

2020年3月物价数据点评

3月CPI同比明显回落 未来物价涨幅有望趋势性下行

据国家统计局数据，2020年3月CPI同比4.3%，前值5.2%，上年同期2.3%；3月PPI同比-1.5%，前值-0.4%，上年同期0.4%。

基本观点：

3月CPI同比涨幅明显回落，月内猪肉、鲜菜价格走低是主要原因，粮食价格继续保持稳定；主要受国际油价暴跌带动，非食品价格涨幅下行，另外疫情期间各类商品、服务需求受限，也带动相关价格水平走低。PPI方面，因疫情冲击原油需求，以及沙特与俄罗斯展开原油价格战，3月国际油价暴跌；同时国内复工复产加速，但从PMI分项指标来看，生产端恢复速度快于需求端，造成库存积压，国内工业品价格继续承压。由此，3月PPI环比、同比跌幅明显加深。

展望4月，生猪产能逐步恢复将带动猪肉价格持续下行，国内粮价会继续保持稳定，食品价格涨幅有望保持回落势头；当前复工复产加速推进，居民商品和服务消费也在增加，供需平衡背景下非食品价格走势将保持平稳。由此，预计4月CPI同比涨幅有望实现连续三个月放缓。伴随猪瘟疫情影响逐步消退，未来CPI涨幅将延续趋势性下行。这样来看，1月5.4%的CPI涨幅就是本轮物价上涨的高点。当前明显偏低的核心CPI意味着，未来一段时间通胀因素不会对央行加大货币政策逆周期调节力度形成明显掣肘。PPI方面，基建投资提速将提振工业品需求，但难以弥补疫情对总需求的冲击，供需平衡的恢复仍然需要时间；同时尽管4月10日欧佩克+达成减产协议，但短期内油价同比仍将处在深跌区间。由此，预计4月PPI同比跌幅仍将在1.0%以上，二季度PPI同比将继续处于负增状态，这也意味着未来宏观政策需要加大对冲力度，提振总需求。

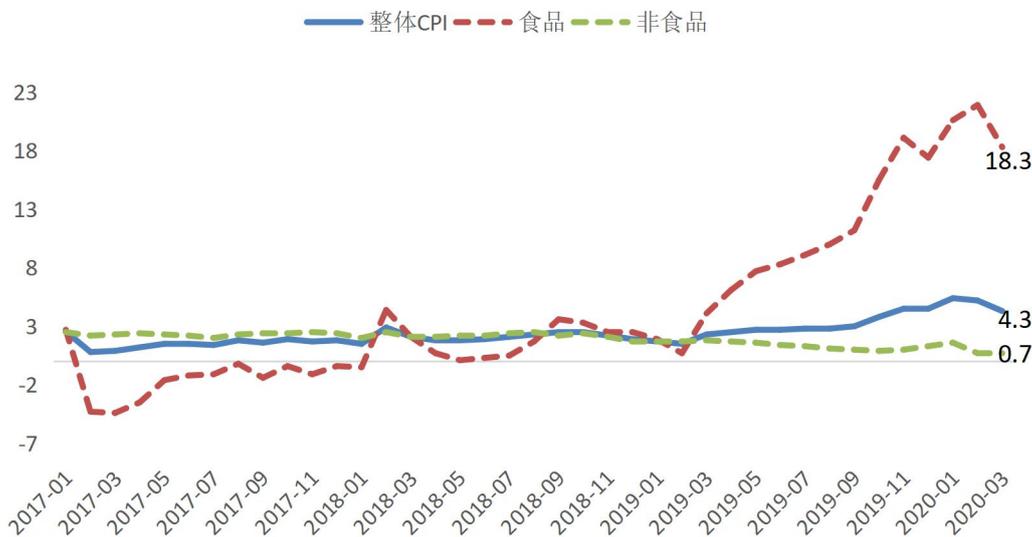
具体分析如下：

一、3月猪肉、蔬菜价格走低，CPI涨幅明显回落；当月粮价保持稳定，核心CPI继续处于低位。

3月CPI同比上涨4.3%，涨幅较上月大幅回落0.9个百分点，为连续两个月下行，但仍明显高于3.0%的控制目标水平。从结构上来看，3月食品价格同比上涨18.3%，涨幅较上月下行3.6个百分点，非食品价格仅上涨0.7%，涨幅较上月回落0.2个百分点。这意味着此

前广受关注的食品和非食品价格涨幅之间的“剪刀差”收窄，拉动本轮物价上涨的核心动力在削弱。

图1 CPI 增速：当月同比 %



数据来源：WIND

食品价格方面，3月猪肉、蔬菜价格走低，是带动CPI涨幅回落的主要原因，粮价继续保持稳定。猪肉和蔬菜价格是当前食品CPI中权重最高、波动最大的两个品种。数据显示，伴随3月疫情进入稳定控制阶段，生猪调运逐步畅通、屠宰企业复工复产、各地陆续加大储备肉投放力度，3月猪肉价格比上月下降6.9%，而上年同期价格基数上升，进一步带动猪肉价格同比涨幅大幅回落18.8个百分点；3月蔬菜价格下降12.2%，主要原因是春季到来上市量增加，这也带动菜价同比由升转降，涨幅较上月大幅回落11个百分点。3月鸡蛋价格同比走高，主要原因是上年同期价格基数偏低，本月蛋价实际上比2月也有所回落。其他食品价格变化不大。值得一提的是，本月粮食价格与上月持平，同比涨幅继续维持在0.7%的低位，这表明疫情并未对国内粮食供需及粮价形成冲击。

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，近期国际油价暴跌，交通通信价格同比降幅加深，带动非食品价格涨幅回落 0.2 个百分点。受需求萎缩、沙特和俄罗斯展开原油价格战影响，3 月国际油价出现近 50% 的大幅下跌，国内成品油价格随之大幅调低；另外，疫情期间出行大幅减少，飞机票价格下降近三成。以上两项直接带动 3 月交通通信价格比上月下降了 2.5%，同比降幅也明显扩大。其他商品和服务价格方面，疫情背景下需求总体受到一定抑制，价格环比多呈小幅走低态势，同比涨幅则普遍变化不大。

图3 八类商品与服务 CPI 同比增速 %



数据来源：WIND

3 月扣除食品和能源的核心 CPI 同比上涨 1.2%，涨幅较上月扩大 0.2 个百分点，继续处于偏低水平。这意味着当前“猪通胀”并未扩散至食品之外，整体物价水平偏低，对货币政

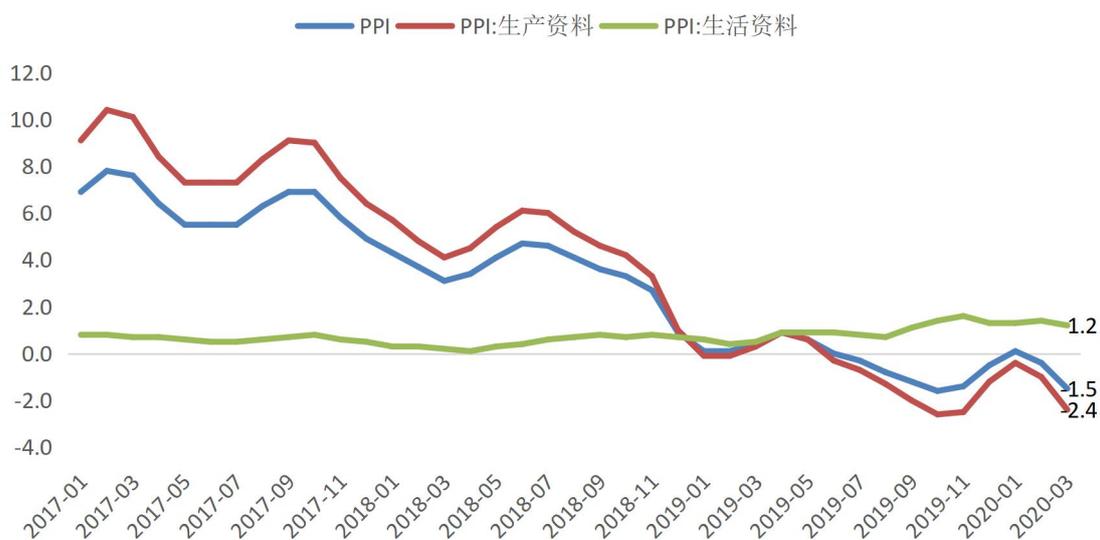
策的掣肘作用有限。

二、3月国际油价暴跌，加之国内生产端恢复速度快于需求端，产出缺口有所扩大，造成库存积压，国内工业品价格继续承压，3月PPI环比、同比跌幅明显加深。

3月国际油价大跌，国内工业品价格亦有所走低，PPI环比、同比跌幅明显加深。当月PPI环比下跌1.0%，同比下跌1.5%，跌幅较上月分别扩大0.5和1.1个百分点。

分大类看，3月生产资料PPI环比下跌1.2%，跌幅较上月扩大0.5个百分点，同比跌幅则较上月扩大1.4个百分点至-2.4%，反映了新涨价动能减弱和基数走高的共同影响；当月生活资料PPI涨幅相对稳定，环比下跌0.2%，不及前值0.0%，同比上涨1.2%，亦小幅低于前值1.4%——在供给逐步恢复以及上游价格下跌向下游传导影响下，当月生活资料各分项价格环比均为负增，且除耐用消费品价格环比跌幅略有收敛外，其他分项价格环比跌幅均有所扩大；同比涨幅回落则主要受食品类价格涨幅大幅下滑以及衣着类价格跌幅加深拖累。

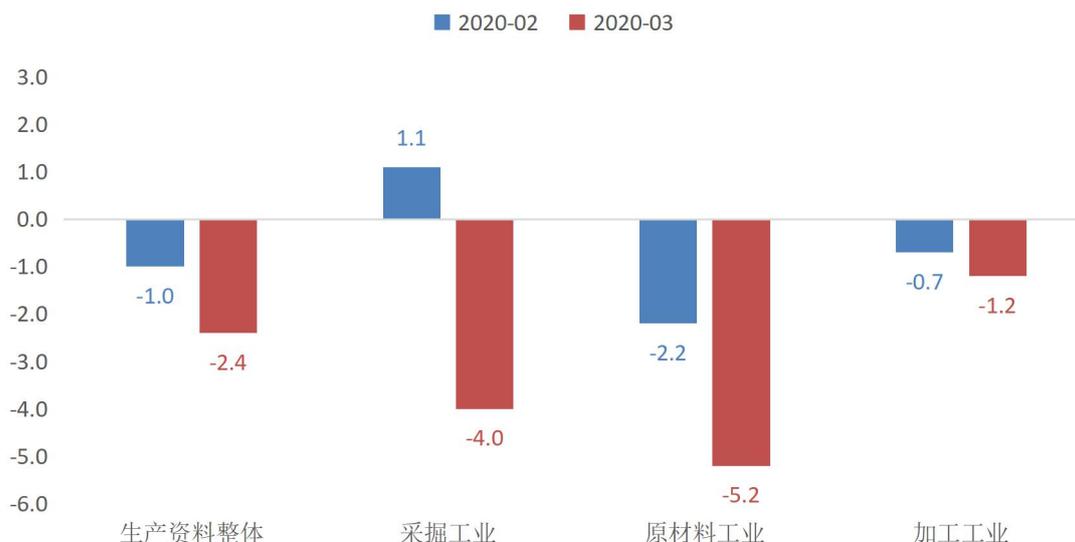
图5 PPI增速：当月同比 %



数据来源：WIND

生产资料各分项中，3月采掘工业、原材料工业和加工工业PPI环比分别下跌3.5%、2.7%和0.5%，跌幅较上月均有不同程度扩大。同比来看，当月采掘工业PPI下跌4.0%，前值为上涨1.1%，下滑5.1个百分点；原材料工业和加工工业PPI同比跌幅则分别较上月加深3.0和0.5个百分点至-5.2%和-1.2%。

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，因疫情冲击全球原油需求，以及 OPEC 与俄罗斯减产谈判破裂、沙特和俄罗斯发起原油价格战，3 月国际油价暴跌——当月布伦特原油期货价月均值从上月的 55.5 美元/桶降至 33.7 美元/桶，同比降幅达 49.7%（前值为-13.9%）。受此影响，3 月石油和天然气开采业 PPI 环比下跌 17.0%，同比下跌 21.7%（前值为-0.4%），石油、煤炭和其他燃料加工业 PPI 环比下跌 7.8%，同比下跌 10.6%（前值为-0.8%）。同时，3 月国内疫情得到控制，复工复产加速，但从 PMI 分项指标来看，生产端恢复速度快于需求端，产出缺口反而有所扩大，造成库存积压，加之国际大宗商品价格下跌的传导作用，当月国内工业品价格继续承压。具体来看，3 月化学原料及化学制品制造业、化学纤维制造业、塑料和橡胶制品业、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 环比均呈现加速下跌态势；同比或涨幅为零，或有所下跌，且增速较前值均有所下滑。

从一季度来看，1-3 月 PPI 累计同比下跌 0.6%，较上年同期值下滑 0.9 个百分点，且跌幅逐月扩大，明显弱于去年年底市场的普遍预期。主要原因就是疫情全球化扩散背景下，各国防控措施不断升级，对需求产生严重冲击，同时，主要产油国之间的价格战又从供给端加剧油价下行压力，从而打断了去年四季度以来 PPI 的企稳回升态势。

三、4 月 CPI 同比涨幅有望实现连续三个月下行，其中猪肉和鲜菜价格走低仍将是主要影响因素，粮价将继续保持稳定，物价对央行加大货币政策逆周期调节力度的掣肘作用有限。PPI 方面，基建发力难以弥补总需求萎缩，油价同比仍将处于深跌状态，二季度 PPI 同比将延续负增，这也意味着未来宏观政策需要加大对冲力度。

以能繁母猪存栏量环比持续上升、同比降幅显著收窄为标志，猪瘟疫情影响进入缓和阶

段，这意味着4月猪肉价格将继续走低。4月菜价还将季节性下降，加之上年同期价格基数偏高，预计4月鲜菜价格同比降幅有可能加深。值得一提的是，受疫情全球蔓延影响，越南、泰国等粮食出口大国开始实施粮食出口限制措施，导致近期国际粮价有所上涨。不过，考虑到目前国内三大主粮结余2.8亿吨，而我国年度粮食进口量仅为1亿吨左右，目前看不到国内粮价出现大幅波动的可能。非食品价格方面，由于当前国际油价已低于40美元/桶的“地板价”，国内成品油价价格不会进一步下调，加之疫情稳定后居民商品、服务消费需求逐步恢复，相关商品和服务价格下行走势有望趋缓，同比涨幅将保持稳定。我们判断，4月核心CPI将继续处于1.2%左右的偏低水平，这也意味着通胀因素实际上对当前货币政策加大逆周期调节力度的掣肘作用有限。

PPI方面，伴随国内逆周期调节力度加码，基建投资料将提速，近期挖掘机销量等基建前瞻性指标向好也指向这一预期。但在海外疫情仍处高发期、国内防控措施无法完全撤回的情况下，内外部需求受到严重冲击，基建发力难以弥补总需求的萎缩，供需平衡仍然需要时间来恢复，这也意味着未来宏观政策需要加大对冲力度，提振总需求。同时，4月10日欧佩克+达成减产协议并将从5月1日起正式执行，将在一定程度上安抚市场情绪，但考虑到疫情影响下全球石油需求大幅萎缩，以及当前库存处于高位，短期内国际油价难有明显提振；加之去年同期基数走高，预计短期内油价同比仍将处在40%以上的深跌区间。我们判断，二季度PPI同比将继续处于负增状态，4月同比跌幅仍将在1.0%以上。

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。