日期：2020 年 4 月 10 日

价格趋低打开利率体系下行空间

——2020 年 3 月物价数据点评

分析师：陈彦利
Tel：021-53686170
E-mail：chenyanli@shzq.com
SAC 证书编号： S0870517070002

■ **主要观点：**

复工稳产消费品价格回落，工业品跌幅加深

CPI 高位明显回落。从环比看，CPI 由上月上涨 0.8%转为下降 1.2%。由于复工复产的加快，交通物流的逐渐恢复，消费品的供给明显有了保障，有利于价格的回落，尤其是食品。从同比来看，CPI 上涨 4.3%，涨幅比上月回落 0.9 个百分点。其中，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。扣除食品和能源价格的核心 CPI 同比上涨 1.2%，涨幅比上月扩大 0.2 个百分点，但仍处于低位运行。由于油价拖累，PPI 跌幅进一步加深。从环比看，PPI 下降 1.0%，降幅比上月扩大 0.5 个百分点。3 月由于国际油价的暴跌，导致主要大宗商品价格均有所下行，原油、钢材和有色金属等行业产品价格降幅有所扩大。从同比来看，PPI 下降 1.5%，降幅比上月扩大 1.1 个百分点。主要行业中，石油、化工、黑色、有色等行业跌幅扩大。整体来看，消费品工业品价格双双回落。

资本市场波动中向好

中国资本市场中波动中向好趋势不变，核心资产仍是首选。海外疫情恶化导致海外市场波动性加大，非常规政策增多，情绪传染暂时会增加市场波动性，但在经济好转确认、利率下降、流动性趋松下，资本市场好转趋势不变。海内外疫情的变化带来的预期变化和货币政策操作框架变化，推动了中国利率期限结构下降，形状改善，信用风险缓释态势延续，市场平稳中趋于活跃；股市伴随通胀预期扭转和经济内生动力上行，趋向好转，分化延续、核心资产中科技主线突出。货币政策宽松的降低市场利率效应，更是对债市有直接地推动作用。年初降准+降息后，货币市场利率水平已下台阶，此次定向降准以及超额准备金率的下调，打开了短端下行空间，利率下行的趋势不变。

价格趋低打开利率体系下行空间

季节性价格下降叠加猪肉价格的趋势性下行，使得 3 月份的价格环比回落幅度超过以往正常年份。生猪生产的恢复及供应紧张状况的缓解，使得猪肉价格缓慢下行态势仍将持续。另一方面，定价体系变化带来国际原油市场低位震荡趋势，也将延续较长时期；受此影响，国际大宗商品市场价格低迷态势也将延续。因此，国内价格在经济运行压力较大情况下，继续回落趋势不变；工业品价格轻微萎缩态势也将延续。价格趋低为货币当局降低融资利率打开了空间，未来货币当局将进一步调降各类基础货币投放工具的利率，从而引导货币市场利率、进而整个市场利率体系下行。不过中国当前市场利率体系的最要问题是理财利率等刚性较大，这反映了流动性分布结构仍有完善的空间，即需要继续推动资金由金融领域转向实体部门，从而推动实体领域融资利率的下降，尤其是中小企业融资利率的下降。

重要提示：请务必阅读尾页分析师承诺和免责条款。

事件：3 月 CPI、PPI 数据公布

国家统计局数据显示，2020 年 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%。3 月份，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%。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%。

表 1：3 月 CPI、PPI 数据预期（%）

	实际值	上海证券	上月值	去年同期
CPI 同比	4.3	4.9	5.2	2.3
PPI 同比	-1.5	-0.7	-0.4	0.4

数据分析：数据特征和变动原因

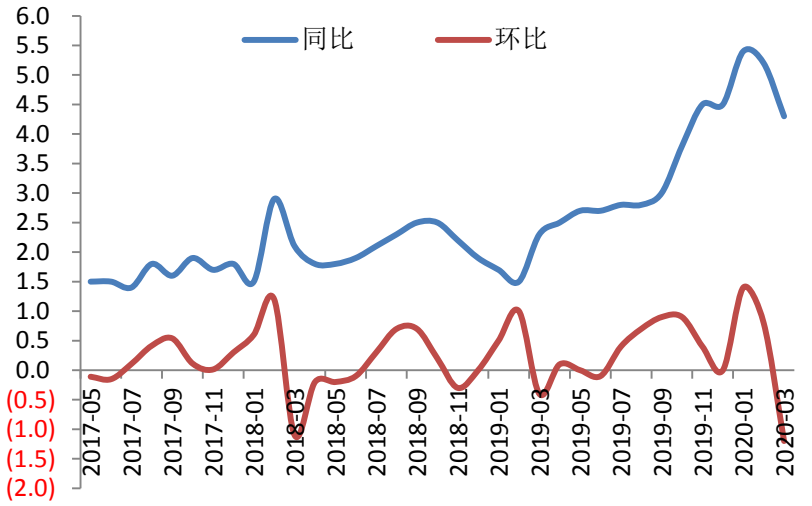
1. 复工稳产，消费品价格回落

从环比看，CPI 由上月上涨 0.8%转为下降 1.2%。由于复工复产的加快，交通物流的逐渐恢复，消费品的供给明显有了保障，有利于价格的回落，尤其是食品。食品价格由上月上涨 4.3%转为下降 3.8%，影响 CPI 下降约 0.90 个百分点，是带动 CPI 由涨转降的主要因素。食品中，粮油供应稳定，粮食价格持平，食用油价格下降 0.1%；春季时令菜上市量增加，物流运输成本下降，鲜菜价格下降 12.2%；猪肉价格随着供给的增加，尤其是各地储备肉的加大投放后明显回落，下降 6.9%；由于市场供应充足，鸡蛋、水产品和鲜果价格分别下降 5.1%、3.5%和 0.2%。非食品价格下降 0.4%，降幅比上月扩大 0.2 个百分点，影响 CPI 下降约 0.32 个百分点。非食品中，3 月由于国际油价的暴跌，汽油、柴油和液化石油气价格分别下降 9.7%、10.5%和 4.3%；疫情期间出行需求大幅减少，飞机票价格下降 28.5%。

从同比来看，CPI 上涨 4.3%，涨幅比上月回落 0.9 个百分点。其中，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。食品中，猪肉价格上涨 116.4%，涨幅回落 18.8 个百分点；牛肉、羊肉、鸡肉和鸭肉价格涨幅在 10.7%—21.7%之间；鲜菜价格由上月上涨转为下降 0.1%；鲜果价格下降 6.1%，降幅扩大 0.5 个百分点。非食品中，教育文化和娱乐、医疗保健价格分别上涨 2.5%和

2.2%，交通和通信价格下降 3.8%。3 月份，扣除食品和能源价格的核心 CPI 同比上涨 1.2%，涨幅比上月扩大 0.2 个百分点，但仍处于低位运行。据测算，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，新涨价影响约为 1.0 个百分点。

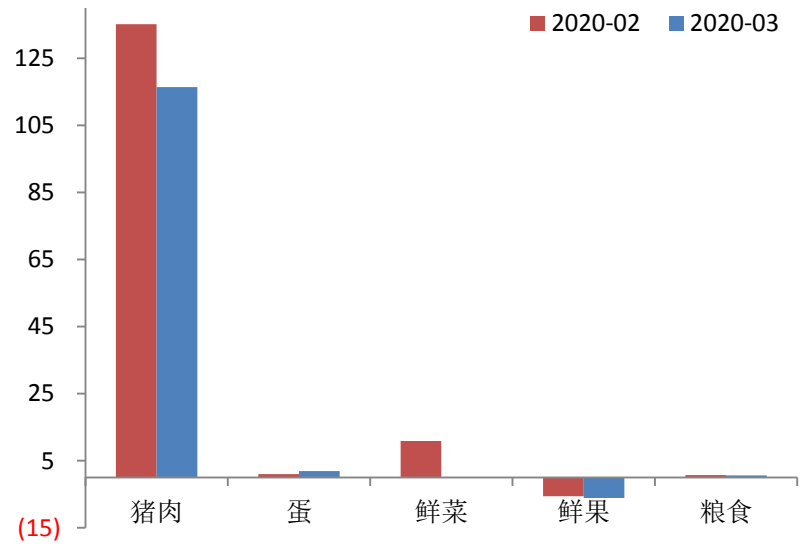
图 1：CPI 同比、环比(%)



数据来源： wind，上海证券研究所

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。

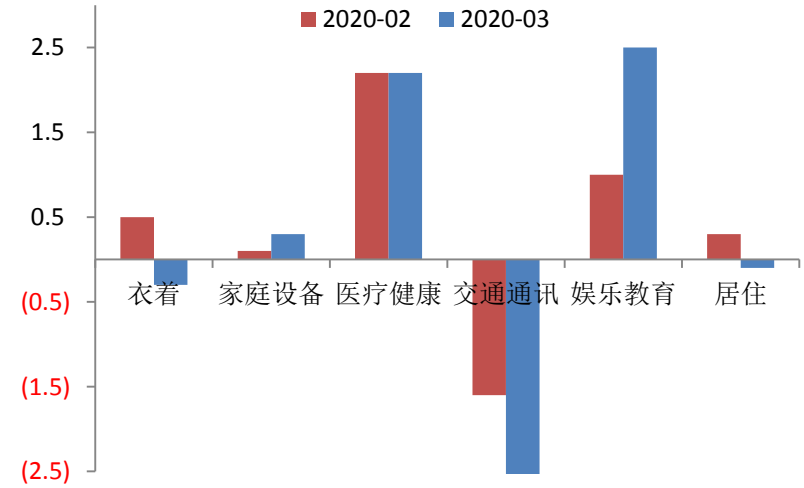
图 2：食物价格分项同比（%）



数据来源： wind，上海证券研究所

3 月，其他七大类价格同比四涨三降。其中，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：非食物分项同比（%）



数据来源：wind，上海证券研究所

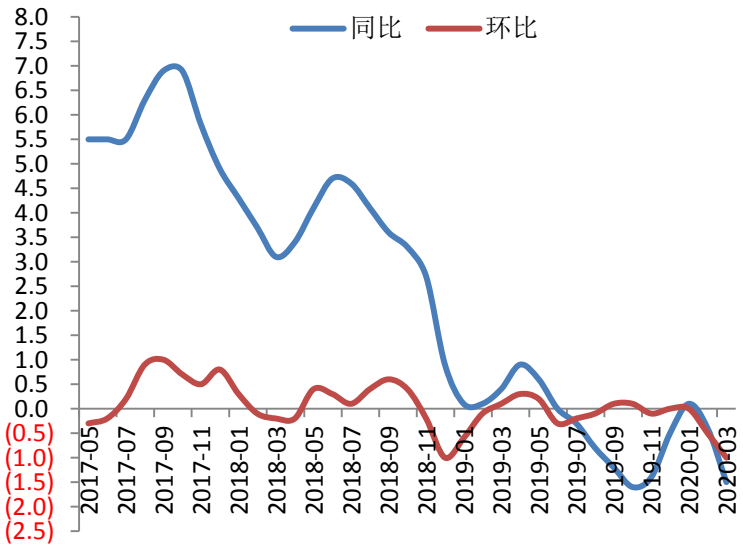
2. 油价拖累，PPI 跌幅加深

从环比看，PPI 下降 1.0%，降幅比上月扩大 0.5 个百分点。其中，生产资料价格下降 1.2%，降幅扩大 0.5 个百分点；生活资料价格由平转降，下降 0.2%。从调查的 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。3 月由于国际油价的暴跌，导致主

要大宗商品价格均有所下行，原油、钢材和有色金属等行业产品价格降幅有所扩大。其中，石油和天然气开采业下降 17.0%，扩大 6.0 个百分点；石油、煤炭及其他燃料加工业下降 7.8%，扩大 3.4 个百分点；有色金属冶炼和压延加工业下降 3.5%，扩大 2.0 个百分点；黑色金属冶炼和压延加工业下降 1.9%，扩大 0.5 个百分点。上述四个行业合计影响 PPI 下降约 0.67 个百分点。农副食品加工业价格由涨转降，下降 0.5%。煤炭开采和洗选业价格由平转涨，上涨 0.3%。

从同比来看，PPI 下降 1.5%，降幅比上月扩大 1.1 个百分点。其中，生产资料价格下降 2.4%，降幅扩大 1.4 个百分点；生活资料价格上涨 1.2%，涨幅回落 0.2 个百分点。主要行业中，石油、化工、黑色、有色等行业跌幅扩大。主要行业中，价格降幅扩大的有石油和天然气开采业，下降 21.7%，扩大 21.3 个百分点；石油、煤炭及其他燃料加工业，下降 10.6%，扩大 9.8 个百分点；化学原料和化学制品制造业，下降 5.3%，扩大 1.0 个百分点；黑色金属冶炼和压延加工业，下降 3.9%，扩大 3.0 个百分点。煤炭开采和洗选业价格下降 3.6%，降幅收窄 0.4 个百分点。有色金属冶炼和压延加工业价格由涨转降，下降 3.5%。据测算，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。

图 4：PPI 同比、环比（%）

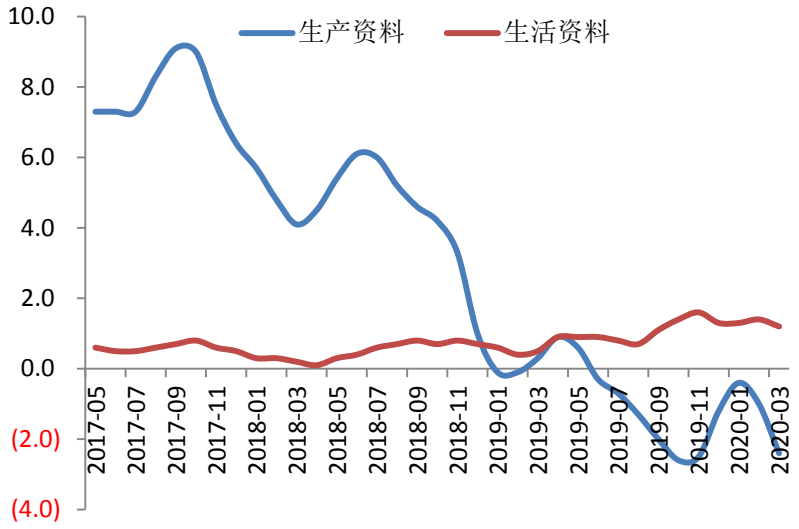


数据来源：wind，上海证券研究所

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。其中，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。其中，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%。

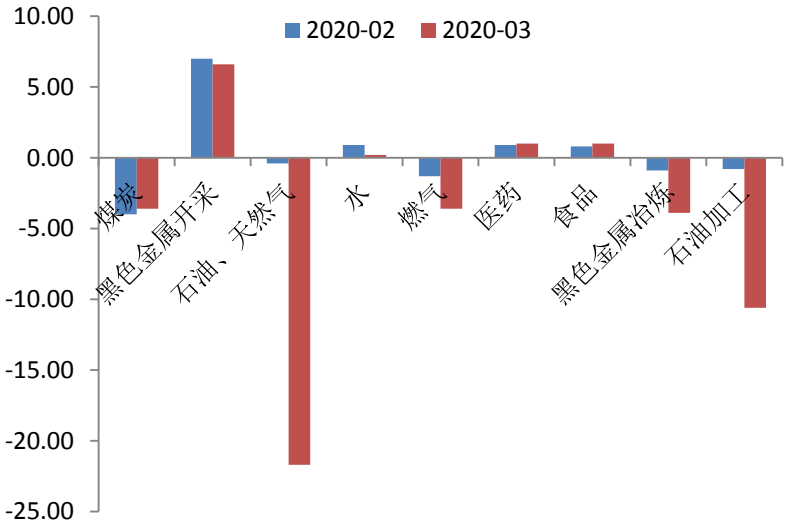
图 1：生产资料和生活资料价格指数（%）



数据来源：wind，上海证券研究所

工业生产者主要行业出厂价格中，煤炭开采和洗选业价格同比下降 3.6%，降幅收窄 0.4 个百分点；黑色金属矿采选业上涨 6.6%，涨幅收窄 0.4 个百分点；石油和天然气开采业下降 21.7%，降幅扩大 21.3 个百分点；石油、煤炭及其他燃料加工业下降 10.6%，降幅扩大 9.8 个百分点；黑色金属冶炼和压延加工业下降 3.9%，降幅扩大 3 个百分点。

图 6：PPI 细项（%）



数据来源：wind，上海证券研究所

事件影响：对经济和市场

复工稳产消费品价格回落，工业品跌幅加深

食品价格下跌带动 CPI 明显回落。从环比看，CPI 由上月上涨 0.8%转为下降 1.2%。由于复工复产的加快，交通物流的逐渐恢复，消费品的供给明显有了保障，有利于价格的回落，尤其是食品。食品价格由上月上涨 4.3%转为下降 3.8%，影响 CPI 下降约 0.90 个百分点，是带动 CPI 由涨转降的主要因素。食品中，粮油供应稳定，粮食价格持平，食用油价格下降 0.1%；春季时令菜上市量增加，物流运输成本下降，鲜菜价格下降 12.2%；猪肉价格随着供给的增加，尤其是各地储备肉的加大投放后明显回落，下降 6.9%；由于市场供应充足，鸡蛋、水产品和鲜果价格分别下降 5.1%、3.5%和 0.2%。非食品价格下降 0.4%，降幅比上月扩大 0.2 个百分点，影响 CPI 下降约 0.32 个百分点。非食品中，3 月由于国际油价的暴跌，汽油、柴油和液化石油气价格分别下降 9.7%、10.5%和 4.3%；疫情期间出行需求大幅减少，飞机票价格下降 28.5%。从同比来看，CPI 上涨 4.3%，涨幅比上月回落 0.9 个百分点。其中，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。食品中，猪肉价格上涨 116.4%，涨幅回落 18.8 个百分点；牛肉、羊肉、鸡肉和鸭肉价格涨幅在 10.7%—21.7%之间；鲜菜价格由上月上涨转为下降 0.1%；鲜果价格下降 6.1%，降幅扩大 0.5 个百分点。非食品中，教育文化和娱乐、医疗保健价格分别上涨 2.5%和 2.2%，交通和通信价格下降 3.8%。3 月份，扣除食品和能源价格的核心 CPI 同比上涨 1.2%，涨幅比上月扩大 0.2 个百分点，但仍处于低位运行。据测算，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，新涨价影响约为 1.0 个百分点。

由于油价拖累，PPI 跌幅进一步加深。从环比看，PPI 下降 1.0%，降幅比上月扩大 0.5 个百分点。其中，生产资料价格下降 1.2%，降幅扩大 0.5 个百分点；生活资料价格由平转降，下降 0.2%。从调查的 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。3 月由于国际油价的暴跌，导致主要大宗商品价格均有所下行，原油、钢材和有色金属等行业产品价格降幅有所扩大。从同比来看，PPI 下降 1.5%，降幅比上月扩大 1.1 个百分点。其中，生产资料价格下降 2.4%，降幅扩大 1.4 个百分点；生活资料价格上涨 1.2%，涨幅回落 0.2 个百分点。主要行业中，石油、化工、黑色、有色等行业跌幅扩大。主要行业中，价格降幅扩大的有石油和天然气开采业，下降 21.7%，扩大 21.3 个百分点；石油、煤炭及其他燃料加工业，下降 10.6%，扩大 9.8 个百分点；化学原料和化学制品制造业，下降 5.3%，扩大 1.0 个百分点；黑色金属冶炼和压延加工业，下降 3.9%，扩大

3.0 个百分点。煤炭开采和洗选业价格下降 3.6%，降幅收窄 0.4 个百分点。有色金属冶炼和压延加工业价格由涨转降，下降 3.5%。据测算，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。

整体来看，随着复工稳产进一步加快，供给恢复，食品价格明显回落，CPI 高位逐步向下。而 PPI 则受油价的拖累，工业品通缩压力加大。

资本市场波动中向好

中国资本市场中波动中向好趋势不变，核心资产仍是首选。海外疫情恶化导致海外市场波动性加大，非常规政策增多，情绪传染暂时会增加市场波动性，但在经济好转确认、利率下降、流动性趋松下，资本市场好转趋势不变。海内外疫情的变化带来的预期变化和货币政策操作框架变化，推动了中国利率期限结构下降，形状改善，信用风险缓释态势延续，市场平稳中趋于活跃；股市伴随通胀预期扭转和经济内生动力上行，趋向好转，分化延续、核心资产中科技主线突出。货币政策宽松的降低市场利率效应，更是对债市有直接地推动作用。年初降准+降息后，货币市场利率水平已下台阶，此次定向降准以及超额准备金率的下调，打开了短端下行空间，利率下行的趋势不变。

趋势预测分析：

价格趋低打开利率体系下行空间

季节性价格下降叠加猪肉价格的趋势性下行，使得 3 月份的价格环比回落幅度超过以往正常年份。生猪生产的恢复及供应紧张状况的缓解，使得猪肉价格缓慢下行态势仍将持续。另一方面，定价体系变化带来国际原油市场低位震荡趋势，也将延续较长时期；受此影响，国际大宗商品市场价格低迷态势也将延续。因此，国内价格在经济运行压力较大情况下，继续回落趋势不变；工业品价格轻微萎缩态势也将延续。价格趋低为货币当局降低融资利率打开了空间，未来货币当局将进一步调降各类基础货币投放工具的利率，从而引导货币市场利率、进而整个市场利率体系下行。不过中国当前市场利率体系的最要问题是理财利率等刚性较大，这反映了流动性分布结构仍有完善的空间，即需要继续推动资金由金融领域转向实体部门，从而推动实体领域融资利率的下降，尤其是中小企业融资利率的下降。

分析师承诺

陈彦利

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，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意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

债券投资评级：

从安全性、收益性、流动性的三个角度，我们对债券投资价值的分类评级如下：

附表：上海证券债券投资价值评级分类

类型 内容	两全级	配置级	投资级	回避级
安全性	高	高	全分布	低
收益性	高	高	高	低
流动性	高	低	高	全分布

资料来源：上海证券研究所整理

按照我们的投资评级定义，由于机构投资特性的差异，不同债券的投资评级是适应不同机构需求的，对应关系有：

两全级--全序列机构：银行、保险、基金、券商、专业投资者；

配置级--配置主需求型机构：银行、保险；

投资级--收益主需求型机构：基金、券商、专业投资者。

投资评级基准：

安全性判断--主体评级+债项评级，经营、财务前景前瞻

收益性判断--市价与中债估值差距、STW。

流动性判断--融资适当性、交易规模（市场深度和广度）。投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。