



渐远的通胀

——2020 年 3 月物价数据点评

2020 年 3 月 CPI 同比 4.3%（市场预期 4.7%），前值 5.2%。PPI 同比-1.5%（市场预期-1.1%），前值-0.4%。对此我们点评如下：

一、CPI:猪肉、蔬菜和汽油拖累增速下行

3 月 CPI 同比 4.3%，较前值-0.9 个百分点。（1）食品项涨幅收窄是 CPI 增速下滑主要原因。3 月食品分项同比涨幅由前值 21.9%下滑至 18.3%，影响 CPI 同比增速 3.8 个百分点（较前值下滑 0.7 个百分点），其中既有食品分项价格基数走高的影响，也有 3 月食品价格环比下跌的影响。CPI 食品价格同比增速下滑的首要驱动因素是猪肉，3 月猪肉价格同比涨幅收窄至 116.4%，较前值下滑 18.8 个百分点。其次是鲜菜分项，3 月鲜菜价格同比增速下滑至-0.1%，增速较前值下滑 11 个百分点。此外，水果价格同比增速也有小幅回落。食品价格同比增速下滑主要是因为疫情影响开始减小：一方面，交通运输管控措施逐渐取消后物流运输通畅；另一方面，复工节奏加快使得供给逐渐恢复正常。

（2）非食品项涨幅收窄拖累 CPI 增速下行。3 月非食品项同比涨幅由前值 0.9%下降至 0.7%，拉动 CPI 同比增速 0.5 个百分点（较前值下滑 0.2 个百分点）。非食品分项中，交通通信、居住和衣着价格均出现下跌，其中交通工具燃料、水电燃料、租赁房房租价格同比增速下滑幅度较大。非食品项目涨幅收窄的主要原因：一是新冠疫情影响下消费需



求受到制约；二是石油价格大幅下跌，汽油价格对交通工具燃料和水电燃料价格造成拖累。

猪肉和石油将会是影响未来 **CPI** 增速下行两个主要因素。（1）未来猪肉对 **CPI** 的拉动将会收窄：2019 年三季度后能繁母猪存栏数量逐步回升，受此影响未来猪肉供给将逐渐增加，猪肉价格将趋于回落。但由于猪肉产能恢复需要一段时间，未来 3 个季度供不应求的局面有望延续，叠加饲料价格面临上涨压力，因此猪肉价格回落的幅度将会有限。2019 年，猪肉对 **CPI** 增速的拉动约为 1.06%，若未来猪肉价格（22 个省市猪肉均价）线性下跌，年底价格稳定在 38 元/千克，则初步测算得猪肉对全年 **CPI** 增速的拉动约为 1.14%（较 1-3 月下滑 1.9 个百分点），猪肉价格会影响全年 **CPI** 中枢提升约 0.08 个百分点。（2）未来石油对 **CPI** 的拖累将会加大：随着 OPEC+ 减产协议达成，未来石油价格将会上涨。石油价格通过水电燃料分项和交通工具燃料分项影响 **CPI**，通过数据测算，**CPI** 对石油价格的弹性约为 1%，即当石油价格上涨 10%，影响 **CPI** 增速提升约 0.1 个百分点。2019 年，石油对 **CPI** 增速的拖累约为 -0.1%。根据美国能源署 EIA 的预测，石油价格（WTI 原油价格）将在二季度达到低位，三、四季度逐渐上涨，年底价格上涨至 31 美元/桶。则初步测算，石油对全年 **CPI** 增速的拖累约为 -0.43%（较 1-3 月下滑 0.29 个百分点），石油价格会影响全年 **CPI** 中枢下滑约 0.32 个百分点。

前瞻地看，全年 **CPI** 下行态势依旧。疫情对经济冲击较大，居民消费动力增长较为疲弱，叠加未来 **CPI** 基数尤其是食品价格基数走高，全年来看 **CPI** 将呈下行态势，一至四季度增速逐渐走低。

二、PPI: 石油价格下跌和需求疲弱加深 PPI 通缩幅度



3 月 PPI 同比-1.5%，增速较前值下行 1.1 个百分点。其中，生产资料价格同比-2.4%，较前值下行 1.4 个百分点；生活资料价格同比 1.2%，较前值下行 0.2 个百分点。PPI 环比-1.0%，增速较前值下行 0.5 个百分点。其中，生产资料环比下行 0.5 个百分点，生活资料环比下行 0.2 个百分点。

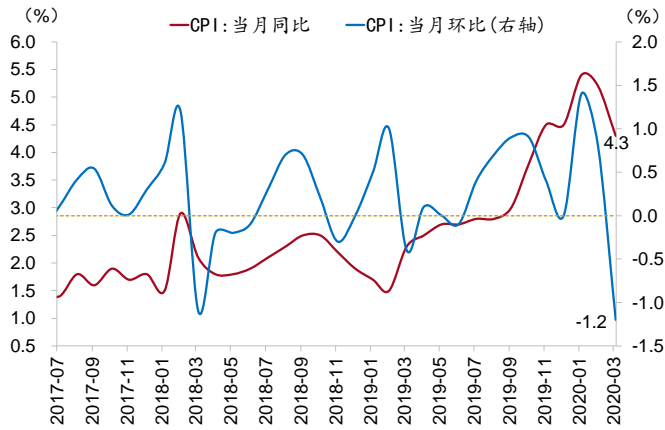
“沙俄石油战”背景下石油价格快速下跌和疫情冲击下需求疲弱是 PPI 同比增速下行的主要影响因素。2 月布伦特石油价格同比为 -13.9%，3 月同比大幅下滑至-49.7%，对 PPI 产生大幅拖累。从前几大影响行业来看，石油煤炭及其他燃料加工、有色金属冶炼和压延加工、黑色金属冶炼和压延加工、石油和天然气开采、化学原料和化学制品行业分别对 PPI 同比增速的拉动分别减少 0.52、0.26、0.24、0.20、0.08 个百分点的影响。

前瞻地看，未来 PPI 通缩压力依旧较大。当前“沙俄石油战”趋于结束，OPEC+减产协议趋于达成，未来石油价格有望逐渐修复。但考虑到疫情对全球经济冲击较大，短期内需求依旧疲弱，因此石油价格依旧难以大幅走高。在此背景下，未来石油对 PPI 的拖累将会加大。通过数据测算，PPI 对石油价格的弹性约为 3.99%，即当石油价格上涨 10%，影响 PPI 增速提升约 0.4 个百分点。2019 年，石油对 PPI 增速的拖累约为-0.48%。继续按照上述美国能源署 EIA 的预测，则初步测算，石油对全年 PPI 增速的拖累约为-1.91%（较 1-3 月下滑 1.28 个百分点），石油价格会影响全年 PPI 中枢下滑约 1.44 个百分点。考虑到石油价格变化节奏以及基数效应，二季度 PPI 增速或为全年底部，三、四季度 PPI 中枢较二季度有所抬升。

（评论员：谭卓 步泽晨）

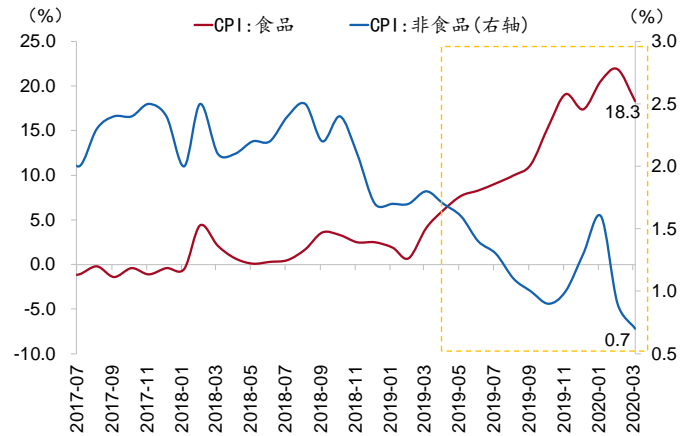
附录

图 1: CPI 同比增速显著回落



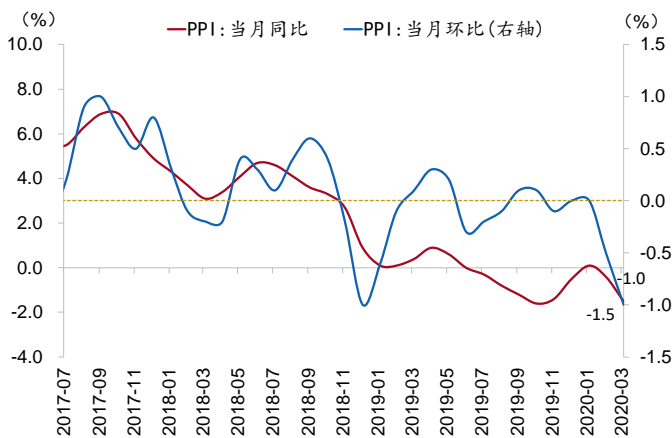
资料来源: WIND、招商银行研究院

图 2: CPI 食品项与非食品项同比增速均有回落



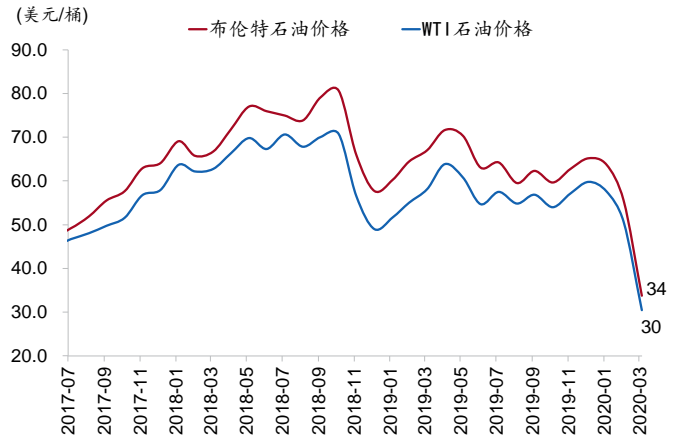
资料来源: WIND、招商银行研究院

图 3: PPI 同比增速通缩幅度加深



资料来源: WIND、招商银行研究院

图 4: 3 月石油价格大幅回落



资料来源: WIND、招商银行研究院

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_5851

