

CPI趋势性下行，关注PPI通缩风险

——2020年3月物价指数点评

2020年04月10日

宏观经济 事件点评

首席分析师 王宇鹏 电话：010-66554151 邮箱：wangyp_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号：S1480519070003

研究助理 杨城弟 电话：010-66555383 邮箱：yangchd@dxzq.net.cn

事件：

2020年2月CPI同比上涨4.3%，预期4.7%，前值5.2%，上升0.9个百分点；3月PPI同比下降1.5%，预期-1.1%，前值-0.4%。

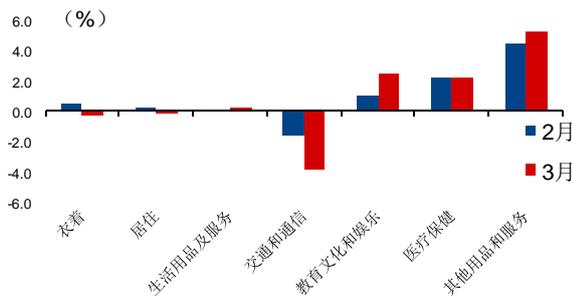
1. 食品供给缓慢恢复，CPI低于预期

3月CPI同比上涨4.3%，较上月回落0.9个百分点，环比下降1.2%，较上月回落2个百分点；其中食品项同比上涨18.3%，环比下降3.8%，为19年7月以来首次环比转负；3月以来国内疫情防控进入收尾阶段，食品生产、运输、供给恢复，需求稳定前提下食品价格环比转负。具体来看，受运输影响最大的鲜菜价格同比涨幅为-0.1%，较上月下滑11个百分点，环比下跌12.2%，较上月下降近20个百分点；猪肉价格同比涨幅为116.4%，涨幅较上月下降，猪肉价格环比涨幅为-6.9%，猪肉供给、产能逐渐恢复，预计价格将延续3月下行趋势。此外其他食品如蛋类、水产品、鲜果等价格同比、环比涨幅均有所回落，疫情对食品供给及价格的扰动正在逐步缓解。

疫情防控仍未完全放开，非食品需求恢复较慢，环比价格延续回落趋势；衣着、交通和通信、居住同比涨幅转负，生活用品、教育文化、其他用品及服务同比涨幅扩大；非食品价格环比波动延续2月趋势，除医疗保健、其他用品及服务外，各分项价格环比涨幅均为负，其中交通和通信环比跌幅有所扩大，由2月-1.5%下降为-2.5%，原油价格下跌，3月交通工具燃料价格同比下跌-14.6%，是3月交通通信环比跌幅扩大的主要原因。此外海外疫情扩散，国内疫情防控逐渐常态化，外防输入、内防反弹要求下居民出行、旅游、娱乐等需求仍未全面恢复，受此影响相关非食品项目价格仍然处于下行趋势，短期难以恢复至疫情前水平。

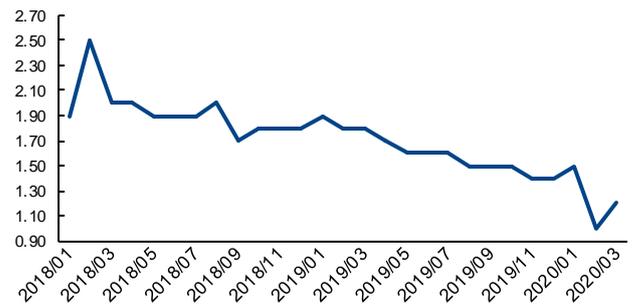
3月核心CPI同比涨幅为1.2%，较上月上涨0.2个百分点，核心CPI环比涨幅为-0.2%，跌幅较2月有所扩大。总需求缓慢恢复，但依然疲弱。

图1：交通和通信跌幅较大



资料来源：wind，东兴证券研究所

图2：核心CPI有所回升



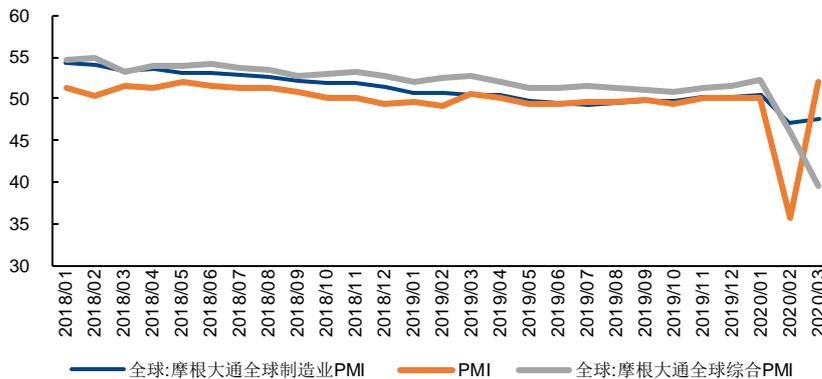
资料来源：wind，东兴证券研究所

2. 海外疫情扩散、原油动荡下 PPI 跌幅扩大

3 月 PPI 同比下降 1.5%，跌幅较上月扩大，环比由上月持平转为下降 0.5%；其中生产材料出厂价格同比下跌-2.4%，较上月扩大 1 个百分点，环比下跌 1.2，较上月扩大 0.5 个百分点；受全球疫情对原油需求冲击，OPEC+ 难以达成减产协议，全球原油市场动荡，原油价格下跌，3 月国内相关行业如石油加工、石油开工、化学制品等行业价格同比、环比跌幅进一步扩大，是 PPI 同比跌幅超预期的主要原因。此外大部分其他矿采业、设备制造业、原材料加工业价格环比依然为负，显示工业消费品需求总体仍疲弱，复工复产推进，但需求恢复仍不及预期。3 月受全球疫情影响，全球综合 PMI 仅录得 39.4，外需疲弱下出口及相关产业链景气度低迷，纺服等行业价格环比下跌。

生活材料同比上涨 1.2%，涨幅较上月回落 0.2 个百分点；环比下降 0.2 个百分点，拉动 PPI 环比下降约 0.05 个百分点；与 CPI 非食品价格环比下跌的逻辑一样，虽然疫情防控有所放松，居民对食品等必需品需求恢复，但受到海外输入疫情干扰，出行、娱乐、休闲等需求仍被压制，需求未完全恢复至疫情前水平，导致随着生活材料生产恢复，其价格环比波动仍为负。

图3：3 月受疫情影响全球 PMI 继续下跌



资料来源：wind，东兴证券研究所

3. CPI 继续回落，疫情防控常态化压制非食品价格

预计 2 季度 CPI 将回落至 3% 以内；随着猪肉产能缓慢恢复，价格将继续下跌；4 月上旬猪肉、蔬菜、水果及其他农产品价格环比继续小幅下跌，食品项对 CPI 同比的拉动将趋势性回归，此外去年同期 CPI 基数逐步抬升，多重因素影响下 CPI 同比涨幅将继续稳步回落。而从疫情防控常态化的角度来看，居民除餐饮食品外的娱乐休闲出游等需求难以全面恢复，除非海外疫情出现明显好转信号，输入性病例连续降为 0。需求处于低位导致非食品价格存在继续小幅下跌的可能性。此外发改委对成品油价格管控，交通和通信价格环比大幅下跌的可能性较低。货币政策空间进一步打开；逆周期调控需配合宽松的货币政策和较低的融资成本；随着 CPI 进入下行通道，对货币政策的约束逐渐降低，更多的货币政策工具能够用来为实体提供充足的流动性和降低贷款利率，如调降存款基准利率，打开银行利差空间，促进 LPR 下行等。

4. PPI 或将继续探底

原油市场动荡、内需恢复、海外疫情是当前压制 PPI 回升的主要风险因素；4 月 10 日 OPEC+会议仍未达成协议，但当前原油下跌空间较小，预计 4 月原油跌幅将不及 3 月，对国内石油相关行业价格拖累或有所缓解。4 月初政治局会议定调宽松财政政策，随着资金到位逆周期调整政策稳步落地，内需产业链工业消费品需求有望恢复；但海外疫情仍未看到明显好转，不确定性仍大；4 月 8 日政治局会议提出“好较长时间应对外部环境变化的思想准备和工作准备”，预计外需疲弱对相关产业链价格的影响仍会持续。4 月 PPI 或难以看到明显好转。随着海外疫情稳定，逆周期调节政策落地、原油价格动荡迎来拐点，PPI 才能迎来触底回升。

风险提示

原油价格下跌加剧，国内 PPI 通缩压力超预期；逆周期政策不及预期，核心 CPI 环比持续下滑。

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
点评	猪价继续拉升 CPI, PPI 转正或为“昙花一现”--2020 年 1 月物价指数点评	2020-02-10
深度	疫情下物价拐点推迟，长期趋势不变——新冠疫情对物价指数影响的分析	2020-02-29
点评	CPI 拐点将至，警惕疫情下的通缩风险——2020 年 2 月物价指数点评	2020-03-10

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

分析师：王宇鹏

中科院博士，东兴证券首席宏观分析师，曾就职于国家发改委经济研究所和中信证券研究部，曾获国家发改委研究课题一等奖，在《国际金融研究》、《统计研究》、《经济评论》、《中国人口科学》等国内核心学术期刊发表学术文章数十篇，具有 8 年中国宏观经济和资产配置研究经验。

研究助理简介

研究助理：杨城弟

中国人民大学金融学硕士，本科毕业于外交学院；2019 年加入东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

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_5938

