

物价增速快速回落，提振经济政策需加码

——对2020年3月CPI和PPI数据点评兼债市观点

固定收益简报

◆ 事件

2020年4月10日国家统计局公布数据显示，2020年3月CPI同比上涨4.3%，涨幅比上月下降0.9个百分点；CPI环比下降1.2%，前值是增长0.8%；PPI同比下降1.5%，比上月多下降1个百分点；PPI环比下降1%。

◆ 点评

CPI增速仍然较高但已在快速回落

3月CPI同比增速为4.3%，增速仍然较高，但比2月有明显回落。3月核心CPI同比上涨1.2%，比上月高出0.2个百分点。继核心CPI在2月创2013年1月有该项数据统计以来新低后，3月终于有所回升，但后续仍需观察其是否会出现再次下降的情况。2020年3月CPI环比下降1.2%，环比增速在2月、3月持续下降，3月更是快速下降到负值。这一情况一方面是由于3月复工复产逐步加快，交通物流逐渐恢复，食品供给改善引致，另一方面也印证了需求受疫情冲击后目前仍处于修复期，回到之前水平尚待一定时间。

PPI降幅有所扩大，连续两月处负值区间

3月PPI同比下降1.5%，降幅比上月多出1个百分点，连续两个月处于负值区间，且去年价格变动的翘尾影响约为0，价格下降全部来自新涨价因素。2020年3月PPI环比下降1%，与上月相比，继续现下降态势。3月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。

后续CPI中新涨价因素继续减弱，但由于翘尾因素的存在，2020年全年CPI整体水平或不会太低，预计全年CPI价格中枢在3%左右；目前基本面尚属于修复阶段，预计PPI在整个2季度都会处于负值区间，3季度则要看基本面复苏的状况。疫情已经冲击到需求，导致总需求出现严重不足，CPI和PPI增速均出现快速回落则印证了这一情况，后续要想使基本面尽快复苏，需要政策加码。

◆ 债市观点

二季度基本面处于修复期，经济增速不会太高，CPI仍处较高位置，债市在境外疫情仍存不确定性以及政策宽松环境下可能低位震荡，但10Y国债收益率持续向下突破有一定的阻力。下半年随着经济的快速复苏以及国外疫情逐步控制，10Y国债收益率预计会有明显提升。

◆ 风险提示

目前境外疫情仍在快速蔓延，境内疫情也有零星病例出现，因疫情防控带来生产、消费方面的影响仍需持续一段时间。另外，后续政策发力的效果也有一定的不确定性。

分析师

张旭（执业证书编号：S0930516010001）

010-58452066

zhang_xu@ebscn.com

联系人

李枢川

010-58452065

lishuchuan@ebscn.com

相关报告

基本面复苏的起点、支撑与政策选择——从基本面看利率债系列之二

..... 2020-4-9

财政战“疫”，三箭齐发——从财政政策视角看3月27日中央政治局会议

..... 2020-3-28

疫情致利润明显下降，工业生产正在修复——对2020年1-2月工业利润点评兼债市观点

..... 2020-3-27

如何看基建资金补短口的四个选项——从政策看利率债系列之五

..... 2020-2-27

当前环境下看地方债——从政策看利率债系列之四

..... 2020-2-9

20个重要问题看清专项债——从政策看利率债系列之三

..... 2020-1-14

去库存接近底部，期限利差后续如何走？——从基本面看利率债系列之一

..... 2020-1-7

财政2020年如何提质增效？——从政策看利率债系列之二

..... 2019-12-22

积极的财政政策如何看？——从政策看利率债系列之一

..... 2019-12-7

事件

2020年4月10日国家统计局公布数据显示,2020年3月CPI同比上涨4.3%,涨幅比上月(5.2%)下降0.9个百分点;CPI环比下降1.2%,前值是增长0.8%;PPI同比下降1.5%,比上月多下降1个百分点;PPI环比下降1%。

点评

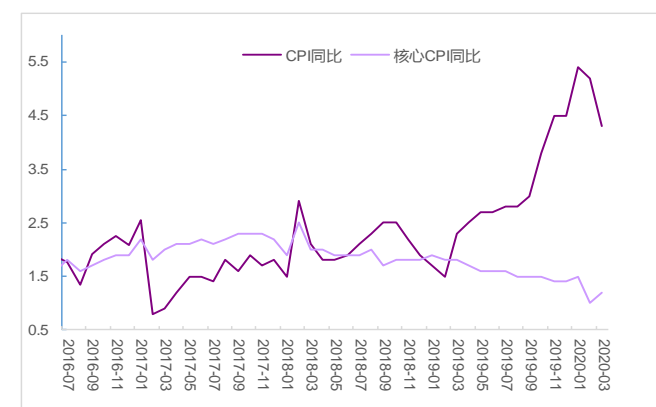
1、CPI增速仍然较高但已在快速回落

2020年3月CPI同比增速为4.3%，增速仍然较高，但比2月有明显回落。另外，根据统计局的测算，在4.3%的同比涨幅中，去年价格变动的翘尾影响约为3.3个百分点，新涨价影响只有约1个百分点。扣除翘尾因素的话，CPI整体水平已经较低，这个情况一方面是因为在供给不断改善的情况下，食品（主要是猪肉）供给不足引发价格向上的现象大幅改善，另一方面，也由于受疫情冲击，整体需求不足，价格也自然有所回落。

2020年3月核心CPI同比上涨1.2%，比上月高出0.2个百分点。继2月核心CPI创2013年1月有该项数据统计以来新低后，3月核心CPI终于有所回升，但后续仍需观察其是否会出现再次下降的情况。

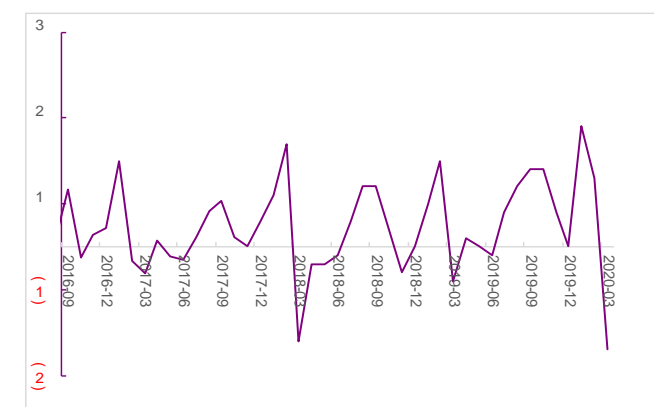
2020年3月CPI环比下降1.2%，前值是增长0.8%，环比增速在2月、3月持续下降，3月更是快速下降到负值。这一情况，一方面是由于3月复工复产逐步加快，交通物流逐渐恢复，食品供给改善引致（食品价格环比由2月上涨4.3%转为下降3.8%），另一方面也印证了需求受疫情冲击后目前仍处于修复期，回到之前水平尚待一定时间。

图1：3月CPI快速回落



资料来源：wind，光大证券研究所 纵轴：%

图2：CPI环比增速持续下降，3月则转负值



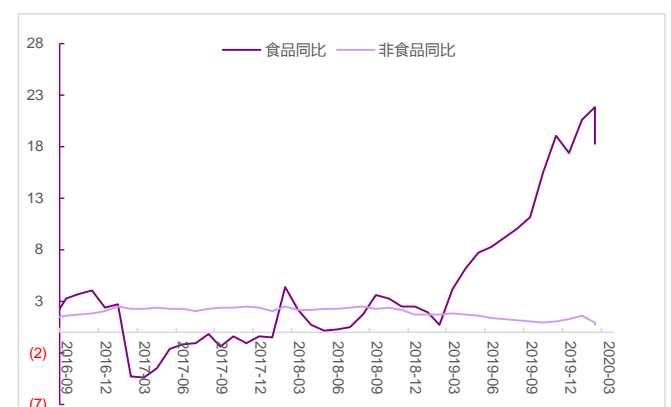
资料来源：wind，光大证券研究所 纵轴：%

分项来看，食品价格和非食品价格增速均出现回落，但食品价格仍然是影响CPI走势的主要因素。2020年3月食品价格同比增长18.3%，比上月(21.9%)

下降 3.6 个百分点，增速脱离之前持续上扬通道，且增速下降明显；非食品价格同比增长 0.7%，与上月（0.9%）相比下降 0.2 个百分点，增速连续两个月回落。

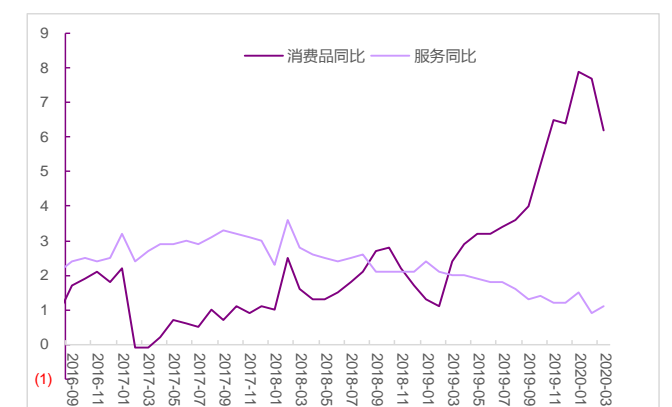
消费品价格增速快速回落，服务价格稍有上升。消费品价格 2020 年 3 月同比增长 6.2%，比上月下降 1.7 个百分点；服务价格同比增长 1.1%，增速比上月高出 0.2 个百分点。

图 3：食品和非食品价格增速 3 月均回落



资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：% (2) (7)

图 4：消费品价格增速 3 月快速下降



资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：% (1)

后续 CPI 中新涨价因素继续减弱，但由于翘尾因素的存在，2020 年全年 CPI 整体水平不会太低，预计全年 CPI 价格中枢在 3% 左右，因此观察物价和通胀不能仅盯着 CPI，而应观察更多物价指标。

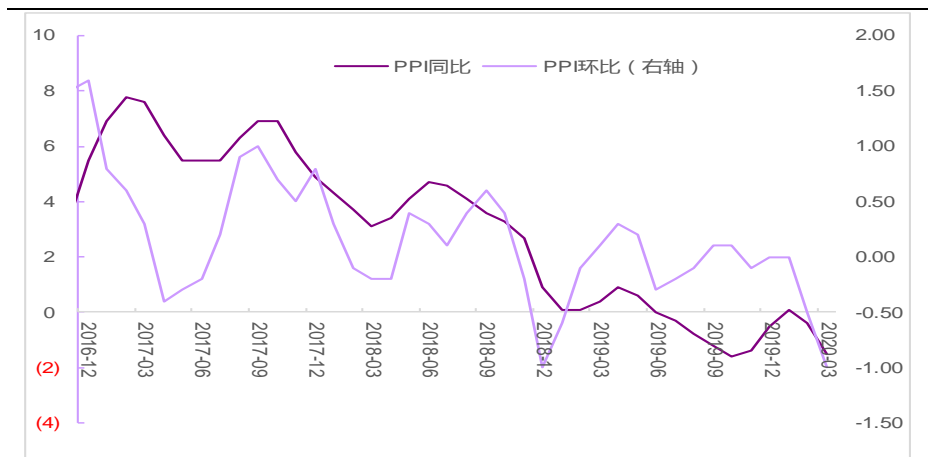
2、PPI 降幅有所扩大，连续两月处负值区间

2020 年 3 月 PPI 同比下降 1.5%，降幅比上月多出 1 个百分点，连续两个月处于负值区间，且去年价格变动的翘尾影响约为 0，价格下降全部来自新涨价因素。2020 年 3 月 PPI 环比下降 1%，与上月相比，继续现下降态势。

分项来看，2020 年 3 月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。生产资料中各分项价格均有所下降，采掘、原材料、加工三项的同比增速分别为 -4.0、-5.2 和 -1.2 个百分点。生活资料价格同比上涨 1.2%，与上月相比下降 0.2 个百分点。

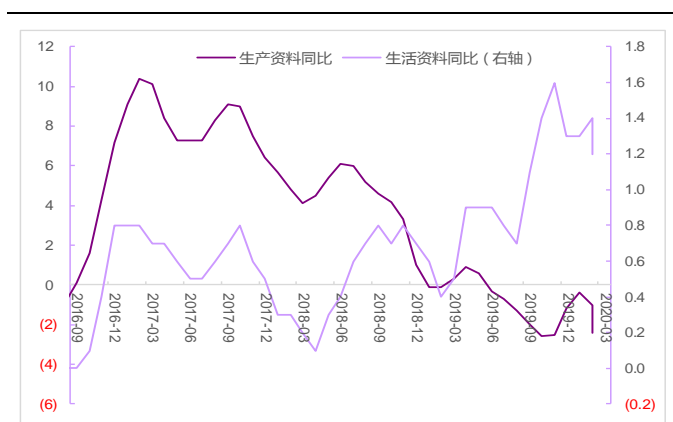
3 月份 PPI 继续走弱，主要影响还是来自疫情影响导致的工业生产没有恢复到之前水平。目前基本面尚属于修复阶段，预计 PPI 在整个 2 季度都会处于负值区间，3 季度则要看基本面复苏的状况。目前疫情已经冲击到需求，导致总需求出现严重不足的情况，CPI 和 PPI 增速均出现快速回落则印证了这一情况，后续要想使基本面尽快复苏，需要政策加码。

图 5：3 月 PPI 同比和环比降幅均有所扩大



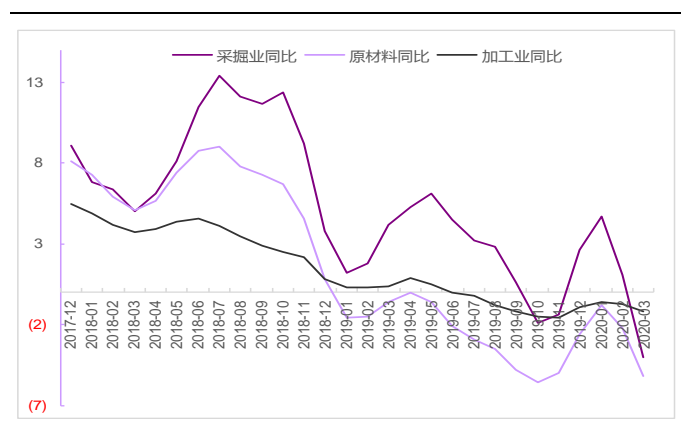
资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：%

图6: 3月生产资料价格降幅继续扩大



资料来源：wind，光大证券研究所 纵轴：%

图7: 3月生产资料价格各项增速比2月有所回落



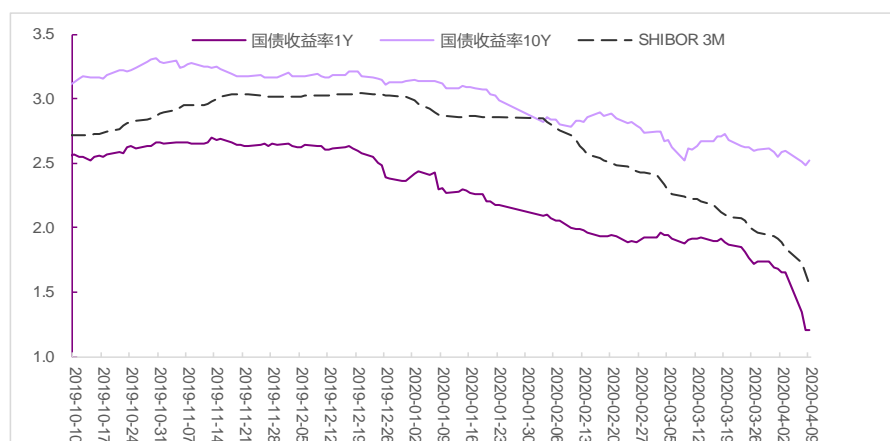
资料来源：wind，光大证券研究所 纵轴：%

3、债市观点

我们认为，后续的政策将沿着政治局会议和国常会布置的方向，围绕疫情防控、中小微企业纾困、湖北区域扶助、刺激消费、专项债扩容推基建等领域发力，推动基本面复苏。二季度是基本面修复阶段，经济反弹确定但幅度存疑，CPI 将持续回落。下半年基建将进一步发力，托举经济；居民消费能力也会继续提升；三季度外部环境可能有所改善，但海外经济预计仍将处于修复阶段，因此外需（包括出口以及制造业）真正改善可能需要到四季度。通胀方面，CPI 预计将进一步下降，但由于翘尾效应的存在，预计全年仍可能保持在 3% 以上水平；PPI 或将在下半年逐步回升并可能转正。

二季度基本面处于修复期，经济增速不会太高，CPI 仍处较高位置，债市在境外疫情仍存不确定性以及政策宽松环境下可能低位震荡，但 10Y 国债收益率持续向下突破有一定的阻力。下半年随着经济的快速复苏以及国外疫情逐步控制，10Y 国债收益率预计会有明显提升。

图 8：4 月份以来国债收益率继续下探



资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：%

注：数据截至 2020 年 4 月 9 日

4、风险提示

目前境外疫情仍在快速蔓延，境内疫情也有零星病例出现，因疫情防控带来生产、消费方面的影响仍需持续一段时间。另外，后续政策发力的效果也有一定的不确定性。

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_5942

