



作者：黎轲 张威

电话：010-58352867

邮箱：like@xinhua.org

编辑：张 骐

审核：杜少军

官方网站：cnfic.com.cn

客服热线：400-6123115



## 需求冲击主导通胀走势 国际粮价波动对国内影响有限

3月CPI与PPI同比分别增长4.3%与-1.5%，CPI增速回落与PPI通缩加深程度均分别超过市场预期的4.7%和-1.1%。近期疫情在供给端对物价上涨的推动效用大为缓解，但是在需求端对物价下行的拖累效用仍然较强。鉴于我国主要粮食作物较强的自给自足能力和充足的库存供应，预计现阶段海外疫情肆虐带来的国际粮价上涨对国内粮食市场的影响较为有限，粮价难以成为国内通胀的主导因素。

需求低迷将主导CPI短期走势，预计CPI仍有下行压力。需求疲弱及原油价格低迷将对PPI的未来走势形成压制，短期内PPI将继续面临较大的下行压力。

## 目录

一、3月CPI增速回落超预期 .....	3
（一）需求冲击主导通胀走势 .....	4
（二）国际粮价波动对国内影响有限 .....	5
二、3月PPI通缩加深超预期 .....	5
三、未来物价走势展望 .....	8

## 图表目录

图表 1：3月CPI增速回落超预期 .....	3
图表 2：食品烟酒项拉动效用最强 .....	4
图表 3：3月PPI通缩加深超预期 .....	6
图表 4：生产资料与生活资料对PPI的同比拉动 .....	7
图表 5：重点行业PPI累计同比增长 .....	7

## 需求冲击主导通胀走势 国际粮价波动对国内影响有限

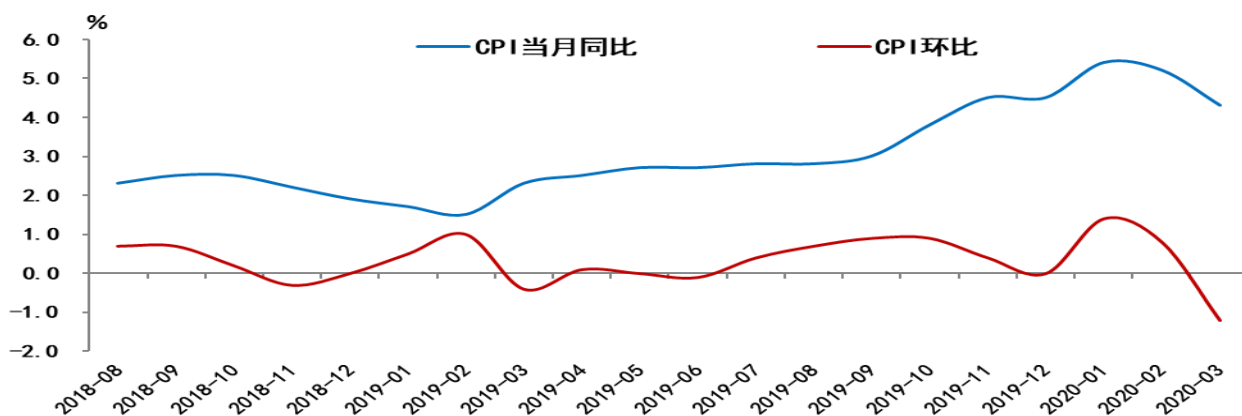
3月CPI与PPI同比分别增长4.3%与-1.5%，CPI增速回落与PPI通缩加深程度均超市场预期。近期疫情在供给端对物价上涨的推动效用大为缓解，但在需求端对物价下行的拖累效用仍然较强。鉴于我国主要粮食作物较强的自给自足能力和充足的库存供应，预计现阶段海外疫情肆虐带来的国际粮价上涨对国内粮食市场的影响较为有限，粮价难以成为国内通胀的主导因素。

需求低迷将主导CPI短期走势，预计CPI仍有下行压力。需求疲弱及原油价格低迷将对PPI的未来走势形成压制，短期内PPI将继续面临较大的下行压力。

### 一、3月CPI增速回落超预期

2020年3月份，CPI同比上涨4.3%，涨幅较2月回落0.9个百分点，预期为上涨4.7%。3月CPI环比下跌1.2%，跌幅远超季节性，为历史新低。具体来看，3月翘尾因素为CPI贡献了3.34个百分点，贡献较2月份收窄了0.41个百分点，较2019年同期大幅增加了2.24个百分点，对CPI的贡献率为77.67%。新涨价因素贡献了0.96个百分点，贡献较2月份大幅下降了1.31个百分点，较2019年同期增加了0.24个百分点，对CPI的贡献率为22.33%。3月份，扣除食品和能源价格的核心CPI同比上涨1.2%，涨幅较2月扩大0.2个百分点。

图表 1：3月CPI增速回落超预期



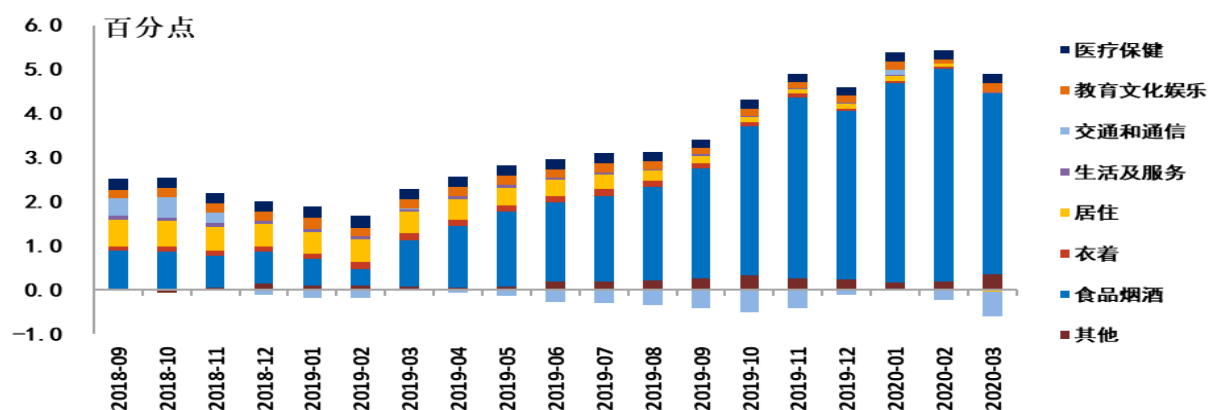
来源：新华财经

3月CPI中交通通信、服装、居住等分项负增长。具体来看，3月食品烟酒、生活用品、教育文化娱乐、医疗保健等项的同比增速分别为13.6%、0.3%、2.5%、2.2%，特别需要提出的是，3月交通通信、服装、居住等项分别同比下降3.8%、0.3%、0.1%。

从拉动效用看，3月CPI各分项涨多跌少。其中，食品烟酒拉动效用最强。3月食品烟酒

项同比增长13.6%，拉动CPI增长4.1个百分点，贡献率为95.3%，拉动效用本月最强，与2月相比拉动效用又增加了3个百分点。其余3月拉动效用较大的CPI分项还包括医疗保健、教育文化娱乐、生活与服务等，分别影响CPI上升了0.2、0.2、0.02个百分点。与此相对的是，3月交通和通信、衣着、居住等分项则为负拉动，分别拖累CPI下降0.55、0.02、0.02个百分点。

图表 2：食品烟酒项拉动效用最强



来源：新华财经

## （一）需求冲击主导通胀走势

需求端疲弱是3月CPI增速趋弱的主要因素。国内疫情好转后，CPI食品项的供给冲击消退，非食品项的需求疲弱仍存，叠加原油供给冲击，CPI整体下行。

3月食品与非食品环比增速出现同步下跌。食品项CPI环比下跌3.8%，食品价格基本上抹平2月涨幅，回落至春节前的水平。供给端，3月疫情下全国交通物流中断结束，农产品供给基本修复。家禽业饲料和屠宰环节复产复工率已经达到80%以上，非洲猪瘟疫情也已经得到了有效控制，生产势头向好，能繁母猪存栏环比连续4个月正增长。而需求端修复相对缓慢，一方面复工复学仍在进行中，批量食品消费仍未完全归位；另一方面前期疫情下的收入调整削弱了居民的消费意愿，受此影响，生猪养殖业甚至一改此前压栏节奏，加速出栏避免亏损。从同比来看，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3.7个百分点。其中，猪价同比涨幅回落18.8个百分点至116.4%，对CPI的拉动开始逐步减小。鲜菜价格同比由升转降，鲜果价格同比降幅扩大。

非食品CPI环比下跌0.4%。一方面原油价格下跌继续拖累了交通和通信以及居住项的表现。3月国际原油价格均价环比下跌幅度约40%左右，国内汽、柴油价格每吨分别降低1015元和975元，3月汽油、柴油、液化石油气价格分别下降9.7%、10.5%、4.3%。另一方面，疫情影响居民消费需求

仍未完全恢复。受出行大幅减少影响，飞机票价格下降28.5%。而其他服务项生活用品及服务、教育文娱环比亦下跌0.1%，仅医疗保健和其他用品服务项环比分别上涨0.2%和0.4%。从同比来看，3月非食品价格上涨0.7%，涨幅继续回落0.2个百分点。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%。

整体看，3月随着复产复工的推进，以及物流体系的逐步打通，**疫情在供给端对物价上涨的推动效用大为缓解，但是在需求端对物价下行的拖累效用仍然较强**。整体上，需求低迷将主导物价走势，未来物价或将主要呈现持续回落走势。

## （二）国际粮价波动对国内影响有限

3月以来，随着海外疫情的肆虐，各国基于天气、本国供应和交通物流等因素考量，相继宣布禁止或减少农产品出口，包括埃及、越南、哈萨克斯坦、塞尔维亚、俄罗斯、印度、柬埔寨等国，涉及的农产品包括大米、小麦粉、葵花籽油、玉米等粮食作物，带动国际粮食价格出现上涨。我们认为，现阶段海外疫情肆虐带来的国际粮价上涨对国内粮食市场的影响较为有限，**粮价难以构成国内通胀的主导因素**。一方面，我国主要粮食进口量占消费总量的比重较为有限。我国居民口粮主要由小麦、玉米、大米构成，而现阶段上述三种谷物的产量较高，均可实现基本自给。截至2019年末，我国小麦、玉米、大米的进口依赖度（进口依赖度=进口量/消费量）分别仅为3.1%、2.5%、1.68%，自给率均在96%以上。

另一方面，我国主要粮食作物的库存供应较为充足。测算表明我国主要粮食作物在零增情况下的库存可维持时间约为8-14个月。特别是我国小麦、玉米、大米产量高，库存充足。截至2019年末，我国小麦、玉米、大米的库存消费比（库存消费比=期末库存量/当年消费量）分别为115.8%、71.4%、82.6%。换算成可消费月份（零增长情况下），小麦、玉米、大米库存的可消费月数分别为13.9、8.6、9.9个月。

因此，无论自给自足能力还是库存供应，我国均具备较强的抵御外部粮价供给冲击的能力。

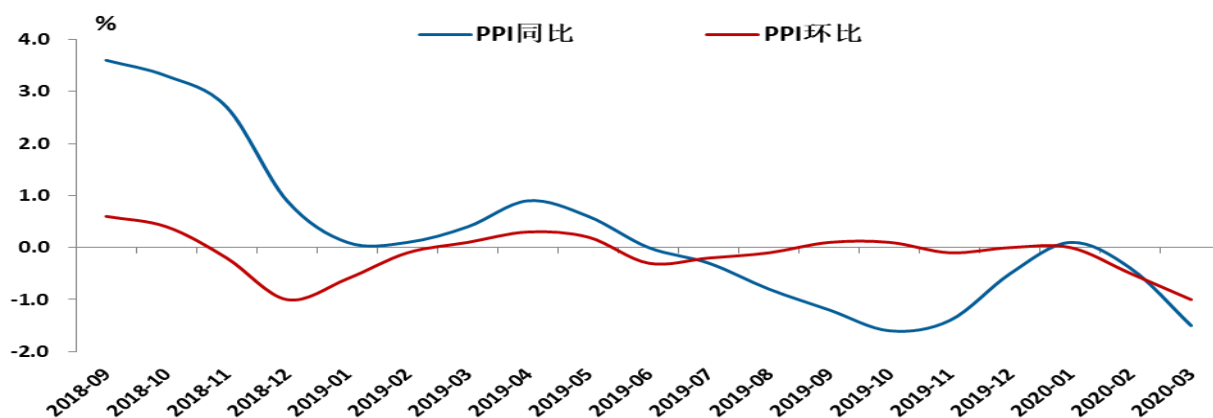
需要特别提出的是，我国大豆的进口依赖度为84.9%，国内消费大部分依赖进口，国际市场大豆价格波动对国内大豆市场的影响较大。同时，我国大豆库存消费比为21%，依靠库存可维持消费约2.5个月左右，市场冲击抵御能力较弱。

## 二、3月PPI通缩加深超预期

3月份，PPI环比下跌1%，跌幅较2月加深0.5个百分点。3月PPI同比下跌1.5%，跌幅环比大幅加深1.1个百分点，预期为下跌1.1%。据统计局测算，PPI在3月-1.5%的同比增速中，新涨价因素贡献了全部-1.5个百分点。

3月PPI通缩加深主要是由内外部需求齐落，以及原油价格下跌所致。一方面，现阶段海外国家遭受疫情冲击范围不断扩大，国际经济受到较大冲击。同时国内复工虽有推进，但复产仍慢，需求端较为疲弱。另一方面，近期国际原油价格大跌，引发国内原油和化工产业链的价格回落。3月WTI油价同比由前月的-8%大幅加深至-48%，带动国内石油开采业与加工业PPI同比分别大幅转负至-21.7%和-10.6%。

图表 3：3 月 PPI 通缩加深超预期



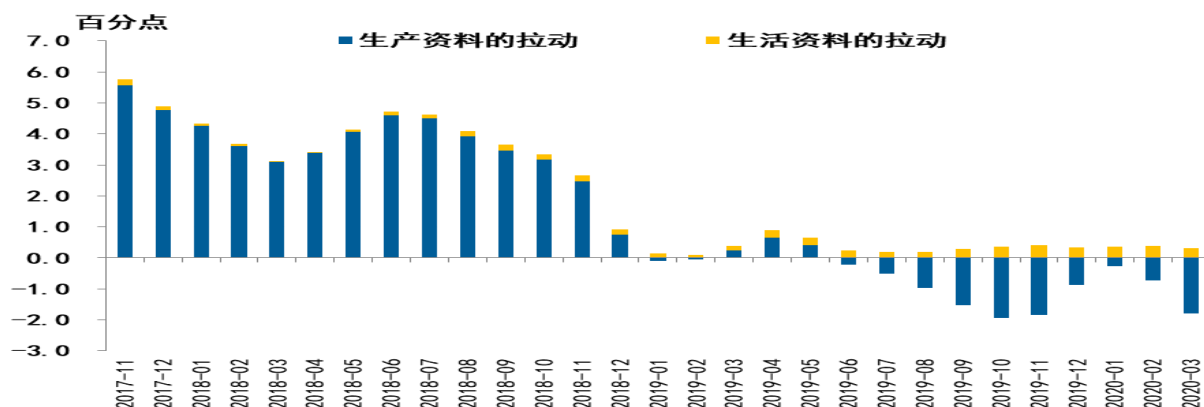
来源：新华财经

生产资料作为PPI的主要组成项，3月同比下跌2.4%，降幅加深1.4个百分点，影响PPI下降1.8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%，拉动PPI上涨0.3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%。

从环比看，工业生产者出厂价格中，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%。



图表 4：生产资料与生活资料对 PPI 的同比拉动

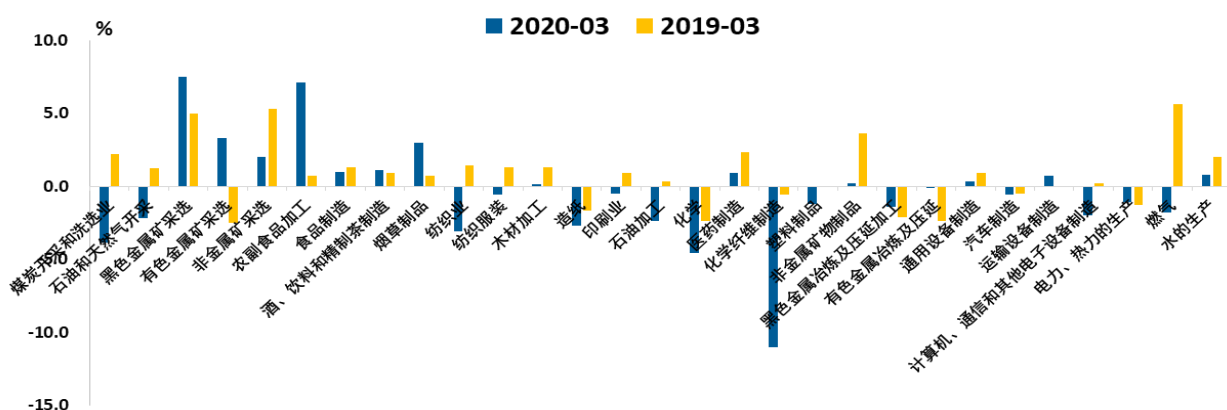


来源：新华财经

从行业环比看，调查的40个工业行业大类中，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。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%。

从行业同比看，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%。

图表 5：重点行业 PPI 累计同比增长



来源：新华财经

### 三、未来物价走势展望

**短期内CPI同比增速将继续回落。**随着复产复工的推进，以及物流体系的逐步打通，疫情在供给端对物价上涨的推动效用大为缓解，但是在需求端对物价下行的拖累效用仍然较强。整体上，需求低迷将主导物价走势，未来物价或将主要呈现持续回落走势。而疫情消退后，娱乐、旅行、耐用品等居民可选消费难以迅速恢复正常，也将对CPI未来走势形成压制。

**需求疲弱及原油价格低迷将对PPI形成压制。**2003年非典时期4-6月的PPI同比增速较1-3月下滑了0.7-1.6个百分点。对于本次疫情，考虑到国内外经济减速导致的需求下降影响，叠加近期的原油价格低迷，预计PPI短期内将继续面临较大的下行压力。

### 重要声明

新华财经研报由新华社中国经济信息社发布。报告依据国际和行业通行准则由新华社经济分析师采集撰写或编发，仅反映作者的观点、见解及分析方法，尽可能保证信息的可靠、准确和完整，不对外公开发布，仅供接收客户参考。未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用。