

2020年2月物价数据点评

疫情扰动下CPI涨幅维持高位 原油价格下跌带动PPI同比转负

据国家统计局数据，2020年2月CPI同比5.2%，前值5.4%，上年同期1.5%；2月PPI同比-0.4%，前值0.1%，上年同期0.1%。

基本观点：

2020年2月CPI同比涨幅小幅收敛，但仍处于5.2%的高位。其中，猪肉价格同比涨幅扩大继续成为主要拉动因素。从结构上看，由于不同商品和服务的需求刚性不同，疫情对2月CPI产生了非对称、结构性的影响，食品和非食品价格走势进一步分化，二者同比涨幅的“剪刀差”已扩大至21个百分点。PPI方面，疫情对企业生产和投资、工地开工以及终端消费活动均产生负面冲击，抑制总需求，加之国际大宗商品价格走低，尤其是原油价格大幅下跌，2月PPI环比下跌，同比再度转负。

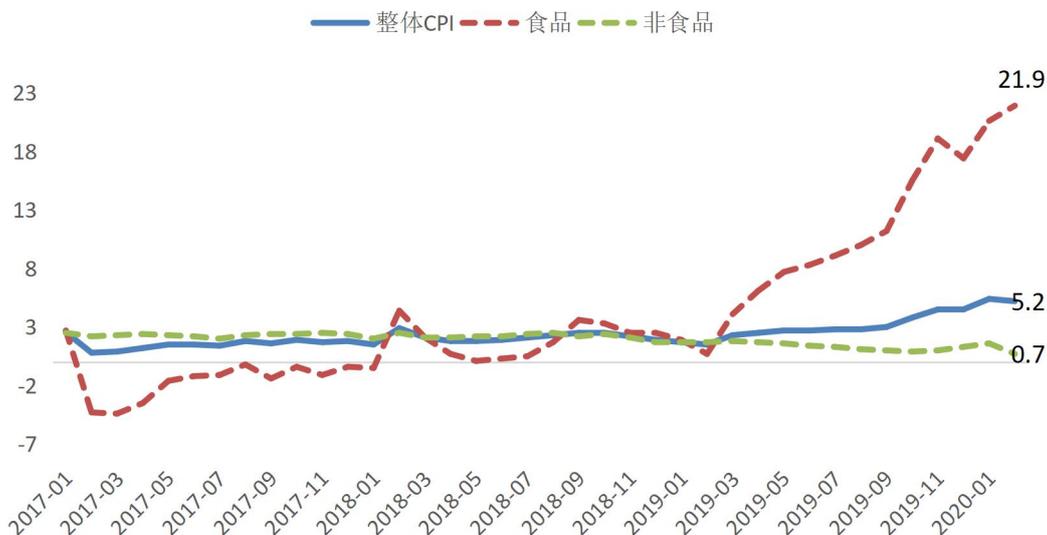
展望3月，根据农业部公布的高频数据，3月上旬猪肉价格同比涨幅仍然处在很高的水平，加之疫情缓和后此前积压的部分商品和服务需求将集中释放，以及3月影响CPI上涨的翘尾因素将从上月的2.9个百分点提高至3.3个百分点，预计当月CPI同比涨幅仍将维持在5%左右。PPI方面，国内疫情缓解意味着其对PPI供需两侧的影响将同步减弱，且国内逆周期调节加码，基建发力势头明显，从需求角度来看对PPI也产生一定支撑。但3月国内PPI将受到外源性的国际油价大幅下跌影响，预计当月PPI环比、同比跌幅将进一步加深。

具体分析如下：

一、由于不同商品和服务的需求刚性不同，疫情对2月CPI产生了非对称、结构性的影响，食品和非食品价格走势进一步分化。

2月CPI同比上涨5.2%，涨幅较上月小幅回落0.2个百分点，但高于预期值4.9%。从结构上来看，由于不同商品和服务的需求刚性不同，疫情对2月CPI产生了非对称、结构性的影响，当月CPI分化特征进一步凸显，食品和非食品价格涨幅之间的“剪刀差”扩大到21个百分点。具体来看，2月食品价格同比上涨21.9%，涨幅较上月加快1.3个百分点；而非食品价格仅上涨0.9%，涨幅较上月回落0.7个百分点，与上年10月持平，为2015年5月以来最低值。

图1 CPI 增速：当月同比 %



数据来源：WIND

食品价格方面，由于食品需求刚性较强，且封闭隔离措施引发部分民众大量囤购食物现象，疫情对食品供给端的影响大于需求端——交通管制和人力短缺导致物流不畅、运输成本上升，同时部分企业和市场延迟开工、开业，也对食品生产和供给产生一定影响。由此，供需博弈下，2月食品CPI环比上涨4.3%，涨幅仅较春节所在的1月小幅收窄0.1个百分点，且除蛋类供给充足、价格下跌外，当月各类食品价格环比均现一定幅度上涨，其中，鲜菜、鲜果和猪肉价格分别上涨9.5%、4.8%和9.3%。

在新涨价动能强劲带动下，2月食品价格同比涨幅进一步加快至21.9%，续创2008年4月以来最高水平，而在当月CPI同比5.2个百分点的涨幅中，食品烟酒价格上涨贡献了4.8个百分点。具体来看，受疫情扰动叠加猪瘟疫情影响，2月猪肉价格同比涨幅再度扩大到135.2%，较上月加快19.2个百分点，为本轮涨幅新高，继续成为食品CPI涨势加快的主要拉动力量；当月粮食、奶类、食用油等食品价格同比涨幅亦有不同程度扩大。其他分项中，2月鲜菜、水产品和蛋类价格同比上涨10.9%、2.8%和1.0%，涨幅较上月分别下滑6.2、1.0和1.4个百分点；鲜果价格同比下跌5.6%，跌幅较上月扩大0.6个百分点，已为连续第五个月同比负增。

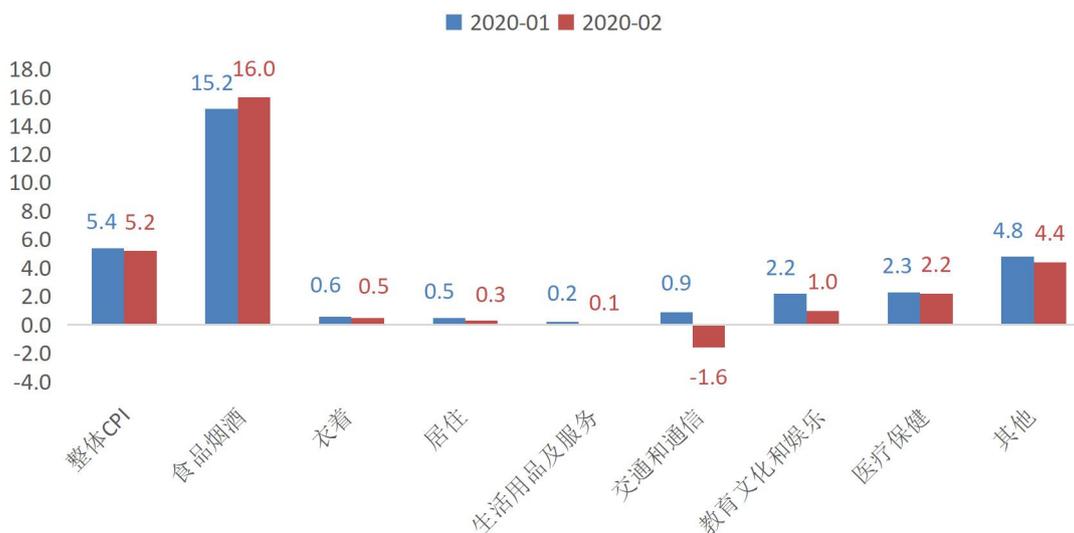
图2 食品类各分项CPI同比增速 %



数据来源：WIND

非食品价格方面，疫情对非食品类商品和服务，尤其是非必需品的需求产生较大的抑制作用——这从手机等商品销量的大幅下滑中可以得到印证，整体上抵消了复工复产延迟、物流管制等非食品类商品和服务供给的影响。由此，2月非食品CPI环比涨幅为-0.2%，较上月下滑0.8个百分点，各分项价格涨幅均不及前值且多数为环比下跌，也表明疫情对非食品需求端的冲击大于供给端。受此影响，2月非食品CPI同比涨幅较上月下滑0.7个百分点至0.9%，各分项价格涨幅与上月相比全面放缓。

图3 八类商品与服务CPI同比增速 %



数据来源：WIND

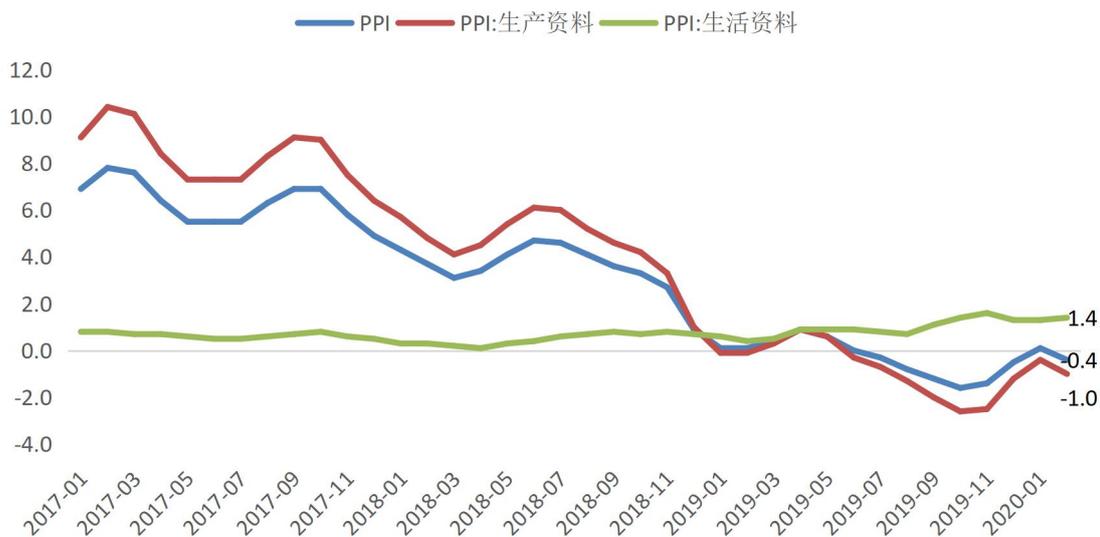
2月扣除食品和能源的核心CPI同比上涨1.0%，涨幅较上月放缓0.5个百分点，自去年年初以来持续保持低位，也与当前宏观经济运行态势较为吻合。我们认为，目前受猪肉价格

和疫情扰动影响，整体 CPI 增速存在一定“失真”现象，不能全面、真实反映当前物价走势，核心 CPI 对判断当前物价形势和未来货币政策走向更具参考价值。

二、疫情对企业生产和投资、工地开工以及终端消费活动均产生负面冲击，抑制总需求，加之国际大宗商品价格走低，2 月 PPI 同比再度转负。

2 月 PPI 环比下跌 0.5%，低于前值 0.0%；同比下跌 0.4%，低于前值 0.1%，在上月短暂回归正向区间后再度转负。分大类来看，当月生产资料和生活资料价格走势有所分化。其中，生产资料 PPI 环比下跌 0.7%，低于前值 0.0%，同比跌幅也较上月加深 0.6 个百分点至 1.0%；而生活资料 PPI 环比上涨 0.0%，与上月持平，同比涨幅则较上月小幅加快 0.1 个百分点至 1.4%——当月生活资料 PPI 环比持平主要受需求刚性较强的一般日用品和食品价格支撑，同比涨幅加快则因一般日用品价格同比上涨 0.1%（前值为 0.0%），以及耐用消费品价格同比跌幅在基数走低影响下收敛至 2.0%（前值为 -2.3%）。

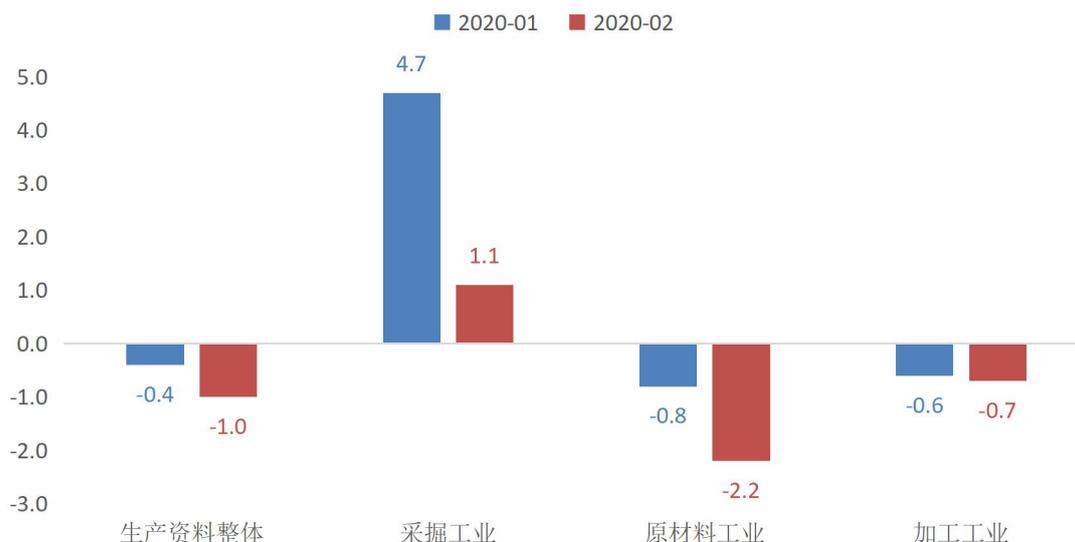
图 5 PPI 增速：当月同比 %



数据来源：WIND

生产资料各分项中，2 月采掘工业、原材料工业和加工工业 PPI 环比分别下跌 2.3%、1.3% 和 0.3%；同比来看，当月采掘工业 PPI 涨幅较上月下滑 3.6 个百分点至 1.1%，原材料工业和加工工业 PPI 跌幅则分别较上月加深 1.4 和 0.1 个百分点至 2.2% 和 0.7%。

图 6 生产资料各项 PPI 同比增速 %



数据来源：WIND

从细分行业来看，2月因疫情影响需求前景，国际油价整体下跌——当月布伦特原油期货价月均值从上月的63.7美元/桶降至55.5美元/桶，同比降幅达13.9%（前值为上涨5.7%），受此影响，2月石油和天然气开采业PPI环比下跌11.0%，同比下跌0.4%（前值为上涨17.5%），石油、煤炭和其他燃料加工业PPI环比下跌4.4%，同比下跌0.8%（前值为上涨4.6%）。同时，由于疫情对企业生产和投资、工地开工以及终端消费活动均产生负面冲击，对需求造成较强抑制作用，2月化学原料及化学制品制造业、非金属矿物和金属制品业、黑色金属和有色金属加工业等行业PPI环比均现一定幅度下跌，同比在基数影响下涨跌不一，其中，黑色金属加工业PPI同比下跌0.9%（前值为上涨0.7%），有色金属加工业PPI同比涨幅较上月下滑1.6个百分点至0.8%。从下游行业来看，2月多数行业PPI环比涨幅收敛或转为下跌，但因疫情拉动药品需求，医药制造业PPI环比上涨0.3%（前值为下跌0.1%），同比涨幅则涨跌互现，与前值相比普遍波幅不大。

三、3月CPI同比仍将维持在5%左右的高位，但食品和非食品价格的分化或将有所收敛；而外源性的国际油价暴跌影响下，PPI跌幅将进一步加深。

2月下旬以来，随着国内疫情得到有效控制，各地复工复产加速、交通物流恢复，疫情对各类商品和服务供给端的影响趋于减弱，对CPI、尤其是食品价格的推升作用亦逐步缓解。我们注意到，3月以来，农业部公布的猪肉平均批发价平缓下降，同比涨幅较上月末高点亦有所收敛。不过，当前猪肉价格同比涨幅仍然处在很高的水平，加之疫情缓和后此前积压的部分商品和服务需求将集中释放，以及3月影响CPI上涨的翘尾因素将从上月的2.9个百分点提高至3.3个百分点，预计3月CPI同比涨幅仍将维持在5%左右，而食品和非食品价格

的“剪刀差”或将有所收敛。

PPI 方面，国内疫情缓解意味着其对 PPI 供需两侧的影响将同步减弱：供给侧如前所述，即各地复工复产加速、交通物流恢复，需求侧则主要体现在投资和消费需求回升，工地陆续恢复开工，对各类商品和工业品的需求逐步回暖。同时，为对冲疫情导致的经济下行压力，国内逆周期调节加码，基建发力势头明显，从需求角度来看对 PPI 也产生一定支撑。但 3 月国内 PPI 将受到外源性的国际油价大幅下跌影响——一月初 OPEC+ 与俄罗斯谈判破裂，沙特发起原油价格战，国际油价断崖式下跌，后续各方可能会重启谈判，但谈判结果存在不确定性，加之疫情全球蔓延下需求前景不佳，国际油价仍有进一步下跌的可能。受此影响，我们预计 3 月 PPI 环比、同比跌幅将有所加深。

研究发展部 王青、冯琳

声明：本报告是东方金诚的研究性观点，并非是某种决策的结论、建议等。本报告引用的相关资料均为已公开信息，东方金诚进行了合理审慎地核查，但不应视为东方金诚对引用资料的真实性及完整性提供了保证。本报告的著作权归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构和个人未经授权不得修改、复制、销售和分发，引用必须注明来自东方金诚且不得篡改或歪曲。