



2020年03月10日

宏观研究

对2月物价的几点思考

投资要点

分析师：李奇霖

执业编号：S0300517030002

电话：010-66235770

邮箱：liqilin@ykzq.com

分析师：张德礼

执业编号：S0300518110001

电话：010-66235780

邮箱：zhangdeli@ykzq.com

近期报告

《广州如何金融补短板——粤港澳大湾区研究系列之10》2020-02-24

《疫情对金融市场影响几何》2020-02-26

《评2月官方PMI：历史低点，3月将明显修复》2020-02-29

《粤港澳大湾区如何打造国际科创中心——粤港澳大湾区研究系列之11》2020-03-02

《评1-2月进出口：贸易余额可能继续为负》2020-03-07

对2月物价的几点思考

我们从2月的物价数据中能得到哪些启示呢？

1、考虑到疫情全球扩散对外需的冲击、居民部门向企业部门的流动性回流受阻、刚性成本支出、库存被动累积等因素，企业部门面临着沉重的现金流压力，无论是稳增长还是防风险的考量，企业部门都需要积极的财政政策和相对宽松的货币政策。

2、财政政策相对货币政策更为重要，当前企业缺的是订单，需求是核心因素，当前物流、人员约束已逐步打通，可以考虑稳增长适度发力，提振总需求。

3、往后看，鲜菜、鲜果零售价格下跌的趋势相对确定，但猪肉价格仍将维持高位，考虑到去年上半年低基数，猪肉价格高位震荡仍将对CPI同比构成支撑。

4、由于去年同期高基数，三季度后CPI同比会明显回落，物价上涨将不再是市场关注的焦点。

风险提示：

稳增长力度超预期



图表目录

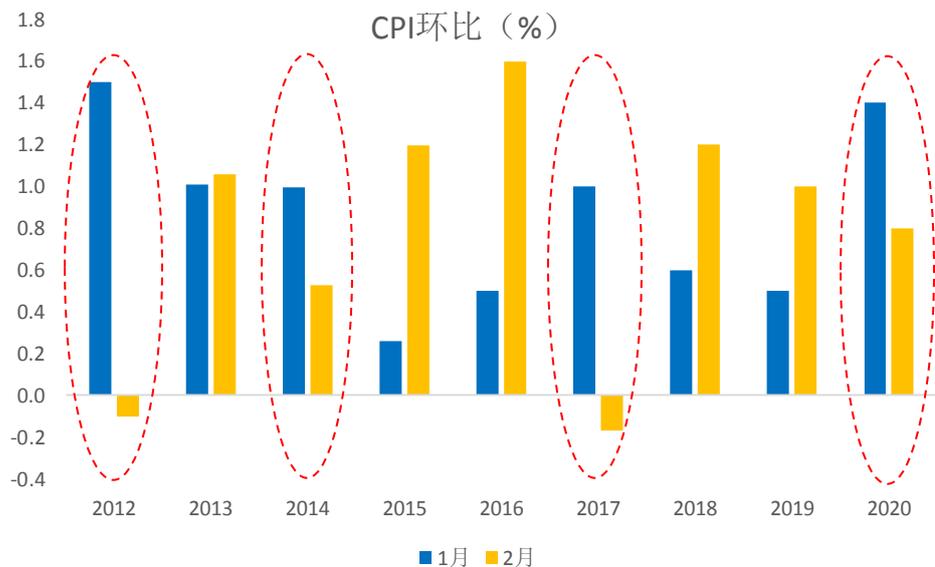
图表 1：今年 2 月 CPI 环比，明显高于以往春节在 1 月的年份的 2 月环比.....	3
图表 2：今年春节后猪肉价格相对刚性.....	4
图表 3：今年春节后蔬菜价格回落速度慢于往年.....	4
图表 4：由于北京防疫严格，蔬菜批发和零售价格分化.....	5
图表 5：二元能繁母猪供给少，价格高位.....	6



2月CPI同比5.2%，虽较1月的5.4%小幅回落，但仍高于市场预期的4.9%。翘尾为2.9%，新涨价因素为2.3%。

一般来说，春节是消费需求的高峰，春节之后消费需求就没那么强了。因此，春节如果在2月，2月的CPI环比一般都会明显上行，如果春节在1月，2月CPI环比则会明显下行。2012年以来有四次春节落在1月，前三次2月的CPI环比较当年1月环比均明显下跌，而今年2月CPI环比0.8%，远超前三次的均值0.1%。

图表1：今年2月CPI环比，明显高于以往春节在1月的年份的2月环比



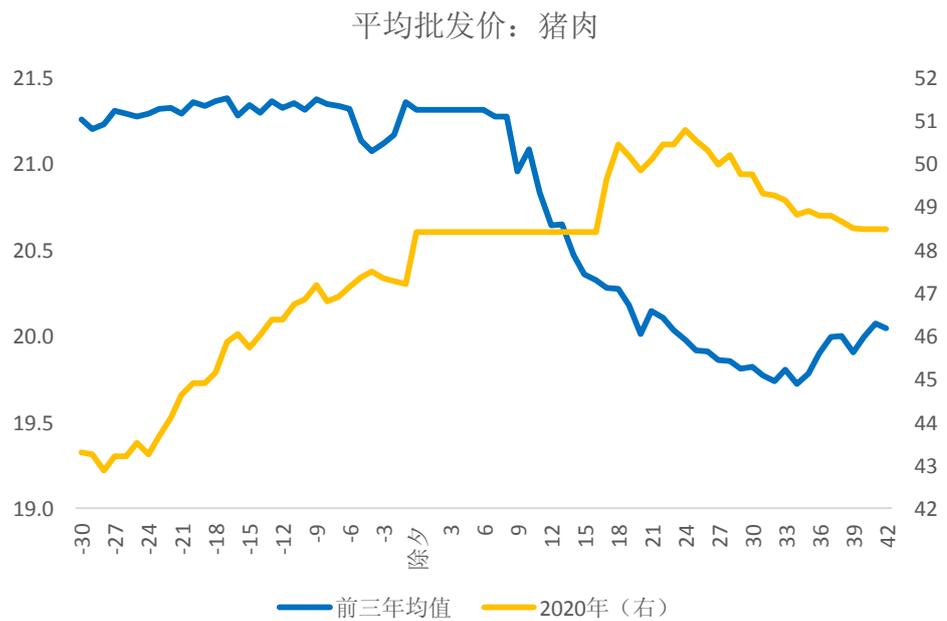
资料来源：Wind，粤开证券

从分项数据来看，猪肉同比135.2%，鲜菜同比10.9%，两者共拉动CPI同比3.52个百分点，对CPI同比贡献率达67.7%，是拉动CPI同比的主力。

用高频数据对比今年和过去三年猪肉、蔬菜的批发价格均值，可以直观地发现往年春节后，随着消费需求回落，猪肉和蔬菜的价格都会明显下跌，但今年猪肉、蔬菜价格相对刚性，这拉高了二者的同比读数，进而推升CPI同比。

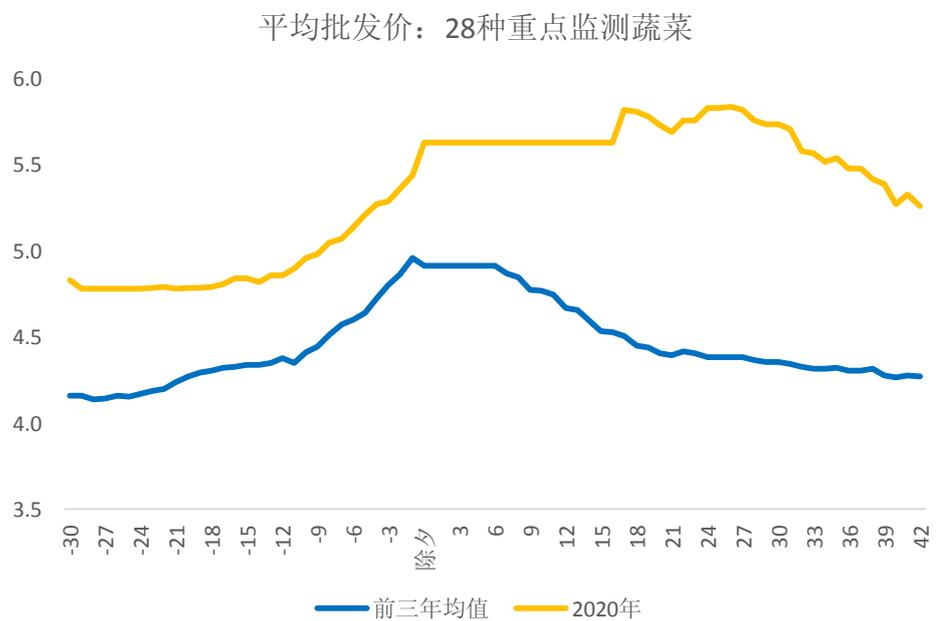


图表2：今年春节后猪肉价格相对刚性



资料来源：Wind，粤开证券

图表3：今年春节后蔬菜价格回落速度慢于往年



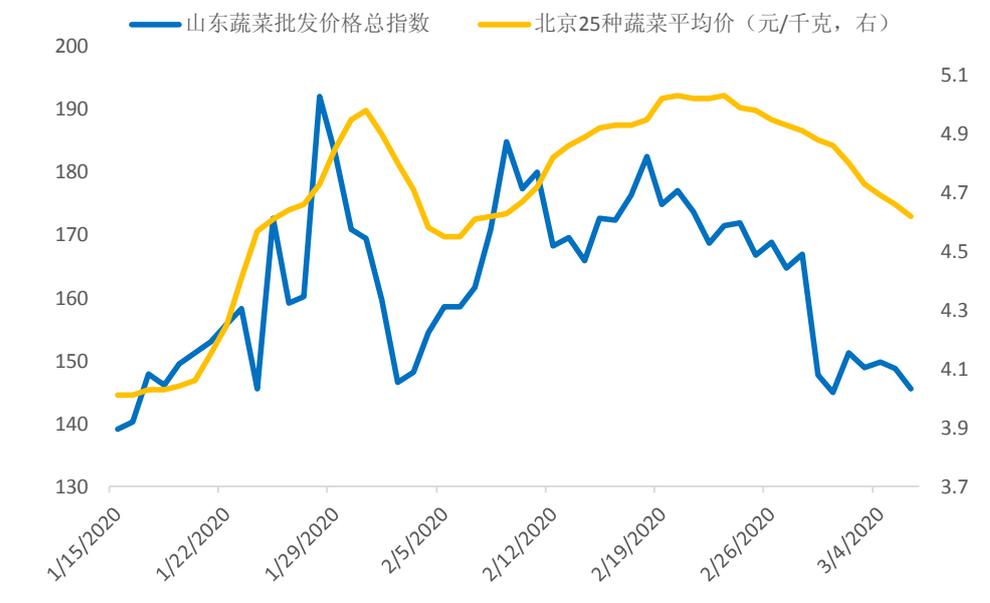
资料来源：Wind，粤开证券

为什么猪肉、蔬菜价格在春节后继续保持刚性呢？这是因为新冠疫情期间，各地将防范疫情扩散作为第一要务，一刀切式的封城、封路阻碍了正常的物流运输，诸如蔬菜、肉蛋这些生活必需品在不少地区运输受阻，形成了农民等供应方和消费者双输的局面：一方面大量的农产品因运输不畅而滞销，但消费者也没有得到实惠，不得不面临偏高的零售价格，而CPI统计的是零售端的价格。



如果因运输不畅导致农产品产销环节受阻，那么零售端价格和批发价格会分化。以北京蔬菜价格为例，北京冬季蔬菜 40%以上靠山东供应，2 月 18 日至今山东蔬菜批发价格指数（反映的是批发价格）下跌了 20.2%，同期北京市的 25 种蔬菜超市均价（反映的是零售价格）只下跌了 6.7%。蔬菜批发和零售价格的分化，原因在于北京市采取了较为严格的防疫措施，影响了山东蔬菜向北京市的运输。

图表 4：由于北京防疫严格，蔬菜批发和零售价格分化



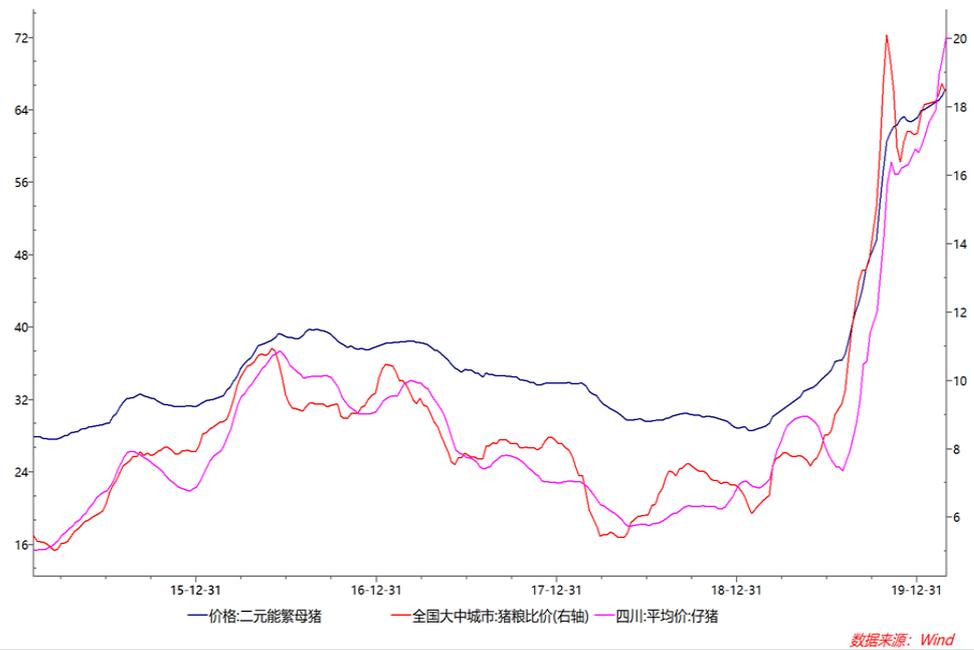
资料来源：Wind，粤开证券

当然，蔬菜批发价和零售价的分化只是一个短期问题，不必过于担忧。目前国内疫情已基本得到控制，农产品在加快生产保供应，一刀切式的封路、封城正在缓解，交通、物流将逐步恢复，农产品产销环节打通后批发价格回落将带动零售价格恢复季节性规律。加之当前经济总需求并不强，蔬菜等农产品零售价格大概率会回落。

但猪价回落的速度要比蔬菜价格慢一些，猪价预期还将高位震荡一段时间。尽管现在政策对补栏的支持力度很大，还有高利润预期加持，但当前最大的问题是供给约束打不开。一是非洲猪瘟对仔猪和母猪的产能打击太大，导致市场上找不到仔猪和母猪。二是隔离措施增加了仔猪和饲料的运输成本和难度，也会对养殖户的补栏积极性产生负面影响。三是近期回补的能繁母猪主要是三元母猪，但三元母猪产仔少，后续产能供应还有较大不确定。



图表5：二元能繁母猪供给少，价格高位



资料来源: Wind, 粤开证券

再来看非食品项。疫情期间居家隔离，没有大型聚会活动，没有大规模返程，线下消费活动亦被冻结，相关消费和服务的价格因此受冲击，2月CPI居住、交通和通信、教育文化和娱乐项的价格分别环比变动-0.1%、-1.5%和0%。与此同时，疫情期间医疗资源紧张，供需矛盾突出，带动医疗保健价格环比上涨0.1%。

值得关注的是2月CPI家庭服务、其他用品和服务的环比分别为-1.5%、-0.2%，这可能是因出于对新冠疫情的担忧，居民在家隔离期间减少了家庭服务等的需求，即使是2月返程人数显著低于往年同期、城市劳动力供应紧张，相关的服务价格也环比下降。

2月核心CPI同比1.0%，较前值1.5%明显下滑，也是2013年公布数据以来的最低值。反映了在新冠疫情冲击下，终端需求停滞，经济内生性动力羸弱。

短期来看，非食品价格后续大概率会维持低位，疫情全球扩散令原本羸弱的总需求雪上加霜，经济下行对居民部门的消费能力后续将逐步传导，消费集中释放和赶工期能否弥补总需求下行的趋势有较大不确定性，毕竟消费还存在着没假期、没现金流的刚性约束。

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_6671



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>