

固收点评 20200412

3月物价数据点评：复工回复助力 CPI 回落，油价低位 PPI 负值波动

2020 年 04 月 12 日

事件

- **数据公布：**2020 年 4 月 10 日，国家统计局公布 2020 年 3 月份 CPI 和 PPI 相关数据：(1) 3 月 CPI 从 2 月的 5.2% 下降至 4.3%。(2) 3 月 PPI 跌至 -1.5%，前值 -0.4%，低于市场普遍预期。

观点

- **CPI：3 月 CPI 低于市场普遍预期。**从同比角度来看，统计局公布 CPI 食品以及非食品的同比以及各自对 CPI 同比变动的贡献。3 月 CPI 同比月较 2 月有所下降。从数据上来看，食品通胀回落比较明显，3 月份 CPI 食品价格同比增速从 2 月的 21.9% 下降到 18.3%。3 月非食品 CPI 进一步下跌，3 月非食品价格同比增速从 2 月的 0.9% 进一步下降到 0.7%。从环比来看，食品类下降了 3.8%，非食品类下降了 0.4%。食品类中除粮食和烟草零增长和酒类 0.3% 增长之外其他 10 个分项均有不同幅度的下降，其中跌幅最大的是鲜菜为 -12.2%，其次是猪肉 -6.9%，随后是蛋类 -4.3% 和水产品 -3.5%，主要由于疫情逐渐好转，各地加工和运输环节由于隔离和封城导致的停滞和下降有所缓解；非食品项中，除医疗保健和其他用品和服务为正值外，其他均不变或下降，其中交通工具用燃料下降 9.5%，主要系国际原油价格波动影响。

- **PPI：3 月 PPI 进一步下跌，下跌幅度偏大。**3 月 PPI 从 2 月的 -0.4% 下降到 -1.5%。从环比角度来说，原材料 PPI 月环比 -2.7%，前置月环比为 -1.3%；采矿业 PPI 月环比 -3.5%，对比 2 月 -2.3%；加工工业 PPI 月环比 -0.5%，对比 2 月 -0.3%。从行业角度来看，石油天然气开采业价格月环比在 3 月大幅下跌 17%。大部分中下游产业的价格月环比均有所下降，疫情下需求减弱，通缩压力有所上升。虽然国内复工复产情况日益好转，但是外部需求的不确定性随着海外疫情的蔓延而越加不明朗，国际大宗商品价格下跌也整体压低了通胀水平。

- **展望后期：**CPI 方面，随着疫情国内疫情逐渐好转，武汉解封，包括湖北在内的全国范围的复工复产逐渐恢复正常，由于疫情导致的物流不便逐渐缓解，鲜菜鲜果等价格将继续回落，猪肉、水产品等供应链、供应量恢复正常。总体来说预计 4 月 CPI 将继续下行。PPI 方面，尽管国内 3 月 PMI 指数回升至 52%，回升势头明显，国内供给端和需求端将继续好转，但原油等大宗商品价格主要受国际方面影响较大，OPEC+ 初步敲定的减产协议因墨西哥抵制而前途未知，国际油价再起波澜。短期来看，由于海外疫情还未得到有效缓解，全球产业链仍需修复，外加地缘政治等因素影响，国际原油价格短期仍将维持低位波动；由于海外疫情扩散，外需回落，可能加大国内 PPI 压力，预计负值仍将延续，且短期内难以恢复正值。除此之外，4 月 9 日中共中央、国务院发布《关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》中提到完善主要由市场决定要素价格机制和稳妥推进存贷款基准利率与市场利率并轨，随着 CPI 的逐渐回落到正常水平，CPI 对存贷款基准利率调整的制约在逐渐减小，叠加超额准备金率的调低打开利率下限，预计后期存贷款基准利率仍有调低的可能。

- **风险提示：**OPEC+ 协议超预期影响油价，海外疫情扩散，经济下行压力大。

证券分析师 李勇

执业证号：S0600519040001

010-66573671

liyong@dwzq.com.cn

证券分析师 付昊

执业证号：S0600520020002

010-66573671

fuh@dwzq.com.cn

相关研究

1、《固收月报 20200409：3 月经
济数据前瞻月报：数据有所回升
但有限，海外疫情影响进出口》
2020-04-09

2、《20200405：2020 年二季度宏
观利率策略——穿林打叶，无雨无
晴》2020-04-07

3、《固收深度报告 20200406：城
投系列三之徐州城投平台梳理
与比较》2020-04-06

4、《固收点评 20200405：“聚旗
效应”再现利好特朗普选情？

—— 2020 通往白宫之路系列 1》
2020-04-05

5、《固收月报 20200405：全球放
水对冲疫情，美元或还未见顶》
2020-04-05

对此，我们的点评如下：

CPI 与 PPI 双双滑落，均低于市场普遍预期。统计局公布的 CPI 数据显示：3 月 CPI 从 2 月的 5.2% 大幅下降至 4.3%，显著低于市场预期。核心 CPI 同比增速从上月 1.0% 小幅度上涨到 1.2%。3 月 CPI 环比增速从 2 月的 0.8% 下降到 -1.2%。从具体分项的数据来看，食品价格明显回落，非食品项目更进一步下跌。3 月 PPI 从 2 月的 -0.4% 下降到 -1.5%，有显著下降趋势。整体上看，CPI 回落至 5% 之下，通胀对货币宽松的制约在逐渐减少，因此预判货币政策进一步放松的可能。

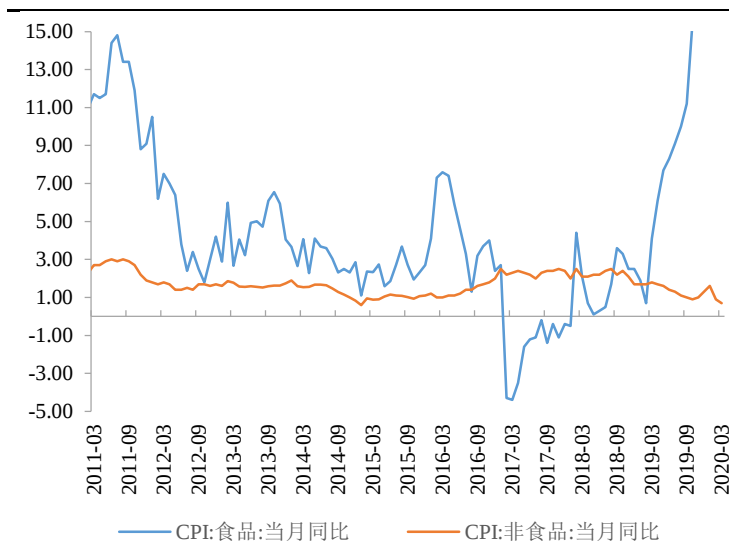
1. CPI 仍旧处于高位，疫情、春节共同作用

统计局公布的 CPI 数据显示：2 月 CPI 仍处于高位，疫情、春节共同导致。从 CPI 同比来分析：统计局公布的 CPI 数据显示：2 月 CPI 同比上升 5.2%，低于 1 月的 5.4% 的同比增速，2 月 CPI 环比收于 0.8%，增速较 1 月下降 0.6 个百分点，前值为 1.40%。

CPI：从同比分项看，3 月 CPI 同比月较 2 月有所下降。从数据上来看，食品通胀回落比较明显，3 月份 CPI 食品价格同比增速从 2 月的 21.9% 下降到 18.3%。3 月非食品 CPI 进一步下跌，3 月非食品价格同比增速从 2 月的 0.9% 进一步下降到 0.7%。受到疫情好转的影响，交通运输逐渐恢复正常，物流逐渐恢复通畅，食品供给逐渐回到正常状态。分项中猪肉价格同比涨幅最大，同比增速达到 116.4%，比二月的同比增速 135.20% 明显下滑，预计与疫情好转，物流恢复，以及春节结束食品供求关系逐渐恢复平衡等多重因素相关。非食品项方面，非食品项整体收于 0.7%，较前值 0.9% 有所回落，其中交通工具用燃料下行最为明显，3 月收于 -14.6%，预计此与国际原油价格波动等因素相关。

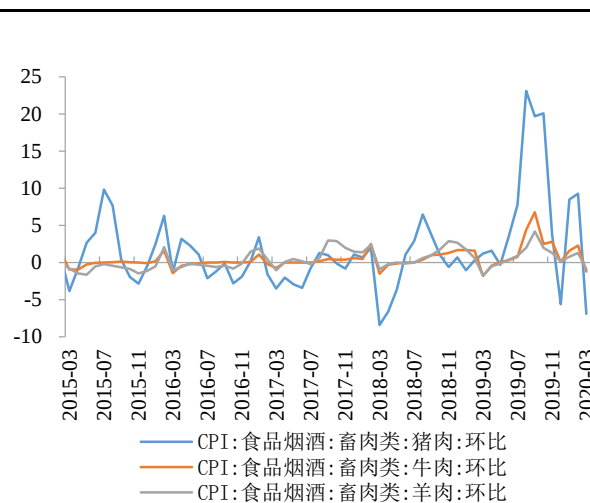
从环比来看，食品类下降了 3.8%，非食品类下降了 0.4%。根据我们的测算，2020 年 3 月食品项中：猪肉分项、鲜菜分项权重分别 -0.21% 和 -0.31%，均低于 2 月的水平（2 月的值分别为：4.84%、2.95%）。食品类中除粮食和烟草零增长和酒类 0.3% 增长之外其他 10 个分项均有不同幅度的下降，其中跌幅最大的是鲜菜为 -12.2%，其次是猪肉 -6.9%，随后是蛋类 -4.3% 和水产品 -3.5%，主要由于疫情逐渐好转，各地加工和运输环节由于隔离和封城导致的停滞和下降有所缓解；非食品项中，除医疗保健和其他用品和服务为正值外，其他均不变或下降，其中交通工具用燃料下降 9.5%，主要系国际原油价格波动影响。

图 1: 食品项与非食品项同比比较 (单位: %)



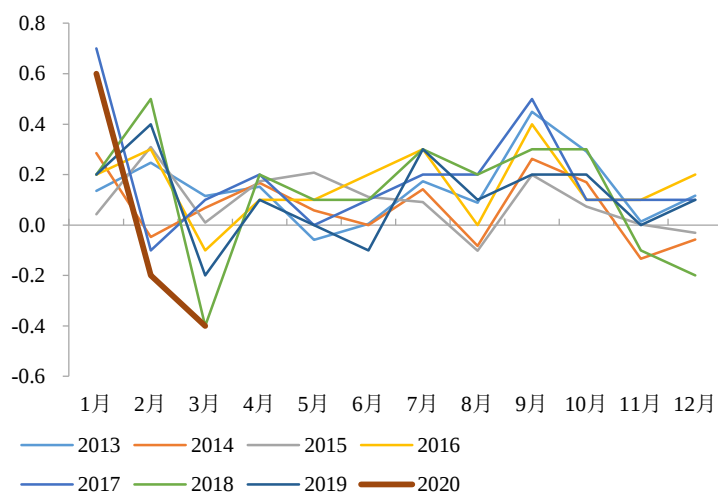
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 2: 肉类价格环比变动 (单位: %)



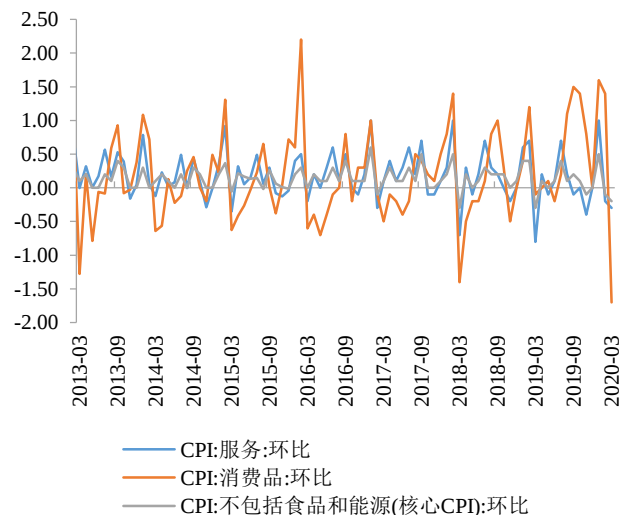
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 3: 非食品价格各月环比涨幅年度对比 (单位: %)



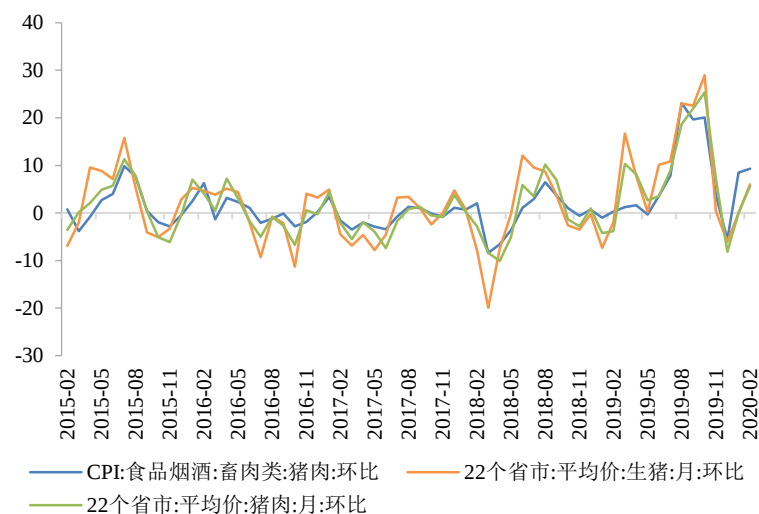
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 4: 核心 CPI、消费品、服务环比变动 (单位: %)



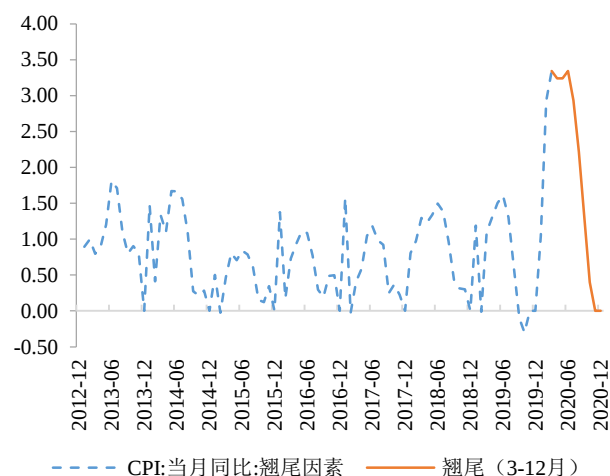
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 5：猪肉价格变动与 CPI 分项关系（单位：%）



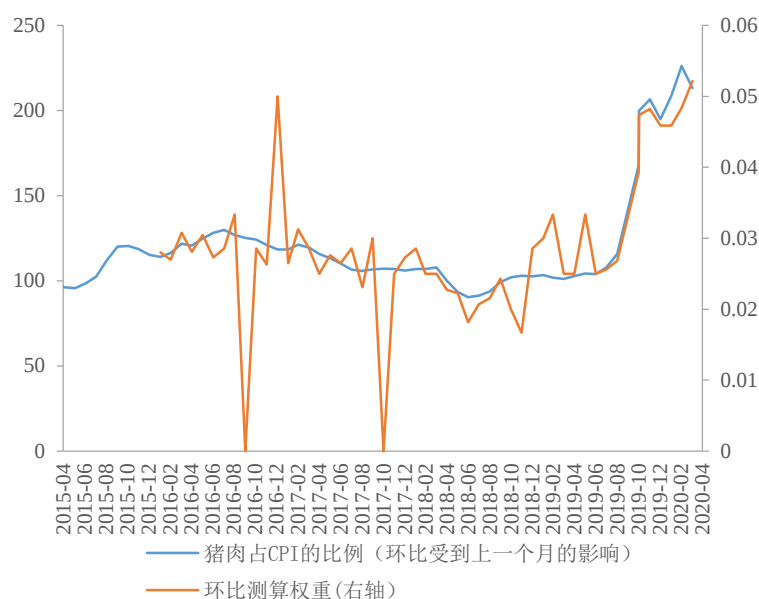
数据来源：Wind, 东吴证券研究所

图 6：翘尾因素变动趋势（单位：%）



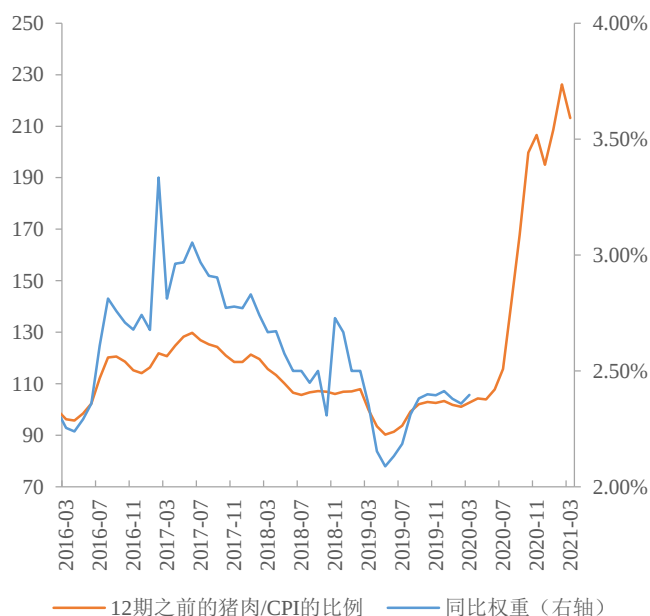
数据来源：Wind, 东吴证券研究所

图 7：2020 年 4 月猪肉环比权重预判（单位：%）



数据来源：Wind, 东吴证券研究所

图 8：猪肉同比权重变化预判（单位：%）



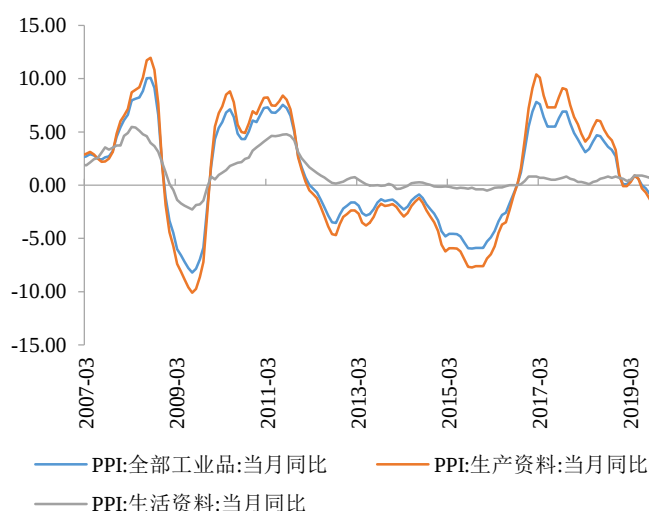
数据来源：Wind, 东吴证券研究所

2. 3月PPI进一步下跌，下跌幅度偏大

3月PPI从2月的-0.4%下降到-1.5%（与我们预期方向一致）。从环比角度来说，原材料PPI月环比-2.7%，前置月环比为-1.3%；采矿业PPI月环比-3.5%，对比2月-2.3%；加工工业PPI月环比-0.5%，对比2月-0.3%。从行业角度来看，石油天然气开采业价格月环比在3月大幅下跌17%。大部分中下游产业的价格月环比均有所下降，疫情下需求减弱，通缩压力有所上升。虽然国内复工复产情况日益好转，但是外部需求的不确定性随着海外疫情的蔓延而越加不明朗，国际大宗商品价格下跌也整体压低了通胀水平。

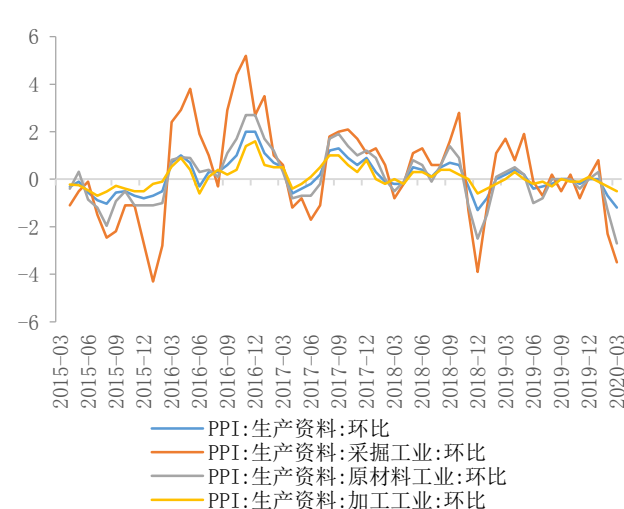
尽管3月PMI指数回升明显（3月PMI报52%），但国际原油价格仍低位徘徊，对PPI产生直接负向影响，因此整体来看3月PPI表现符合预期。具体从行业分项观察，石油和天然气开采业和石油、煤炭开采业环比分别收于-17.00%与-7.80%，同比收于-21.7%和-10.6%，行业水平均大幅低于前值。同时布伦特原油期货结算价均值在3月降至33.73美元/桶（4月目前均值已达31.16美元/桶），其环比和同比均明显下行，对PPI将会产生较大且持续的负面影响。

图9：PPI、PPI生产资料、生活资料同比（单位：%）



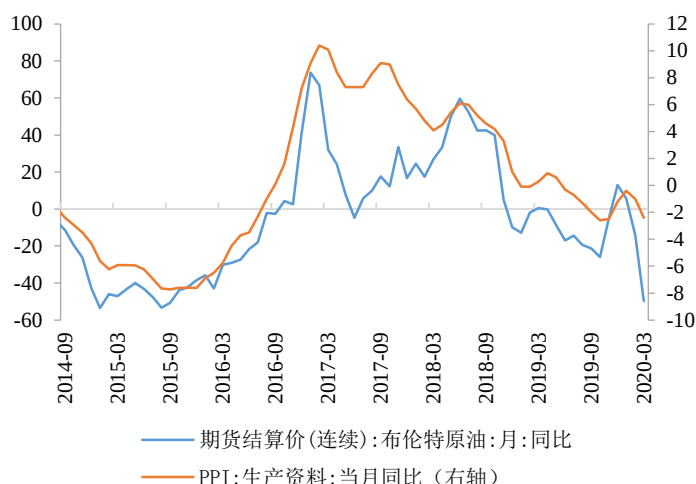
数据来源：Wind, 东吴证券研究所

图10：PPI生产资料分项环比（单位：%）



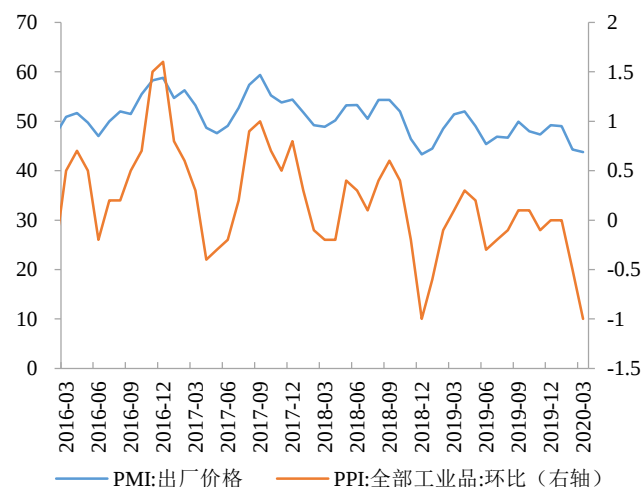
数据来源：Wind, 东吴证券研究所

图 11: 布伦特原油价格和 PPI 生产资料的关系 (单位: %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 12: PMI 价格分项与 PPI 环比关系 (单位: %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

3. 3 月 CPI 预计继续回落, PPI 下行压力加大

展望后期: CPI 方面, 随着疫情国内疫情逐渐好转, 武汉解封, 包括湖北在内的全国范围的复工复产逐渐恢复正常, 由于疫情导致的物流不便逐渐缓解, 鲜菜鲜果等价格将继续回落, 猪肉、水产品等供应链、供应量恢复正常。总体来说预计 4 月 CPI 将继续下行。PPI 方面, 尽管国内 3 月 PMI 指数回升至 52%, 回升势头明显, 国内供给端和需求端将继续好转, 但原油等大宗商品价格主要受国际方面影响较大, OPEC+初步敲定的减产协议因墨西哥抵制而前途未知, 国际油价再起波澜。短期来看, 由于海外疫情还未得到有效缓解, 全球产业链仍需修复, 外加地缘政治等因素影响, 国际原油价格短期仍将维持低位波动; 由于海外疫情扩散, 外需回落, 可能加大国内 PPI 压力, 预计负值仍将延续, 且短期内难以恢复正值。

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_5925

