

3月通胀点评

需求不振，通胀回落

CPI 同比继续回落，PPI 同比低于预期；关注需求可能处于弱复苏之下。

- 3月CPI环比-1.2%，同比增长4.3%。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，新涨价影响约为1.0个百分点。1-3月平均，CPI比去年同期上涨4.9%。
- 3月食品价格上涨18.3%，涨幅回落3.6个百分点，影响CPI上涨约3.70个百分点；非食品价格上涨0.7%，涨幅回落0.2个百分点，影响CPI上涨约0.57个百分点。
- 短期内通胀回落是趋势，但2020年在粮食和能源价格波动扰动下，叠加全球竞相大额宽松的货币和财政政策，全球通胀形势依然较为不确定。
- 我们关注的房租价格经连续六个月环比负增长，3月环比增长-0.2%，明显弱于2011年以来历史同期平均水平0.62%，考虑到今年受到新冠疫情影响，人口流动较往年有所下降，拖累房租价格表现，我们继续关注需求的变化。
- 3月PPI环比增长-1%，同比增长-1.5%，PPIRM同比增长-1.6%。在3月份1.5%的同比降幅中，去年价格变动的翘尾影响约为0，新涨价影响约为-1.5个百分点。1-3月平均，PPI比去年同期下降0.6%。
- 从环比看，调查的40个工业行业大类看，价格上涨的有10个，下降的28个，持平的2个，受国际大宗商品价格下行等因素影响，原油、钢材和有色金属等行业产品价格降幅有所扩大。
- 生产资料价格走弱的趋势在市场预期当中，但价格明显弱于市场预期，生活资料价格的走弱，可能指向了未来需求的恢复需要一个过程，加之当前外需也出现了明显回落的趋势，预计4月PPI同比增速将继续回落，2020年PPI同比整体或难转正。

风险提示：疫情在全球传播时间过长，全球经济下行幅度超预期；国内通胀压力较高。

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观及策略：宏观经济

张晓娇

(8621)2032 8517

xiaojiao.zhang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300514010002

朱启兵

(8610)66229359

qibing.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

CPI

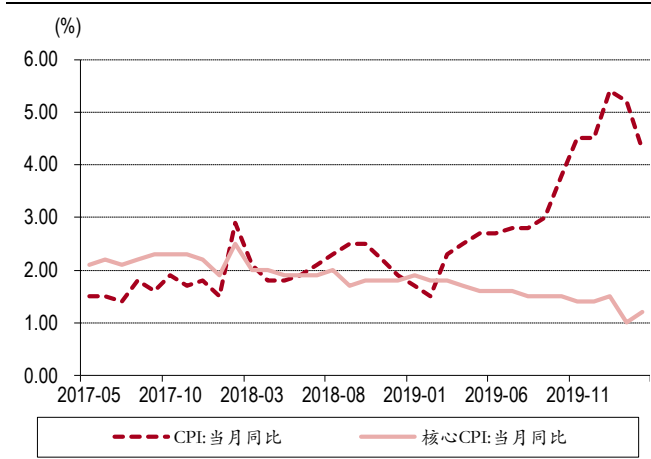
受食品和油价影响 CPI 同比增速回落。3月CPI环比-1.2%，较2月下降2个百分点。从分项看，环比增速上升的仅有医疗保健和其他用品服务，分别环比增长0.2%和0.4%，环比增速下降明显的包括食品烟酒（-2.7%）、交通通信（-2.5%），其他项目下降幅度为居住（-0.3%），以及生活用品和服务、衣着、教育文化娱乐（-0.1%）。3月CPI同比增长4.3%，较2月增速下行0.9个百分点，核心CPI同比增长1.2%，较2月上升了0.2个百分点，服务价格同比增长1.1%，较2月上升0.5个百分点，消费品价格同比增长6.2%，较2月同比增速下降1.7个百分点。从分项看，食品烟酒3月增长13.6%，涨幅最为明显，交通通信同比增长-3.8%，增幅最低。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，新涨价影响约为1.0个百分点。1-3月平均，CPI比去年同期上涨4.9%。

复工复产逐步加快，交通物流逐渐恢复，物价有趋于平稳的趋势。食品价格上涨18.3%，涨幅回落3.6个百分点，影响CPI上涨约3.70个百分点，其中猪肉价格上涨116.4%，涨幅回落18.8个百分点，鲜菜价格由上月上涨转为下降0.1%；非食品价格上涨0.7%，涨幅回落0.2个百分点，影响CPI上涨约0.57个百分点。非食品中，受国际原油价格波动影响，汽油、柴油和液化石油气价格分别环比下降9.7%、10.5%和4.3%，对CPI下行影响较大。

短期内通胀回落是趋势，但2020年全球通胀形势不确定性较大。国内方面，自3月开始新冠疫情的冲击逐渐回落，生产生活逐步恢复常态，随着复工和物流的恢复，物价回落趋势较为显著，我们预计4月CPI同比增速将继续回落。但同时疫情对海外的直接影响和对国内的间接影响值得关注，目前国际已经一致预期2020年全球经济增速陷入萎缩，并且国际贸易同比将出现大幅负增长，部分国家开始限制粮食出口，受到此前原油竞争性增产影响原油价格大幅下跌也在4月出现转机和拐点。在粮食和能源价格波动扰动下，叠加全球竞相大额宽松的货币和财政政策，2020年通胀形势依然较为不确定。

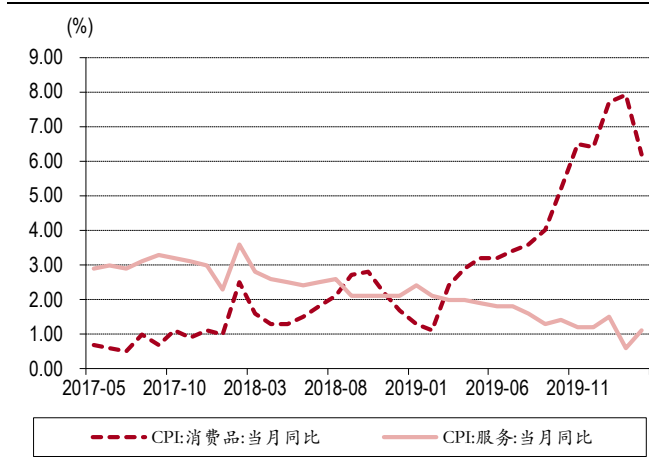
关注国内需求的变动。我们关注的房租价格经连续六个月环比负增长，3月环比增长-0.2%，明显弱于2011年以来历史同期平均水平0.62%，考虑到今年受到新冠疫情影响，人口流动较往年有所下降，拖累房租价格表现，我们继续关注需求的变化。另外3月服务价格也继续较历史同期水平走弱，但幅度有所收敛，我们认为自疫情恢复需要一个过程，但当前服务业整体需求依然没有恢复到正常水平上。未来需要关注就业的变化来跟踪需求的潜在变化趋势。

图表 1. CPI 和核心 CPI 同比走势



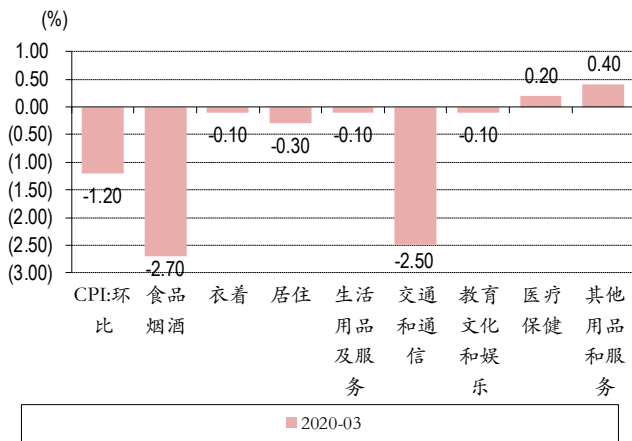
资料来源：万得，中银证券

图表 2. 消费品和服务 CPI 当月同比



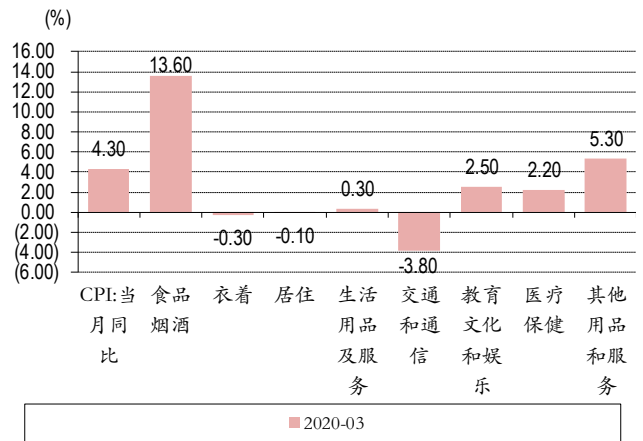
资料来源：万得，中银证券

图表 3. CPI 环比走势



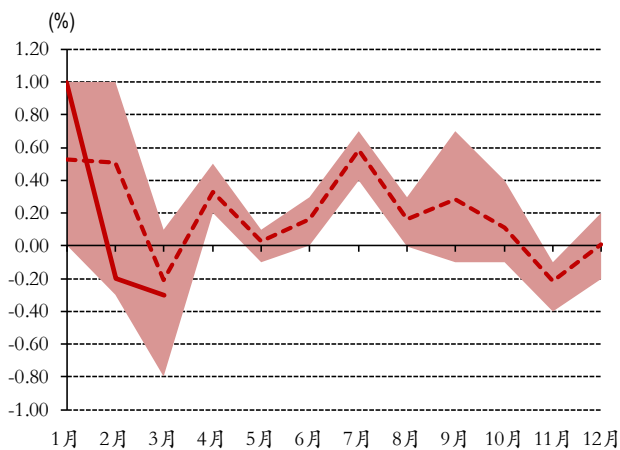
资料来源: 万得, 中银证券

图表 4. CPI 同比走势



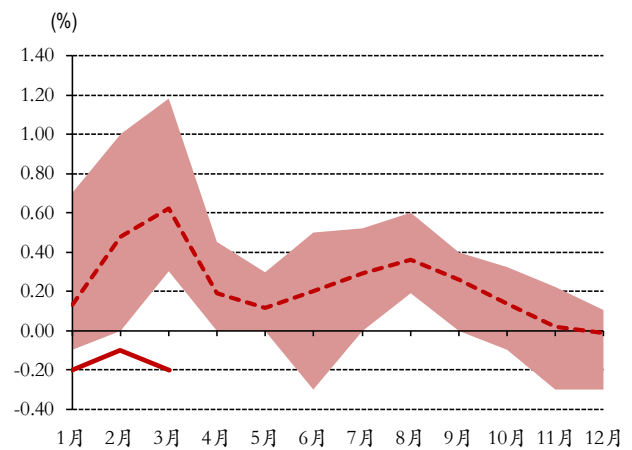
资料来源: 万得, 中银证券

图表 5. 服务价格继续较历史同期走弱



资料来源: 万得, 中银证券

图表 6. 房租继续环比负增长



资料来源: 万得, 中银证券

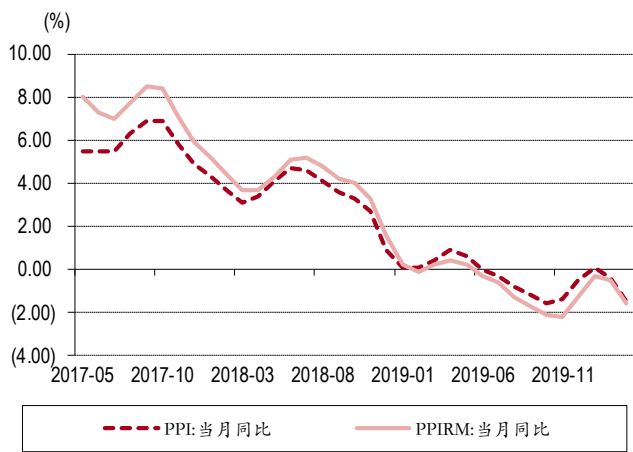
PPI

PPI 回落幅度超市场预期。3 月 PPI 环比增长-1%，其中生产资料环比增长-1.2%，生活资料环比增长-0.2%。3 月 PPI 同比增长-1.5%，较 2 月下降 1.1 个百分点，其中生产资料同比增长-2.4%，较 2 月下降 1.4 个百分点，生活资料同比增长 1.2%，较 2 月下降 0.2 个百分点。PPIRM 同比增长-1.6%，较 2 月下降 1.1 个百分点，从构成来看，上涨的产品仅包括农副产品类增长 7.2%，建筑材料类上涨 3.1%，下跌较多的产品包括化工原料类增长-7.2%，有色金属类-4.8%，燃料动力类-4%，纺织原料类-2.9%。在 3 月份 1.5% 的同比降幅中，去年价格变动的翘尾影响约为 0，新涨价影响约为-1.5 个百分点。1-3 月平均，PPI 比去年同期下降 0.6%。

需求走弱影响工业品价格全面走弱。3 月生产资料价格中，采掘业环比-3.5%，原材料业环比-2.7%，加工业环比-0.5%，各项环比增速均较 2 月继续下行。从环比看，调查的 40 个工业行业大类看，价格上涨的有 10 个，下降的 28 个，持平的 2 个，受国际大宗商品价格下行等因素影响，原油、钢材和有色金属等行业产品价格降幅有所扩大。3 月以后复工复产情况环比好于 2 月，但从 PMI 指标的反弹力度看，需求复苏的幅度依然较弱，预计接下来需求将持续处于弱复苏的过程中。在刺激经济增长因素带动下，需要关注不同细分行业受到政策提振的程度不同，反应在价格上。

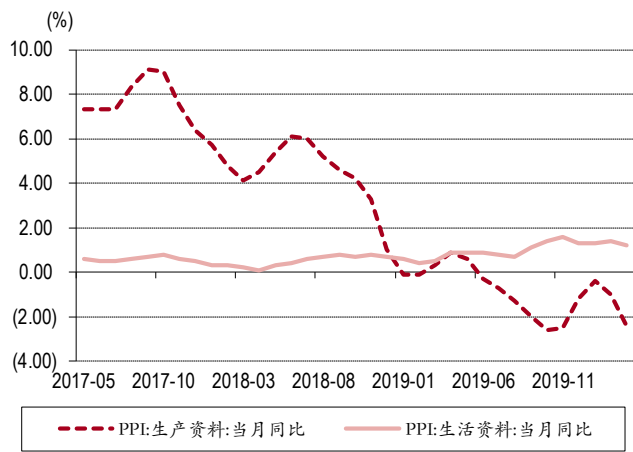
生产生活资料价格都走弱。生产资料价格走弱的趋势在市场预期当中，但价格明显弱于市场预期，生活资料价格的走弱，可能指向了未来需求的恢复需要一个过程，加之当前外需也出现了明显回落的趋势，预计 4 月 PPI 同比增速将继续回落，2020 年 PPI 同比整体或难转正。

图表 7. PPI 和 PPIRM 当月同比增长



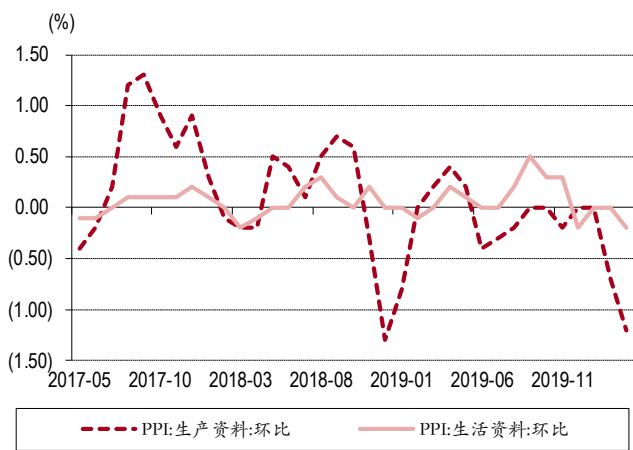
资料来源：万得，中银证券

图表 8. PPI 生产资料和生活资料当月同比走势



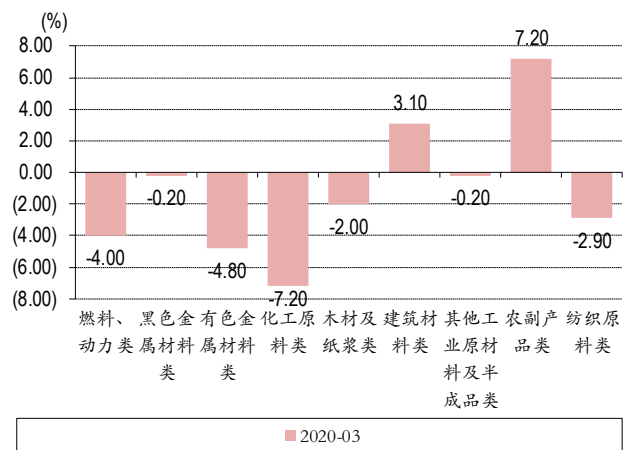
资料来源：万得，中银证券

图表 9. PPI 生产资料和生活资料环比走势



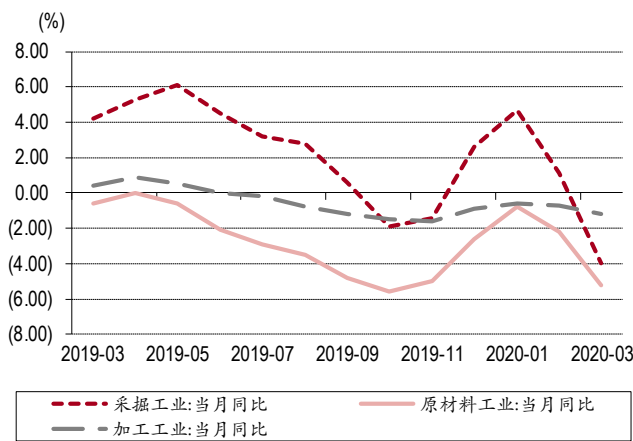
资料来源：万得，中银证券

图表 10. PPIRM 构成当月同比



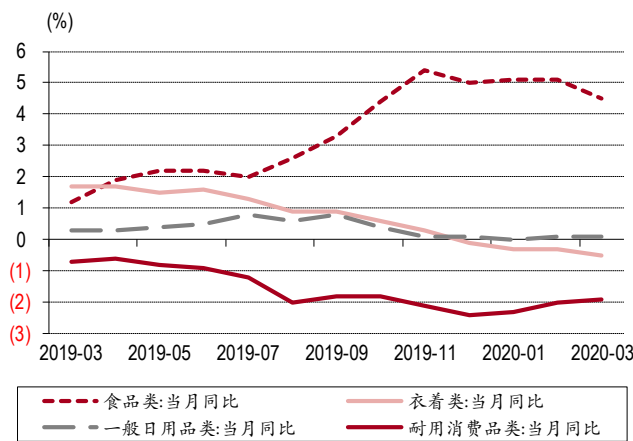
资料来源：万得，中银证券

图表 11. 生产资料价格同比快速下行



资料来源：万得，中银证券

图表 12. 生活资料价格也略显疲弱



资料来源：万得，中银证券

风险提示：疫情在全球传播时间过长，全球经济下行幅度超预期；国内通胀压力较高。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

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_5946

