



证券研究报告·宏观研究报告  
2020年4月13日

# 首创宏观“茶”： 国际油价“短空中长多”，调整存款基准利率本质上是利益再分配

——3月通胀数据点评

## 研究发展部宏观策略组

王剑辉  
宏观策略分析师  
电话：010-56511920  
邮件：wangjianhui1@sczq.com.cn  
执业证书：S0110512070001

### 主要观点：

- 3月CPI当月同比4.30%，预期4.8%，前值5.20%；3月PPI当月同比-1.50%，预期-1.10%，前值-0.40%；3月PPIRM当月同比-1.60%，前值-0.50%。我们点评如下：
- 一、粮食扰动不改CPI当月同比“逐季下行”趋势；
- 二、采掘工业PPI当月同比还将下行，PPI当月同比尚未触底；
- 三、黑色金属材料类PPIRM当月同比下行空间有限，国际油价“短空中长多”；
- 四、调整存款基准利率本质上是利益再分配。

## 目录

|                                              |    |
|----------------------------------------------|----|
| 一、粮食扰动不改 CPI 当月同比“逐季下行”趋势.....               | 4  |
| 二、采掘工业 PPI 当月同比还将下行，PPI 当月同比尚未触底.....        | 7  |
| 三、黑色金属材料类 PPIRM 当月同比下行空间有限，国际油价“短空中长多” ..... | 8  |
| 四、调整存款基准利率本质上是利益再分配.....                     | 11 |

## 图表目录

|                                              |   |
|----------------------------------------------|---|
| 图 1：核心 CPI 当月同比在 2 月超跌的基础上止跌回升（%） .....      | 4 |
| 图 2：交通和通信大幅下挫，创 2001 年 1 月以来新低（%） .....      | 5 |
| 图 3：衣着 CPI 当月同比与居住 CPI 当月同比进入负值区间（%） .....   | 6 |
| 图 4：PPI 当月同比逼近 2019 年 10 月的前低（%） .....       | 7 |
| 图 5：采掘工业 PPI 当月同比跌至加工工业 PPI 当月同比之下（%） .....  | 8 |
| 图 6：建筑材料类、黑色金属材料类 PPIRM 当月同比将面临较强支撑（%） ..... | 9 |

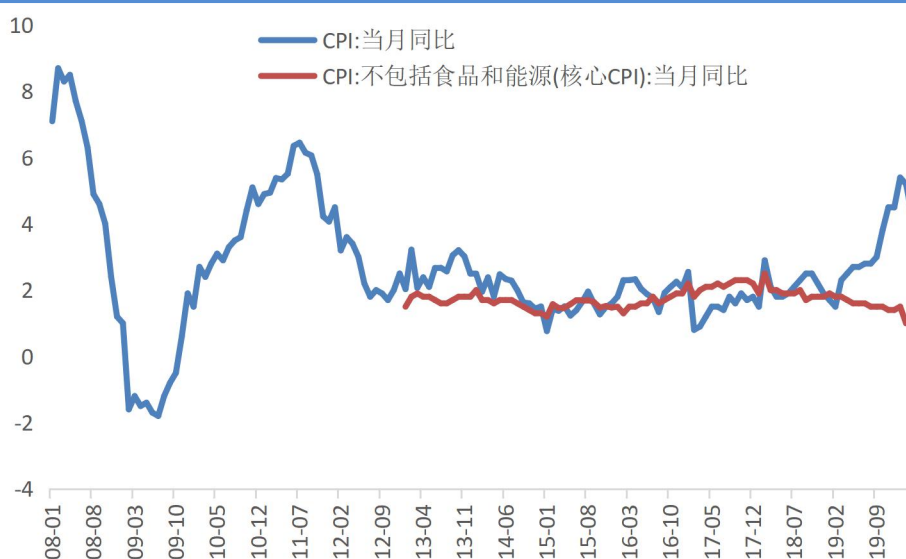
**事件：**3月CPI当月同比4.30%，预期4.8%，前值5.20%；3月PPI当月同比-1.50%，预期-1.10%，前值-0.40%；3月PPIRM当月同比-1.60%，前值-0.50%。

**点评：**

### 一、粮食扰动不改 CPI 当月同比“逐季下行”趋势

3月CPI当月同比4.30%，低于预期0.5个百分点，较前值大幅下行0.9个百分点。在1月冲高至5.40%，创2011年11月以来新高之后，CPI当月同比在2月、3月累计下行1.10个百分点。结构方面，分食品与非食品看，食品CPI当月同比为18.30%，较前值大幅下行3.60个百分点，结束自2019年2月以来的上行趋势；非食品CPI当月同比为0.70%，较前值下行0.20个百分点，在1月短暂反弹之后，2月、3月重返下行通道。分消费品与服务看，消费品CPI当月同比为6.20%，较前值大幅下行1.70个百分点，脱离2月7.90%的近12年新高；服务CPI当月同比为1.10%，较前值上行0.50个百分点，在2月短暂跌至0.60%，创2010年2月以来新低之后，3月出现反弹。3月剔除掉食品与能源的核心CPI当月同比为1.20%，较前值上行0.20个百分点。受疫情影响，2月核心CPI当月同比大幅下行0.5个百分点至1.0%，创2013年1月有数据记录以来新低。彼时我们在《首创宏观茶：“猪油共振向上”几无可能，2季度货币政策宽松力度料将持续加大（20200312）》中认为，“核心CPI当月同比在2月超跌的基础上，大概率止跌回升”，目前看我们的观点得到验证。

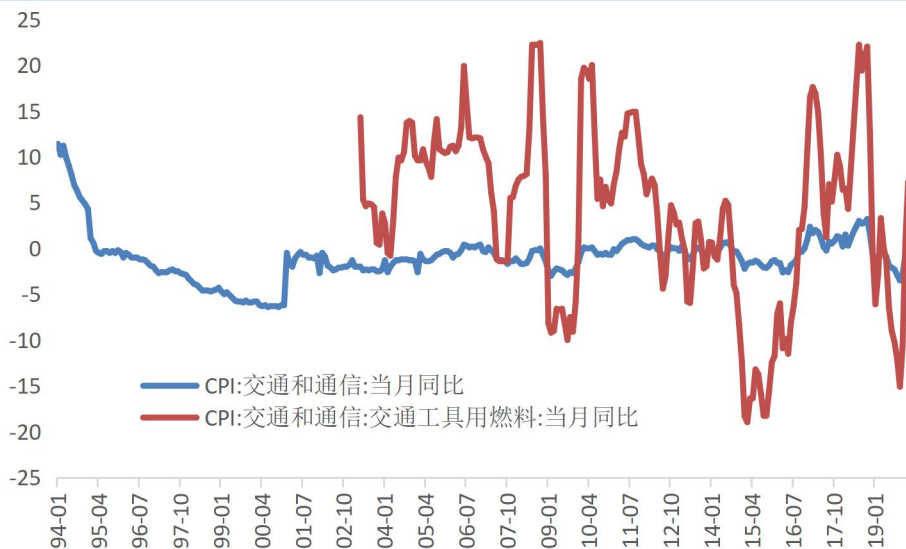
图 1：核心 CPI 当月同比在 2 月超跌的基础上止跌回升（%）



资料来源：wind，首创证券研究发展部

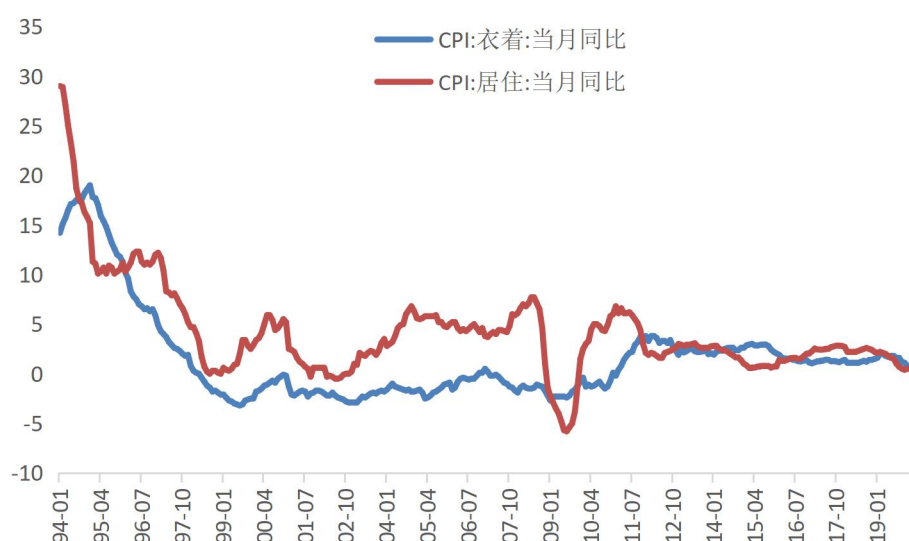
CPI当月同比的8大分项5升3降，主要有两个特征：一是食品烟酒CPI当月同比掉头向下；二是衣着CPI当月同比与居住CPI当月同比进入负值区间。首先来看“5升”，3月食品烟酒、其他用品和服务、教育文化和娱乐、医疗保健、生活用品及服务的CPI当月同比分别为13.60%、5.30%、2.50%、2.20%、0.30%，分别较前值上行-2.40、0.90、1.50、0、0.20个百分点。其中，食品烟酒高位回落，其他用品和服务继续停留在高位，教育文化和娱乐触底反弹，医疗保健走势平稳，生活用品及服务项企稳回升。其次来看“3降”，3月交通和通信、衣着、居住的CPI当月同比为-3.80%、-0.30%、-0.10%，分别较前值下行2.20、0.80、0.40个百分点。其中，交通和通信大幅下挫，创2001年1月以来新低，主因国际油价大幅下跌，导致交通工具用燃料大幅下挫12.30个百分点；衣着自2011年2月以来首次进入负值区间，其中，服装与鞋类相关性较强，目前二者双双运行在负值区间，具体看，服装自2010年12月以来首次进入负值区间，而鞋类在2月就进入负值区间，3月在2月的基础上再次下探；居住自2009年12月以来首次进入负值区间，其两个细项均进入负值区间，一是租赁房房租自2002年1月以来首次进入负值区间，表明住房租赁市场承压，二是受国际油价大幅下跌影响，水电燃料时隔3个月再次进入负值区间。

图 2：交通和通信大幅下挫，创 2001 年 1 月以来新低（%）



资料来源：wind，首创证券研究发展部

图 3：衣着 CPI 当月同比与居住 CPI 当月同比进入负值区间（%）



资料来源：wind，首创证券研究发展部

在31个最细项上，猪肉、牛肉、羊肉、旅游、食用油、家庭服务CPI当月同比分别为116.40%、21.70%、12.10%、8.30%、5.70%、3.10%，分别较前值上行-18.80、0.60、0.90、10.40、0、1.90个百分点，是3月CPI当月同比上行的主要贡献项。其中，猪肉CPI当月同比较前值下行，而牛肉、羊肉CPI当月同比则较前值上行，表明猪肉价格高企催生牛羊肉的替代效应。交通工具用燃料、鲜果、通信工具、交通工具、家用器具、鞋类、邮递服务CPI当月同比分别为-14.60%、-6.10%、-3.30%、-1.80%、-1.60%、-0.80%、-0.80%，分别较前值上行-12.30、-0.50、0.70、0、0、-0.70、1.00个百分点。

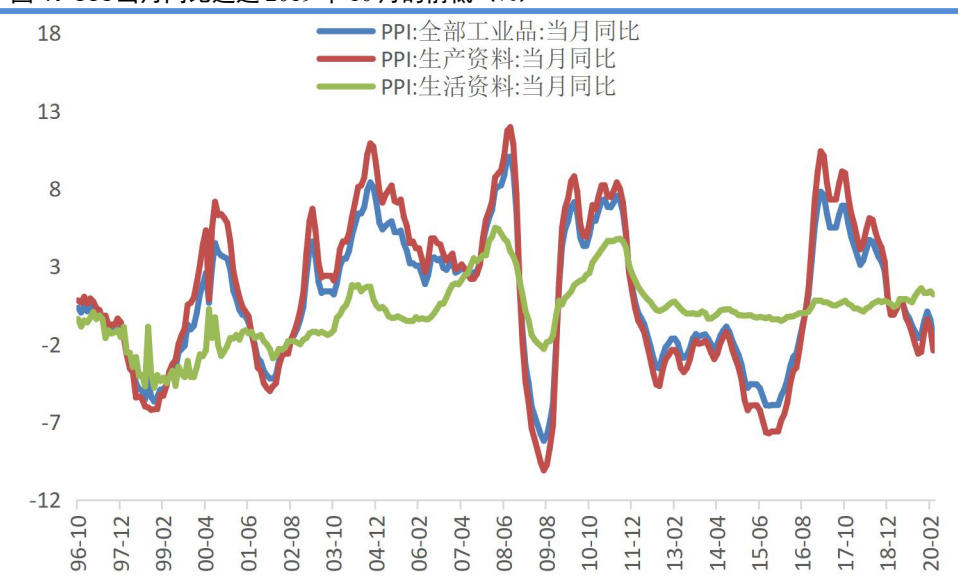
3月CPI当月同比较前值下行，是对2月CPI当月同比较前值下行的确认，意味着1月CPI当月同比大概率是2020年CPI当月同比的月度最高值，确立了2020年CPI当月同比“逐季下行”的趋势。3月CPI当月同比较前值下行的主因有两个：一是猪肉CPI当月同比冲高回落；二是交通工具用燃料当月同比大幅下挫。从生猪的产能来看，2月能繁母猪存栏同比录得-23.12%，在2019年9月触底之后，连续5个月降幅收窄，表明生猪供给得到边际改善。在后期CPI当月同比基数逐步走高，翘尾因素逐步下行的背景下，叠加生猪供给边际改善，国际油价短期之内继续承压，我们坚持“2020年CPI当月同比大概率前高后低，呈‘逐季下行’的态势”的判断。目前对该判断形成一定扰动的是粮食价格的走势。在海外新冠肺炎疫情大规模爆发之后，越南等粮食出口国一度禁止粮食出口，引发国内对粮食价格走势的担忧，进而引发一定的通胀预期。我们认为，粮食涨价预期不会改变2020年CPI当月同

比走势，该判断的依据有四点：一是目前国家对粮食问题高度重视，327政治局会议指出，“我国农业连年丰收，粮食储备充裕，完全有能力保证粮食和重要农产品供给”，要抓好春季农业生产，加强粮食市场价格监测和监管，继续做好猪肉、果蔬等副食品生产流通组织，保障市场供应和价格基本稳定”；二是2012年之后粮食CPI当月同比的波动幅度明显较2012年之前下降，中央对粮食问题的高度重视在粮食CPI当月同比的波动性上得到体现；三是2020年经调整后的粮食在CPI中的权重仅为1.43%，较2011年的2.84%几近减半，粮食分项对CPI的影响大幅减弱；四是目前我国主粮如大米、小麦、玉米等，供应较为充足。

## 二、采掘工业 PPI 当月同比还将下行，PPI 当月同比尚未触底

3月PPI当月同比-1.50%，低于预期0.40个百分点，较前值大幅下行1.10个百分点，逼近2019年10月的前低-1.60%，且存在破前低的较大可能。其中，生产资料PPI当月同比-2.40%，较前值下行1.40个百分点，逼近2019年10月（-2.60%）、11月（-2.50%）的前低；生活资料PPI当月同比1.20%，较前值下行0.20个百分点。生产资料PPI中，采掘工业、原材料工业、加工工业PPI当月同比分别为-4.00%、-5.20%、-1.20%，分别较前值下行5.10、3.00、0.50个百分点。生活资料PPI当月同比中，食品类、衣着类、一般日用品类、耐用消费品类PPI当月同比分别为4.50%、-0.50%、0.10%、-1.90%，分别较前值上行-0.60、-0.20、0、0.10个百分点。其中，一般日用品类PPI当月同比较为坚挺，而受食品烟酒CPI当月同比冲高回落的影响，食品类PPI当月同比也较前值下行较大幅度。

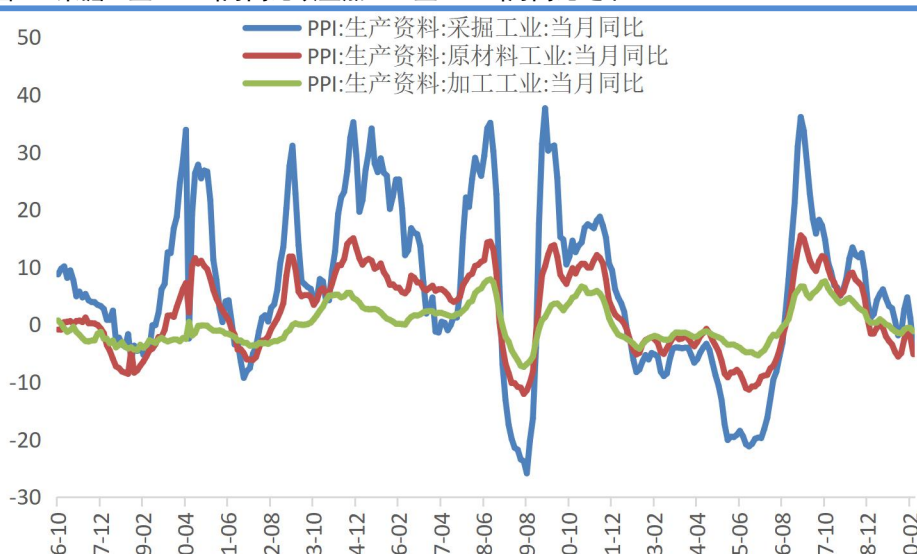
图 4：PPI 当月同比逼近 2019 年 10 月的前低（%）



资料来源：wind，首创证券研究发展部

值得注意的是，3月采掘工业PPI当月同比下行5.10个百分点，跌至加工工业PPI当月同比之下，但是依旧位于原材料工业PPI当月同比之上。在2月通胀数据点评《首创宏观茶：“猪油共振向上”几无可能，2季度货币政策宽松力度料将持续加大（20200312）》中，我们指出，“关于生产资料PPI当月同比及其三个细项，可以观察到的一个经验规律是：在生产资料PPI当月同比处于周期底部时，采掘工业PPI当月同比低于原材料工业、加工工业PPI当月同比，而在生产资料PPI当月同比处于周期顶部时，采掘工业PPI当月同比高于原材料工业、加工工业PPI当月同比”。彼时采掘工业PPI当月同比（1.10%）高于原材料工业（-2.20%）与加工工业PPI当月同比（-0.70%）。3月采掘工业PPI当月同比较前值大幅下行，意味着实际情况进一步趋近我们的判断。我们坚持认为，在未来的1-2月，受国际油价大幅下挫的影响，采掘工业PPI当月同比将继续下行，直到低于原材料工业与加工工业PPI当月同比，届时PPI当月同比将到达周期底部。

图 5：采掘工业 PPI 当月同比跌至加工工业 PPI 当月同比之下（%）



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\\_5853](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_5853)

