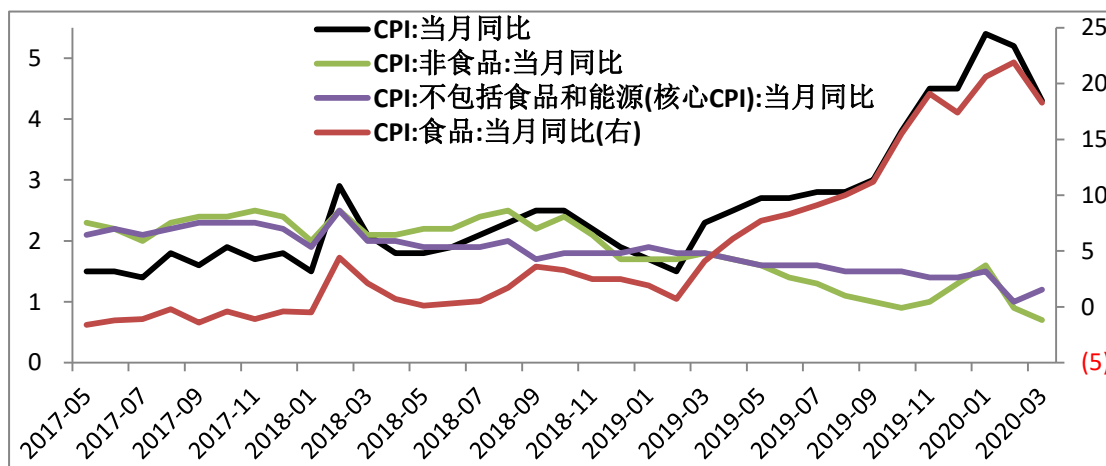


猪渐落油难飞，通缩压力加剧

---3月通胀数据点评

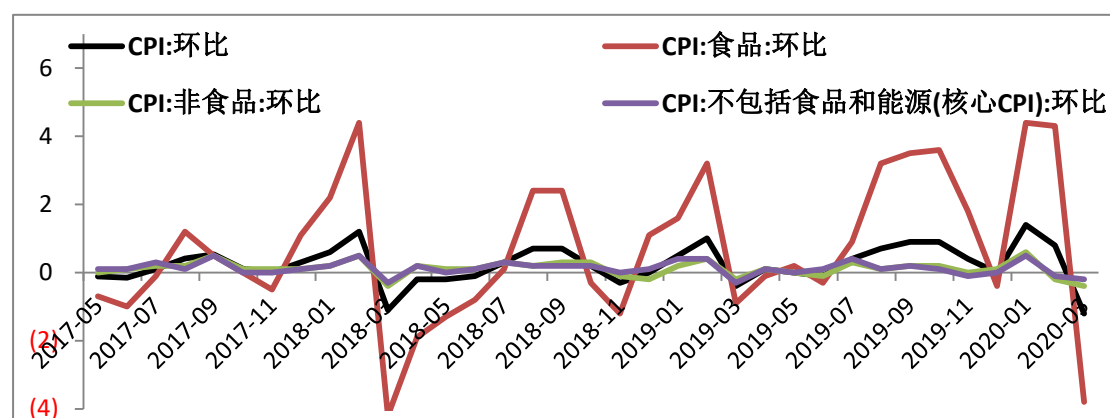
事件：

4月10日，国家统计局公布了3月物价数据，其中同比看，3月CPI同比为4.3%，较上月降低0.9个百分点，大幅低于市场普遍预期的4.7%；PPI同比增长-1.5%，较上月降低1.1个百分点，同样低于市场普遍预期的-1.1%。环比方面：中国3月CPI环比下降1.2%，前值0.8%；中国3月PPI环比下降1.0%，较上月回落0.5个百分点。

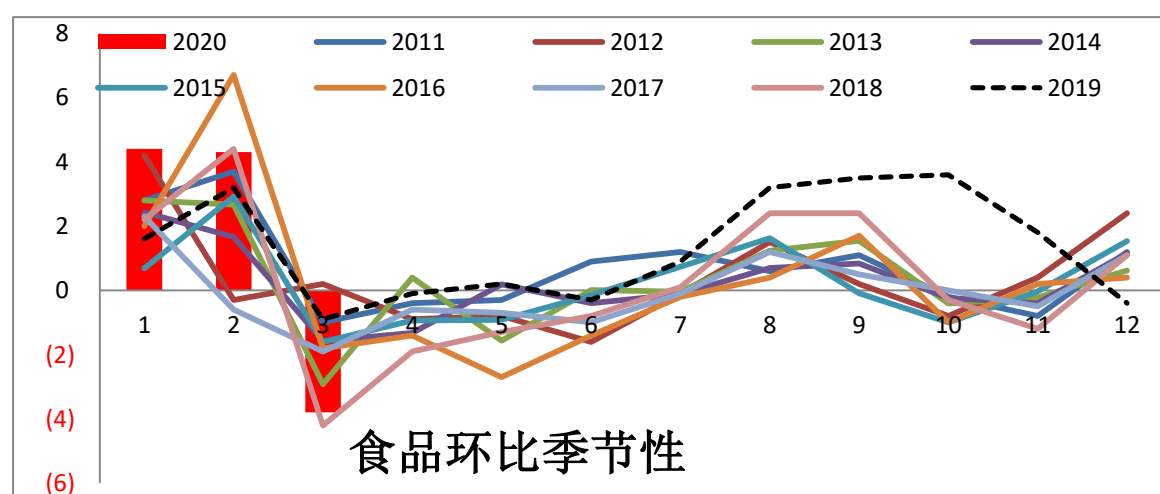


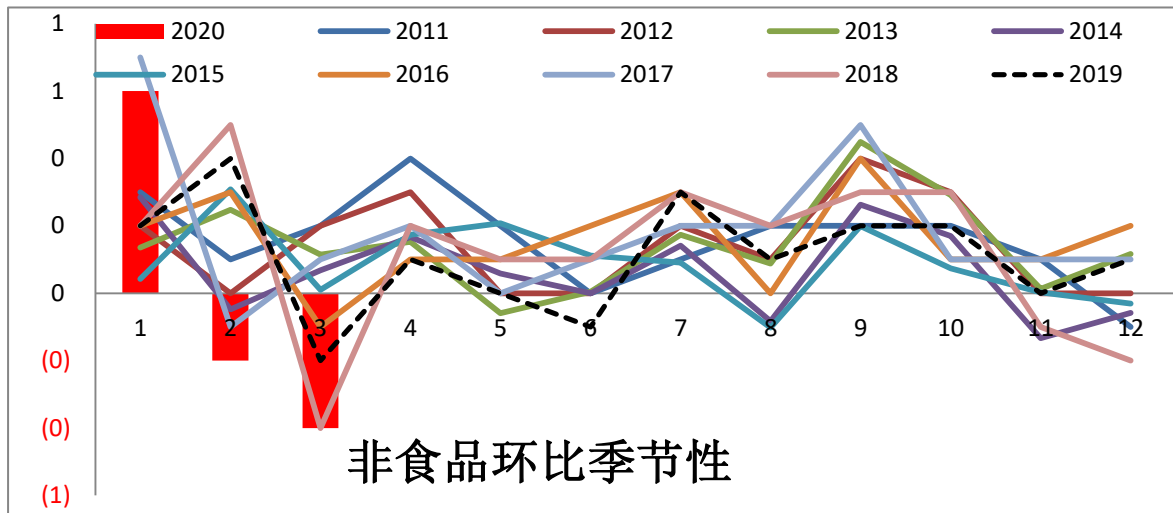
虽然国内复工、复产仍在继续，但是随着全球疫情的不断演绎，海外经济活动明显放缓甚至停滞，外需大概率将拖累国内的复工节奏。同时，全球经济活动走弱的背景下，国际大宗商品价格下跌也加剧了整体的通缩压力。短期内，猪肉价格暴涨导致的结构性通胀预期继续回落，而原油为代表的大宗商品价格持续下跌，将继续加剧通缩压力。因此，未来货币政策仍有进一步宽松的必要和空间。首先，MLF利率预计和逆回购利率同步调降，因此4月LPR利率也有望下调10bp左右，存款基准利率下调或可期。其次，即将公布的一季度经济数据大

幅下行较为确定，稳增长、稳就业压力巨大，降准、降息仍可以期待。

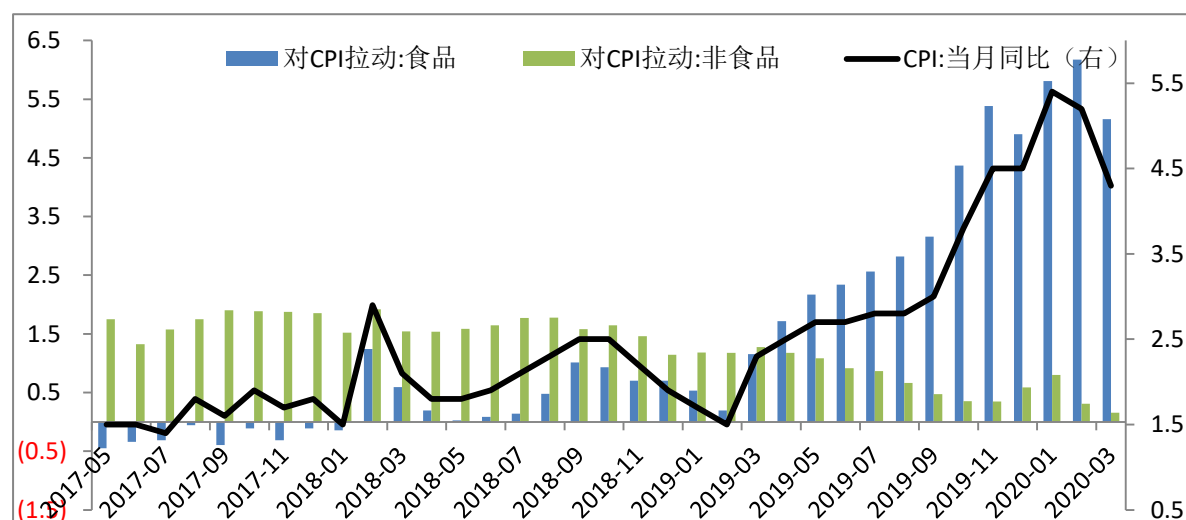


CPI 方面：2020 年 3 月 CPI 由 2 月的 5.2% 大幅下降至 4.3%，大幅低于市场普遍预期的 4.7%。期中核心 CPI 同比增速从上月的 1.0% 小幅回升至 1.2%，是自 2018 年 1 月以来的最大增幅。从两大分项的环比来看，食品与非食品项均明显回落。具体看两大分项。3 月食品环比-3.8%，与同样是春节在 1 月的年份相比，2012 年 3 月食品环比 0.2%，2017 年 3 月食品环比-1.9%。食品价格基本上抹平 2 月涨幅，回落至春节前水平。而对非食品项而言，自 2 月开始非食品价格环比已经弱于季节性，3 月非食品环比-0.4%，继续走弱，且明显弱于历史同期，显示新冠肺炎疫情对非食品类项的拖累仍然持续。

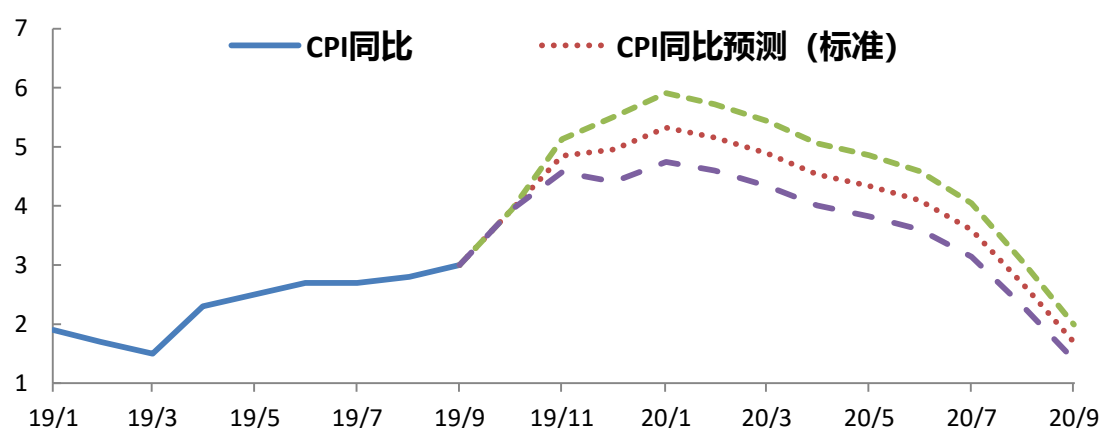




食品项是带动CPI同比大幅下行的主要原因。由于受到疫情逐步缓解、猪肉产能再修复及天气转暖等多因素影响，3月食品价格显著回落。当前国内非洲猪瘟防控的经验技术已较为成熟，猪瘟发生强度显著低于去年，猪肉产能持续得到修复，先行指标能繁母猪存栏量已连续回升6个月，实时指标生猪定点屠宰企业屠宰量3月触底回升。此外，商务部持续投放冻肉库存叠加学校食堂未开启以及需求季节性回落，供应向好以及需求回落带动猪价进入下行通道。其他食品分项中，鲜菜、鲜果等主要系物流逐渐打通、成本下行以及季节性下降，春季时令菜上市量增加，冷棚逐渐取代暖棚也降低了生产成本；去年蛋价虚高提振补栏热情，年初以来呈产能过剩局面。此外，由于原油大跌带动油价大跌以及疫情影响出行明显减少，导致机票以及交通通信的价格回落幅度也较大。

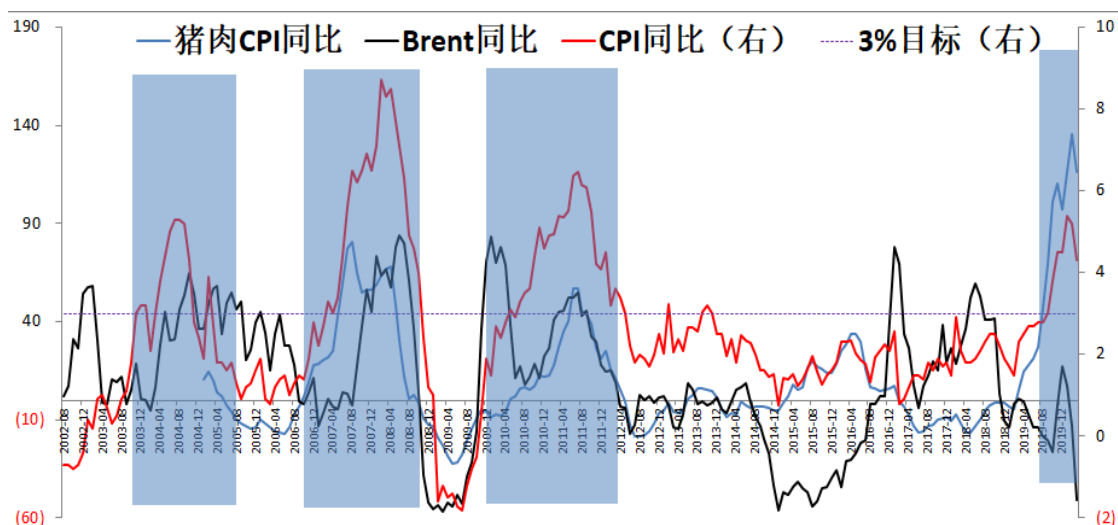


对于核心 CPI 的小幅反弹，我们认为，驱动因素是复工复产有序推进，供需结构阶段性好转。但从最新公布的官方 PMI 和高频指标看，当前经济动能羸弱，核心 CPI 同比的反弹可能不具有持续性。



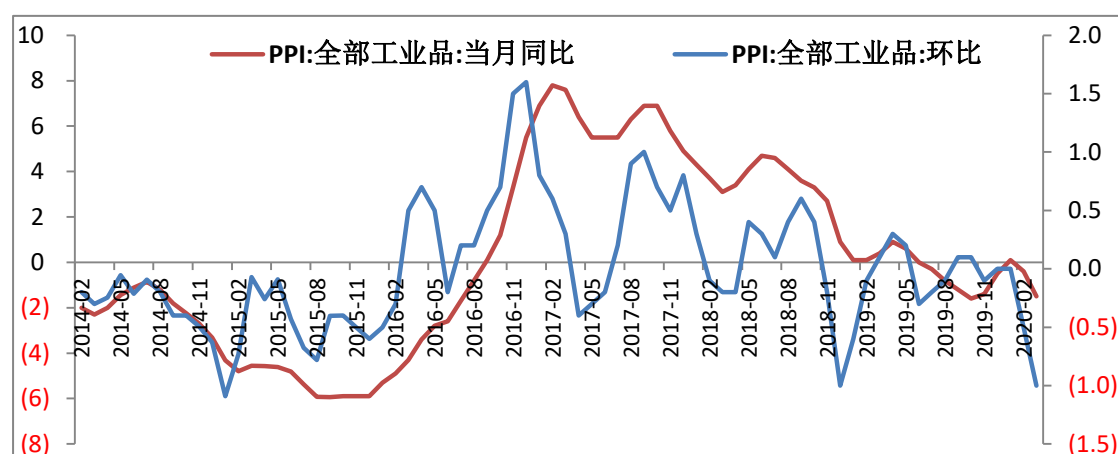
此外，从历史数据来看，历来猪价与油价形成共振的时期才会真正形成通胀预期。后期看，猪肉价格如上文分下，年内大概率继续回落。而原油方面，近期受疫情拖累经济进而影响原油需求，此外沙特与俄罗斯原油价格战，导致2月下旬开始，原油价格开启一轮大幅下行的走势。考虑到全球疫情对经济的影响短期难结束叠加 OPEC+会议仅达成小幅减产，远抵不上需求的大幅下行，因此原油价格难有明显反弹行情，因此短期很难形成“猪油”共振局面，反而有猪、油共振

回落的趋势。因此，我们认为在没有超预期的事件驱动（地缘事件）的前提下，猪、油共振上行引发通胀预期的可能性不大。



整体看，随着复产复工的推进以及物流体系的逐步打通，疫情在供给端推动物价上涨的因素基本缓解。但是疫情在需求端拖累物价下行的因素仍然持续，体现在油价、衣着、居住类价格回落。后期来看，预计CPI整体上呈现继续回落走势，4月CPI大概率回落至4%以内。

PPI 方面：3月PPI下滑速度超预期，令未来通缩预期加剧。受季节和疫情因素影响，一些工业企业停工停产，需求减弱，2020年3月全国工业生产者出厂价格同比下降1.5%，环比下降1.0%。其中，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。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。可见，PPI分化仍然较为严重，生产资料价格的降幅扩大是PPI持续下行的主要原因。整体看，PPI的回落，主要与国际原油价格下跌，引发国内原油和化工产业链的价格回落。

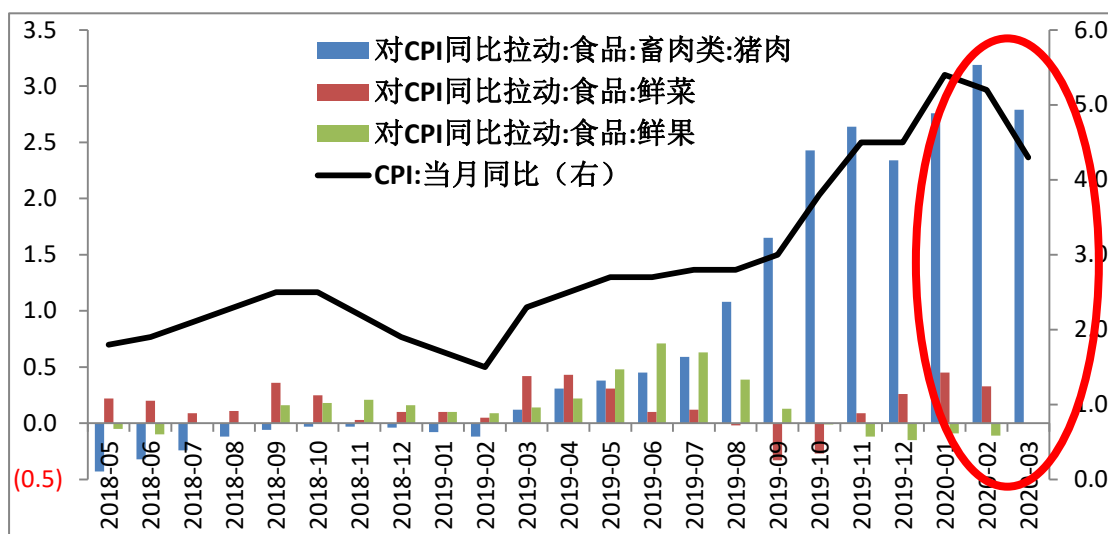


后续来看，从需求方面看，国际能源署（IEA）表示受新冠疫情影响，全球能源需求大幅下降；海外疫情仍处扩散期，随着更多国家提高疫情响应级别，全球原油需求可能进一步下滑，短期内原油市场波动性将加剧。供给方面，上周五虽然 OPEC+ 达成部分减产协议，但是减产幅度不足以覆盖需求下滑，油价仍然低迷，并将继续拖累 PPI。尽管近期国际油价波动较大，但这并不是预判未来 PPI 持续走低的根本原因，油价的波动不能成为全球经济复苏困难以及国内经济持续下行的障眼法。而全球刺激性政策的落地、疫情变化、产业链受损程度以及修复能力是影响 PPI 的决定性因素。综上所述，内需不振、外需不稳将会成为限制未来一段时间内 PPI 回弹的两大因素。

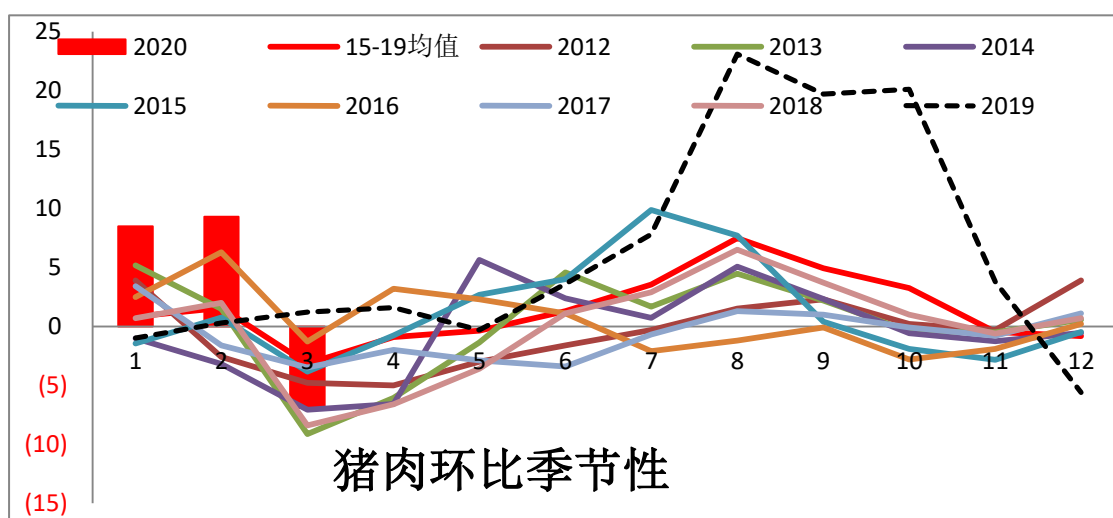
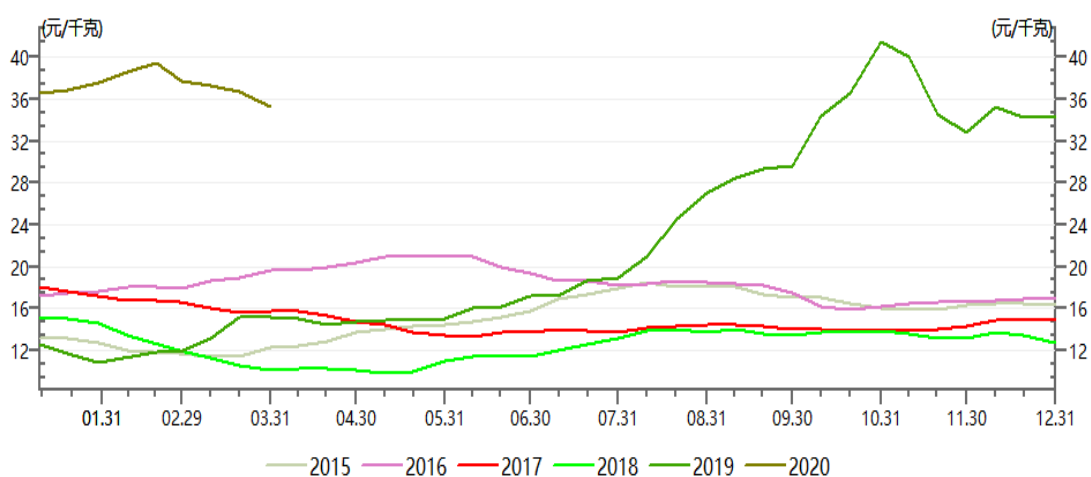
具体分析如下：

CPI 方面：通胀重点看食品项下的“一荤两素”。由于 CPI 增速与 CPI 食品增速走势高度一致。这是因为非食品价格权重虽大但弹性小，整体相对稳定，食品权重虽小但波动较大，CPI 环比变动主要由食品价格变动贡献。而食品项中，重点看“一荤两素”：一荤指猪肉，两素指鲜菜、鲜果。因为食品分项中的“一荤两素”所占权重最大，同时波动也较大。

“一荤两素”中的猪肉对3月CPI拉动减弱。

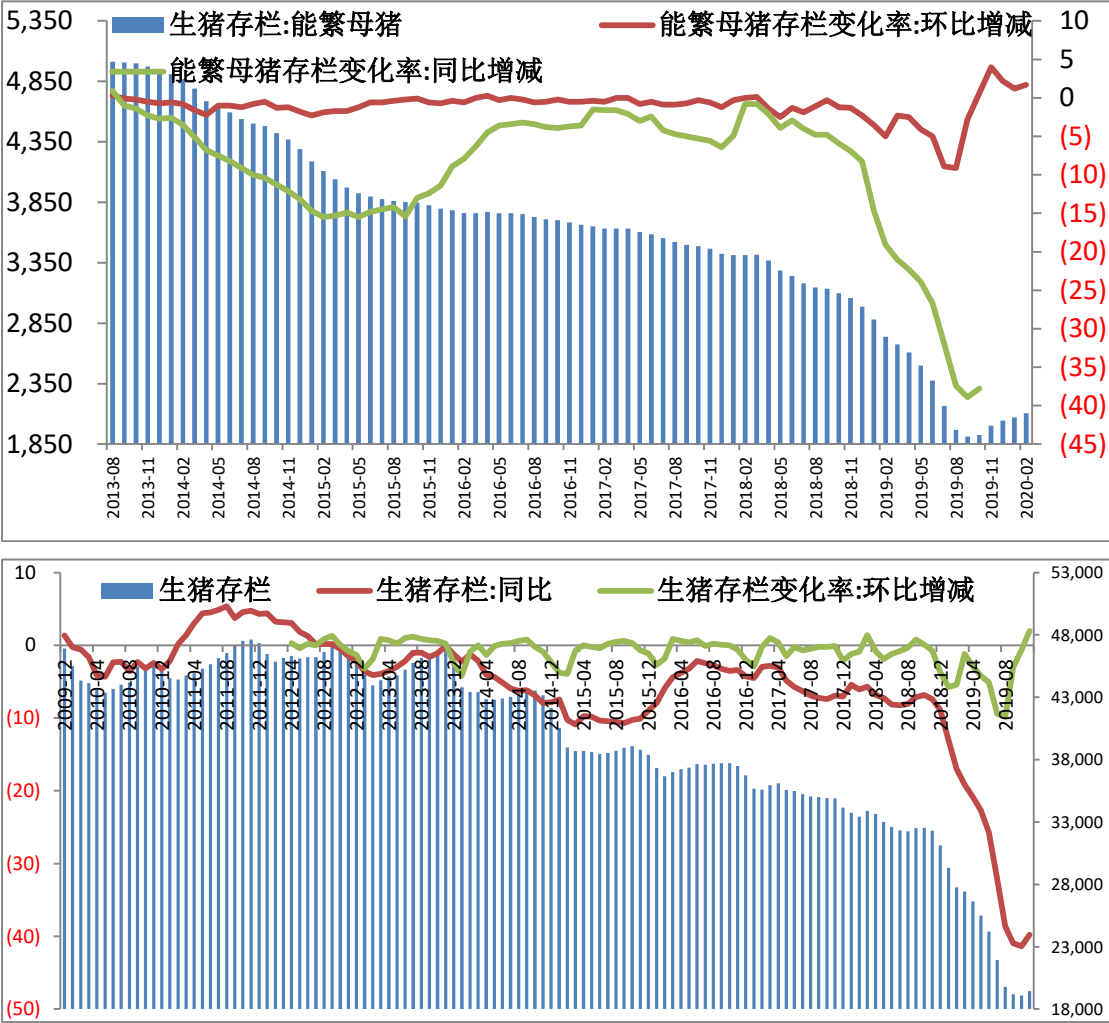


市场价:生猪:外三元:全国

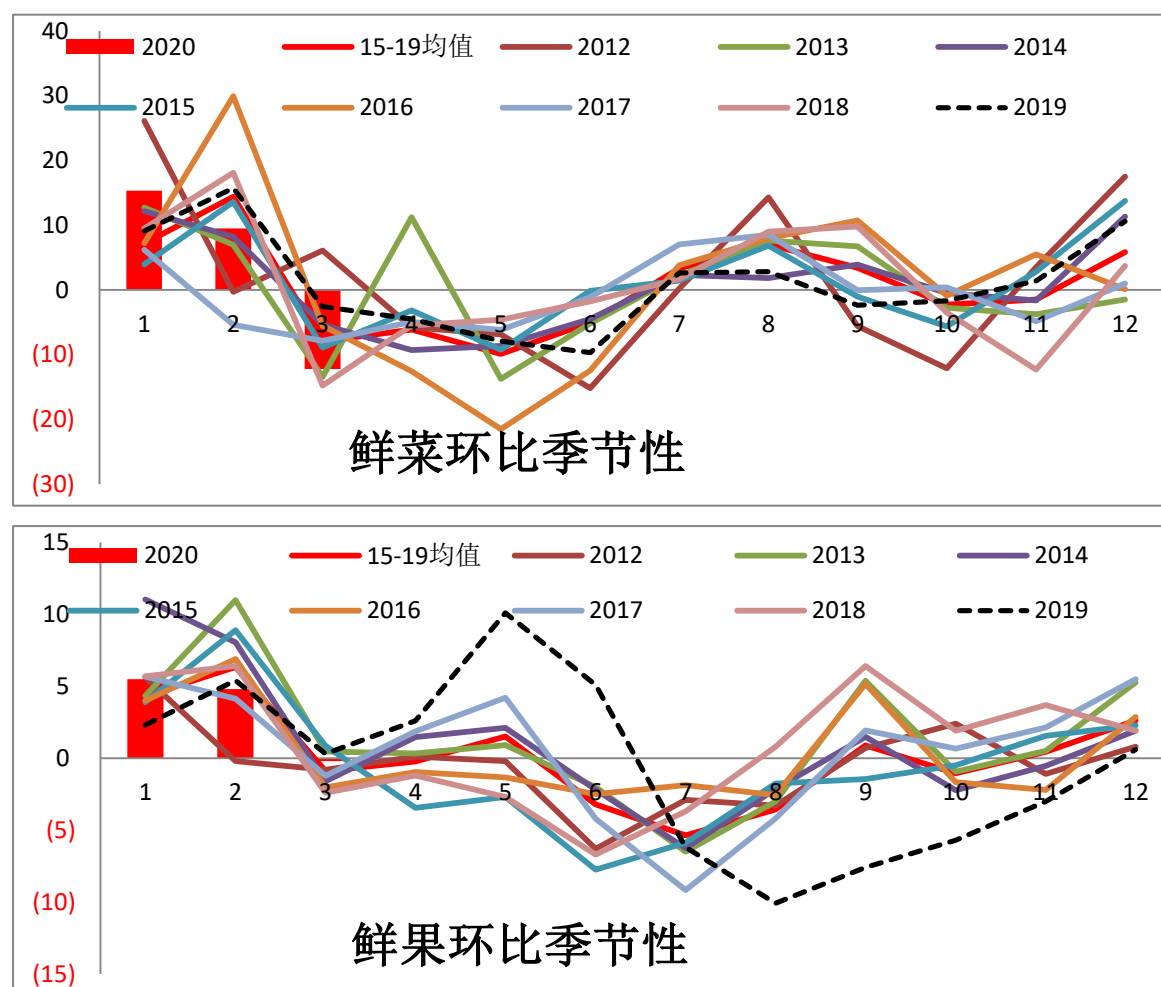


此外，本轮猪周期始于2018年三季度，至今已经运行了一年多，

历史上看过去几轮猪周期大致经历四年左右的时间，前两年处于上升周期，后两年处于下跌周期，但是本轮猪周期的上行推动力较多，环保因素、非洲猪瘟叠加内生猪周期，共同推动猪价上行，其特点在于涨幅较大、速度较快，持久性较强。但是，从存栏来看，2019 年 12 月生猪出栏环比增长持续为正，2019 年 11 月补栏的生猪在今年二季度左右也将出栏，而春节过后的猪肉消费需求弱于一季度。在预期后期猪肉价格有较大下跌压力的情况下，养殖户可能在春节后就加快出栏，导致猪肉价格下跌时点提前。

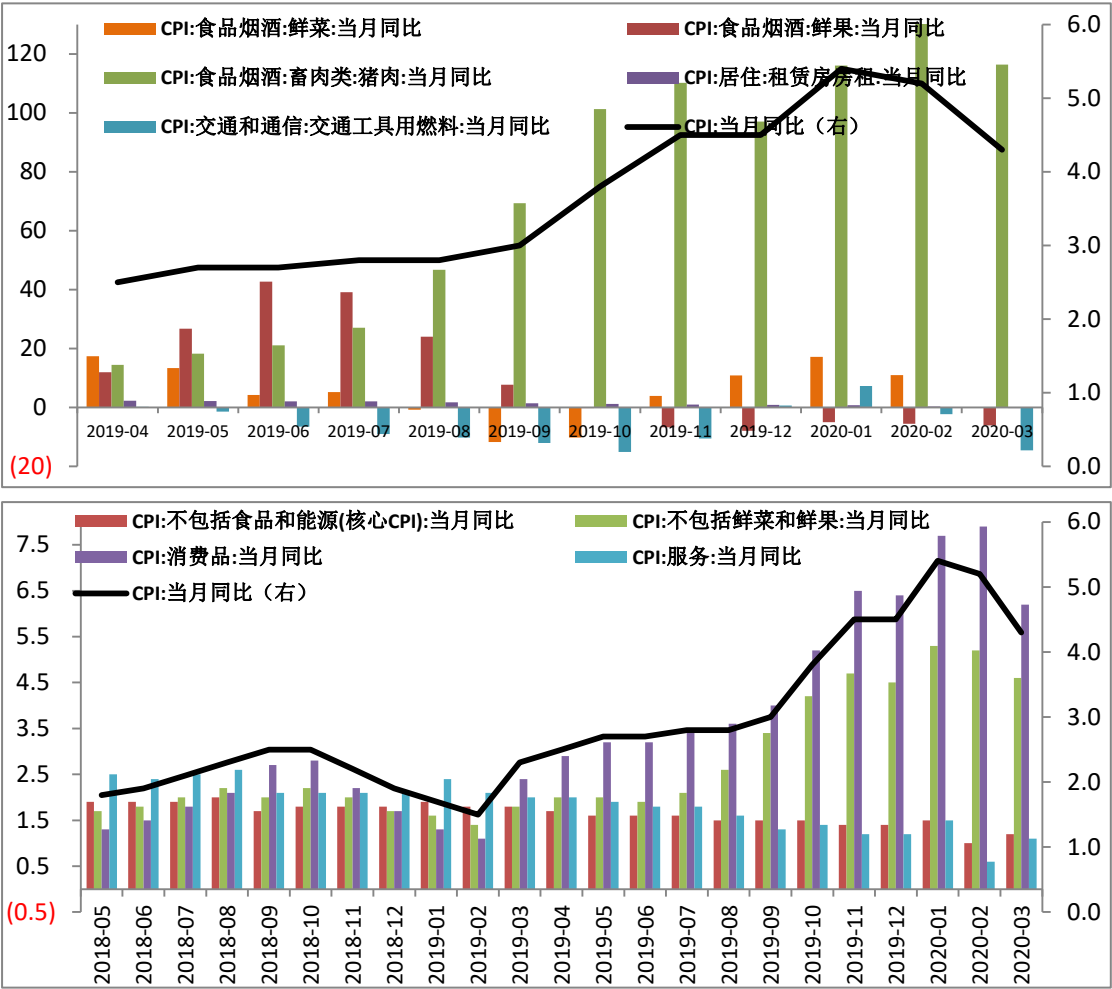


而“两素”鲜果、鲜菜来讲



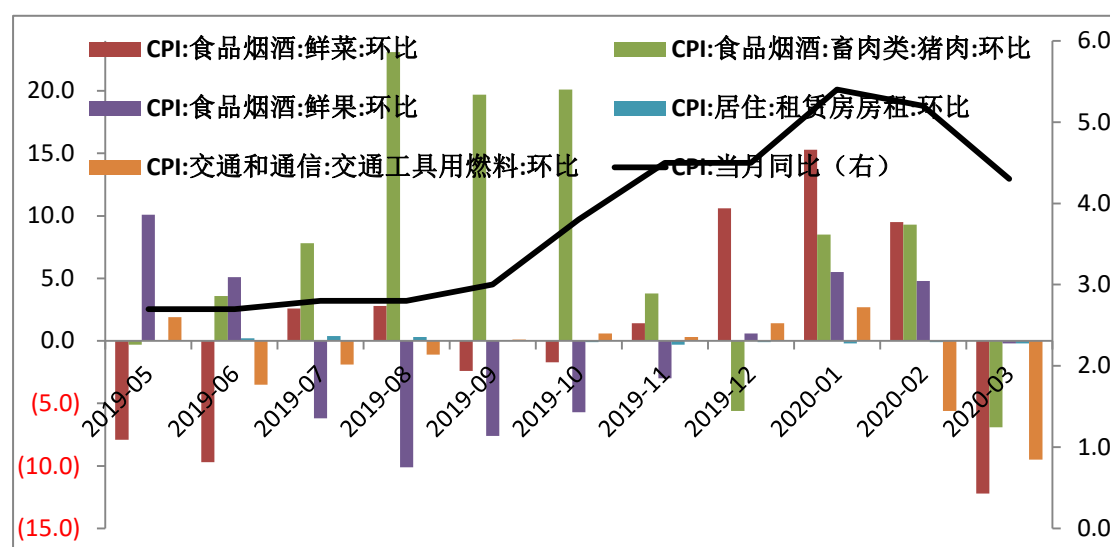
具体从同比看，CPI 上涨 4.3%，涨幅比上月回落 0.9 个百分点。其中，食品价格上涨 18.3%，涨幅回落 3.6 个百分点，影响 CPI 上涨约 3.70 个百分点。食品中，猪肉价格上涨 116.4%，涨幅回落 18.8 个百分点；牛肉、羊肉、鸡肉和鸭肉价格涨幅在 10.7%—21.7%之间；鲜菜价格由上月上涨转为下降 0.1%；鲜果价格下降 6.1%，降幅扩大 0.5 个百分点。非食品价格上涨 0.7%，涨幅回落 0.2 个百分点，影响 CPI 上涨约 0.57 个百分点。非食品中，教育文化和娱乐、医疗保健价格分别上涨 2.5%和 2.2%，交通和通信价格下降 3.8%。分城乡看，农村 CPI 涨幅高于城市，主要原因是农村居民在消费支出中，价格涨幅较高的食品比重相对较大。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。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。1—3 月平均，CPI 比去年同期上涨 4.9%。



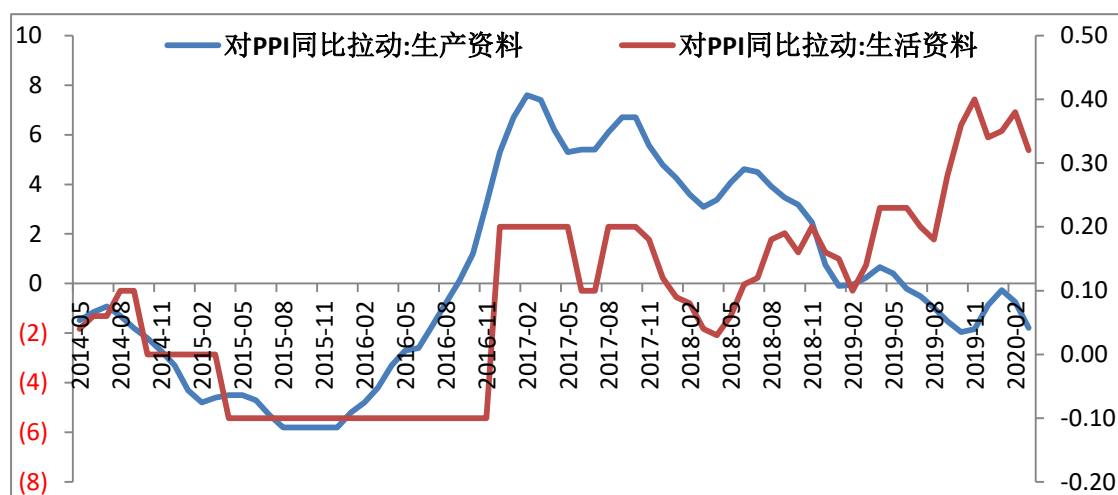
从环比看，CPI 由上月上涨 0.8% 转为下降 1.2%。其中，食品价格由上月上涨 4.3% 转为下降 3.8%，影响 CPI 下降约 0.90 个百分点，是带动 CPI 由涨转降的主要因素。食品中，粮油供应稳定，粮食价格持平，食用油价格下降 0.1%；春季时令菜上市量增加，物流运输成本下降，鲜菜价格下降 12.2%；随着生猪调运逐步畅通、屠宰企业复工复产、各地陆续加大储备肉投放力度，猪肉价格下降 6.9%；由于市场供应充足，鸡蛋、水产品 and 鲜果价格分别下降 5.1%、3.5% 和 0.2%。

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，受国际原油价格波动影响，汽油、柴油和液化石油气价格分别下降 9.7%、10.5%和 4.3%；疫情期间出行大幅减少，飞机票价格下降 28.5%。

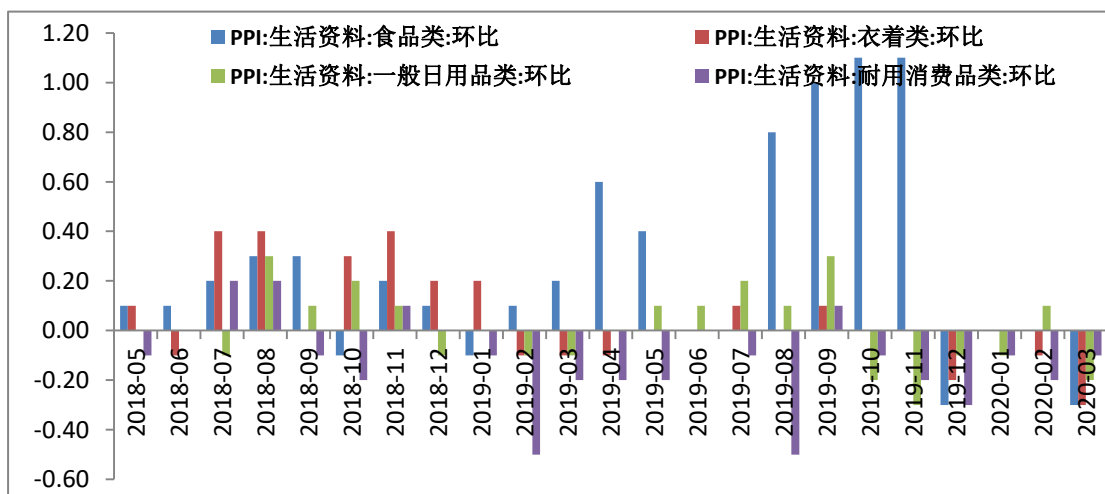
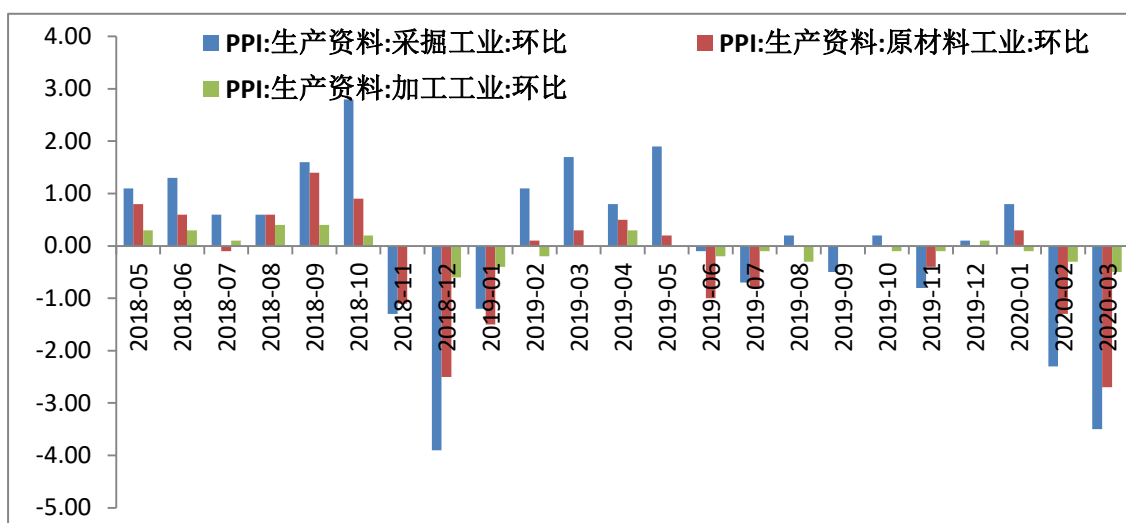
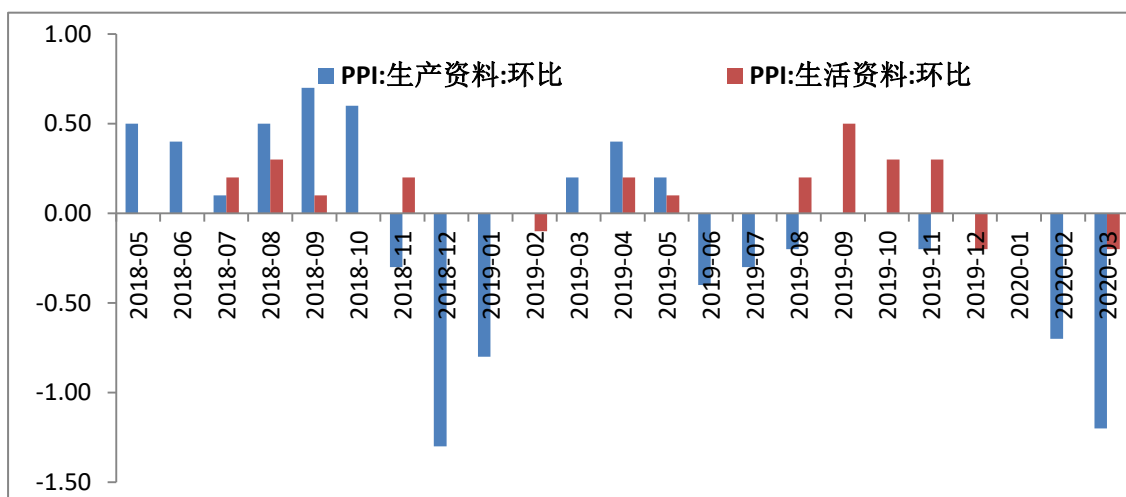


PPI 方面：

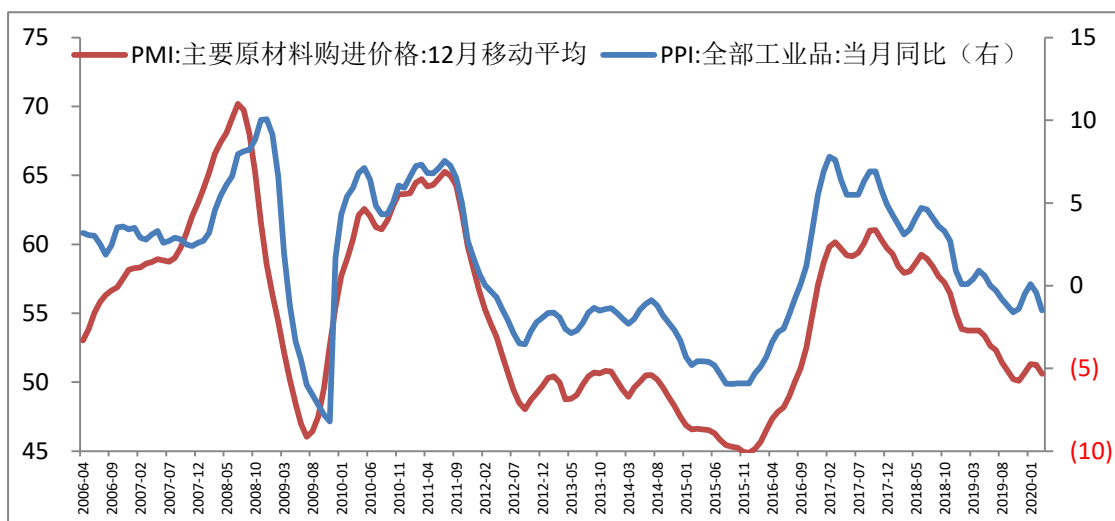
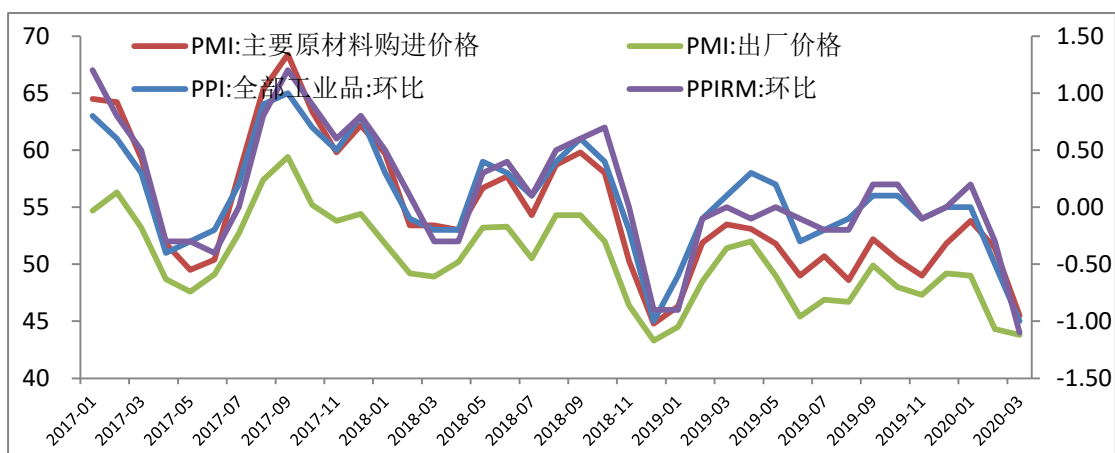
从同比看，PPI 下降 1.5%，降幅比上月扩大 1.1 个百分点。其中，生产资料价格下降 2.4%，降幅扩大 1.4 个百分点；生活资料价格上涨 1.2%，涨幅回落 0.2 个百分点。主要行业中，价格降幅扩大的有石油和天然气开采业，下降 21.7%，扩大 21.3 个百分点；石油、煤炭及其他燃料加工业，下降 10.6%，扩大 9.8 个百分点；化学原料和化学制品制造业，下降 5.3%，扩大 1.0 个百分点；黑色金属冶炼和压延加工业，下降 3.9%，扩大 3.0 个百分点。煤炭开采和洗选业价格下降 3.6%，降幅收窄 0.4 个百分点。有色金属冶炼和压延加工业价格由涨转降，下降 3.5%。据测算，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。1—3 月平均，PPI 比去年同期下降 0.6%。



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。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%。



PPI 同业与环比走势基本符合月初我们对 PMI 数据的分析判断。



分析师:

李明玉 (宏观、金融)

执业资格号: F0299477

投资咨询资格号: Z0011341

电话: 021-22155630

E-mail: limingyu@xhqh.net.cn

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述品种的操作依据, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。