

通胀进入下行通道，货币宽松方向不变

——3月物价数据点评

宏观事件点评

2020年04月13日

报告摘要：

通胀进入下行通道，不再是制约货币政策宽松的因素。

● 重要信息一，疫情造成的需求收缩是通胀下行根本原因

受疫情管制放松影响，食品物流成本下降，以蔬菜、鲜肉为代表的保质期较短的食品价格明显回落。当前来看，疫情对通胀的冲击进入第二阶段，随着复工复产逐步加快，交通物流逐渐恢复，供给逐渐企稳，需求收缩成为影响物价走势的核心因素。

● 重要信息二，油价暴跌增加输入性通缩压力

3月以来，受OPEC+未能达成减产协议影响，油价大幅下跌，美油已下跌至每桶25美元左右。参考历史，油价下跌对PPI的影响一般有滞后效应，叠加国内需求疲软，预计4月份PPI会进一步大幅走低。

● 我们提出的疫情冲击通胀三阶段框架得到验证

我们提出的疫情冲击通胀三阶段框架得到验证。我们提出了疫情冲击通胀的三阶段框架，从最新的数据看，都在沿着我们判断的路径走。第一波冲击，全国各地交通管制期间，以供给运输受限影响为主。食品价格结构性上涨。第二波冲击，企业陆续复工至疫情彻底结束前，以需求收缩影响为主，物价有向下压力。第三波冲击，疫情影响结束后，以供给恢复时滞影响为主，物价有再次向上压力。

● 疫情海外扩散，外需低迷，通缩可能超预期

截止4月10日，海外新冠肺炎累计确诊超过150万例，主要集中在欧美等发达经济体，根据IMF预测，2020年全球经济可能出现负增长。全球贸易急速收缩，BDI指数处于低位。未来几个月，我国外贸可能进一步收缩，外需疲软背景下通缩或超预期。

● 通胀进入下行通道，货币宽松方向不变

对于市场普遍关注的存款基准利率，日前中央发文提到，要稳妥推进存贷款基准利率与市场利率并轨，这意味着利率市场化的既定方针不变，存款基准利率的下调可能没那么快，有可能用利率市场化的方式引导存款利率下降。

● 风险提示：疫情全球扩散超预期，政策刺激力度不及预期、油价大幅波动风险等。

民生证券研究院

分析师：解运亮

执业证号：S0100519040001

电话：010-85127665

邮箱：xieyunliang@mszq.com

研究助理：付万丛

执业证号：S0100119080008

电话：010-85127730

邮箱：fuwancong@mszq.com

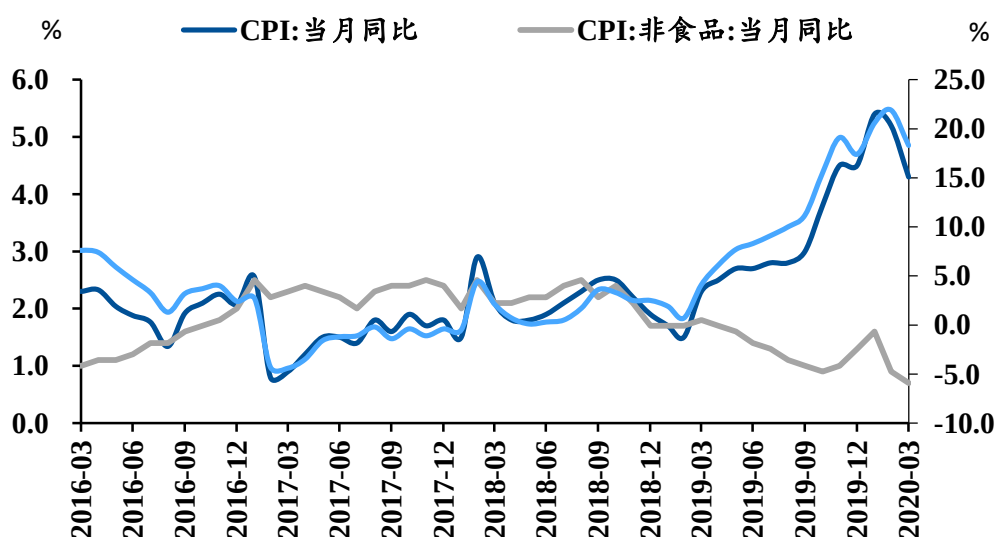
相关研究

一、数据表现：CPI 同比上涨 4.3%，PPI 同比下降 1.5%

（一）CPI 同比回落，环比下降

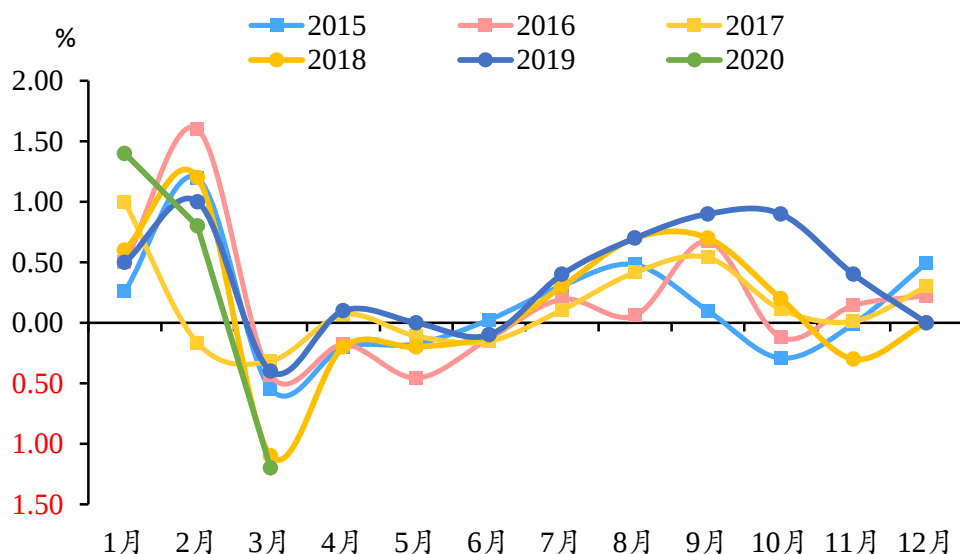
3 月 CPI 同比有所回落，环比下降。3 月份，全国居民消费价格同比上涨 4.3%。其中，城市上涨 4.0%，农村上涨 5.3%；食品价格上涨 18.3%，非食品价格上涨 0.7%；消费品价格上涨 6.2%，服务价格上涨 1.1%。一季度，全国居民消费价格比去年同期上涨 4.9%。环比来看，3 月全国居民消费价格环比下降 1.2%。其中，城市下降 1.2%，农村下降 1.3%；食品价格下降 3.8%，非食品价格下降 0.4%；消费品价格下降 1.7%，服务价格下降 0.3%

图 1：3 月 CPI 同比下降至 4.3%



资料来源：Wind，民生证券研究院

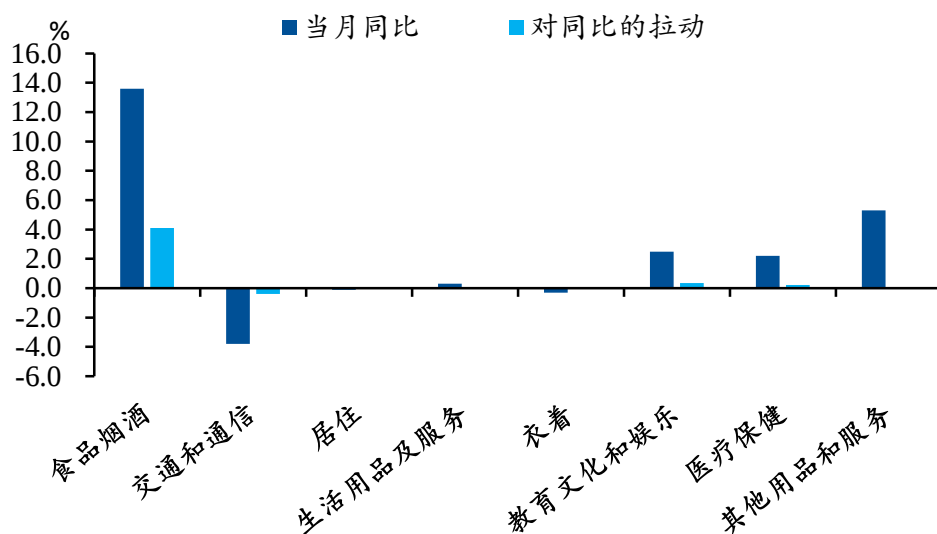
图 2：3 月 CPI 环比下降 1.2%



资料来源：Wind，民生证券研究院

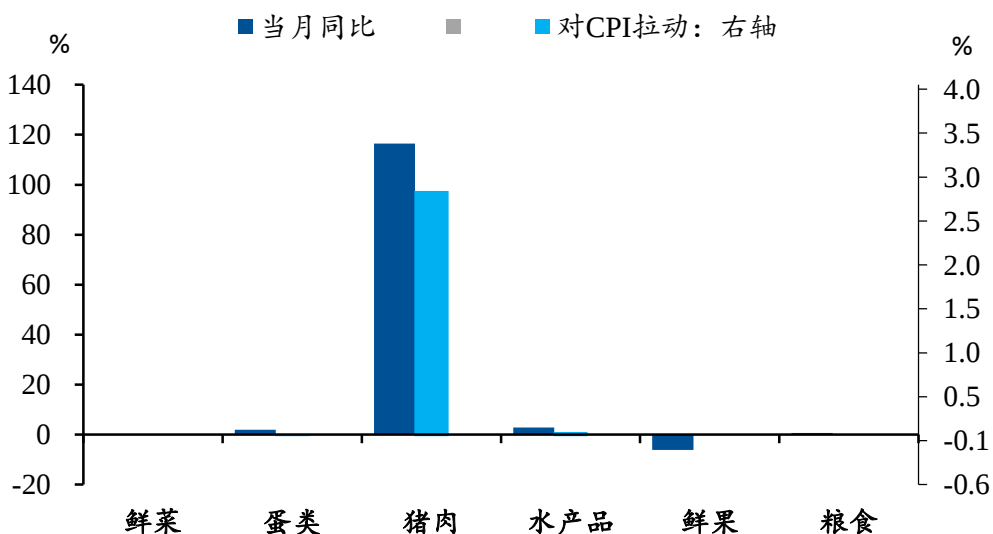
从大类同比看，食品烟酒上涨是 CPI 上涨的主要推动力：（1）3 月份，食品烟酒类价格同比上涨 13.6%，影响 CPI（居民消费价格指数）上涨约 4.10 个百分点。食品中，畜肉类价格上涨 78.0%，影响 CPI 上涨约 3.44 个百分点，其中猪肉价格上涨 116.4%，影响 CPI 上涨约 2.79 个百分点；水产品价格上涨 2.8%，影响 CPI 上涨约 0.05 个百分点；蛋类价格上涨 1.9%，影响 CPI 上涨约 0.01 个百分点；鲜果和鲜菜价格分别下降 6.1% 和 0.1%，合计影响 CPI 下降约 0.12 个百分点。（2）其他用品和服务、教育文化和娱乐价格分别上涨 5.3% 和 2.5%，医疗保健、生活用品及服务价格分别上涨 2.2% 和 0.3%；交通和通信、衣着、居住价格分别下降 3.8%、0.3% 和 0.1%。

图 3：3 月食品烟酒是拉动 CPI 上涨的根本原因



资料来源：Wind，民生证券研究院

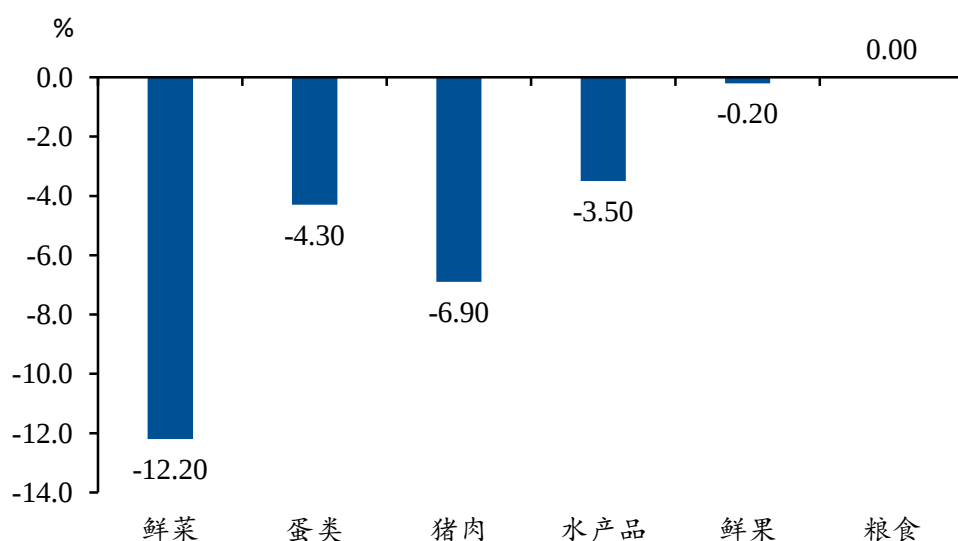
图 4：猪肉是拉动 CPI 上升的主要原因



资料来源：Wind，民生证券研究院

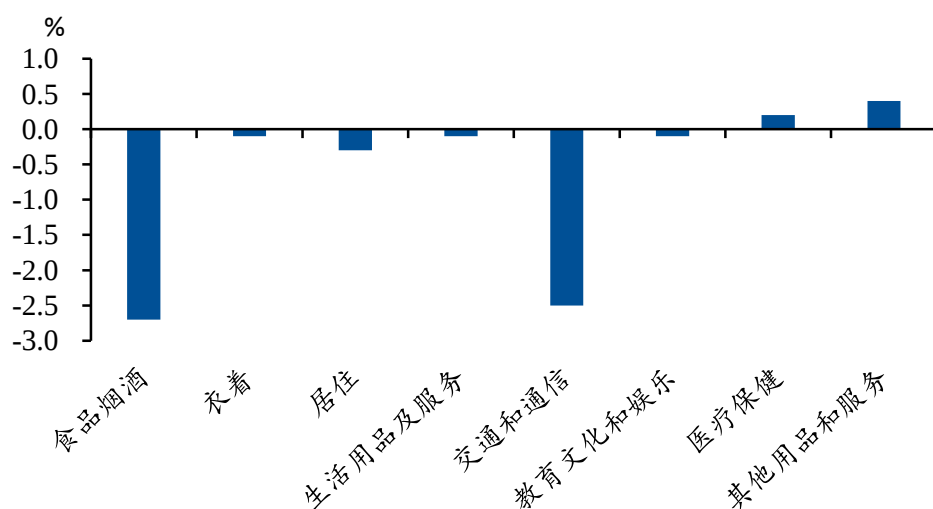
从大类环比看，受鲜菜和猪肉带动，食品烟酒下降明显：（1）食品：食品烟酒类价格环比下降 2.7%，影响 CPI 下降约 0.90 个百分点。食品中，鲜菜价格下降 12.2%，影响 CPI 下降约 0.39 个百分点；畜肉类价格下降 5.2%，影响 CPI 下降约 0.41 个百分点，其中猪肉价格下降 6.9%，影响 CPI 下降约 0.36 个百分点；蛋类价格下降 4.3%，影响 CPI 下降约 0.02 个百分点；水产品价格下降 3.5%，影响 CPI 下降约 0.07 个百分点。（2）非食品：其他用品和服务、医疗保健价格分别上涨 0.4%和 0.2%；交通和通信、居住价格分别下降 2.5%和 0.3%，衣着、生活用品及服务、教育文化和娱乐价格均下降 0.1%。

图 5：3 月食品类环比分项情况



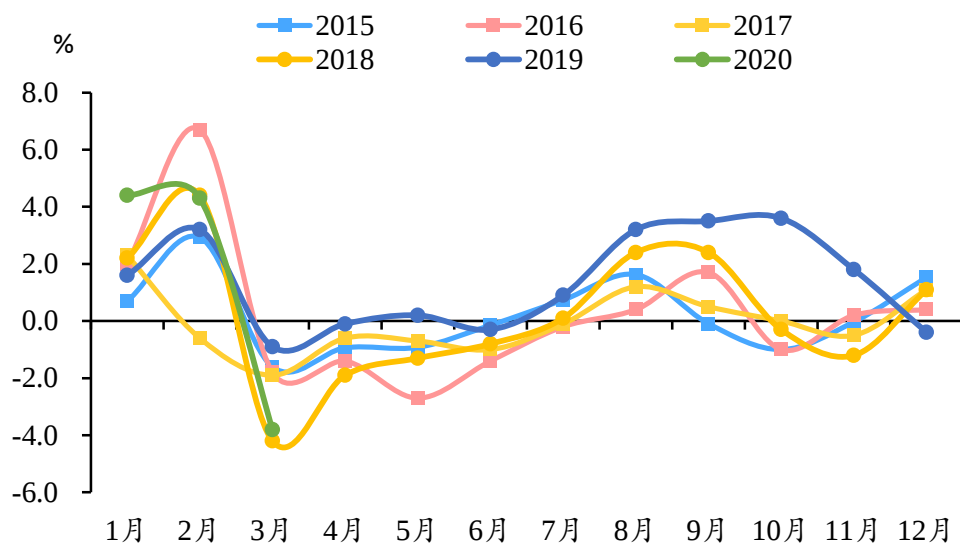
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 6：3 月 CPI 环比分项



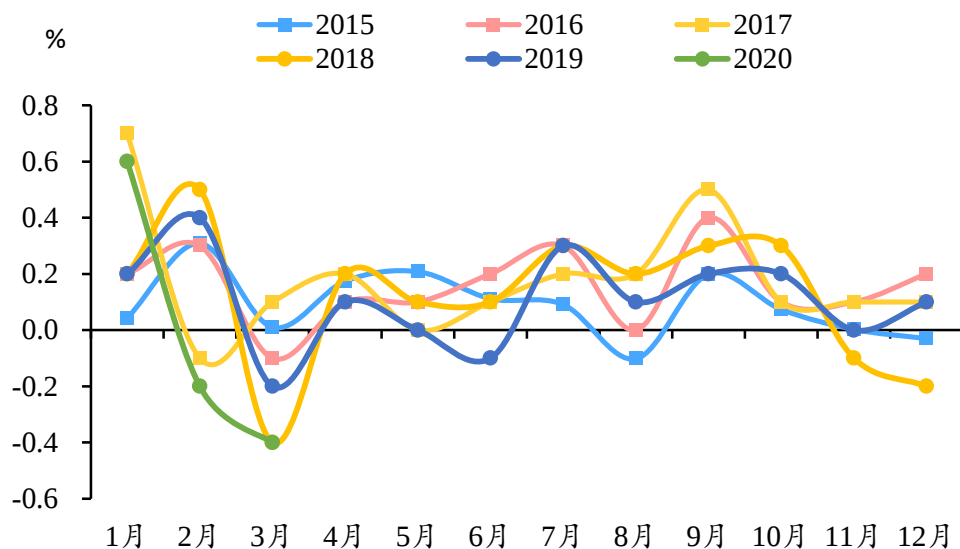
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 7：3 月 CPI 食品环比处于历史同期低位



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 8：3 月 CPI 非食品环比处于历史中间较低水平

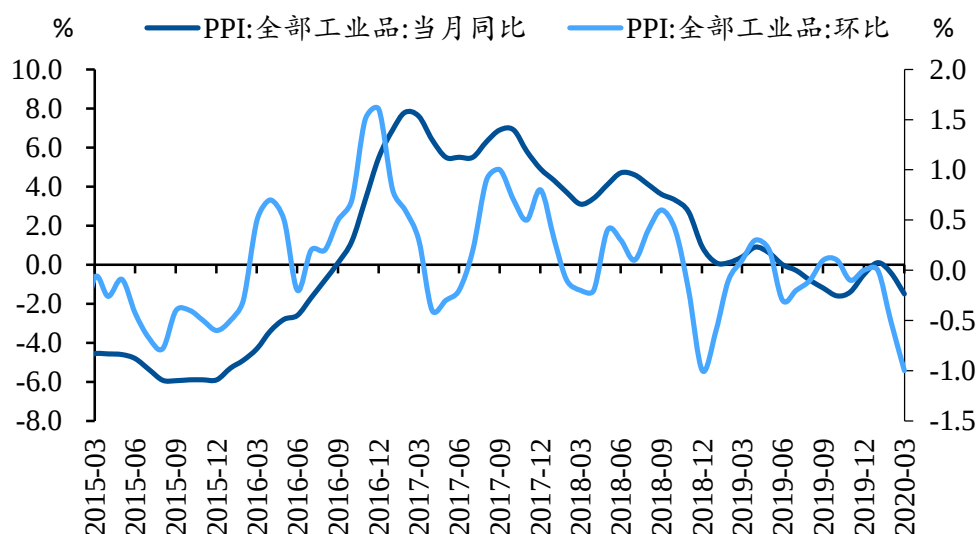


资料来源：Wind，民生证券研究院

（二）PPI 同比和环比均为负值

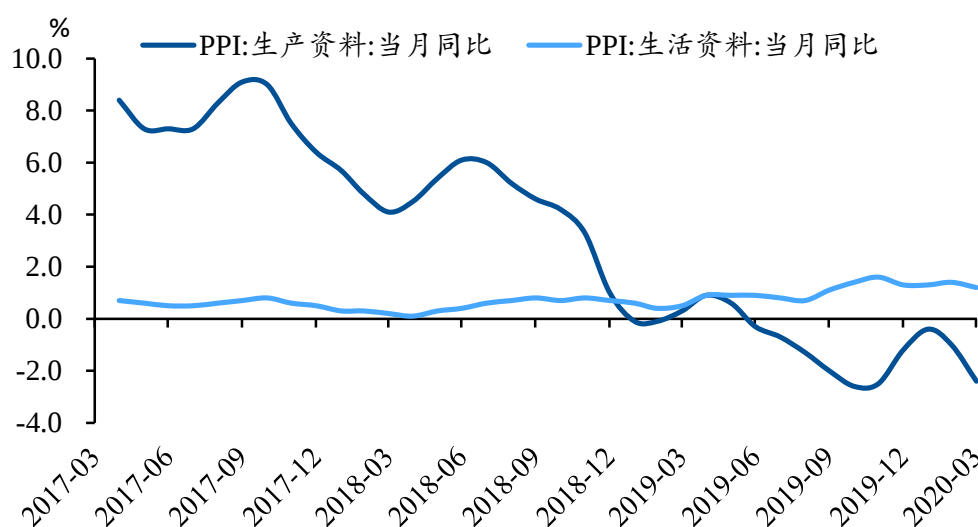
PPI 生产资料和生活资料价格环比均为负：2020 年 3 月份，全国工业生产者出厂价格同比下降 1.5%，环比下降 1.0%；工业生产者购进价格同比下降 1.6%，环比下降 1.1%。一季度，工业生产者出厂价格比去年同期下降 0.6%，工业生产者购进价格下降 0.8%。工业生产者出厂价格中，生产资料价格同比下降 2.4%，降幅比上月扩大 1.4 个百分点，影响工业生产者出厂价格总水平下降约 1.79 个百分点。生活资料价格同比上涨 1.2%，涨幅比上月回落 0.2 个百分点，影响工业生产者出厂价格总水平上涨约 0.32 个百分点。

图 9：3 月 PPI 同比和环比均明显下降



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 10：3 月生产资料同比大幅下降，通缩压力巨大



资料来源：Wind，民生证券研究院

从同比看： 生产资料中，采掘工业价格下降 4.0%，原材料工业价格下降 5.2%，加工工业价格下降 1.2%。生活资料中，食品价格上涨 4.5%，衣着价格下降 0.5%，一般日用品价格上涨 0.1%，耐用消费品价格下降 1.9%。主要行业中，化工原料类价格下降 7.2%，有色金属材料及电线类价格下降 4.8%，燃料动力类价格下降 4.0%，黑色金属材料类价格下降 0.2%；农副产品类价格上涨 7.2%，建筑材料及非金属类价格上涨 3.1%。

从环比看： 生产资料价格环比下降 1.2%，降幅比上月扩大 0.5 个百分点，影响工业生产者出厂价格总水平下降约 0.91 个百分点。其中，采掘工业价格下降 3.5%，原材料工业价格下降 2.7%，加工工业价格下降 0.5%。生活资料价格环比下降 0.2%，影响工业生产者出厂价格总水平下降约 0.05 个百分点。其中，食品和衣着价格均下降 0.3%，一般日用品价格下降 0.2%，耐用消费品价格下降 0.1%。

二、重要信息：需求收缩系通胀下行根本原因，油价暴跌增加输入性通缩压力

重要信息一，疫情造成的交通管制放松是食品价格下降直接原因。受疫情管制放松影响，食品物流成本下降，以蔬菜、鲜肉为代表的保质期较短的食品价格明显回落。当前来看，疫情对通胀的冲击进入第二阶段，随着复工复产逐步加快，交通物流逐渐恢复，供给逐渐企稳，需求收缩成为影响物价走势的核心因素。

重要信息二，需求收缩造成通缩压力。3月以来，企业陆续复工，当前复工率已接近往年同期 90%。当由于疫情冲击滞后影响，居民消费和工业需求疲软，加剧了通缩压力。从 3 月 PMI 来看，工业生产经营较 2 月没有明显改善，中国经济通缩压力依然巨大。

重要信息三，油价暴跌增加输入性通缩压力。3月以来，受 OPEC+ 未能达成减产协议影响，油价大幅下跌，美油已下跌至每桶 25 美元左右。参考历史，油价下跌对 PPI 的影响一般有滞后效应，叠加国内需求疲软，预计 4 月份 PPI 会进一步大幅走低。

图 11：原油价格下跌加剧输入式通缩风险



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_5928

