

国开证券
CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

通胀符合预期 猪价触底回升

— 3月物价数据点评

2019年4月11日

分析师:

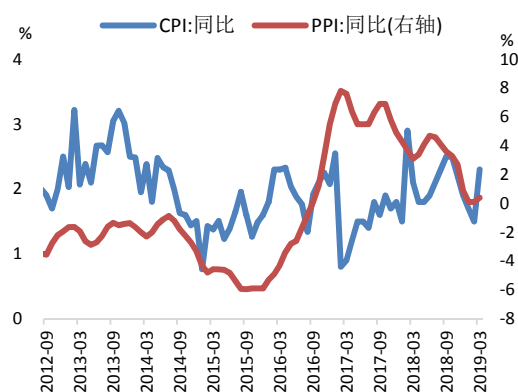
杜征征

执业证书编号: S1380511090001

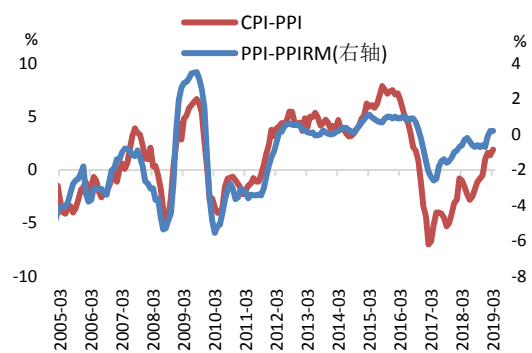
联系电话: 010-88300843

邮箱: duzhengzheng@gkzq.com.cn

CPI与PPI



企业盈利情况



相关报告

1. 《内因外患下的变与不变—2019年国内宏观经济展望》
2. 《通胀总体温和 利润分配转移—2019年通胀形势展望》
3. 《通胀小幅回落 关注猪价走势—2月物价数据点评》

内容提要:

国家统计局4月11日公布的数据显示,3月CPI同比上涨2.3%,预期2.3%,前值1.5%;PPI同比上涨0.4%,预期0.5%,前值0.1%。

3月CPI符合市场预期,但猪肉价格逆季节性上涨。2月CPI由于基数效应出现同比小幅回落,3月则因为环比稍强于历史均值以及2018年同期基数走弱等因素重新站上2%。食品价格环比跌幅超季节性收敛,非食品价格环比涨幅则弱于季节性特征。其中,猪肉价格环比涨幅比2月扩大且大幅强于季节性规律,蔬菜价格环比跌幅亦好于历史均值。预计4月CPI同比增速继续上升至2.5%,2季度或是全年高点(峰值在2.6-3.0%),年内CPI依然温和。

3月PPI稍低于预期。未来PPI易跌难涨,主要有几个方面的原因。第一,2018年4-7月基数持续走高,若没有需求的配合难以持续上涨。第二,供给侧改革的聚焦点已经不再是去产能,环保限产不再一刀切的思路有利于供给增加。第三,国内需求仍然温和,外需趋于回落,对PPI的助推作用有限。第四,增值税税率下调对4月以后PPI有拖累影响。预计4月PPI同比上涨0.2%,5月后或进入通缩区间,2019年同比负增长可能性较大。

总体而言,中性情况下通胀不会成为制约宏观政策的实质性因素,降准降息仍有一定空间。不过,考虑到2季度经济企稳可能性较大,货币政策难言超预期。

风险提示:供给侧改革调整力度加大,央行超预期调控,贸易摩擦升温,猪肉与原油价格超预期上涨,经济下行压力增大,海外黑天鹅事件等。

事件：国家统计局 4 月 11 日公布的数据显示，3 月 CPI 同比上涨 2.3%，预期 2.3%，前值 1.5%；PPI 同比上涨 0.4%，预期 0.5%，前值 0.1%。

点评：3 月通胀上行，趋势与幅度均符合预期。2 季度 CPI 与 PPI 大概率为全年高点，总体通胀可控，但猪肉价格触底回升幅度大小成为影响 CPI 的最大不确定性。

1、食品与非食品价格环比表现均超季节性，但方向不一致

3 月 CPI 符合市场预期。2 月由于基数效应出现同比小幅回落，3 月则因为环比稍强于历史均值以及 2018 年同期基数走弱等因素重新站上 2%。从环比看，食品与非食品价格齐跌，但食品强于季节性规律，非食品弱于季节性规律。从同比看，食品价格上涨 4.1%，非食品价格上涨 1.8%。在 2.3% 的同比涨幅中，翘尾因素和新涨价因素分别为 1.1 和 1.2 个百分点，后者较前值下降 0.3 个百分点。

统计局公布的数据显示，3 月食品价格由上月环比上涨 3.2% 转为下降 0.9%，影响 CPI 下降约 0.19 个百分点；非食品价格由上月上涨 0.4% 转为下降 0.2%，影响 CPI 下降约 0.18 个百分点。在食品中，部分鲜活食品价格节后回落，其中鸡蛋、水产品 and 鲜菜价格分别下降 6.0%、3.6% 和 2.6%，牛肉、羊肉和鸡肉价格分别下降 1.8%、1.7% 和 1.6%，合计影响 CPI 下降约 0.21 个百分点；猪肉价格上涨 1.2%，影响 CPI 上涨约 0.03 个百分点。

食品价格环比跌幅超季节性收敛。3 月食品价格环比下跌 0.9%，强于 2011-2018 年均值（下跌 1.9%）。其中，猪肉价格环比涨幅比 2 月扩大 0.9 个百分点且大幅强于季节性规律；蔬菜价格环比跌幅亦好于历史均值。总体而言，2 月食品价格跌多涨少（只有猪肉和鲜果价格上涨）。

蔬菜价格表现强于历史均值。虽然春节因素消退，但受天气因素影响，3 月蔬菜价格环比下跌 2.6%，强于 2011-2018 年均值（下跌 7.0%），为近 9 年次高；从 2-3 月累计增速看，亦为近 9 年次高。从同比看，3 月上涨 16.2%，较 2 月大幅抬升 14.5 个百分点，但 2-3 月涨幅不及 2018 年。考虑到 2018 年 4 月基数仍然较低以及部分地区发生倒春寒，预计短期蔬菜价格虽环比有所回落但对 CPI 同比仍有一定支撑。

猪肉价格反弹且涨幅强于历史均值。3 月猪肉价格逆季节性环比上涨 1.2%，强于 2011-2018 年均值（下跌 4.9%），而此前 9 年历年 3 月均为下跌；同比（触底）上涨 5.1%，为近 26 个月以来首度上涨，符合我们之

前的判断。根据统计局的说法，3月非洲猪瘟疫情发生势头趋缓，各地猪肉价格涨跌互现，全国平均上涨1.2%。不过，3月中国畜牧业信息网公布的22个省市猪肉均价环比上涨11.4%，农业部公布的全国猪肉均价环比上涨8.8%，与统计局公布的均价涨幅有一定的分歧，上述两者的同比涨幅则分别为23.3%、12.1%。此外，统计局公布的外三元生猪价格环比上涨27.7%，同比上涨50.5%。考虑到前期产能加速出清以及2018年4-6月同比跌幅较当年3月加深，猪肉价格同比涨幅或进一步扩大。

非食品价格环比涨幅弱于季节性特征。3月非食品价格环比下跌0.2%，弱于2011-2018年均值（环比持平）。分项数据3涨4降，其中，衣着、居住、医疗保健价格分别上涨0.6%、0.1%和0.1%；生活用品及服务、交通和通信价格均下降0.3%；教育文化和娱乐、其他用品和服务价格分别下降1.6%和0.5%。具体来看，出行人数减少，飞机票、旅行社收费和宾馆住宿价格分别下降15.9%、11.1%和1.5%，合计影响CPI下降约0.25个百分点；务工人员返城，劳动力增加，车辆修理与保养、家政服务和理发价格分别下降5.3%、4.1%和3.9%；成品油两次调价，汽油和柴油价格分别上涨3.6%和4.0%；服装换季，价格上涨0.6%。

租金温和上涨。3月租金价格环比增长0.7%，低于2011-2018年均值（0.3%）；同比上涨2.4%，亦低于2011-2018年均值（3.5%）。

核心CPI仍然较为稳定。3月除去食品与能源的核心CPI同比上涨1.8%，与2013-2018年均值（1.8%）一致，但低于2018年同期0.2个百分点；环比下跌0.3%，弱于2013-2018年均值（环比持平）。

综上，考虑到2018年4-6月基数较当年2-3月持续走弱至2%左右（1.8-1.9%）、终端需求温和、4月1日起增值税税率下调等因素，预计2019年4月CPI同比增速继续上升至2.5%，2季度或是全年高点（峰值在2.6-3.0%），年内CPI依然温和。同时，非洲猪瘟对产能加速出清的影响需要加强重视，下半年供需缺口将进一步扩大。虽然增值税税率下调能部分对冲猪肉价格上涨的影响，但若后者超预期大涨，对CPI的助推作用不容小觑，消费品领域的通胀预期或持续升温。

2、PPI 稍低于预期，未来易跌难涨

3月PPI稍低于预期。3月PPI环比上涨0.1%，与2011-2018年均值一致；同比上涨0.4%，稍低于市场预期（0.5%），较2018年同期涨幅回落2.7个百分点。PPIRM环比持平，同比涨幅回升0.3个百分点至0.2%。在0.4%的同比涨幅中，翘尾因素约为0.9个百分点，新涨价因素约为-

0.6 个百分点，后者较前值回升 0.1 个百分点。

统计局的数据还显示，3 月生产资料价格由上月的持平转为上涨 0.2%，生活资料价格由上月的下降 0.1% 转为持平。在主要行业中，涨幅扩大的有石油和天然气开采业，上涨 5.6%，比上月扩大 0.6 个百分点；石油、煤炭及其他燃料加工业，上涨 2.3%，扩大 1.4 个百分点；黑色金属冶炼和压延加工业，上涨 1.1%，扩大 0.8 个百分点。降幅收窄的有计算机、通信和其他电子设备制造业，下降 0.2%，收窄 0.6 个百分点；电气机械和器材制造业，下降 0.1%，收窄 0.3 个百分点。汽车制造业价格由上月下降转为持平。煤炭开采和洗选业价格下降 0.1%，降幅与上月相同。

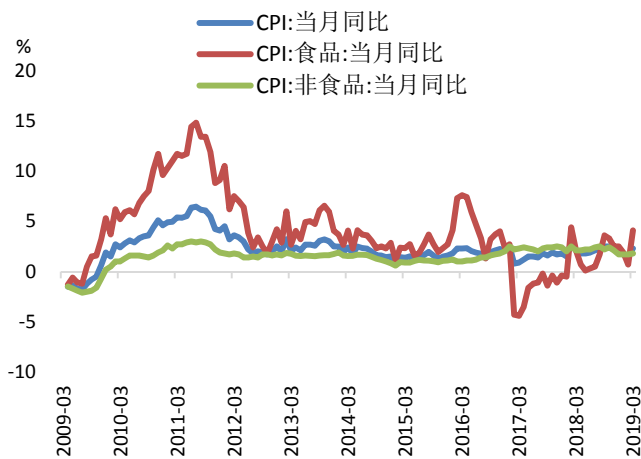
未来 PPI 易跌难涨，主要有几个方面的原因。第一，2018 年 4-7 月基数持续走高（3.4-4.7%），工业品与原材料价格整体居于高位，南华工业品价格指数亦较长时间徘徊在自 2013 年以来的高位。今年初以来，工业品与原材料价格上涨部分归功于供给的（意外）收缩，未来若没有需求的配合难以持续上涨。3 月 CRB 指数、LME 基本金属指数均值同比分别回落 6.0%、7.3%；虽然 Brent 原油价格均值同比上涨 0.5%，但 2018 年 3 月均价仅为 66.7 美元/桶，而当年 4-10 月均价的波动区间为 71.8-80.6 美元/桶。未来全球需求减弱、页岩油供给增加等因素会对冲 OPEC 减产、地缘政治升温等因素影响，原油价格难以大幅上涨。第二，虽然环保限产阶段性力度或加大，但供给侧改革的聚焦点已经不再是去产能，环保限产不再一刀切的思路有利于供给增加。而且，工业品与原材料价格持续上涨会挤占中下游行业利润，由于后者多数为民企，长时间的利润单方面转移不利于民企生存和发展。第三，国内需求仍然温和，外需趋于回落，对 PPI 的助推作用有限。3 月 6 大发电集团日均耗煤量同比增加 3.7%，4 月上旬则同比回落 0.6%，叠加高炉开工率、地产新开工与施工、汽车销量等数据看，目前需求暂时没有全面且明显回升的迹象。第四，增值税税率下调对 4 月以后 PPI 中枢或有 0.3 个百分点左右的影响。

综上，初步预计 4 月 PPI 同比上涨 0.2%，5 月以后或进入通缩区间，2019 年同比负增长可能性较大，波动中枢区间或在 -1% 至 0.6%。

总体而言，中性情况下通胀不会成为制约宏观政策的实质性因素，降准降息仍有一定空间。不过，考虑到 2 季度经济企稳可能性较大，货币政策难言超预期。

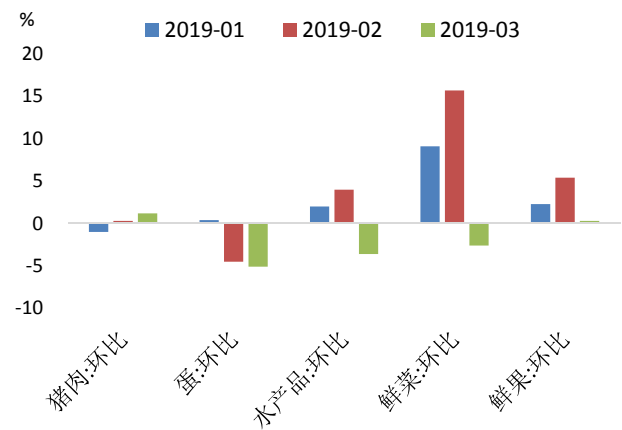
风险提示：供给侧改革调整力度加大，央行超预期调控，贸易摩擦升温，猪肉与原油价格超预期上涨，经济下行压力增大，海外黑天鹅事件等。

图 1: 3 月 CPI 符合预期



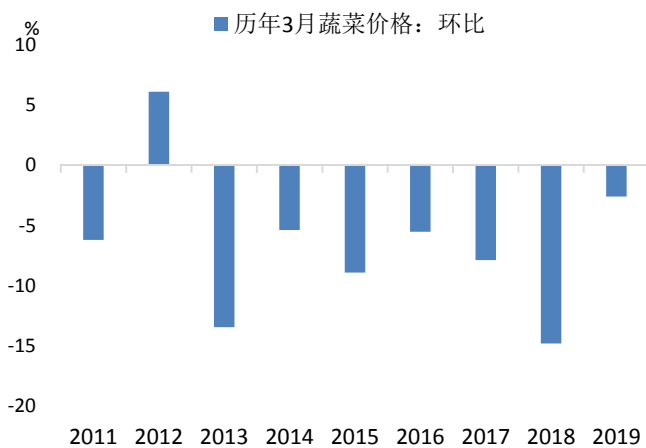
资料来源: Wind, 国开证券研究部

图 2: 3 月食品价格跌多涨少



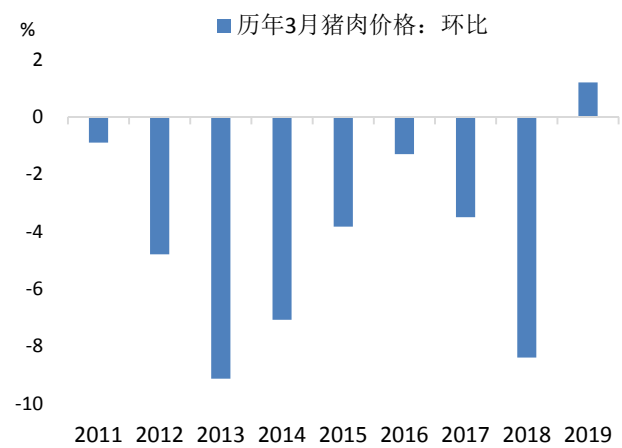
资料来源: Wind, 国开证券研究部

图 3: 3 月蔬菜环比强于历史均值



资料来源: Wind, 国开证券研究部

图 4: 3 月猪价逆季节性上涨



资料来源: Wind, 国开证券研究部

图 5: 3 月 22 个省市猪肉均价上涨较多

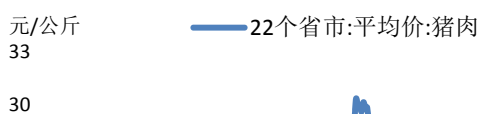
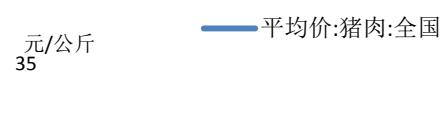


图 6: 农业部公布的 3 月全国猪肉价格小幅上涨



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_13146

