

2020 疫情系列报告之五

宏观经济报告

疫情如何影响物价走势？

引言：近期，疫情影响下的物价走势成为市场关注问题。核心矛盾在于疫情对供需同时形成影响，导致物价趋势不好判断。2003 年非典期间价格走势虽值得借鉴，但与现阶段新冠疫情在宏观经济环境、疫情特性以及政府措施等方面均存在显著差异，照搬历史分析当下问题可能出错。本文在回顾非典疫情价格表现的基础上，结合当下实际情况，从供需结构角度对新冠疫情下的物价走势做出判断。

一、CPI：疫情影响 Q1 环比上升，但翘尾因素导致同比趋降；全年 CPI 同比持续下行，通胀压力逐渐缓解

1、非典期间 CPI 变化特征：第一，CPI 整体稳定、小幅下行（降幅 0.6%），疫情主要对食品价格产生负向扰动，对非食品价格影响较小；第二，非食品项中，医疗保健价格上涨较多，而衣着、居住、通信和交通价格等变化不大；第三，非典疫情爆发期间，北京也采取限制出行等措施，从而导致服务消费价格出现了不同程度的下行。

2、新冠疫情下的 CPI 趋势分析：新冠疫情下大规模限制人口流动、网格化隔离对供需限制整体大过非典，但隔离、限行政策对不同消费品类供需平衡影响分化。食品、医药、生活用品等必须消费是供给冲击定价，隔离、限行导致商品供给下降，需求回落弱于供给，价格上升。可选消费是需求冲击定价，隔离、限行措施导致出行、交通、衣着、通信、服务型消费需求大幅回落，致使价格下降。必须消费约占 CPI 权重 40%且波动性较大，对 CPI 影响更大，因此我们判断一季度 CPI 环比上行，但翘尾因素对冲涨价因素，CPI 同比依然趋降；二季度开始随着疫情消退，CPI 环比转跌，同比将继续下行。预计四个季度 CPI 同比分别为：5.2%、4.8%、3.5%、2.4%。

二、PPI：疫情影响 Q1 同比转负，随后企稳回升，全年 PPI 低点前移

1、非典期间 PPI 变化特征：第一，PPI 下行幅度较大（降幅 3.3%），其中生产资料采掘和原材料下滑较大，生活资料保持稳定；第二，从行业来看，石油和化工行业价格下跌较多；第三，非典期间的 PPI 变化受到外部因素扰动，我们认为，非典对 PPI 的影响不大，主要原因在于 PPI 下滑主要由原油价格下滑导致，而原油价格下滑主要因美伊战争后 OPEC 增产所致。

2、新冠疫情下的 PPI 趋势分析：本次疫情对 PPI 的影响不同于非典，工业品需求将全面受到疫情、复工延迟、网格化隔离以及大规模限流的影响而回落，进一步导致价格下行。往后看，二季度疫情影响开始消退，此时国内生产和需求也将恢复至正常水平，在逆周期政策的作用下，我国经济可能快速反弹，叠加二季度海外经济企稳回升，可能出现国内与海外经济增长共振向上，从而带动工业品价格反弹。因此我们判断一季度 PPI 环比下行，同比可能转负；但二季度开始随着疫情消退，国内外经济共振向上将推升 PPI 回升；全年 PPI 依然维持 0 附近震荡，低点前移至一季度。预计四个季度 PPI 同比分别为：-0.2%、-0.1%、0.2%、0%。

三、疫情下的物价变化对货币政策的影响

1、一季度 CPI 通胀压力缓慢减退，PPI 同步转负，是“降息”的黄金时点，预计仍有 1 次降息，货币宽松节奏将明显前倾。

2、总体来看，疫情对 2020 年经济增长影响相对有限，且受内外部因素影响，货币政策亦不会大幅宽松，降息空间存在，但相对有限。当前货币政策更需要关注的“量”的调控，如降准、PSL 等。

风险提示：疫情发展失控、政府应对不当、行业影响过大。

边泉水 分析师 SAC 执业编号：S1130516060001
bianquanshui@gjzq.com.cn

段小乐 联系人
(8621)61038260
duanxiaole@gjzq.com.cn

高翔 联系人
gaoxiang1@gjzq.com.cn

内容目录

一、CPI：疫情影响 Q1 环比上升，但翘尾因素导致同比趋降，全年 CPI 同比将持续下行，通胀压力逐渐缓解.....	3
1、非典期间，CPI 的变化特征.....	3
2、新冠疫情下的 CPI 趋势分析.....	5
二、PPI：疫情影响 Q1 同比转负，随后企稳回升，全年 PPI 低点前移	7
1、非典期间，PPI 的变化特征	7
2、新冠疫情下的 PPI 趋势分析	9
三、疫情下的物价变化对货币政策的影响.....	12

图表目录

图表 1：非典期间 CPI 食品项环比出现持续下行（%）	3
图表 2：非典期间 CPI 食品项同比下降较大（%）	3
图表 3：疫情对医疗价格影响较大（CPI 当月同比，%）	4
图表 4：北京非食品 CPI 受到影响（%）	4
图表 5：实际经济增长处于不同阶段	5
图表 6：CPI 预测：疫情影响 Q1 环比上升，但同比依然趋降.....	6
图表 7：非典期间 PPI 环比持续下行.....	7
图表 8：非典期间 PPI 生产资料同比下降较大	7
图表 9：生产资料中采掘和原材料下滑较大（%）	7
图表 10：生活资料保持稳定，耐用消费品下滑（%）	7
图表 11：非典期间，石油、化工行业影响较大.....	8
图表 12：油价上涨和下跌主要是美伊战争和 OPEC 增产所致，与非典关系不大	8
图表 13：工业增加值增速小幅下滑，整体趋势向上.....	9
图表 14：原油和有色金属指数下跌	10
图表 15：房地产销售低迷	10
图表 16：房地产土地成交低迷	10
图表 17：水泥和钢价开始下行.....	11
图表 18：海外经济企稳迹象明显（%）	11
图表 19：PPI 预测：受疫情影响 PPI 低点前移	12
图表 20：2020 年 CPI 与 PPI 背离	13

引言

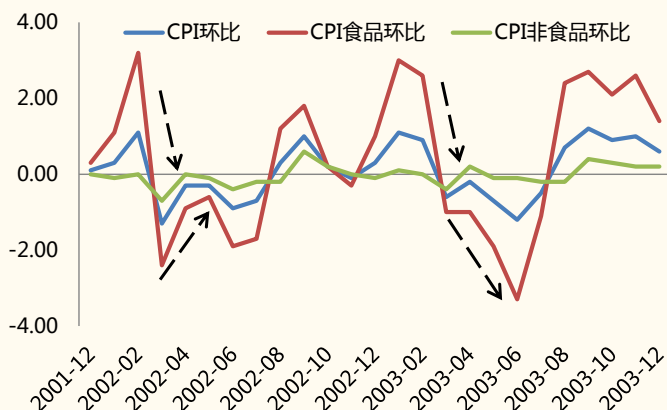
近期，疫情影响下的通胀走势成为市场关注的热点问题。核心矛盾在于疫情对供需同时形成压制，导致物价水平趋势不好判断。而 2003 年非典疫情期间的价格走势虽值得借鉴，但与现阶段新冠疫情在宏观经济环境、疫情特性以及政府措施等方面均存在较大差异，照搬历史分析当下问题可能出错。本文在回顾非典疫情价格表现的基础上，结合当下实际情况对物价水平做出判断。

一、CPI：疫情影响 Q1 环比上升，但翘尾因素导致同比趋降，全年 CPI 同比将持续下行，通胀压力逐渐缓解

1、非典期间，CPI 的变化特征

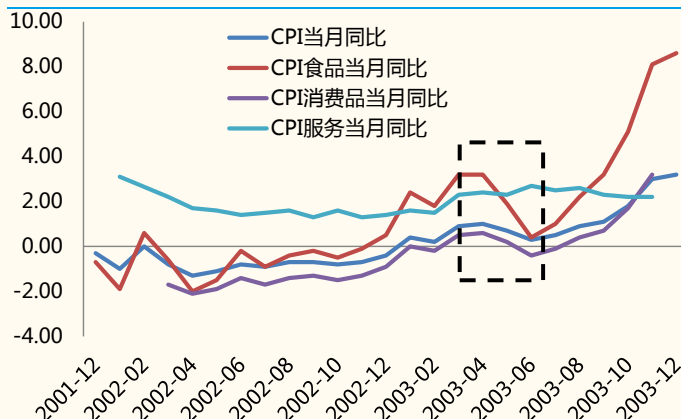
特征一：非典期间，CPI 整体稳定、小幅下滑，疫情主要对食品价格产生负向扰动，对非食品价格影响较小。非典疫情爆发期在 2003.3-2003.5。从环比来看，CPI 食品环比出现持续下行，由 2003.1 的 3.0% 降至 2003.6 的 -3.3%。一般而言，二季度食品价格环比会出现季节性下行，但 2003 年环比下行幅度显著大于均值。从同比来看，非典期间 CPI 食品项价格同比由 3.2% 降至 0.4%；但 CPI 服务项整体稳定，保持在 2% 的水平。因此疫情期间 CPI 的小幅下滑主要贡献来自于食品价格下行。**其主要原因在于：**非典疫情真正引起重视是在 3 月份，此后三个月进入爆发期，人们逐渐担心被传染而减少了消费意愿，需求下行从而导致食品价格下跌。但当时政府并没有采取网格化隔离、限制人口流动等措施，因此，CPI 非食品项和服务项只出现小幅下行。

图表 1：非典期间 CPI 食品项环比出现持续下行 (%)



来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所

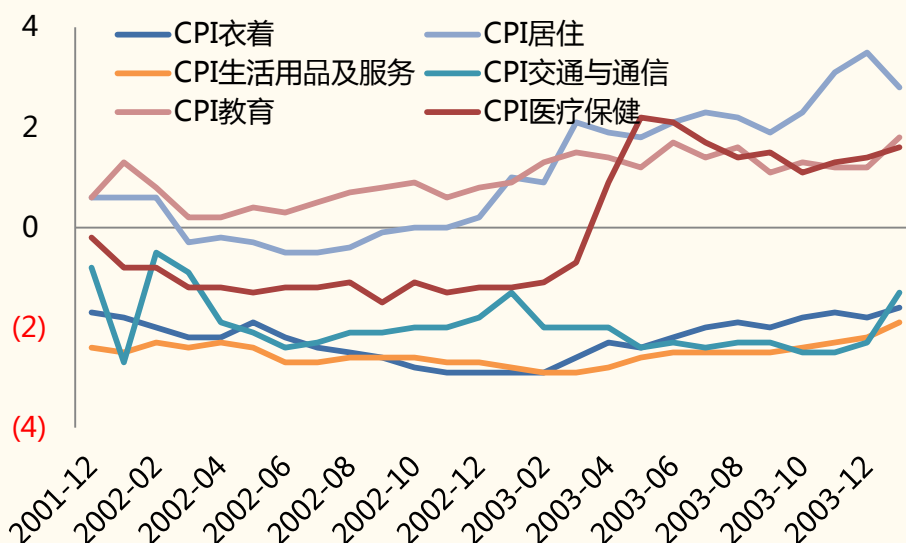
图表 2：非典期间 CPI 食品项同比下降较大 (%)



来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所

特征二：非食品项中，医疗保健价格上涨较多，而衣着、居住、通信和交通价格等变化不大。2003.3-5 期间，CPI 医疗保障由 -0.7% 涨至 2.1%，其他服务项价格基本保持了平稳。非食品项变化不大主要是因为当时政府并没有采取强制性限制人口流动的措施，除个别地区，整体生产生活仍在持续，而医疗保障价格在疫情期间上涨也符合逻辑。

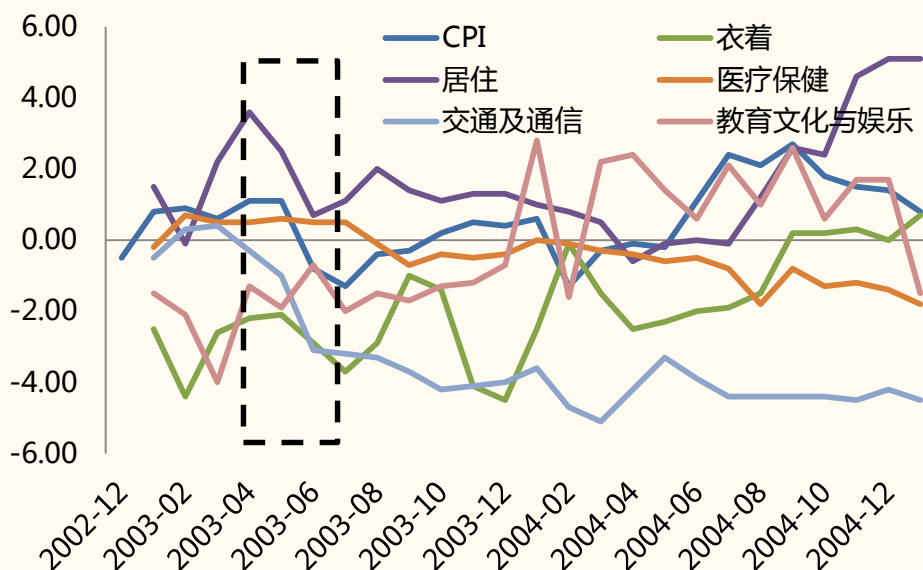
图表 3: 疫情对医疗价格影响较大 (CPI 当月同比, %)



来源: Wind, 国金证券研究所

特征三: 非典疫情影响较大的是北京, 其他地区较小, 而新冠疫情后国家大规模限制出行对全国大部分地区都产生了影响 (和 SARS 时期北京相同), 因此单独分析北京物价水平变化对现阶段更有意义。研究发现: 非典疫情爆发期间, 北京服务项价格也出现了不同程度的下行。2003.3-7 期间, CPI 衣着由-2.6%降至-3.7%、CPI 居住由 3.6%降至 1.1%、交通和通信由 0.4%降至-3.2%, 而医疗保健相对平稳, 可能和政府保供控价有关。

图表 4: 北京非食品 CPI 受到影响 (%)

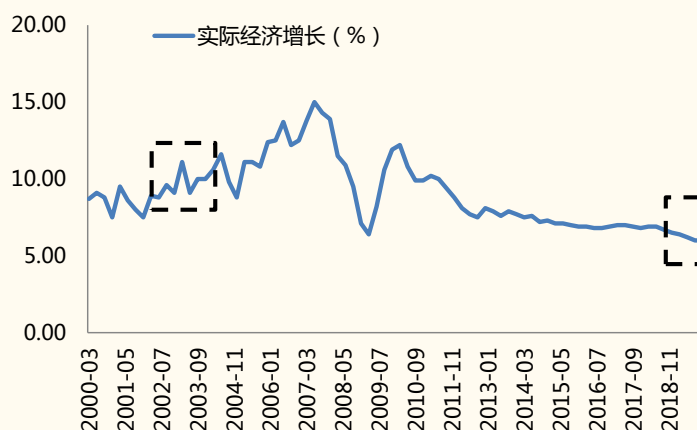


来源: Wind, 国金证券研究所

2、新冠疫情下的 CPI 趋势分析

新冠疫情与非典疫情在宏观经济背景、疫情传染特性以及政府应对措施等方面存在较大不同。首先，宏观经济层面，2003 年处于经济增长上行周期，需求全面上涨，而 2020 年我国经济增长面临下行压力，资本回报率长期低迷，实际需求偏弱。其次，疫情传染特性层面，新冠病毒虽致死率低但感染率极强，从感染人数来看，新冠病毒感染人数远大于 SARS 感染人数，这一特性使得隔离防护所需时间更长，更不利于经济恢复。最后，政府应对措施层面可能是新冠疫情和非典疫情最大的不同，现阶段实施了全面网络化隔离管理，对人口流动限制较大，这可能对经济供需两端形成更大抑制。因此，非典经验虽值得借鉴，但仍需要结合现阶段供需情况进行具体分析。

图表 5：实际经济增长处于不同阶段



来源：Wind，国金证券研究所

现阶段大规模限制人口流动、网格化隔离对供需影响整体大于非典时期。现阶段经济处于下行周期，而疫情传染性强致使政府采取高压式网络化管理限制人口流动，无论从深度还是广度上均大于非典期间。但隔离、限行政策对不同消费品类供需平衡的影响却是分化的，具体从必须消费和可选消费两个角度展开：

食品、生活用品等必须消费是供给冲击定价，需求回落弱于供给，隔离、限行导致商品供给下降，价格上升。非典时期，CPI 食品项在 2003.4-6 下降，主要原因在于当时疫情传播愈发严重，导致居民出门消费意愿迅速降低，需求下降是 CPI 食品项下滑的主要原因。现阶段与非典时期有所不同，我们认为高压的社区化、网格化隔离管理以及省市之间人口限制流动成为影响食品项价格的主要原因，必须消费品需求相对平稳，但隔离和限行导致货物运输出现极大不畅，从而导致食品供给出现缺口。因此，现阶段食品等必须消费更有可能出现供给定价，导致价格上升。再往后看，随着疫情逐渐缓和，首先改善的应是供给，因为政策逐渐宽松将导致货物运输加快，在各地库存紧张的前提下，供给补给充分，而导致价格再次回落。

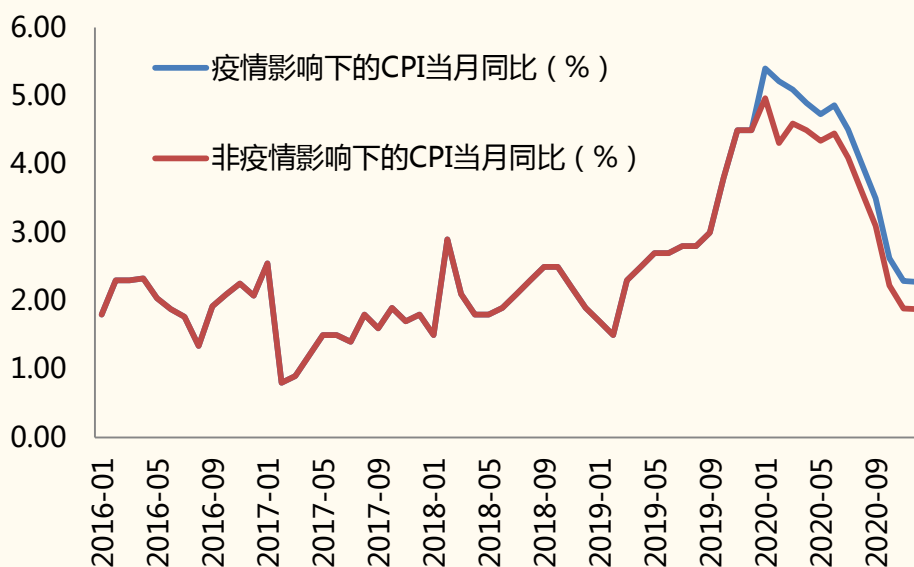
可选消费是需求冲击定价，隔离、限行措施导致出行、交通、衣着、通信、服务型消费需求大幅回落，致使价格下降。可选消费价格变化具体可借鉴非典时期北京的情况，原因在于北京是非典期间主要受影响城市之一，和现阶段全国

大部分城市的情况较为相似，即隔离措施力度较大、社区为战、人口流动限制。从北京 CPI 数据来看，疫情影响可选消费需求大幅下滑导致北京市交通、居住、通信、衣着等价格全面走低（当时全国其他受非典疫情较小的城市并没有受到如此严格的隔离管理，因此全国 CPI 非食品项变化不大）。现阶段，全国大部分省市与之类似。因此，我们认为这将导致非食品以及服务消费需求大减，致使价格下降；而随着疫情逐渐缓和，此类消费需求也将上升，从而带动价格回升。

综上所述，我们认为，新冠疫情将引起食品等必需消费品价格上涨，而引起服务等可选消费价格下降，与 2003 年非典时期刚好相反，核心原因在于新冠疫情时期我国采取的全面网格化隔离管理、限制人口流动等措施对消费供需结构的影响与非典时期不同。从全国的角度看，2003 年防控程度不如现阶段严格，因此在供给不成问题的前提下，疫情带来的需求下滑导致食品价格下行，而可选消费在没有限流措施的情况下，需求未受较大影响，因此价格保持稳定；而现阶段整体隔离措施是高压的，这对供给造成较大影响，虽然需求下滑但供给影响更大，导致食品价格上升，但是可选消费（例如服务）由于限流抑制了需求，从而导致价格下行。

在疫情对必需消费和可选消费的综合影响下，我们判断一季度 CPI 环比上升，但翘尾因素可能对冲涨价因素，CPI 同比趋势向下、幅度不大。二季度开始随着疫情消退，CPI 环比转跌，同比将继续下行，全年 CPI 保持回落，通胀压力减轻。必需消费主要包括食品、医疗保障以及生活用品等，权重约占 40%，波动性较大，可选消费包括衣着、居住、交通、文娱、通信等约占 60%，波动性较小。综合考虑，我们认为一季度 CPI 环比上升，但考虑翘尾因素影响，涨价可能被对冲，因此 CPI 同比趋势向下但幅度不大。二季度随着疫情影响消退，CPI 环比下行，高基数效应下，同比继续下行，通胀压力减轻。预计四个季度 CPI 同比分别为：5.2%、4.8%、3.5%、2.4%，全年 CPI 同比 4.0%，较此前判断 3.6% 上升 0.4 个百分点。

图表 6：CPI 预测：疫情影响 Q1 环比上升，但同比依然趋降



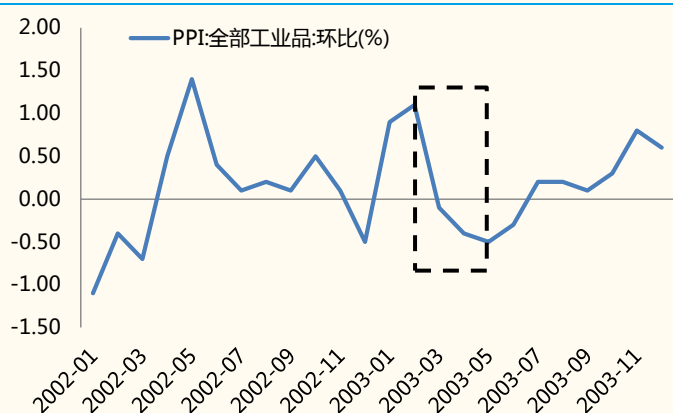
来源：Wind，国金证券研究所

二、PPI：疫情影响 Q1 同比转负，随后企稳回升，全年 PPI 低点前移

1、非典期间，PPI 的变化特征

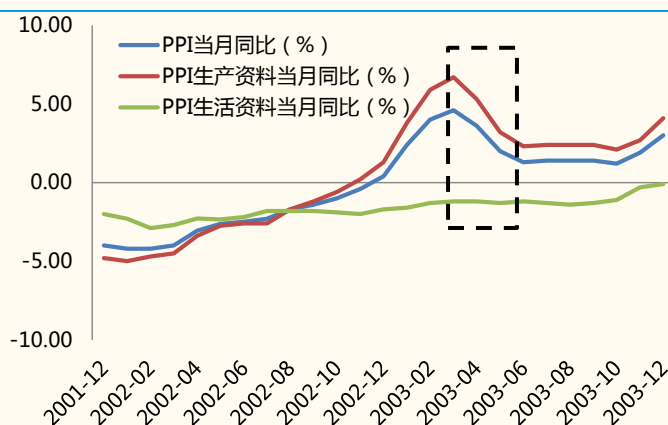
特征一：非典期间，PPI 下行幅度较大，其中生产资料采掘和原材料下滑较大，生活资料保持稳定。非典期间，PPI 当月同比由 3 月 4.6% 降至 6 月 1.3%，下降 3.3 个百分点。其中生产资料下行较大，主要是采掘和原材料下降较多，3 月至 6 月分别下滑 23.6% 以及 6.9%。生活资料保持稳定，其中耐用消费品受影响，小幅下行。

图表 7：非典期间 PPI 环比持续下行



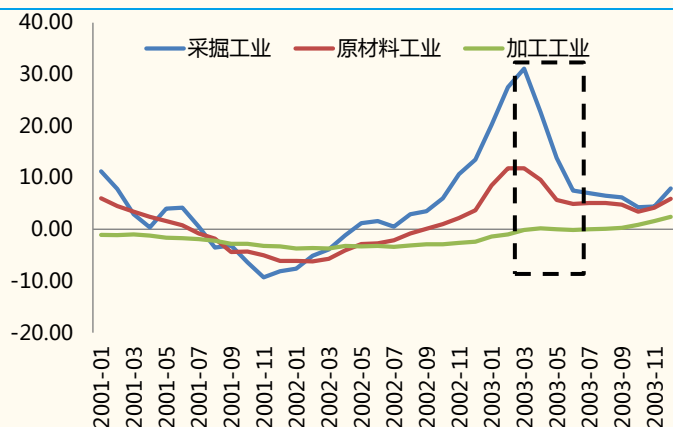
来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所

图表 8：非典期间 PPI 生产资料同比下降较大



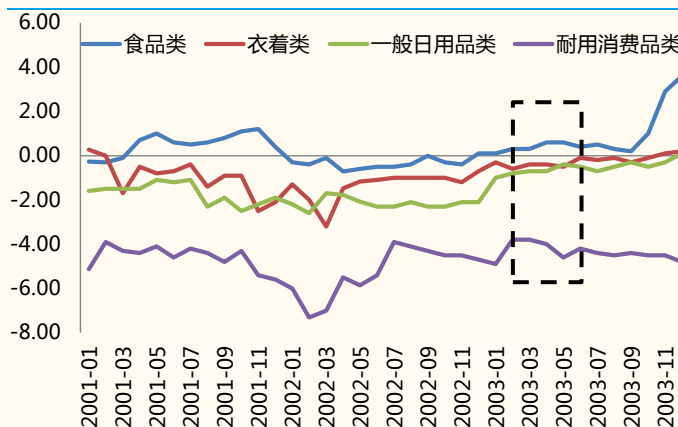
来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所

图表 9：生产资料中采掘和原材料下滑较大 (%)



来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所

图表 10：生活资料保持稳定，耐用消费品下滑 (%)

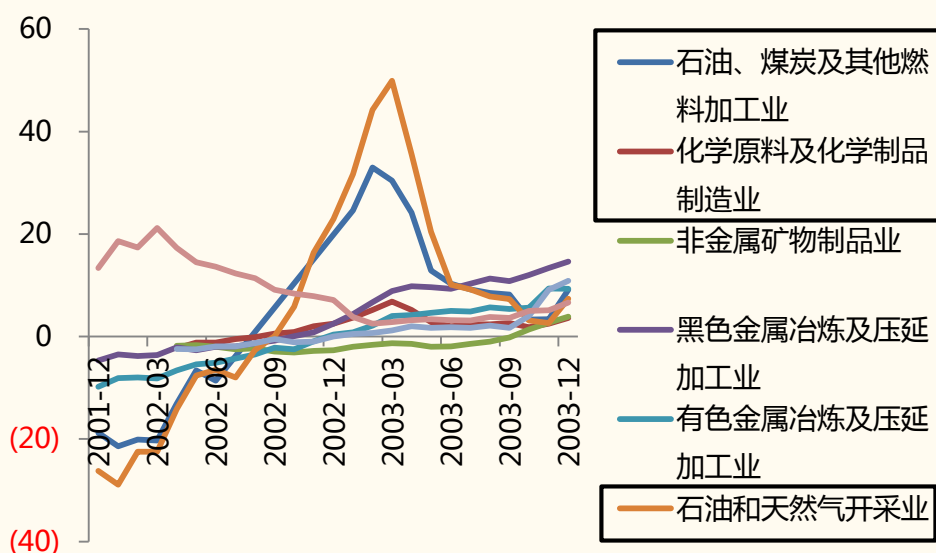


来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所

特征二：从行业来看，石油和化工行业价格下跌较多。虽然 PPI 中包含的行业众多，但是大部分行业并不会对 PPI 造成较大的影响，这有助于简化研究。可以发现，煤炭开采、石油开采、农副食品、石油加工、化学原料、非金属制品、

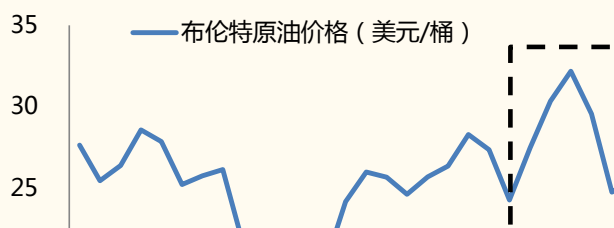
黑色冶炼、有色冶炼八大行业是 PPI 波动的主要因素。从数据上看，2003.3-2003.7，石油加工（30.4%降至 9.2%）、石油开采（49.9%降至 9.2%）以及化学原料（6.8%降至 2.4%）在非典期间的下滑较大，其他行业保持相对稳定。但值得注意的是，原油价格此前经历大幅上涨，主要是美伊战争所致，随后 OPEC 增产，导致油价下跌 20.8%，因此原油价格波动与我国非典关系不大。

图表 11：非典期间，石油、化工行业影响较大



来源：Wind，国金证券研究所

图表 12：油价上涨和下跌主要是美伊战争和 OPEC 增产所致，与非典关系不大



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_7202

