

## 疫情推高 CPI、压制 PPI

### —— 疫情宏观分析系列之十四

宏观动态

#### 要点

从历史上看，疫情往往在短期内压制 PPI 同比，提升总体 CPI 同比、特别是食品分项。疫情对通胀的影响有四个路径，一是疫情导致的运输受阻，短期抬升果蔬、肉类等食品价格，节后肉价、菜价不降反升即是体现。二是疫情短期对旅游娱乐、租金等服务价格有一定的冲击。三是疫情导致医疗保健品需求和价格上升。四是复工推迟，工业品和大宗品的需求下降，短期抑制 PPI，而后期的赶工又将提振 PPI，进而影响 CPI 中的非食品消费价格同比先降后升。

往前看，随着疫情得到控制，交通恢复，鲜菜、肉类等食品价格有望在 3 月下滑，加之猪价的低基数消退，食品 CPI 同比或将放缓，医疗价格或亦将放缓，CPI 同比或将放缓。基准情形下，疫情在一季度基本在全国得到控制，全年总体 PPI 同比或在 0 左右，2 月或重返通缩，先降后升，四个季度分别在 -0.4%、-1.0%、0.2%、1.1%，CPI 同比或在 3.7%，高点或在 2 月达 5.6%，四个季度分别在 5.4%、4.4%、3.5%、1.5%。风险情形下，若疫情在二季度又有反复，湖北区域持续更久，全年总体 PPI 同比或进一步下滑至 -0.7%，CPI 同比或进一步上升至 4.1%。

#### 分析师

张文朗 (执业证书编号：S0930516100002)  
021-52523808  
[zhangwenlang@ebcn.com](mailto:zhangwenlang@ebcn.com)

黄文静 (执业证书编号：S0930516110004)  
010-56513039  
[huangwenjing@ebcn.com](mailto:huangwenjing@ebcn.com)

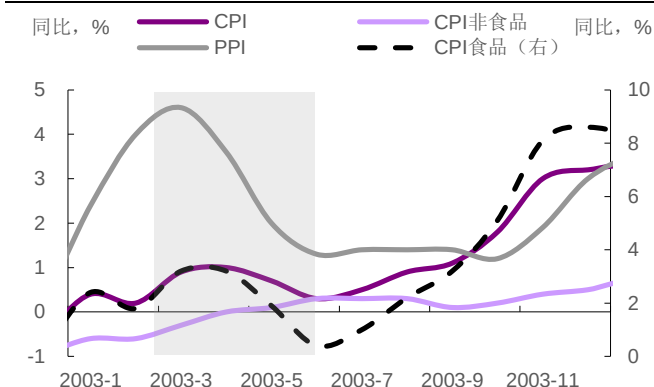
受疫情影响,节后肉菜等食品价格不降反升,1月CPI同比大幅反弹至5.4%,高于我们预期的4.8%,而节后钢价、油价则不升反降,1月PPI同比仅小幅转正至0.1%,低于春节前市场1%以上的预期值。疫情对通胀到底有何影响,影响时间可能会有多长,今年通胀走势如何?本文我们将结合历史,从影响路径上进行沙盘推演。

## 1、历史上看,疫情短期多推升CPI,压制PPI

从历史上看,疫情对通胀的影响多是推升CPI,压制PPI。

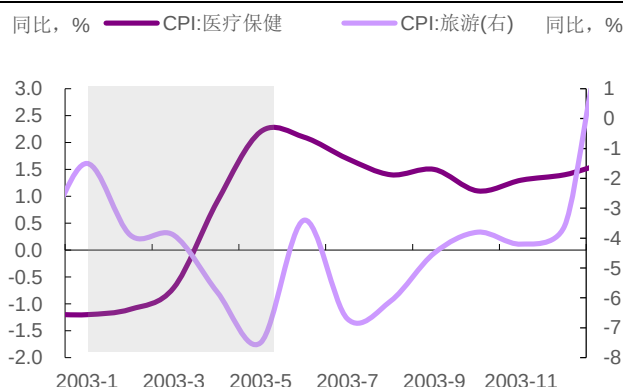
**SARS 期间 CPI 非食品上行, PPI 受压制。**2003 年 4-6 月疫情管控趋严, PPI 同比放缓; CPI 医药同比大幅提升, CPI 旅游受抑制, CPI 非食品同比提升,但蔬菜由于年初异常天气消退,导致食品价格同比放缓,进而带动总体 CPI 同比下行。

图 1: SARS 期间, CPI 非食品提速, PPI 受抑制



资料来源: Wind

图 2: SARS 期间医疗保健提升, 旅游价格下滑

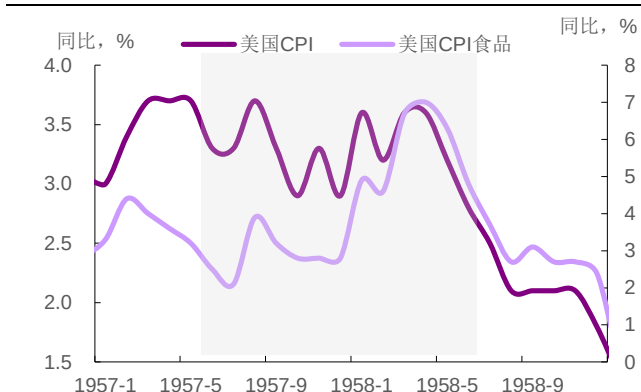


资料来源: Wind

海外疫情经验同样显示,疫情或推升CPI,压制PPI。1957 年 5-6 月亚洲流感传播到美国,于 1958 年结束。美国疾病控制与预防中心 (CDC) 统计,美国死于亚洲流感人数估计在 116,000 人左右。<sup>1</sup>1968 年 8 至 9 月香港流感传入美国,美国有 3.4 万人因感染死亡。两次流感都采取了一些隔离措施。1957-58 年亚洲流感和 1968-69 年香港流感影响至美国期间,美国 CPI 同比、尤其是食品分项均在初始阶段大幅上行, PPI 同比则平稳甚至下降。

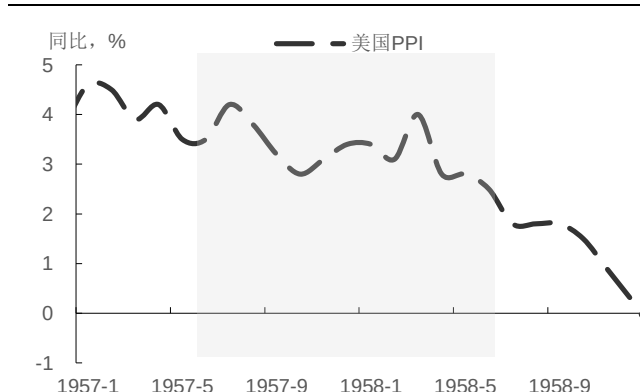
<sup>1</sup> <https://www.cdc.gov/flu/pandemic-resources/1957-1958-pandemic.html>

图 3：亚洲流感期间美国 CPI 上行



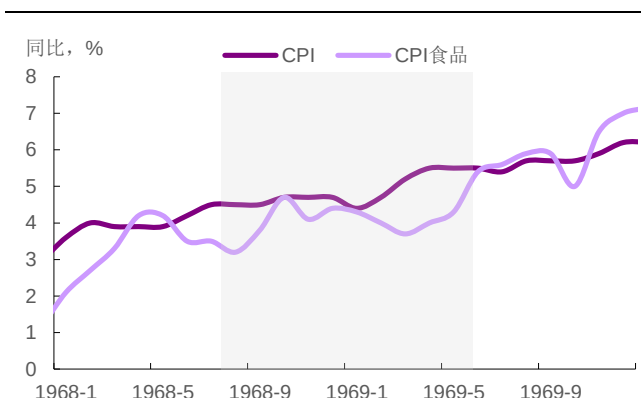
资料来源：Wind

图 4：亚洲流感期间美国 PPI 稳中有降



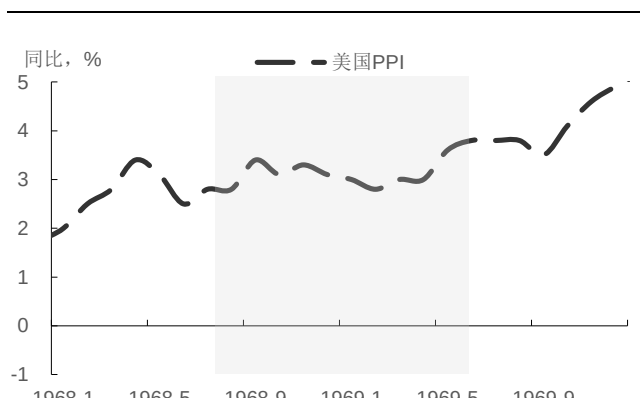
资料来源：Wind

图 5：香港流感期间，美国 CPI 上行



资料来源：Wind

图 6：香港流感期间，美国 PPI 相对平稳



资料来源：Wind

## 2、疫情影响通胀的四条路径

疫情对供求的影响是结构性的，从消费者看，疫情对食品等易耗、难储存必需品，短期供给冲击大于需求，导致价格上涨。而非食品消费（除医药）短期更多是需求面的负面影响，并压制价格。当然，疫情对医药短期则是正面的需求拉升。从生产者看，第一轮，复工推迟既影响下游的供给，同时也影响上游的需求，第二轮则是通过影响收入、进而压制需求。因而，疫情对 PPI 和 CPI 非食品通胀（除医药）短期更多是抑制。但由于食品价格变动幅度相对更大，总体 CPI 同比短期往往上升。

结合历史经验，疫情对本轮通胀的影响可能有四个途径：

路径一：疫情导致的运输受阻，短期抬升果蔬、肉类等食品价格。随着运输的畅通，食品价格会较快回落。

路径二：疫情短期对旅游娱乐、租金、餐饮、家政等服务有一定的冲击，相关商品和服务价格受抑制。随着疫情消退，旅游等服务的价格会逐渐恢复。

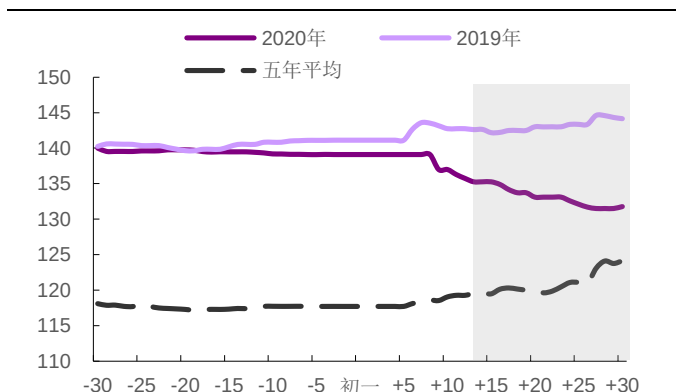
路径三：疫情导致医疗保健品需求上升，推升相关价格。疫情结束后，医疗价格往往回落。

路径四：复工推迟，工业品和大宗品的需求下降，短期抑制 PPI，而复工完成后的赶工又将提振 PPI，进而影响 CPI 中的非食品消费品价格先降后升。

### 3、通胀展望：PPI 或呈“V”字

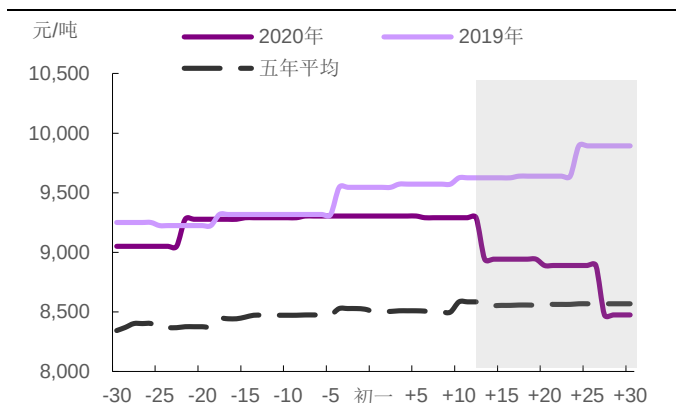
PPI 同比 2 月或再通缩，3 季度望转正。复工推迟或在 1 月末至 3 月上中旬压制工业品价格弱于季节性，2 月 PPI 同比或转负。钢价、汽油柴油等大宗价格节后均不升反降。随着疫情褪去，3 月底 4 月初部分企业或开始赶工，提振新增效应，但 2 季度高基数下 PPI 同比或仍在负区间，3 季度望转正。

图 7：Myspic 综合钢价指数



资料来源：Wind。时间轴为农历正月初一前后 30 天。

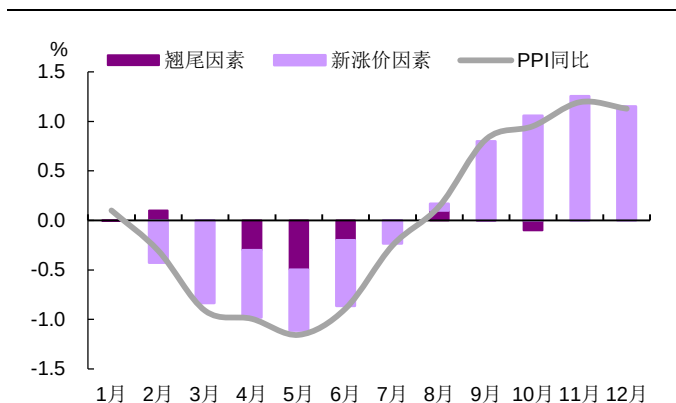
图 8：零售价:93#汽油



资料来源：Wind。时间轴为农历正月初一前后 30 天。

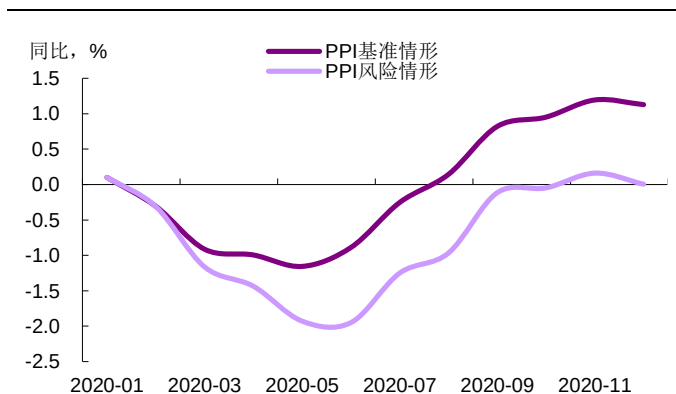
疫情的时间长短会通过复工的进程和工业总体需求，进而影响 PPI。基准情形下，疫情在一季度基本在全国得到控制，全年 PPI 同比或在 0% 左右，先降后升，四个季度分别在 -0.4%、-1.0%、0.2%、1.1%。风险情形下，若疫情在二季度又有反复，湖北区域持续更久，全年 PPI 同比或进一步降至 -0.7%，四个季度分别在 -0.5%、-1.8%、-0.8%、0%。

图 9：基准情形下 2020 年 PPI 同比预测



资料来源：Wind，光大证券研究所。2020 年 2 月后为预测值。

图 10：风险情形下 PPI 同比预测

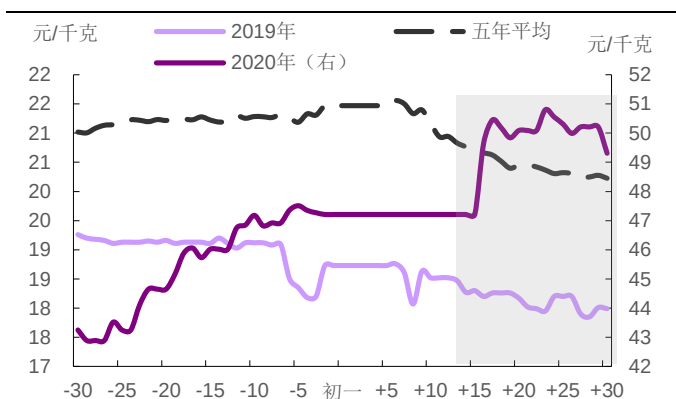


资料来源：Wind，光大证券研究所。2020 年 2 月后为预测值。

## 4、通胀展望：CPI 或前高后低，高点在 2 月

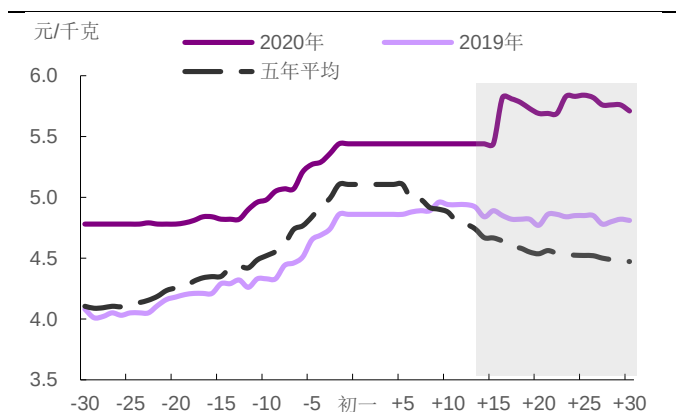
首先，食品方面，同比先升后降，高点或在 2 月。1 月底到 2 月，各地疫情管控，导致运输物流受阻，会影响肉、菜等食品的供应，使得节后推升价格。随着疫情得到控制，3 月交通或逐渐得到恢复，鲜菜、肉类等价格有望下滑。同时，3 月后猪肉价格的低基数消退，加之猪价上涨有望缓解，食品 CPI 同比或开始放缓。

图 11：猪肉价格节后不降反升



资料来源：Wind。时间轴为农历正月初一前后 30 天。

图 12：蔬菜价格节后不降反升

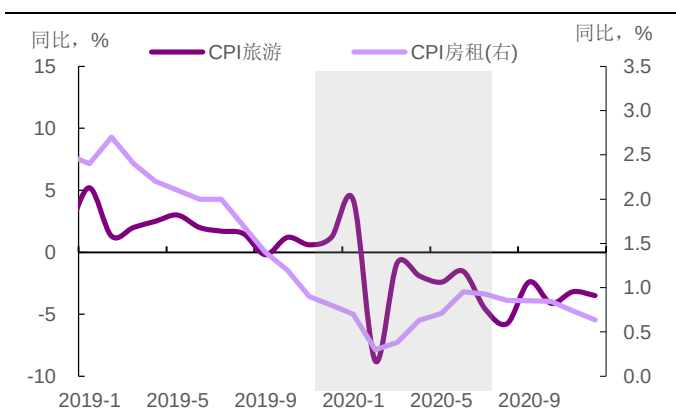


资料来源：Wind。时间轴为农历正月初一前后 30 天。

其次，疫情期间旅游、餐饮、娱乐等服务消费受到冲击，复工和现场办公推迟亦会在一定程度上压制租房需求，居家办公和社区严控或抑制部分家政等上门服务需求，预计房租和其他服务消费的价格或在 2-3 月份弱于以往季节性，而旅游消费影响可能蔓延至清明、甚至五一假期，价格影响稍久，有望在暑期、国庆旺季恢复。

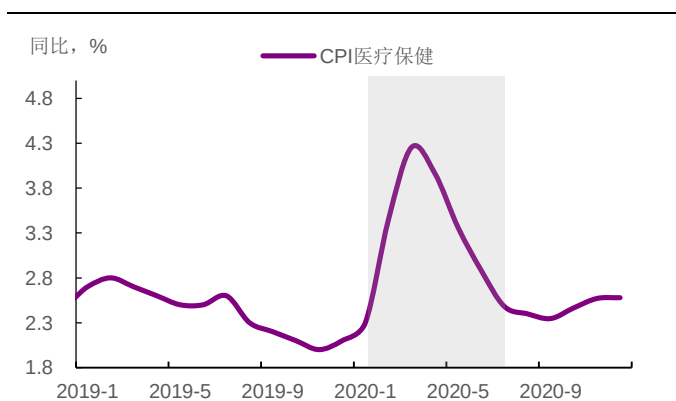
再者，疫情期间，对预防性中西医药物、医用口罩、以及体温枪、消毒液、酒精等医用物资的需求上升，提振医疗保健价格。但根据历史经验，随着疫情的消退，医疗保健的价格将回落。

图 13：旅游和房租价格短期受压制



资料来源：Wind，光大证券研究所。2020 年 2 月后为预测值。

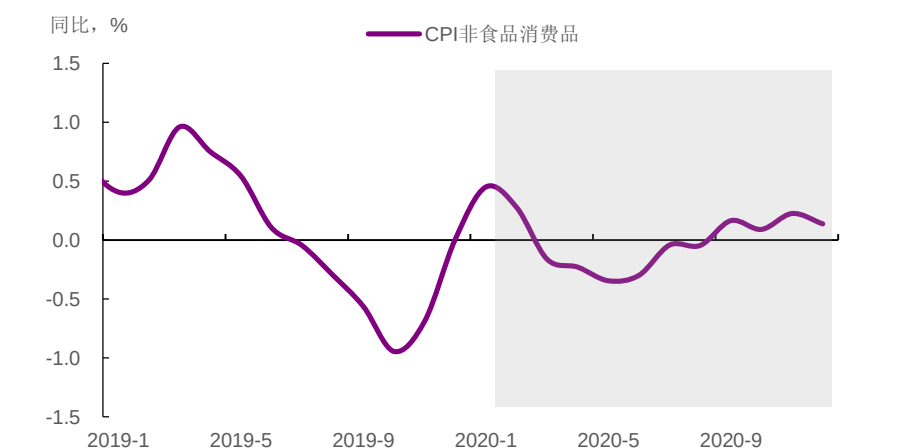
图 14：医疗保健价格同比或先升后降



资料来源：Wind，光大证券研究所。2020 年 2 月后为预测值。

最后，其他非食品消费品 CPI（包括交运、居住水电燃料、家用器具、衣着、烟草等）同比或随着 PPI 先降后升。短期石油、天然气等燃料价格受压制，同时家电、衣着等需求受影响，压制其价格。随着疫情消退后，需求的回升，非食品消费品 CPI 同比有望回升。

图 15：非食品消费品或先降后升



资料来源：Wind，光大证券研究所。2020 年 2 月后为预测值。

疫情的时间长短会通过影响需求，以及交通受阻状况，来影响食品、旅游、租金、服务、医疗、其他非食品消费品价格的变动。基准情形下，疫情在一季度基本在全国得到控制，全年总体 CPI 同比或在 3.7%，高点或在 2 月达 5.6%，四个季度分别在 5.4%、4.4%、3.5%、1.5%。风险情形下，若疫情在二季度又有反复，湖北区域持续更久，全年 CPI 同比或进一步上升至 4.1%，四个季度分别在 5.4%、4.7%、4.0%、2.0%。

图 16：基准情形下 CPI 同比预测

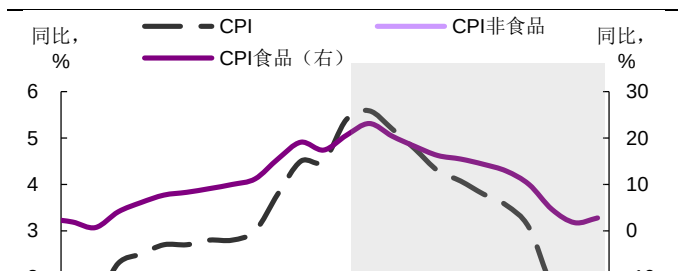
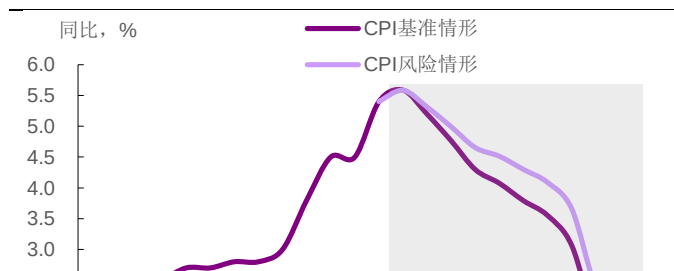


图 17：风险情形下 CPI 同比预测



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\\_6976](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_6976)

