

**李超** 执业证书编号：S0570516060002  
研究员 010-56793933  
lichao@htsc.com

**朱洵** 执业证书编号：S0570517080002  
研究员 021-28972070  
zhuxun@htsc.com

相关研究

- 1 《宏观：从春节效应看工业与建筑业分化》  
2019.03
- 2 《宏观：利润超预期下行，二季度央行或有  
降息操作》2019.03
- 3 《宏观：美联储下调加息预期一步到位》  
2019.03

## 通胀如期平稳上行，PPI 环比如期转正

### 3 月通胀数据点评

#### 3 月 CPI 同比+2.3%符合我们预期，预计二季度通胀继续平稳上行

3 月通胀环比-0.4%、同比+2.3%，同比增速如期反弹，持平我们预期。通胀的上行受去年基数较低，以及猪价和菜价强于通常季节性表现的共同影响。3 月猪肉 CPI 已经如期同比转正，当月同比为+5.1%，我们中性预计全年猪肉 CPI 中枢在+9%左右；我们仍预计今年 CPI 中枢上行到+2.5%，高点可能在年中附近、低于+3%；统计局在分析物价时指出，非洲猪瘟疫情趋缓，全国各地猪价涨跌互现，今年同期的阴雨天气使得菜价同比涨幅较大。我们认为，温和通胀的主要驱动因素可能是猪周期触底回升，除猪价外，暂未看到其他可能带动通胀短期快速上行的风险因素。

#### 3 月猪肉 CPI 环比反季节性上涨，猪周期或已开始触底回升

3 月猪肉 CPI 环比+1.2%，呈现反季节性上涨（通常春节后猪价会下跌），非洲猪瘟疫情使得存栏过度去化的影响开始显现。从农业部高频数据来看，仔猪价格比猪肉价格的环比上涨更明显。我们认为仔猪价格受补库需求直接驱动，对能繁母猪当前的低存栏量较敏感，而生猪价格还受终端需求综合影响，猪肉价格上涨会推升替代肉类的需求，故仔猪价格弹性可能明显大于生猪和猪肉。类比上两轮生猪疫情大范围流行和猪周期转向上行的对应关系，本轮猪周期或已开始触底回升。但由于牛羊肉、鸡肉等对猪肉消费的替代性增强，我们认为猪肉对整体 CPI 的影响短期仍然可控。

#### 若通胀短期突破+3%，我们判断央行大概率加大对通胀容忍度

如果猪肉价格超预期上涨引发通胀快速上升、CPI 当月同比突破 3%，央行的货币政策会如何应对？我们的判断是央行大概率会提高通胀容忍度，首保稳增长目标。首先，从历史上看，通胀大幅上行往往对应猪价和油价上行周期叠加、经济进入过热阶段，因而央行可能选择加息控制通胀。而今年实体经济下行压力仍存，政策基调为稳增长，我们认为央行大概率在二季度全面下调公开市场政策利率，目的为降低市场融资成本，改善小微企业经营环境。

#### 3 月 PPI 同比+0.4%，二三季度 PPI 环比或继续出现正增长

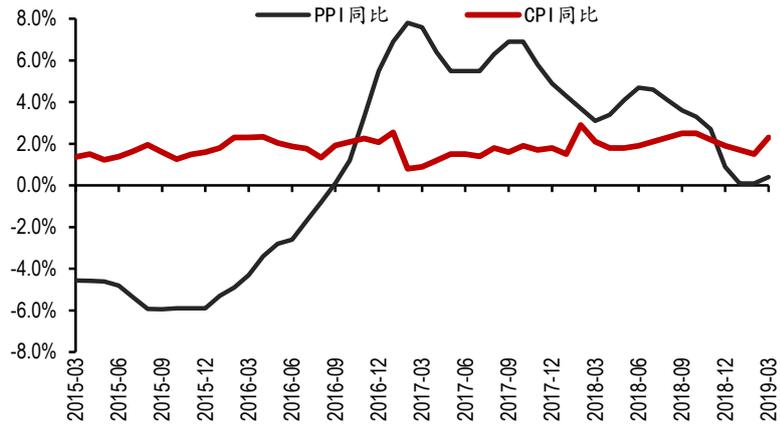
3 月 PPI 环比+0.1%、同比+0.4%，与我们预期一致；PPI 环比如期转正、同比小幅上行。我们预计今年基建增速可能较去年反弹，同时年初地产数据表现不弱，钢铁、水泥等部分工业品价格可能会对较强的基建、地产数据有所反映；我们预计国内供给侧改革工作重心由破到立，更注重提高全要素生产率。目前看来，今年的供给侧政策变量当中，最可能对 PPI 产生正向影响的是环保工作的继续推进。根据我们的观察，环保工作在广度和深度上仍在继续推进，结合对环保政策和需求侧刺激潜在影响的判断，我们预计今年二三季度 PPI 环比或继续出现正增长。

#### 猪周期触底回升有望进一步推升食品价格中枢

3 月 CPI 构成中，食品烟酒类同比+3.5%，增速上行 2.3 个百分点，受猪肉和菜价共同影响；衣着类同比+2%，增速持平前值；居住类同比+2.1%，增速回落 0.1 个百分点；生活用品服务同比+1.2%，增速回落 0.1 个百分点；交通通信类同比+0.1%，增速回升 1.3 个百分点，与油价的反弹相对应；教育文娱同比+2.4%，增速持平前值；医疗保健同比+2.7%，增速回落 0.1 个百分点。年初至今，食品 CPI 同比均值为+2.2%（2018 全年为+1.8%），非食品 CPI 同比均值为+1.7%（2018 全年为+2.1%），趋势均符合我们预判。猪周期触底回升有望进一步推升食品价格中枢。

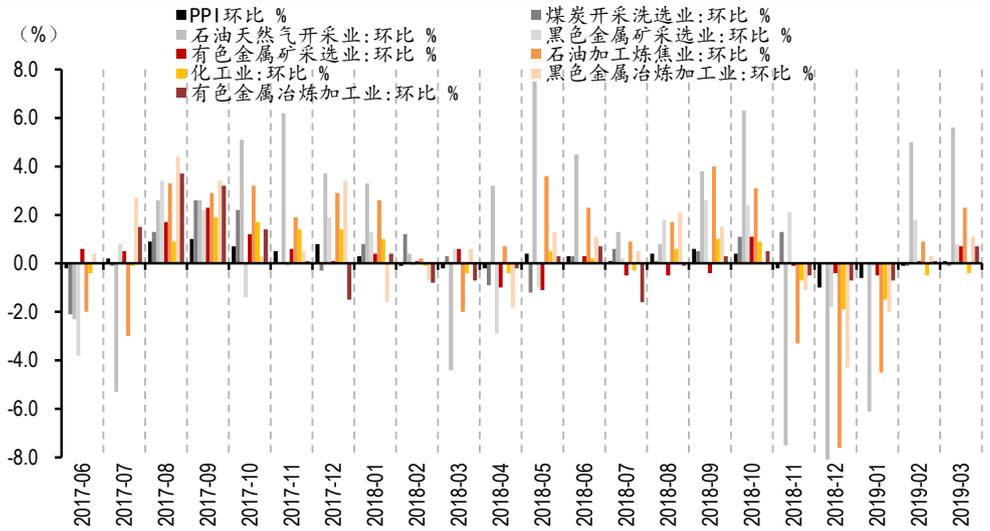
风险提示：猪周期超预期反弹、催生通胀上行超预期的风险，进而导致货币政策调整幅度超预期。

图表1：2019年3月份PPI和CPI同比增速均如期上行



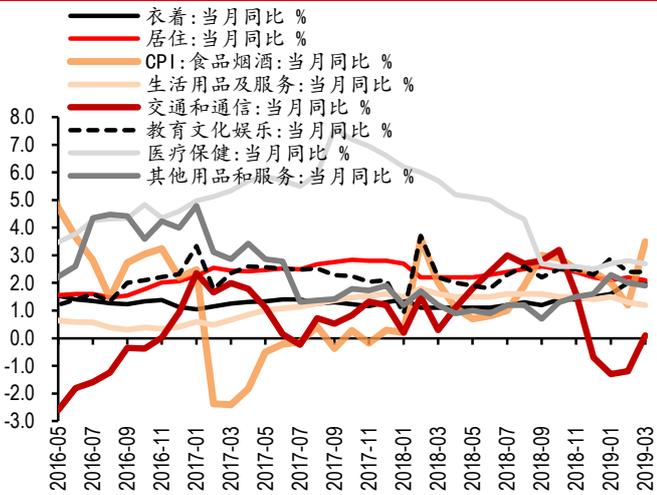
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表2：2019年3月，PPI上中游行业环比表现进一步回暖



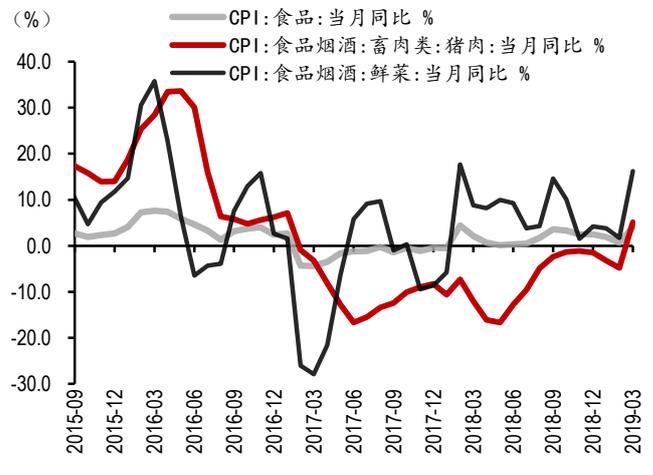
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表3：CPI各大类价格同比增速 %



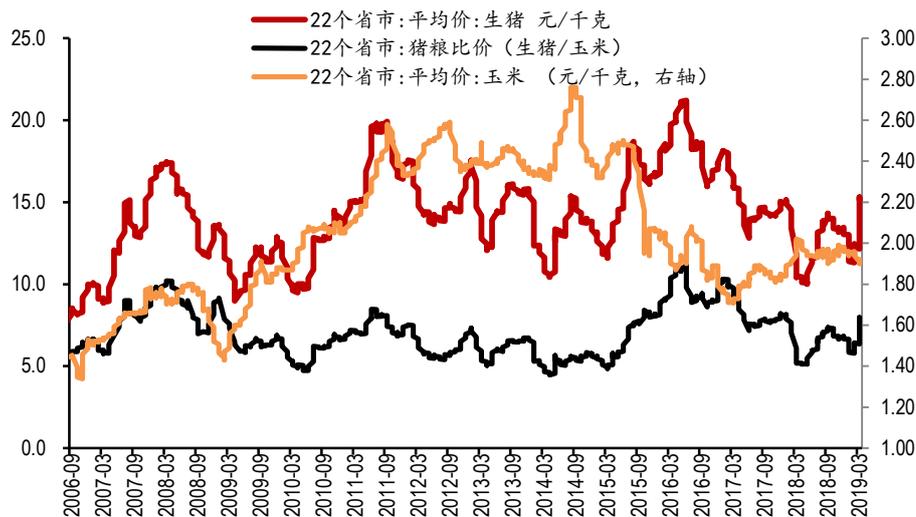
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表4：猪肉价格同比如期转正



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表5：生猪价格和猪粮比均小幅上行



资料来源：Wind，华泰证券研究所

风险提示：受猪周期因素影响，通胀上行速度可能超预期，货币政策可能超预期收紧，对资本市场和实体经济产生超预期负面冲击。

## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属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，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

— 报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

— 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

### 公司评级体系

— 报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

— 投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

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\\_13242](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_13242)

