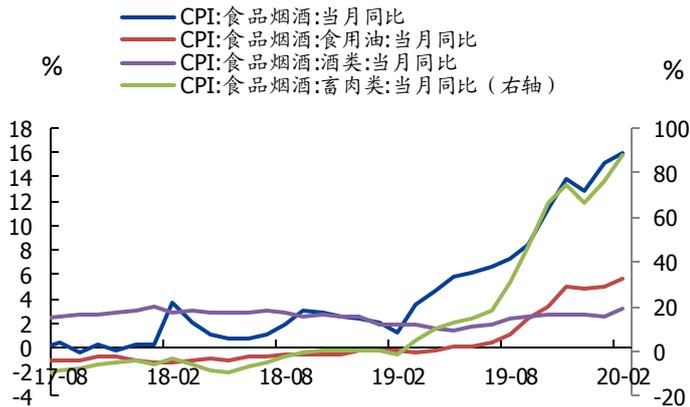
	2016	2017	2018	2019	平均	2020
春节月份	2月	1月	2月	2月		1月
新涨价因素						
T-2	1.6	1.8	1.8	1.9		4.5
T-1	0.4	2.1	0.7	0.5		4.5
T	2.1	1.0	1.9	1.5	1.6	1.4
T+1	1.6	0.8	0.8	1.2	1.1	2.3
T+2	1.4	0.5	0.6	1.2		
春节后一月-春节月	-0.5	-0.1	-1.1	-0.3	-0.5	0.9

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

猪周期叠加疫情，食品项涨价明显。2月 CPI 食品同比扩大 1.3 个百分点至 21.9%，影响 CPI 上涨约 4.45 个百分点，其中猪肉、食用油、酒类涨价明显、蔬菜涨幅维持高位。分细项看，2月粮食、食用油、畜肉类、奶、酒同比涨幅分别扩大 0.2、0.7、10.9、0.4 和 0.6 个百分点至 0.7%、5.7%、87.6%、0.9%、3.2%。猪肉仍然是涨幅最高的单项，同比涨幅扩大 19.2 个百分点至 135.2%，对 CPI 同比拉动 3.19 个百分点；此外鲜菜同比上涨 10.9%，涨幅仍居高位。前期报告中我们曾指出，短期疫情可能带动食品价格显著走高。综合分析，2月食品价格上涨的直接原因确实是疫情对供需的扰动。一方面，交通管制和复工复产延迟限制了供给释放；另一方面，食品多属于生活必需品，疫情降低了出行便利度，居民大多不会因为疫情而减少食品需求，反而出现部分囤购现象。供需需稳，造成了食品涨价。

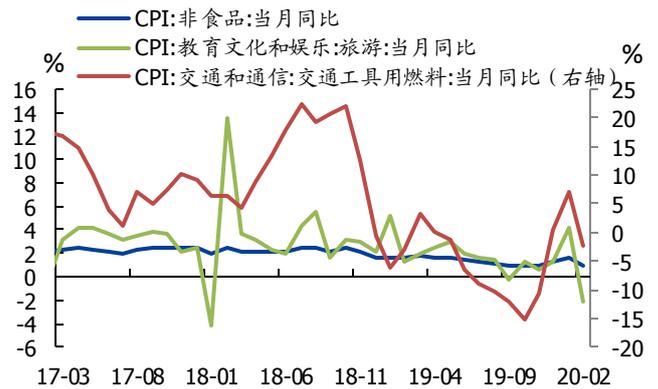
受疫情限制出行的拖累，非食品同比涨幅缩窄 0.7 个百分点至 0.9%。分项看，衣着、居住、生活用品及服务、交通通信、文娱、医疗保健等分项同比增幅均有所缩窄。其中，受国际油价下跌影响，能源类价格明显下降。统计局显示，2月汽油和柴油价格环比分别下降 5.7%和 6.2%，居民用煤和液化石油气价格环比分别下降 1.0%和 0.4%，对应 CPI 交通工具燃料分项环比下降 5.6%。而娱乐设施的关停也导致 CPI 旅游分项环比为 0.0%，同比下降 2.1%。

图表 2: CPI 食品项增速显著上升



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 3: CPI 非食品项增速下行



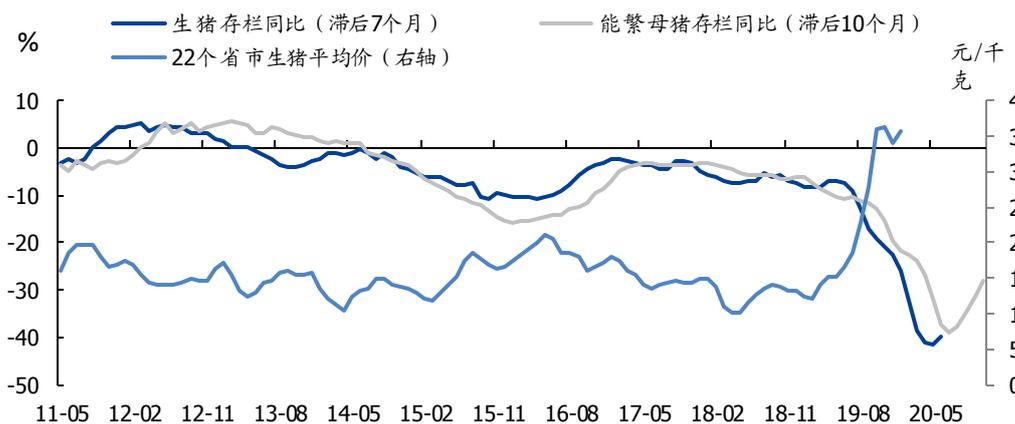
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

警惕疫情、猪肉供给、病虫对食品项的扰动

短期看，随着企业陆续复工复产、居民出行交通管制放开，食品项供需矛盾将得到一定的缓解，但疫情影响的完全消失可能要到二季度。

中长期看：1) 猪肉方面，1-2 月投放储备肉、扩大进口等政策实施，平抑了部分猪价涨幅，但是如果从存栏领先性来看，猪价的趋势性下跌仍可能要到下半年。数据显示，生猪存栏同比于 2019 年 11 月见回升拐点，能繁母猪存栏同比于 2019 年 10 月见拐点，根据两者领先猪价 7-10 个月的规律，猪价拐点的到来大概率要到 2020 年 6-8 月，意味着猪价趋势性下行可能要到今年下半年。

图表 4: 2020 年 6-8 月可能迎来猪价趋势性下行拐点



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2) 粮食作物年中开始可能有涨价风险，对 CPI 的影响将弱于猪周期。根据全国农业技术推广服务中心 3 月 6 日发布的病虫情报，2020 年草地贪夜蛾可能对农作物造成较大危害。草地贪夜蛾随气温升高繁殖速度加快的特征，我们预计年中开始可能会威胁玉米、小麦等农作物。此外，也需持续观察 2020 年发生厄尔尼诺和拉尼娜的可能性。即使没有厄尔尼诺发生，根据世界气象组织的预测，今年全球大部分地区的气温仍将超过平均

水平，可能对农业生产造成潜在冲击。鉴于粮食占CPI同比的权重在2%左右，低于猪肉权重，对CPI的影响将弱于猪周期。

农产品通胀 vs 能源品通缩，哪个决定CPI走势？

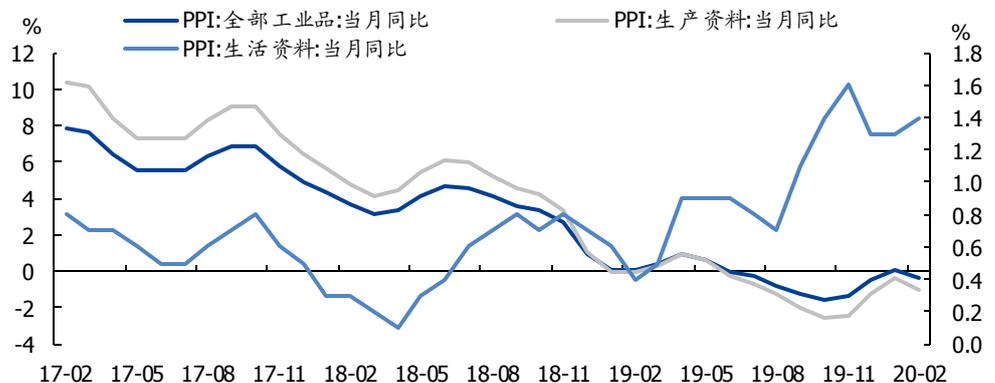
猪油对比来看，猪肉权重小于原油产业链项目，但短期猪价涨幅更大，且对CPI影响更直接，目前看CPI趋势应主要由猪价决定。经测算，猪肉同比权重在2.4%左右，原油产业链项目权重合计约8.5%（后文详细阐述），但鉴于原油对CPI的影响存在燃料“地板价”限制和传导时滞，目前看油价下跌尚难改变猪价对CPI的趋势性影响。需要注意的是，如果油价持续较长时间维持30美元以下的低位，对CPI的影响可能明显加深。

总体看，预计3月CPI食品项涨幅缩窄，非食品项在油价拖累下走弱，新涨价因素预计回落，在翘尾提升的情况下，CPI同比仍维持高位，但继续破“5”可能性不大。CPI全年前高后低，上半年CPI同比中枢在4%以上，三季度之后逐步回落，政府定的全年目标也可能较3.5%上调。

疫情叠加油价下跌，PPI落至通缩区间

疫情冲击之下，2月PPI同比显著下降。2月PPI同比-0.4%，较前值回落0.5个百分点；环比为-0.5%。分部门看，生产资料同比较前值回落0.6个百分点至-1.0%，生活资料同比较前值扩大0.1个百分点至1.4%。

图表 5: 2月PPI同比大幅回落



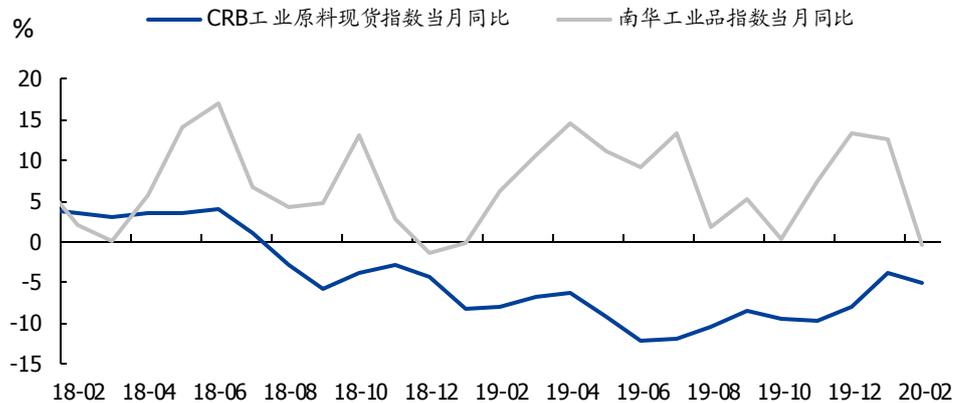
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

分行业看，石化产业链、黑色链同比下滑最多。国际原油价格下降大幅拖累石化产业链价格。2月Brent原油月均价同比下降13.9%，对应石油和天然气开采业、石油加工、炼焦及核燃料加工业PPI同比较前值下滑17.9、5.4个百分点至-0.4%和-0.8%。受房地产销售下滑影响，黑色金属矿采选业、黑色金属冶炼及压延加工业PPI同比分别较前值下滑1.9和1.6个百分点至7%和-0.9%。受疫情交通管制和延迟复工、开工等影响，2月CRB现货指数同比跌幅扩大、南华工业品指数同比由正转负，指向内外需走弱。

往后看，预计PPI在疫情扰动下将持续处于通缩至少至二季度，且油价暴跌可能加剧通缩的深度。对于本次疫情，受延迟复工和企业减产等影响，一季度地产、基建预计较为

疲弱，叠加2月底以来海外疫情爆发、3月油价暴跌，内外需拖累下3月PPI可能继续下探；二季度内需预计有所好转，外需仍不确定，受翘尾因素下滑和油价维持低位影响，预计PPI仍低位震荡。测算表明国内疫情对PPI影响时间约为3个月，保守估计拖累PPI同比幅度可能在0.5个百分点左右（非典时为1个百分点）；海外疫情的持续加剧可能在时间和空间上产生更大拖累。若三季度开始疫情影响消退、基建发力、补库存力度提升，那么PPI同比有望持续回升。需注意的是，油价是PPI的重要扰动项（后文将展开分析）。

图表6：2月内外需大幅走弱



资料来源：Wind，国盛证券研究所

测算：油价降对CPI和PPI有何影响？

3月6日，“OPEC+”会议中OPEC以及以俄罗斯为首的非OPEC产油国未达成一致的减产协议，意味着4月1日之后“OPEC+”阵营产油国可自行决定产量，其中沙特可能在4月增产200万桶/日，并降价销售原油至亚洲、美国、西欧等地。此举造成原油暴跌，布伦特原油期货3月9日环比下跌24.1%至34.36美元/桶。油价下跌可能加速PPI通缩幅度，对CPI的影响则取决于油价维持低位的时间。

目前情况看，我们认为，谈判破裂和疫情冲击各国需求的双重打击下，油价短期将在40美元/桶以下波动。不过，长期过低的油价将难以覆盖各国产油成本，沙特和俄罗斯不排除会在下次“OPEC+”会议之前碰面（下次会议是6月），就此事进行商讨，一定程度上稳定油价的跌势。即使这样，在疫情拖累各国需求，特别是中、印、美需求的情况下，油价短期难回至60美元/桶上方。

油价暴跌对CPI的影响：短期影响不大，油价持续低位则加重影响

在报告《从猪周期到CPI破3的测算，及如何影响货币政策》和《油价如何影响通胀？一兼评美伊局势》中，我们曾指出：将油价同比与CPI分项同比进行回归发现，油价每上升1个百分点，将带动CPI分项中的“居住：水电燃料”上升0.08个百分点（权重6.95%），“交通和通信：交通工具燃料”上升0.23个百分点（权重1.54%）。因此，油价同比每增加1个百分点，CPI同比增加0.009个百分点（ $6.95\% \times 0.0768 + 1.54\% \times 0.2252 \approx 0.009$ ）。

中性假设下：短期看，若以2019年3月布伦特原油均价为基准，假设3月布伦特油价

在 30-40 美元间波动，那么拖累 3 月 CPI 同比可能 0.3-0.5 个百分点。长期看，后续若沙特和俄罗斯达成新的减产协议，布伦特油价在 40-60 美元波动，那么拖累全年 CPI 同比可能 0.1-0.3 个百分点。需要指出的是，如果油价持续较长时间维持低位，那么需要再额外考虑油价通过 PPI 向 CPI 的传导，以及通过原油上下游产业链的其他分项加深对 CPI 的影响。

图表 7: 油价对 3 月 CPI 同比影响的敏感性测算

布伦特原油价格同比增速	对应布伦特原油价格 (以 2019 年 3 月均价为基准) (美元/桶)	CPI 居住水电燃料同比增速	CPI 交通工具燃料同比增速	对 CPI 同比的拉动
-10%	60	-0.80%	-2.30%	-0.09%
-20%	54	-1.60%	-4.60%	-0.18%
-30%	47	-2.40%	-6.90%	-0.27%
-40%	40	-3.20%	-9.20%	-0.37%
-50%	34	-4.00%	-11.50%	-0.46%
-60%	27	-4.80%	-13.80%	-0.55%
-70%	20	-5.60%	-16.10%	-0.64%
-80%	13	-6.40%	-18.40%	-0.73%
-90%	7	-7.20%	-20.70%	-0.82%
-100%	0	-8.00%	-23.00%	-0.91%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所测算

图表 8: 油价对 3 月 CPI 同比影响的敏感性测算

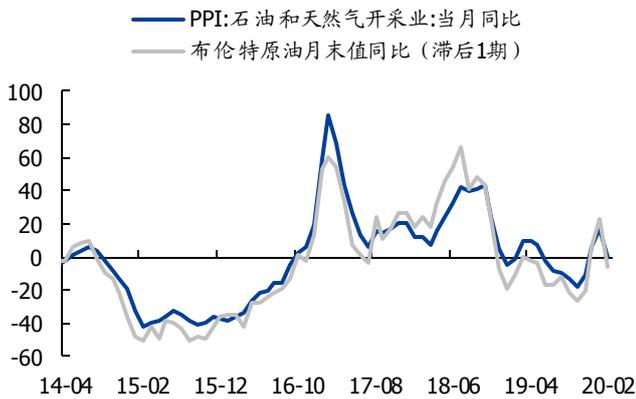
布伦特原油价格同比增速	对应布伦特原油价格 (以 2019 年均价为基准) (美元/桶)	CPI 居住水电燃料同比增速	CPI 交通工具燃料同比增速	对 CPI 同比的拉动
-10%	57.60	-0.80%	-2.30%	-0.09%
-20%	51.20	-1.60%	-4.60%	-0.18%
-30%	44.80	-2.40%	-6.90%	-0.27%
-40%	38.40	-3.20%	-9.20%	-0.37%
-50%	32.00	-4.00%	-11.50%	-0.46%
-60%	25.60	-4.80%	-13.80%	-0.55%
-70%	19.20	-5.60%	-16.10%	-0.64%
-80%	12.80	-6.40%	-18.40%	-0.73%
-90%	6.40	-7.20%	-20.70%	-0.82%
-100%	0.00	-8.00%	-23.00%	-0.91%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所测算

油价暴跌对 PPI 的影响：短期加深 PPI 通缩幅度

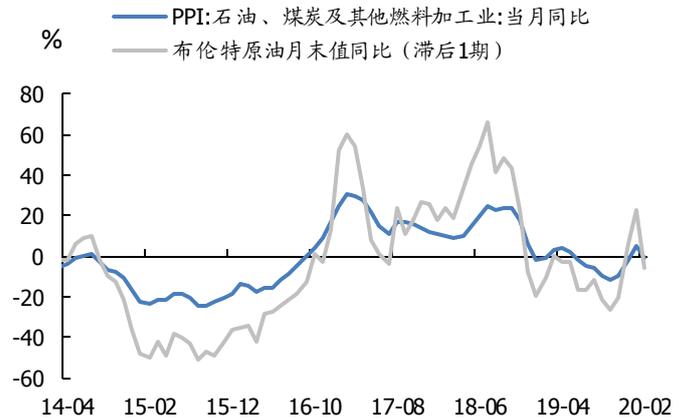
油价对 PPI 的影响将更为直接。PPI 细项中，与油价相关度最高的分别是石油和天然气开采业、石油、煤炭及其他燃料加工业、化学原料及化学制品制造业、化学纤维制造业、橡胶和塑料制品业，各分项与原油的回归系数随着从上游向下游的递进而弱化。也就是说，原油价格与上游的石油和天然气开采业 PPI 相关程度最高，平均回归系数达到 0.7679。

图表 9: PPI 石油和天然气开采业与油价相关度很高



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 10: PPI 石油、煤炭及其他燃料加工业与油价相关度较高



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

与 CPI 类似，通过将油价同比与 PPI 分项同比进行回归发现，油价每上升 1 个百分点，将带动 PPI 分项中的“石油和天然气开采业”上升 0.77 个百分点（权重 0.82%），“石油、煤炭及其他燃料加工业”上升 0.44 个百分点（权重 4.58%），“石油、煤炭及其他燃料加工业”上升 0.16 个百分点（权重 6.23%），“化学纤维制造业”上升 0.19 个百分点（权重 0.81%），“橡胶和塑料制品业”上升 0.06 个百分点（权重 2.41%）。因此，油价同比每增加 1 个百分点，PPI 同比增加 0.04 个百分点（ $0.82\% \times 0.7679 + 4.58\% \times 0.4402 + 6.23\% \times 0.1650 + 0.81\% \times 0.1922 + 2.41\% \times 0.0595 \approx 0.0398$ ）。需要指出的是，根据《石油价格管理办法 2016》，当国际市场原油价格低于每桶 40 美元（含）时，按原油价格 40 美元、正常加工利润率计算成品油价格；高于每桶 130 美元（含）时，采取财税政策保证成品油生产和供应，汽、柴油价格原则上不提或少提。也就意味着，当油价跌破 40 美元时，PPI 下跌幅度可能略小于我们测算结果；当油价高于 130 美元时，PPI 上升幅度可能也略小于我们测算的弹性。

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_6647

