

CPI、PPI 再双降，但存款利率下调不要期望过高

—3 月物价数据点评

报告摘要：

中国 3 月 CPI 同比涨 4.3%，预期 4.7%，前值 5.2%。3 月 CPI 下滑主要原因是食品价格的下降。2 月份疫情导致国内物流受阻，农产品价格上涨，3 月份以来随着各地封锁解除、物流逐渐恢复通常，农产品价格大多回复正常水平。由于 3 月份国际油价大跌，国内成品油跟随调降，交通工具用燃料价格环比下降 9.5%。此外，因为疫情导致居民消费需求疲软，除医疗保健价格上涨 0.4% 外，其它 CPI 各项大多下跌。

预计 4 月 CPI 将继续下降，大概率回落至 4% 以下。近期高频数据来看，4 月份以来，鲜菜、猪肉等重要农产品价格仍然在下降。OPEC+ 会议目前并未明显提升油价，油价不突破 40 美元/桶则国内成品油价格不会调升，预计 4 月 CPI 环比将下降 0.3% 左右。

近期市场担忧国际粮食今年可能出现短缺进而抬高国内通胀。我们认为国际粮价对国内的影响有限，即使有影响也只是部分品种的结构性价。参考 2007-2008 年全球粮食危机，其间国内粮食 CPI 同比最高达到 8.7%，同期整体 CPI 最高也达到 8.7%。但是当时的背景与现在有显著不同：1. 今年国内粮食库存充足。2. CPI 中粮食项的权重也在逐年下降，粮食价格对总体 CPI 的影响趋弱。

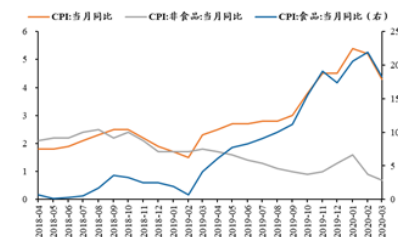
中国 3 月 PPI 同比下降 1.5%，预期降 1.1%，前值降 0.4%。3 月 PPI 下降主要原因是油价大跌引起相关行业 PPI 下降。石油和天然气开采业 PPI 环比下跌 17%，石油、煤炭及其他燃料加工业环比下跌 7.8%。油价下跌及全球需求减弱引起其它行业 PPI 也大多跟随下跌。

预计 4 月 PPI 同比将继续下降。一方面，预计 4 月油价均价较 3 月难有大幅反弹，石油相关行业 PPI 仍然承压。另一方面，全球经济走弱导致需求大幅减弱。4 月份 PPI 难有改善，大概率延续下跌趋势。

CPI、PPI 再双降，货币政策需继续加码，但近期对存款利率下调不要期望过高。我们认为短期内 CPI、PPI 都有继续下跌的趋势，通胀不是制约货币政策的核心矛盾。我们认为短期内对存款利率下调期望不宜过高，但 LPR 仍有下调空间，年内也可能会有进一步的降准措施。

风险提示： OPEC+超预期减产迅速推升油价，猪价出现二次上涨

相关数据



相关报告

《核心 CPI 下降更值得关注—2 月物价数据点评》

20200311

《疫情对 CPI 有短期助推作用但不大，对 PPI 打压较大—1 月物价数据点评》

20200211

《油价影响不大，通胀依然看猪——12 月物价数据点评》

20200110

《食品价格上涨有所扩散——11 月物价数据点评》

20191211

证券分析师：沈新风

执业证书编号：S0550518040001
18917252281 shenxf@nescn

研究助理：尤春野

执业证书编号：S0550118060022
13817489814 youcy@nescn

目 录

1. 主要数据	3
2. 3 月 CPI 同比增速放缓，4 月 CPI 预期继续回落.....	3
2.1. CPI 同比增速放缓得益于食品价格增速回落	3
2.2. 国际粮食短缺预期对中国影响有限，4 月 CPI 预期持续回落	3
3. PPI 降幅扩大，受油价影响下行压力较大.....	5
4. 货币政策需加码，存款利率下调不宜过度期望.....	6

图表目录

图 1: CPI 增速回落得益于食品 CPI 增速下降.....	3
图 2: 猪周期小幅回落，牛羊肉价小幅上升.....	3
图 3: 2007-2008 年出现过粮价大幅上涨.....	4
图 4: 稻谷、小麦库销比大幅提升.....	5
图 5: CPI 权重中粮食占比显著减小.....	5
图 6: PPI 同比继续下降	5
图 7: PPI 生产资料与生活资料.....	5
图 8: 石油、焦炭、铁矿等工业品价格承压.....	6
图 9: 行业 PPI 受累持续下滑.....	6

1. 主要数据

中国 3 月 CPI 同比涨 4.3%，预期涨 4.8%，前值 5.2%。

中国 3 月 PPI 同比降 1.5%，预期降 1.1%，前值-0.4%。

2. 3 月 CPI 同比增速放缓，4 月 CPI 预期继续回落

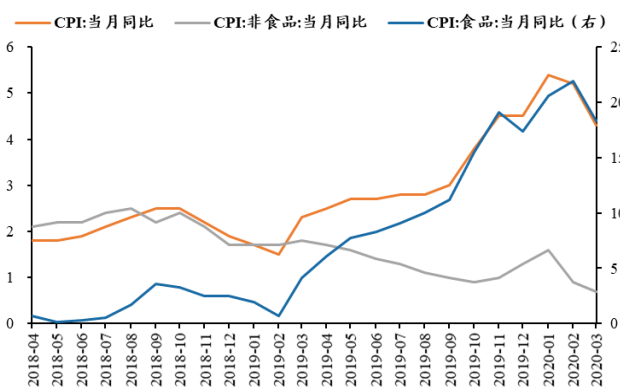
中国 3 月 CPI 同比涨 4.3%，预期 4.7%，前值 5.2%。其中，食品 CPI 同比上升 18.3%，非食品 CPI 同比增速为 0.7%。3 月 CPI 下滑主要原因是食品价格的增速下降。2 月份疫情导致国内物流受阻，农产品价格上涨，3 月份以来随着各地封锁解除、物流逐渐回复通常，农产品价格大多回复正常水平。CPI 环比下滑 1.2%。

2.1. CPI 同比增速放缓得益于食品价格增速回落

从同比数据看，3 月食品烟酒类价格同比上涨 13.6%，影响 CPI 上涨约 4.10 个百分点。畜肉类价格上涨 78.0%，影响 CPI 上涨约 3.44 个百分点，其中猪肉价格上涨 116.4%，影响 CPI 上涨约 2.79 个百分点；鲜菜同比增速从上月的 10.9% 大幅降至本月的 -0.1%。水产品价格上涨 2.8%，影响 CPI 上涨约 0.05 个百分点。

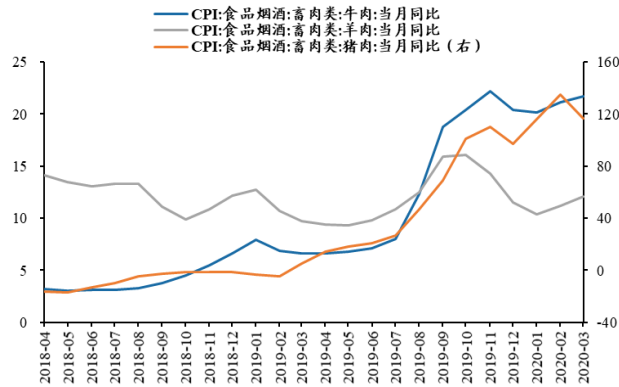
从环比数据看，鲜菜价格环比下降 12.2%，猪肉价格环比下降 6.9%，水产品、蛋类分别下降 3.5% 和 4.3%。由于 3 月份国际油价大跌，国内成品油跟随调降，交通工具用燃料价格环比下降 9.5%。此外，因为疫情导致居民消费需求疲软，除医疗保健价格上涨 0.4% 外，其它 CPI 各项大多下跌。

图 1: CPI 增速回落得益于食品 CPI 增速下降



数据来源：东北证券，Wind

图 2: 猪周期小幅回落，牛羊肉价小幅上升



数据来源：东北证券，Wind

2.2. 国际粮食短缺预期对中国影响有限，4 月 CPI 预期持续回落

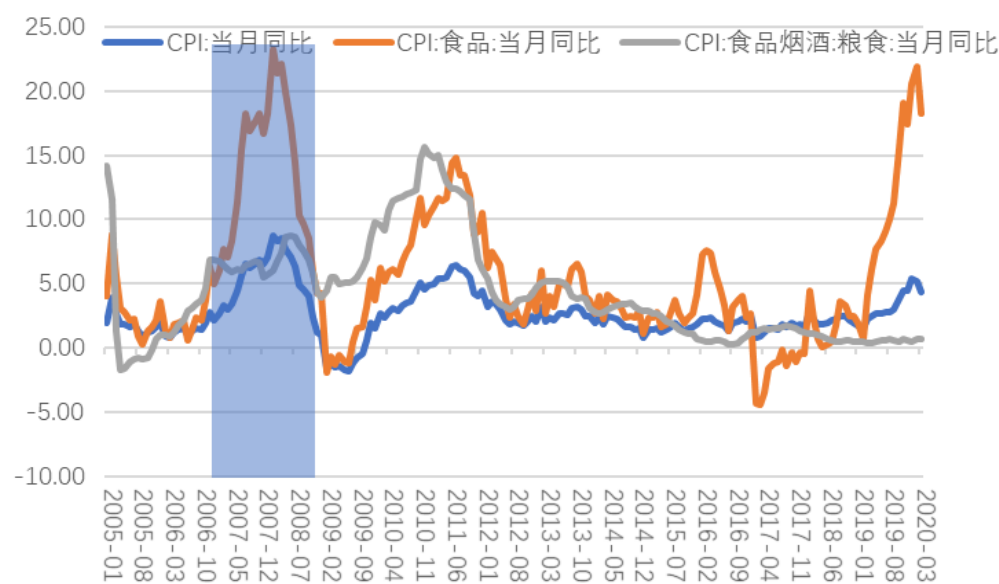
近期市场担忧国际粮食今年可能出现短缺进而抬高国内通胀。由于新冠疫情的影响，很多国家春耕也受到疫情影响，同时今年有蝗灾、草地贪夜蛾等自然灾害的存在，导致全球粮食产量可能会面临比较大的压力。但我们认为国际粮价对国内整体通胀

的影响有限，即使有影响也只是部分品种的结构性价。

参考 2007-2008 年全球粮食危机，全球主要粮食品种价格均出现快速大幅上涨。期间，大米月度均价上涨 224%，小麦上涨 134%，玉米上涨 74%，大豆上涨 117%，美国谷物 CPI 月同比数据最高突破 11%，泰国突破 35%，菲律宾接近 50%。在随后的半年时间，各类粮食价格基本跌回至上涨前水平。期间部分国家开始限制大米等粮食出口，一些发展中国家或地区粮食短缺，甚至引发饥荒加重和社会动荡。

其间国内粮食价格也跟随上涨，粮食 CPI 同比最高达到 8.7%，同期整体 CPI 最高也达到 8.7%。但是当时的背景与现在有显著不同，今年国内粮价的压力及对通胀的压力都远逊当年。

图 3：2007-2008 年出现过粮价大幅上涨

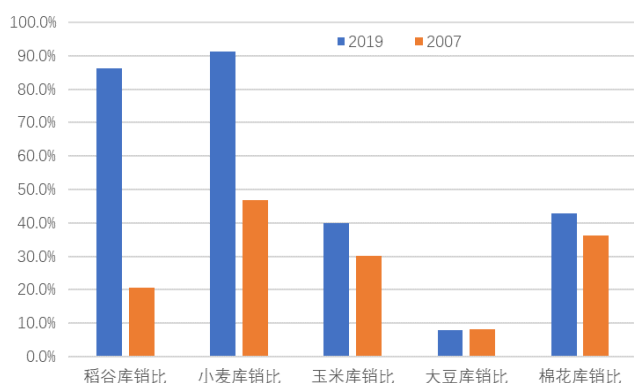


数据来源：东北证券，Wind

1. 今年国内粮食库存充足。稻谷、小麦、玉米年末库存/消费量分别由 2007 年的 20.5%、46.8%、30.2% 上升至 2019 年的 86.2%、114.7%、39.9%，粮食充足率大幅提升。虽然各类粮食进口占比有所提升，但幅度非常小，库存的提升程度远远超过对进口的依赖度。我们认为即使发生粮食危机，也仅会对大豆等出口依赖度高、自给率较低的产品影响较大，粮价全面上涨的可能性较小。

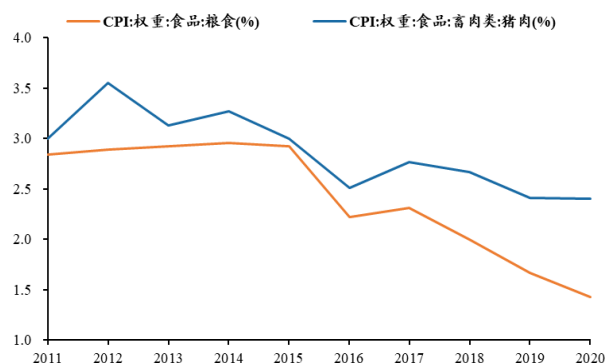
2. CPI 中粮食项的权重也在逐年下降，粮食价格对总体 CPI 的影响趋弱。粮食在 CPI 中的权重已经由 2011 年的 2.84% 下降至今年的 1.43%，几乎减半，所以我们认为粮食对 CPI 的推升作用有限。未来通胀上升的风险仍然集中在猪价，如果猪价不再次出现大幅上涨，则 CPI 上升压力不大。

图 4: 稻谷、小麦库销比大幅提升



数据来源: 东北证券, Wind

图 5: CPI 权重中粮食占比显著减小



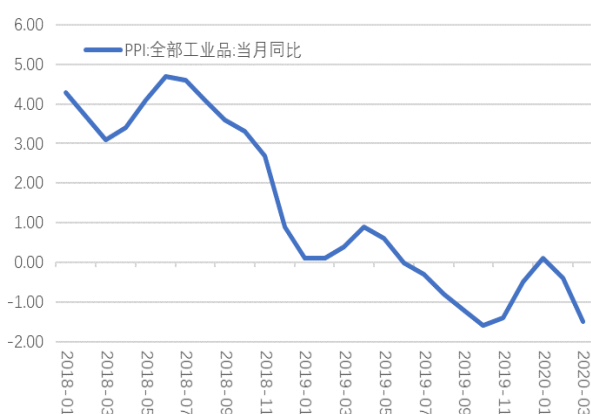
数据来源: 东北证券, Wind

预计 4 月 CPI 将继续下降, 大概率回落至 4% 以下。近期高频数据来看, 4 月份以来, 鲜菜、猪肉等重要农产品价格仍然在下降。OPEC+会议目前并未明显提升油价, 油价不突破 40 美元/桶则国内成品油价格不会调升, 预计 4 月 CPI 环比将下降 0.3% 左右。

3. PPI 降幅扩大, 受油价影响下行压力较大

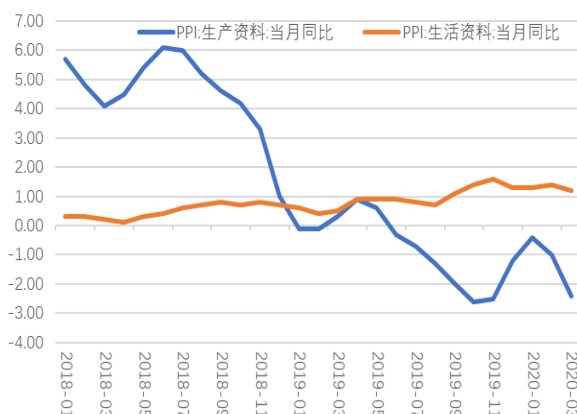
中国 3 月 PPI 同比下降 1.5%, 预期降 1.1%, 前值降 0.4%。一季度, PPI 同比下降 0.6%。3 月 PPI 下降主要原因是油价大跌引起相关行业 PPI 下降。其中, 生产资料价格同比下降 2.4%, 降幅比上月扩大 1.4 个百分点, 影响工业生产者出厂价格总水平下降约 1.79 个百分点。生活资料价格同比上涨 1.2%, 涨幅比上月回落 0.2 个百分点, 影响工业生产者出厂价格总水平上涨约 0.32 个百分点。

图 6: PPI 同比继续下降



数据来源: 东北证券, Wind

图 7: PPI 生产资料与生活资料



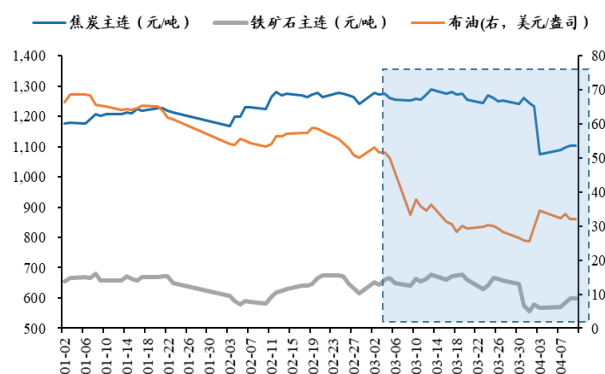
数据来源: 东北证券, Wind

本月 PPI 回落主要受石油、煤炭、能源化工、钢铁等工业品价格影响。从分行业环比数据看, 石油和天然气开采业 PPI 环比下跌 17%, 石油、煤炭及其他燃料加工业环比下跌 7.8%。油价下跌及全球需求减弱引起其它行业 PPI 也大多跟随下跌。短期

内，工业品领域的价格波动仍将持续。

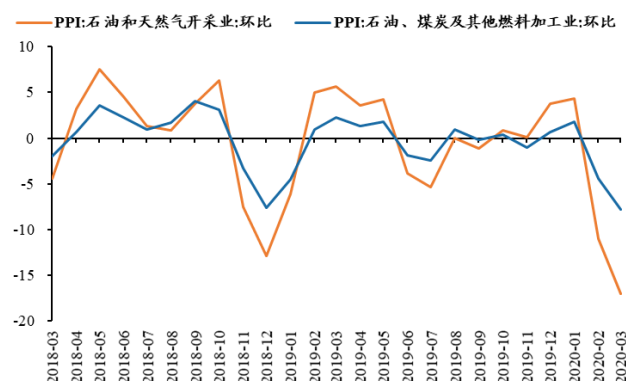
我们预计 4 月 PPI 同比将继续下降。一方面，预计 4 月油价均价较 3 月难有大幅反弹，石油相关行业 PPI 仍然承压。另一方面，全球经济走弱导致需求大幅减弱，近期铁矿石、焦炭等多种工业品价格也出现了明显下降。4 月份 PPI 难有改善，大概率延续下跌趋势。

图 8: 石油、焦炭、铁矿等工业品价格承压



数据来源：东北证券，Wind

图 9: 行业 PPI 受累持续下滑



数据来源：东北证券，Wind

4. 货币政策需加码，存款利率下调不宜过度期望

CPI、PPI 再双降，货币政策需继续加码，但近期对存款利率下调不要期望过高。

我们认为短期内 CPI、PPI 都有继续下跌的趋势，通胀不是制约货币政策的核心矛盾。所以货币政策仍有加码宽松的空间。

但存款利率难以很快调整。央行副行长刘国强提出，存款利率“可以使用但需要更加充分的评估”；国务院昨日指出“稳妥推进存贷款基准利率与市场利率并轨”，利率并轨并非明确降低利率，且“稳妥推进”意味着步调未必很快。

降低存款利率的主要目的是减轻银行负债端成本的压力。但目前银行成本压力不止源于存款利率，很多银行都有变相揽储的行为。由于部分监管指标限制了银行同业

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_5916

