



疫情或使一季度 CPI 处于高位

——2020年1月CPI和PPI数据的点评

宏观点评

投资要点：

- **春节、非洲猪瘟和肺炎疫情叠加，食品和非食品价格同时上涨，CPI 同比提高较多。**在食品中，受春节因素、非洲猪瘟和低基数效应影响，猪肉价格环比上涨 8.5%，同比涨幅提高 19%至 116%；同时鲜菜价格受春节因素和疫情交通管制影响，环比同比价格均上涨较多。在非食品中，新冠疫情突发，医疗保健和教育文化娱乐价格有所上涨，低基数和前期成品油价格上调使交通通信项同比由负转正，非食品价格同比有所上升，对 CPI 的贡献率有所提高。
- **预计 2 月 CPI 增长 5.0%左右，较 1 月回落 0.4 个百分点。**一是预计 2 月食品价格环比将在疫情冲击下继续上涨；二是 1 月份国际油价下降较多，且疫情使服务业需求减少，预计 2 月非食品价格有所回落；三是 2 月份 CPI 翘尾因素为 3.0%，较上月下降 1.0 个百分点。
- **低基数和前期油价上行，导致 PPI 由负转正，但疫情影响尚未显现。**去年同期基数较低，且去年 10 月份以来国际油价上涨，石油产业链出厂价格提高较多；同时受益于基建投资项目的加快落地，黑色金属、有色金属加工业出厂价格有所提高，导致 PPI 增速回升。但近期疫情对 PPI 的影响，尚未显现出来。
- **预计 2 月 PPI 约增长 0.0%，全年前高后低，增长-0.4%左右。**虽然拉长和扁平化的补库存周期将对需求提供一定的支撑，但 2020 年国内需求将继续减缓，同时在新冠肺炎疫情冲击下，企业复工复产延迟，部分工业品价格或因需求减少而有所下降。预计 2 月份 PPI 增长 0.0%左右，2020 年全年 PPI 增长-0.4%左右。
- **新冠肺炎疫情或使 CPI 和 PPI 剪刀差继续维持高位。**新冠肺炎疫情使居民出行与外出消费行为大幅减少，我们预计疫情期间短期食品价格上涨压力较大，非食品则有回落压力；同时企业复工复产延迟或使工业品特别是原材料价格出现下降。因此，在肺炎疫情冲击下，短期 CPI 仍面临上涨压力，但 PPI 企稳回升态势可能暂缓，两者剪刀差或维持高位，经济下行压力将有所增加。

伍超明

财信国际经济研究院 副院长
财富证券 首席经济学家

李沫

宏观经济研究中心 高级研究员
电话：18811575811
邮箱：limo.ye@163.com



财信宏观经济研究中心微信号

目 录

一、食品和非食品价格同时上涨，CPI 同比超预期提高	3
(一) 春节、非洲猪瘟、肺炎疫情因素叠加，食品价格上涨较多	3
(二) 受疫情和国内油价上调影响，非食品同比有所上涨	4
二、预计 2 月 CPI 增长 5%左右，全年前高后低，增长 3.8%左右	4
三、预计 2 月 PPI 增长 0.0%左右，全年前高后低，约增长-0.4%	5
(一) 低基数和前期油价上行，PPI 由负转正	5
(二) 预计 2020 年 PPI 前高后低，中枢约-0.4%，2 月份增长 0.0%左右	6
四、新冠肺炎疫情未完全显现，或使 CPI 和 PPI 剪刀差继续维持高位	6

正文：

事件：2020年1月份全国居民消费价格指数（CPI）环比增长1.4%，较上月提高1.4个百分点，同比上涨5.4%，涨幅较上月扩大0.9个百分点；工业生产者出厂价格指数（PPI）环比增长0.0%，连续两个月持平，同比增长0.1%，较上月提高0.6个百分点。

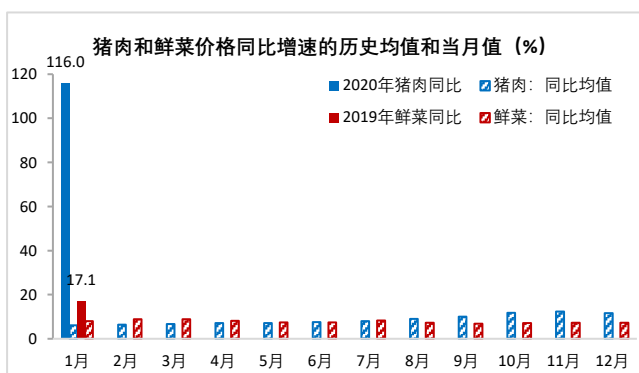
一、食品和非食品价格同时上涨，CPI 同比超预期提高

（一）春节、非洲猪瘟、肺炎疫情因素叠加，食品价格上涨较多

从同比看，1月食品价格上涨20.6%，较上月提高3.2个百分点，影响CPI上涨约4.1个百分点。其中，受去年基数较低和猪肉供需缺口仍大影响，猪肉价格同比较上月提高19个百分点至116%，连续11个月同比上涨，影响CPI上涨约2.76个百分点；鲜菜价格上涨17.1%，较上月提高6.3个百分点，影响CPI上涨约0.45个百分点（见图1）；鲜果价格下降5%，降幅较上月收窄3个百分点，连续四个月下降，影响CPI下降约0.09个百分点。

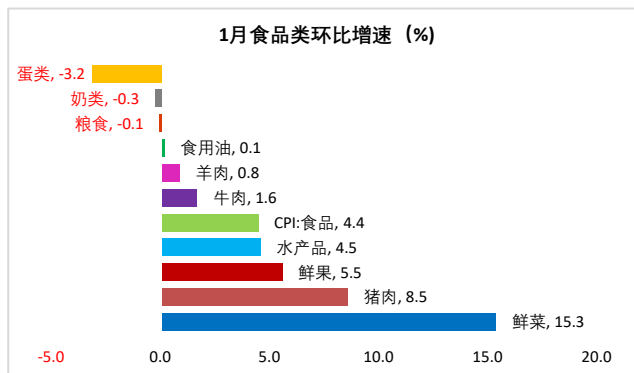
从环比看，食品价格上涨4.4%，较上月提高4.8个百分点。其中，春节期间猪肉需求增加，但非洲猪瘟下猪肉供给短期难以修复，猪肉价格环比上涨8.5%；受春节因素和疫情下交通管制影响，蔬菜价格环比涨幅较上月扩大4.8%至11.7%，鲜果和水产品环比涨幅亦较上月有所提高（见图2）。

图 1：1 月鲜菜和猪肉价格同比增速



资料来源：WIND，财信研究院

图 2：1 月食品类价格环比增速

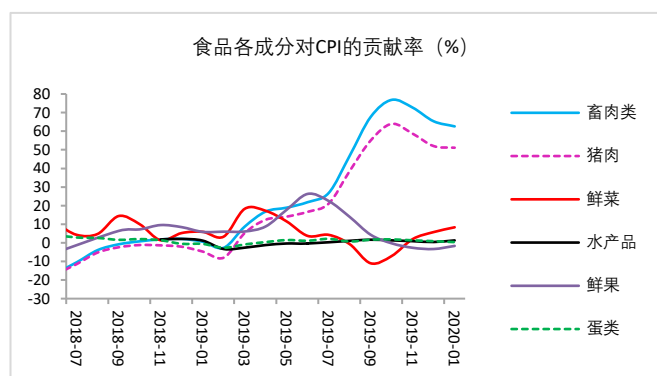


资料来源：WIND，财信研究院

从食品各成分对CPI同比的贡献率看，1月猪肉贡献率相对平稳，持续高于50%以上，鲜菜对CPI的贡献率有所提高（见图3），1月猪肉和蔬菜仍是食品价格乃至CPI波动的主因。

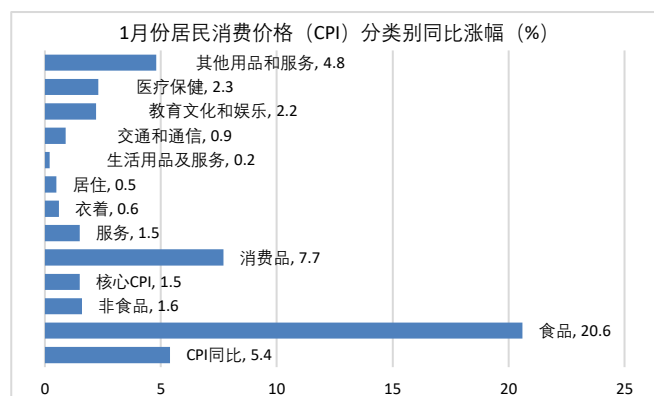
总体看，春节因素、非洲猪瘟、肺炎疫情等因素共同影响下，猪肉、蔬菜同比和环比均继续上涨，是1月份食品价格同比涨幅继续扩大、环比上涨较多的原因。

图 3：食品各成分对 CPI 贡献率



资料来源：WIND，财信研究院

图 4：非食品尤其是服务类项目价格涨幅平稳



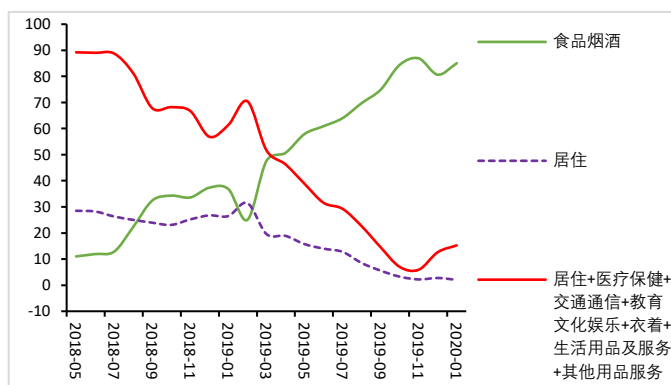
资料来源：WIND，财信研究院

（二）受疫情和国内油价上调影响，非食品同比有所上涨

1 月非食品价格同比上涨 1.6%，较上月提高 0.3 个百分点，影响 CPI 上涨约 1.29 个百分点。其中，医疗保健类、交通和通信、教育文化和娱乐类、居住类价格分别上涨 2.3%、0.9%、2.2%、0.5%（见图 4），分别较上月提高 0.2%、1.6%、0.4%和 0.0%。受疫情因素影响，医疗保健和教育文化娱乐类价格有所上涨。同时 2019 年 11 月份以来，国内成品油价格四次上调，汽油和柴油环比分别上涨 2.7%和 3.0%，叠加去年 1 月份基数较低，交通与通信项同比由负转正，是非食品涨幅扩大的原因之一。

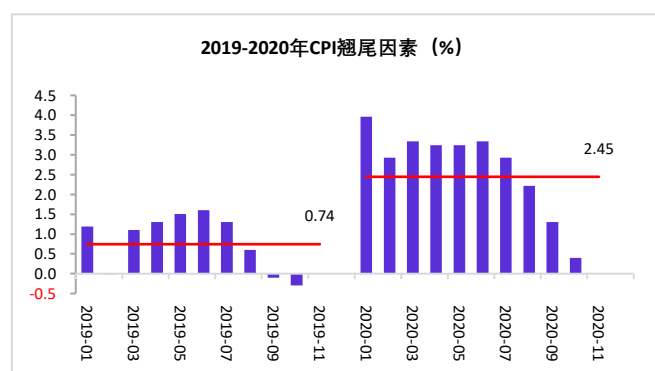
在各类食品价格轮番上涨的影响下，2019 年服务类项目贡献率下降较快，但 12 月以来受前期国际油价上涨、国家出台政策稳定猪价影响，服务类项目贡献率有所上升。1 月份受疫情和国内成品油价格上调影响，服务类贡献率提高至 15.2%（见图 5）。

图 5：服务类项目贡献率有所提高



资料来源：WIND，财信研究院

图 6：2020 年全年翘尾因素提高



资料来源：WIND，财信研究院

二、预计 2 月 CPI 增长 5%左右，全年前高后低，增长 3.8%左右

预计 2 月消费者物价指数（CPI）增长 5.0%左右，较 1 月降低 0.4 个百分点。理由如下：

一是预计 2 月食品价格环比将继续上涨。历史经验表明，2 月份食品价格环比涨幅

将有所扩大，如历史均值将由 1 月的 2.4% 升至 2 月的 2.7%。虽然春节错位因素使 2 月食品价格面临回落压力，但短期内新冠肺炎疫情还将持续，受到流通运输环节影响供给，估计食品价格上涨压力更大一些。

二是预计非食品价格在疫情和油价回落的影响下或有所回落。国际油价是非食品价格短期波动的关键变量，1 月份国际油价快速下降，国内成品油价格在 2 月份面临下调压力。同时疫情冲击下，交通运输、旅游、娱乐、住宿餐饮等消费需求大幅回落，其价格或面临下行风险。

三是 2 月份 CPI 的翘尾因素将降至 3.0%，较上月下降 1.0 个百分点（见图 7）。

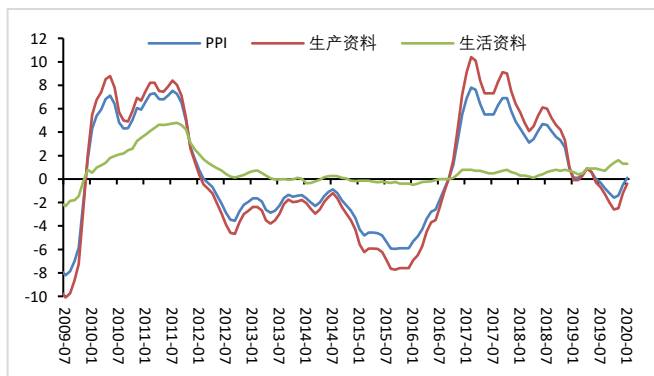
综合上述各方面的影响，预计 2 月 CPI 增长 5.0% 左右，较 1 月下降 0.4 个百分点。同时预计 2020 年全年 CPI 约增长 3.8%，呈前高后低走势。

三、预计 2 月 PPI 增长 0.0% 左右，全年前高后低，约增长 -0.4%

（一）低基数和前期油价上行，PPI 由负转正

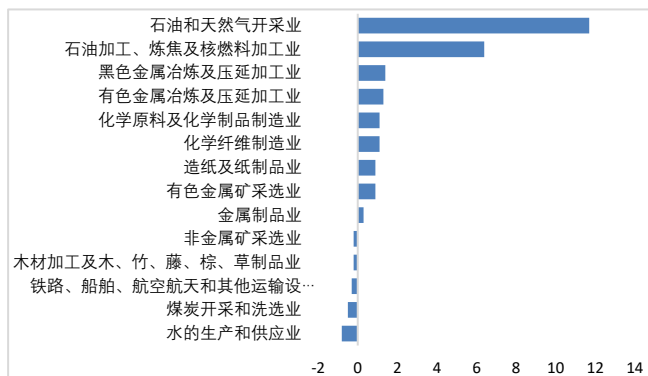
1 月份，工业生产者出厂价格同比增长 0.1%，较上月提高 0.6 个百分点，结束了持续 6 个月的负增长。其中，生产资料同比下降 0.4%，降幅较上月收窄 0.8 个百分点，其波动与 PPI 基本一致，是导致 PPI 变化的主要原因；生活资料上涨 1.3%，持平于上月（见图 7）。去年同期基数较低和前期国际油价上行的滞后效应共同推升 PPI 回升。从行业看，受 10 月份以来国际油价波动上行影响，石油产业链出厂价格提高较多；同时受益于基建投资项目的加快落地，黑色金属、有色金属加工业出厂价格有所提高；但中下游企业出厂价格波动较小（见图 8）。

图 7：生产资料和生活资料走势出现分化



资料来源：WIND，财信研究院

图 8：1 月主要行业工业生产者出厂价格变动（%）

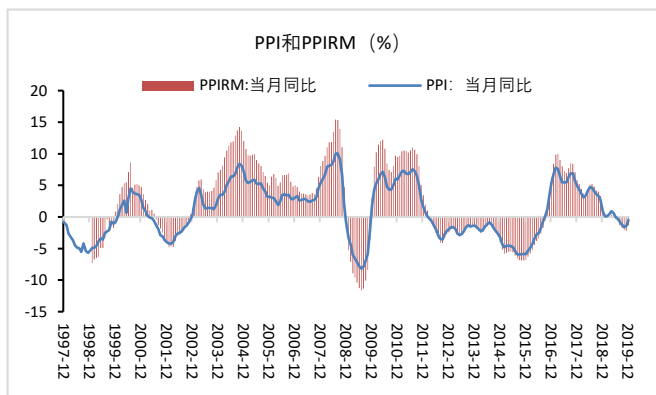


资料来源：WIND，财信研究院

从原材料购进价格（PPIRM）对 PPI 的影响看，前者涨跌变化直接左右后者的同向变动（见图 9）。由于我国编制的 PPIRM 所调查的产品包括燃料动力、黑色金属、有色金属、化工、建材等九大类，调查涵盖 900 多个基本分类的 10000 多种工业产品价格，因此 PPIRM 既受人民币汇率和海外大宗商品价格（CRB）的影响，也受国内需求等基本面因素的约束。但由于中国是全球大宗商品的巨大需求方，所以 PPIRM 最重要的决

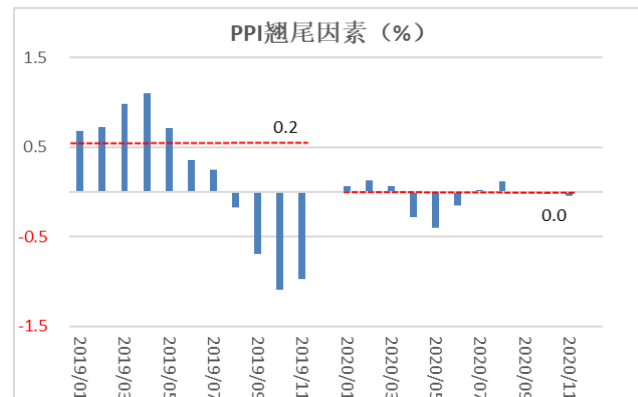
定因素还是中国需求。PPI 和 PPIRM 的下降态势，实质上反映的是中国内需尤其是工业投资需求的不足。

图 9：PPI 与原材料购进价格指数（PPIRM）



资料来源：WIND，财信研究院

图 10：2020 年 PPI 翘尾因素小幅下降



资料来源：WIND，财信研究院

（二）预计 2020 年 PPI 前高后低，中枢约-0.4%，2 月份增长 0.0% 左右

展望 2020 年，我们预计 PPI 增速变化平缓，增长-0.4% 左右。一是从技术层面看，翘尾因素降低 0.2 个百分点，从 2019 年的 0.2% 降至 2020 年的 0.0%（见图 10）。二是从需求层面看，预计国内需求将继续减缓，疫情冲击下短期需求降幅将加大。三是从供给层面看，短期供给受疫情影响承压，但疫情结束后供给会快速增加。四是新冠肺炎疫情下，企业复工复产推迟，部分工业原材料价格或因需求减少而出现下降。

综合来看，预计 2 月份 PPI 同比增长 0.0% 左右，2020 年全年约增长-0.4%。

四、新冠肺炎疫情未完全显现，或使 CPI 和 PPI 剪刀差继续维持高位

CPI 和 PPI 是我国价格指标体系的核心组成部分，其中 CPI 是居民购买生活消费品和服务的价格，而 PPI 是工业产品出厂价格指数。因此，PPI 和 CPI 剪刀差在一定程度上反映了工业企业盈利空间的变化。历史数据表明，PPI 和 CPI 剪刀差与工业企业利润

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_7358

