

证券研究报告 / 宏观数据

通胀上行暂不会引起货币政策紧缩——3月物价数据点评

报告摘要：

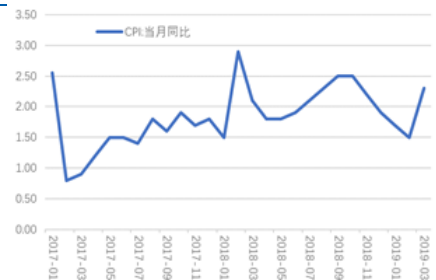
3月份CPI同比上升2.3%，较上月大幅提升0.8个百分点，但并未超市场预期。3月份CPI同比大幅上升，主要有以下几个原因：第一，春节因素导致去年3月份基数较低。第二，3月份猪肉价格大幅度上涨，拉动通胀上行。第三，鲜菜等食品价格下降幅度较小，同比上升明显。食品外的其他七大类价格同比亦全部上涨。

我们预测4月份CPI同比会继续上升至2.6%左右。首先，根据高频数据观察，4月份到目前为止的猪肉价格较3月份均价仍有较明显上涨，同时去年4月份猪价较3月份更低，导致猪肉价格同比上升更加明显。其次，去年4月CPI同比为1.8%，基数较低，为今年4月份CPI上行的另一个主要因素。再次，近期国际油价抬升，布油现价回归70美元/桶以上，会在一定程度上拉高交通燃料的费用和其它石油相关产品的价格。

3月PPI同比0.4%，与市场预期持平，高于前值0.1%。生产资料价格同比上涨0.3%，影响工业生产者出厂价格总水平上涨约0.24个百分点。生活资料价格同比上涨0.5%，影响工业生产者出厂价格总水平上涨约0.14个百分点。环比来看，3月PPI环比上涨0.1%。其中，生产资料价格环比上涨0.2%，生活资料价格环比持平。3月份PPI同比回升，主要原因是去年3月份基数较低。

预计4月份PPI同比将继续上行至0.8%左右。近期国际油价以及煤价、钢价均上涨，助推PPI上行。同时去年4月PPI基数不高，故而PPI同比仍将上升。但PPI在3、4月份的反弹并非反转。当前整体经济虽有一定企稳迹象，但尚未明显转暖，需求端对PPI的拉动效果有限。在4月份之后，随着基数的抬升，PPI同比会转向下行并大概率转负。

通胀阶段性上行的趋势得到确认。我们预计CPI同比将在年中达到高点2.7%左右，破“3”的概率不大。通胀走高引起了市场对未来货币政策走向的担心。但我们认为货币政策总体相对宽松的基调不会变化。虽然CPI走高，但PPI在5月份开始会出现明显下行。根据历史经验，PPI与货币政策的相关性很大，PPI走低会促使货币政策维持宽松。同时，经济企稳还有待确认，若后续经济数据不乐观、经济下行压力加大，货币政策则会加大宽松力度。



相关报告

《CPI 短期触底后将开启一段爬升——2月物价数据点评》(20190309)

《CPI 下行空间有限，PPI 已入通缩通道——1月物价数据点评》(20190215)

《油价大跌拉低通胀，货币政策空间较大——12月物价数据点评》(20190111)

证券分析师：沈新凤

执业证书编号：S0550518040001
18917252281 shenxf@nesc.cn

研究助理：尤春野

执业证书编号：S0550118060022
13817489814 youcy@nesc.cn

联系人：曹哲亮

执业证书编号：S0550119010010
18010018933 caozl@nesc.cn

目 录

1. 主要数据	3
2. 猪价起飞拉动通胀，CPI 开启上行趋势.....	3
3. PPI 如期反弹但非反转	5
4. 通胀上行不会导致货币政策转向.....	6

图 1: CPI 同比大幅回升	3
图 2: CPI 环比季节性下降.....	3
图 3: 猪肉价格近期大幅上涨.....	4
图 4: 菜价与猪价相关性较大.....	4
图 5: CPI 各大类同比涨幅.....	5
图 6: PPI 同比回升.....	5
图 7: PPI 环比回升.....	5
图 8: 生产资料各类涨幅.....	6
图 9: 生活资料各类涨幅.....	6

1. 主要数据

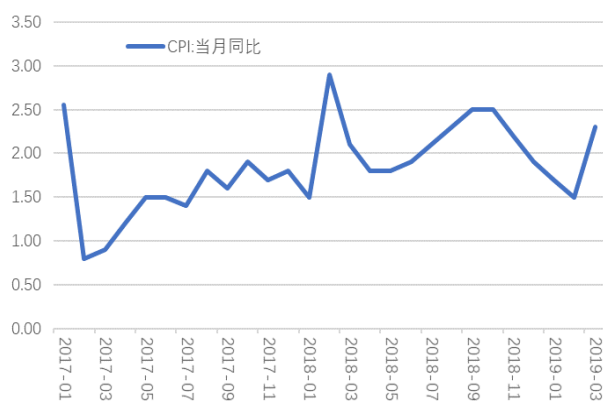
中国 3 月 CPI 同比 2.3%，预期 2.3%，前值 1.5%。

中国 3 月 PPI 同比 0.4%，预期 0.4%，前值 0.1%。

2. 猪价起飞拉动通胀，CPI 开启上行趋势

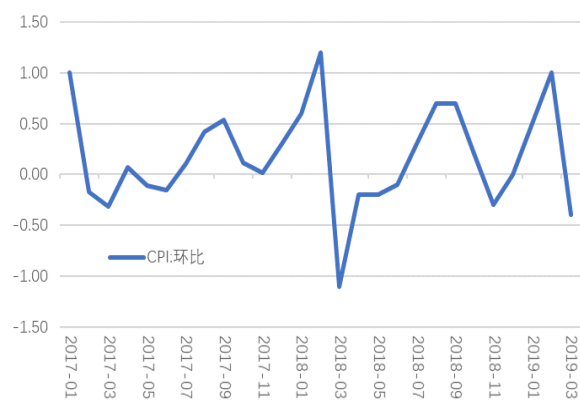
3 月份 CPI 同比上升 2.3%，较上月大幅提升 0.8 个百分点，但并未超市场预期。其中，食品价格上涨 4.1%，为 CPI 波动的主要来源，非食品价格上涨 1.8%。3 月份 CPI 环比下降 0.4%，其中，食品价格下降 0.9%，非食品价格下降 0.2%。

图 1: CPI 同比大幅回升



数据来源：东北证券，Wind

图 2: CPI 环比季节性下降



数据来源：东北证券，Wind

3 月份 CPI 同比大幅上升，主要有以下几个原因：

第一，春节因素导致去年 3 月份基数较低。根据历史经验，由于春节通常在 1、2 月份，所以 3 月份物价水平通常会较 2 月份有所回调，今年 3 月 CPI 环比下降 0.4% 也符合季节性变化规律。但去年春节在 2 月 16 日，属于 2 月月中，故整个 2 月份物价上升明显，3 月份有较大幅度回落；今年春节为 2 月 5 日，时间上较为靠前，故 2 月份后期物价已经开始回调，3 月份的降幅则相对略小。这样使得去年 3 月份基数较低，今年 3 月的 CPI 同比明显上升。

第二，3 月份猪肉价格大幅度上涨，拉动通胀上行。3 月份猪肉 CPI 同比上升 5.1%，影响 CPI 上涨约 0.12 个百分点。从猪肉价格的季节性变化来看，通常春节过后的 3 月份猪肉价格会明显回调，但今年猪价在 3 月不降反升。猪价上升主要原因在于非洲猪瘟造成生猪存栏大幅下降，猪肉供给紧缩，推动猪肉价格上行。最新 CPI 中猪肉一项的权重被下调至 2.35%，仍属于占比较大的单项消费品，猪肉价格的波动会对 CPI 产生较明显的影响。

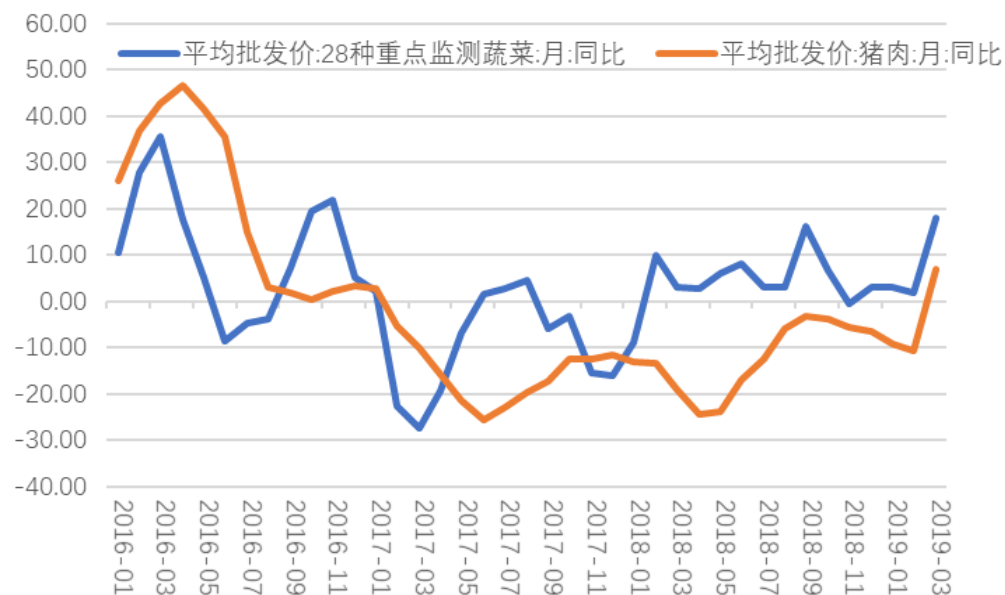
图 3: 猪肉价格近期大幅上涨



数据来源: 东北证券, Wind

第三, 鲜菜等食品价格下降幅度较小, 同比上升明显。通常春节过后, 蔬菜、水果等食品价格都会大幅下降。但今年 3 月受多地低温阴雨天气影响, 鲜菜下行幅度有限, 环比降幅仅为 2.6%, 同比则上涨 16.2%。历史经验来看, 蔬菜价格和猪肉价格相关性较大, 故而菜价降幅较小也可能因为受到了猪肉涨价的带动。

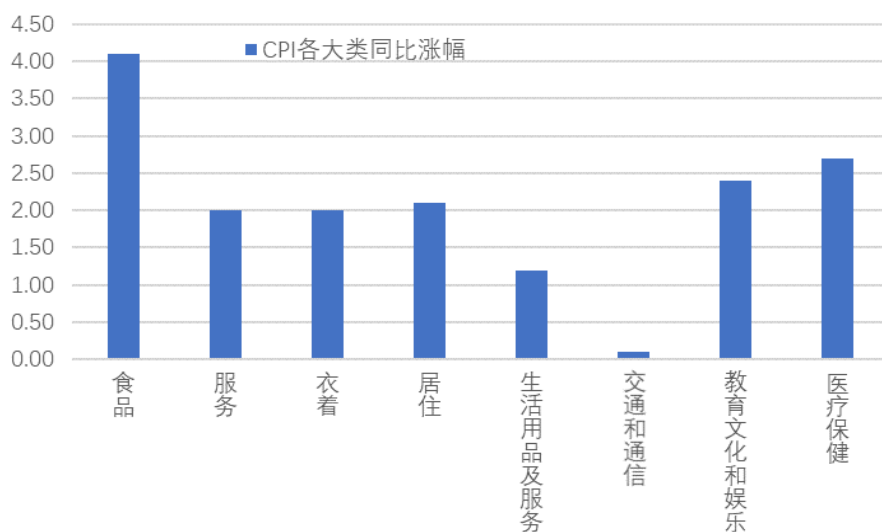
图 4: 菜价与猪价相关性较大



数据来源: 东北证券, Wind

食品外的其他七大类价格同比亦全部上涨。其中, 医疗保健、教育文化和娱乐、居住价格分别上涨 2.7%、2.4%和 2.1%, 衣着、其他用品和服务价格分别上涨 2.0%和 1.9%, 生活用品及服务、交通和通信价格分别上涨 1.2%和 0.1%。

图 5: CPI 各大类同比涨幅



数据来源: 东北证券, Wind

我们预测 4 月份 CPI 同比会继续上升至 2.6% 左右。首先, 根据高频数据观察, 4 月份到目前为时的猪肉价格较 3 月份均价仍有较明显上涨, 同时去年 4 月份猪价较 3 月份更低, 导致猪肉价格同比上升更加明显。其次, 去年 4 月 CPI 同比为 1.8%, 基数较低, 为今年 4 月份 CPI 上行的另一个主要因素。再次, 近期国际油价抬升, 布油现价回归 70 美元/桶以上, 会在一定程度上拉高交通燃料的费用和其它石油相关产品的价格。

3. PPI 如期反弹但非反转

3 月 PPI 同比 0.4%, 与市场预期持平, 高于前值 0.1%。生产资料价格同比上涨 0.3%, 影响工业生产者出厂价格总水平上涨约 0.24 个百分点。生活资料价格同比上涨 0.5%, 影响工业生产者出厂价格总水平上涨约 0.14 个百分点。环比来看, 3 月 PPI 环比上涨 0.1%。其中, 生产资料价格环比上涨 0.2%, 生活资料价格环比持平。

图 6: PPI 同比回升



数据来源: 东北证券, Wind

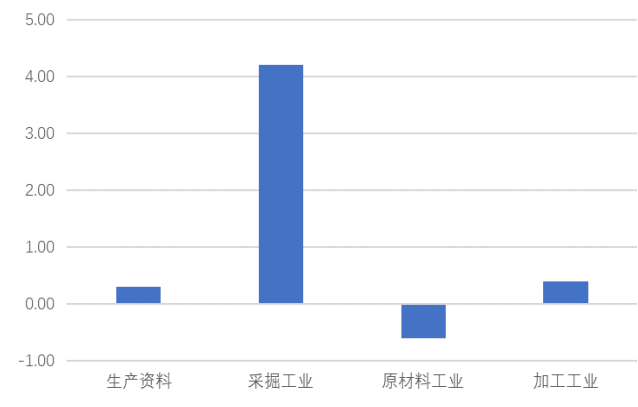
图 7: PPI 环比回升



数据来源: 东北证券, Wind

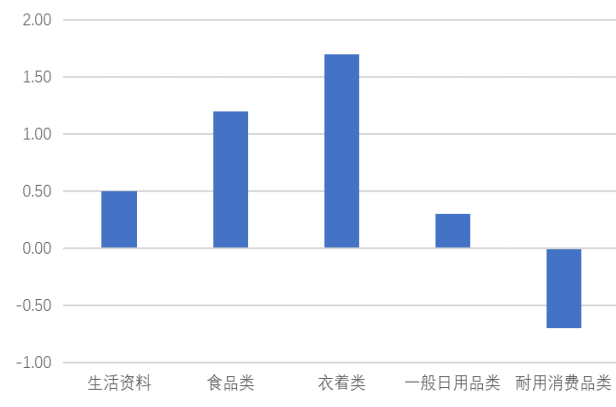
3 月份 PPI 同比回升，主要原因是去年 3 月份基数较低。具体来看，生产资料中，采掘工业价格上涨 4.2%，原材料工业价格下降 0.6%，加工工业价格上涨 0.4%。生活资料中，食品价格上涨 1.2%，衣着价格上涨 1.7%，一般日用品价格上涨 0.3%，耐用消费品价格下降 0.7%。

图 8: 生产资料各类涨幅



数据来源：东北证券，Wind

图 9: 生活资料各类涨幅



数据来源：东北证券，Wind

预计 4 月份 PPI 同比将继续上行至 0.8% 左右。近期国际油价以及煤价、钢价均上涨，助推 PPI 上行。同时去年 4 月 PPI 基数不高，故而 PPI 同比仍将上升。

但 PPI 在 3、4 月份的反弹并非反转。当前整体经济虽有一定企稳迹象，但尚未明显转暖，需求端对 PPI 的拉动效果有限。在 4 月份之后，随着基数的抬升，PPI 同比会转向下行并大概率转负。

4. 通胀上行不会导致货币政策转向

随着 CPI 同比大幅上升 0.8 个百分点，通胀阶段性上行的趋势得到确认。根据我们的测算，由于猪周期的规律叠加非洲猪瘟的去产能影响，猪肉价格还将继续上涨，带动通胀继续上行。我们预计 CPI 同比将在年中达到高点 2.7% 左右，破“3”的概率不大。

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_13250

