

通胀如期回升，但无需过度担忧

摘要

- 3 月通胀如期回升，一方面受猪肉价格反季节性上涨拉动，另外蔬菜价格跌幅弱于季节性也对 CPI 构成支撑。往前看，受猪价持续上涨拉动，预计 4-6 月 CPI 将持续回升，高点将在 2.8% 左右，甚至可能达到 3%。但是央行货币政策不大可能会对此反应而收紧货币。因为央行货币政策主要用来调控总需求，不大可能对单一商品价格上涨带来的通胀做反应。15 年 2、3 季度猪周期开启，央行在 2015 年 2 季度货币政策报告中明确表态，不会针对单一商品价格变化作反应。在基本偏弱的情况下，货币政策将保持宽松，短期内利率债将保持震荡。
- 风险提示：经济下行超预期。

西南证券研究发展中心

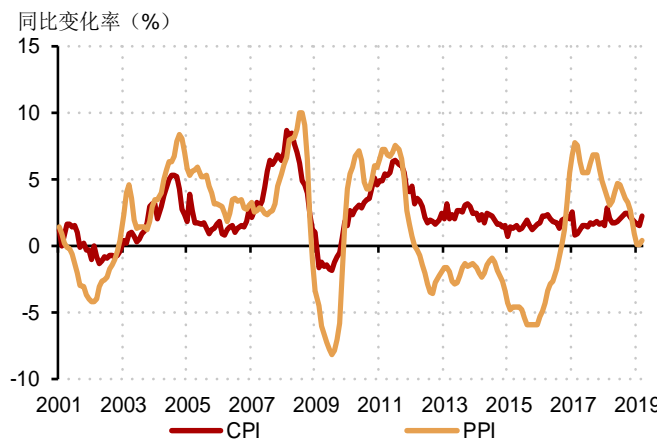
分析师：杨业伟
执业证号：S1250517050001
电话：010-57631229
邮箱：yyw@swsc.com.cn
联系人：张伟
电话：010-57758579
邮箱：zhwhg@swsc.com.cn

相关研究

1. 全球流动性分析框架 (2019-04-09)
2. 经济弱平稳，贸易谈判顺利推进 (2019-04-07)
3. 地方政府隐性债务管控“欲速则不达” (2019-04-07)
4. 美债利率曲线倒挂预示经济衰退？这次或不一定 (2019-04-01)
5. 季节性因素推升 PMI，经济继续弱平稳 (2019-03-31)
6. 经济继续弱势运行，无需过度担忧通胀——月度经济预测 (2019-03-28)
7. 需求放缓企业盈利走弱，季节因素夸大走弱程度 (2019-03-27)
8. 关于资本回报颠覆常识的四个发现——全球央行追踪第 7 期 (2019-03-26)
9. 利率曲线倒挂到经济衰退尚需时日 (2019-03-24)
10. 加息结束缩表停止，美联储政策进入宽松期 (2019-03-21)

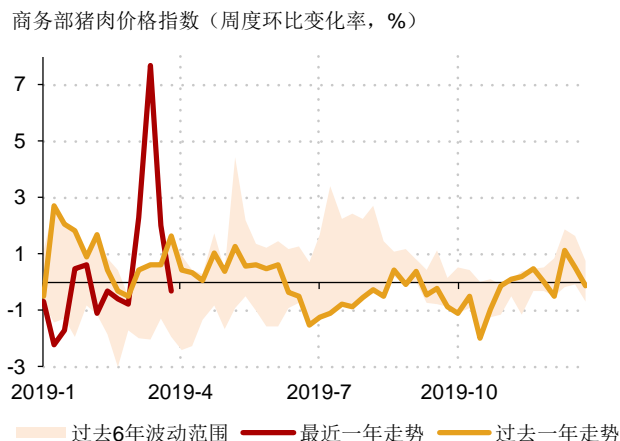
猪肉价格上行、叠加蔬菜价格跌幅弱于季节性共同拉动通胀回升。3月CPI同比增长2.3%，增速较上月回升0.8个百分点，符合我们和市场的预期。从环比来看，3月CPI环比-0.4%，稍强于季节性。其中食品项环比季节性回落录得-0.9%，回落幅度明显弱于往年。受非洲猪瘟疫情影响，猪肉价格反季节性环比上涨1.2%，拉升CPI环比0.03个百分点。蔬菜价格环比-2.6%，拖累CPI 0.08个百分点，蔬菜价格回落幅度也明显弱于季节性。二者是支撑CPI同比回升的主要动力。

图 1：CPI 突破 2%，PPI 同比小幅回升



数据来源：wind、西南证券整理

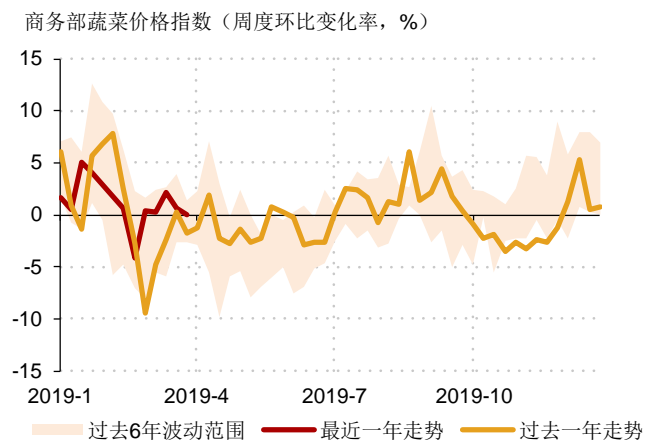
图 2：3 月猪肉价格环比反季节性上行



数据来源：wind、西南证券整理

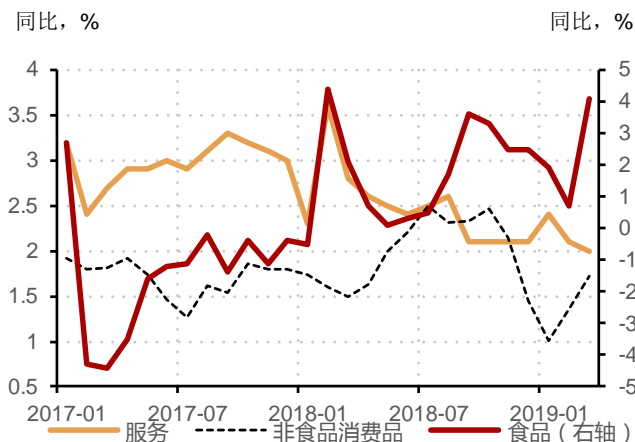
非食品消费项环比-0.18%，拖累CPI环比0.08个百分点。主要受家用器具价格环比明显回落的拖累。二者3月的环比分别为0.3%和-0.2%，均明显弱于往年。服务项环比-0.8%，拖累CPI环比0.3个百分点，是拉低CPI环比下行的主要拖累项，服务中的房租和邮递服务均大幅弱于季节性。展望后市，猪肉价格将持续回升，并进而推升通胀，预计4-6月CPI将保持升势。但CPI大幅上行持续高于3%的可能性较小，因为非食品消费品将跟随PPI同比走势，PPI受制于减税和油价，年内回升幅度或有限，伴随基数回升甚至可能带来PPI同比重回负区间。服务项也将受制于经济景气度。

图 3：3 月蔬菜价格跌幅明显弱于往年



数据来源：wind、西南证券整理

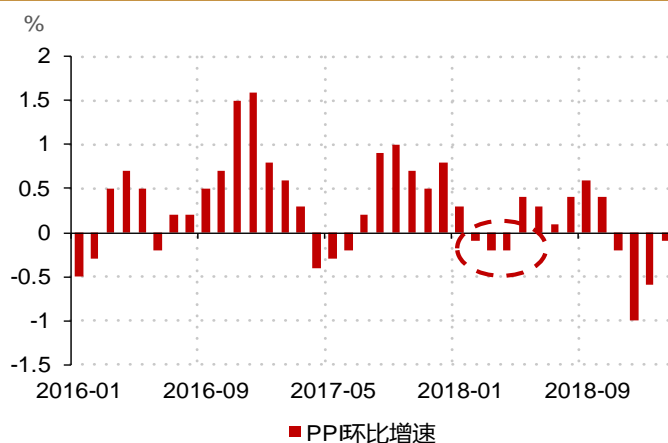
图 4：食品项和非食品项同比回升，服务项同比构成拖累



数据来源：wind、西南证券整理

工业品价格企稳回升。受低基数和环比上涨的影响，3月PPI同比增速小幅回升。分行业来看，与石油相关的产业链价格环比上行明显，其中石油和天然气开采业环比上涨5.6%，石油、煤炭及其他燃料加工业环比上涨2.3%，涨幅较上月分别扩大0.6和1.4个百分点。随着经济回落速度减缓，甚至企稳，叠加化工安全事故带来的对工业品安全生产规范整治，预计PPI短期环比或持续在0附近。考虑到去年4月的低基数，预计PPI同比增速将继续回升。

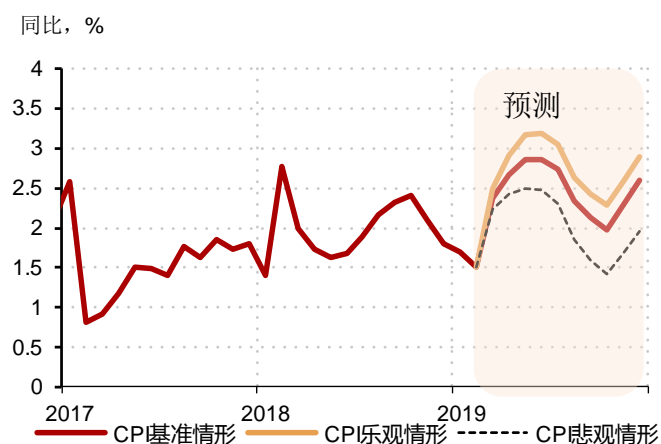
图5：低基数与环比改善推动PPI增速回升



数据来源：wind、西南证券整理

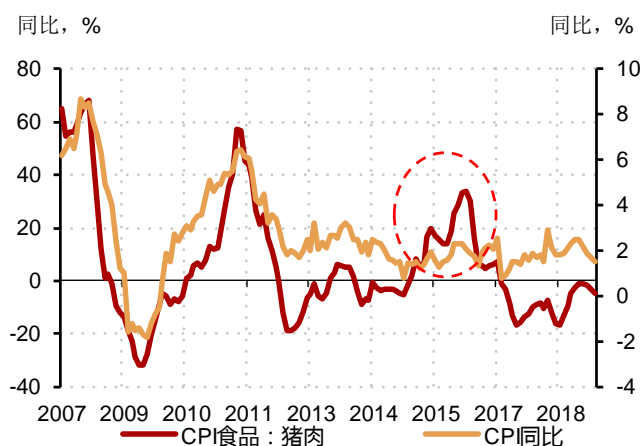
通胀将步入回升通道，但无需过度担忧。受猪肉价格持续上涨拉动，未来3个月CPI将持续回升，我们的测算显示5-6月份可能达到2.8%左右，甚至达到3%。但猪肉价格驱动通胀不仅通过供给渠道，更通过需求通道。此前并未出现过猪肉单一价格上涨推动通胀大幅上行的情况。在经济下行阶段，通胀上行缺乏需求面逻辑。预计通胀难以持续突破3%。

图6：不同情形下猪肉驱动CPI涨幅



数据来源：wind、西南证券整理

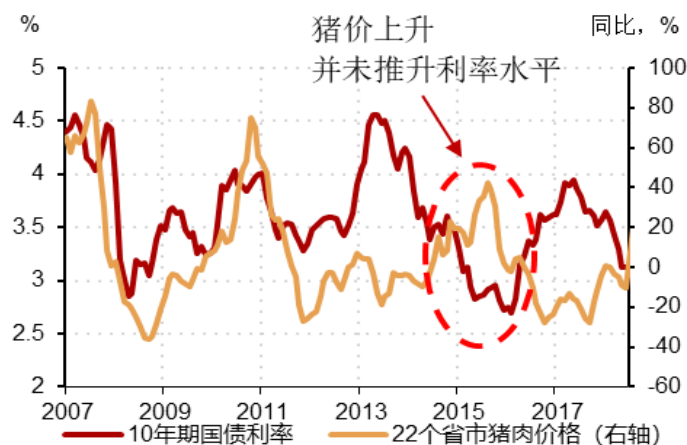
图7：经济下行期尚未出现过猪肉价格单一商品推动CPI大幅上行情况



数据来源：wind、西南证券整理

央行货币政策不大可能会对猪肉价格上涨带来的通胀作出反应。因为央行货币政策主要用来调控总需求，不大可能对单一商品价格上涨带来的通胀做反应。15年2、3季度猪周期开启，央行在2015年2季度货币政策报告中明确表态，不会进行应对。在基本面偏弱的环境下，央行将继续保持宽松的货币政策，因此猪价上涨对债市的影响有限。例如2015年3季度猪肉价格上涨虽然推升了通胀水平，但由于货币政策未发生调整，宏观基本面依然偏弱，因而债市并未调整。我们认为短期内利率债将保持震荡。

图8：实际贷款利率已经显著偏离基准利率



数据来源：wind、西南证券整理

表1：我国宏观经济指标预测

		2018-2	2018-3	2018-4	2018-5	2018-6	2018-7	2018-8	2018-9	2018-10	2018-11	2018-12	2019-1	2019-2	2019-3	西南预测 2019-3F	市场预测 2019-3F
CPI	同比%	2.9	2.1	1.8	1.8	1.9	2.1	2.3	2.5	2.5	2.2	1.9	1.7	1.5	2.3	2.5	2.3
PPI	同比%	3.7	3.1	3.4	4.1	4.7	4.6	4.1	3.6	3.3	2.7	0.9	0.1	0.1	0.4	0.5	0.5
工业增加值真实增速	同比%	7.2	6.0	7.0	6.8	6.0	6.0	6.1	5.8	5.9	5.4	5.7		5.3		6.0	5.9
固定资产投资名义增速	同比%	7.9	7.5	7.0	6.1	6.0	5.5	5.3	5.4	5.7	5.9	5.9		6.1		6.0	6.3
消费品零售名义增速	同比%	9.7	10.1	9.4	8.5	9.0	8.8	9.0	9.2	8.6	8.1	8.2		8.2		8.1	8.3
新增人民币贷款	亿人民币	8393	11200	11800	11500	18400	14500	12800	13800	6970	12500	10800	32300	8858		12000	12719
M2增速	同比%	8.8	8.2	8.3	8.3	8.0	8.5	8.2	8.3	8.0	8.0	8.1	8.4	8.0		8.5	8.2
一年期定存	%	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50
出口名义增速 (美元计价)	同比%	44.5	-2.7	12.7	12.6	11.2	12.2	9.8	14.4	15.6	5.4	-4.4	9.1	-20.7		3.0	8.0
进口名义增速 (美元计价)	同比%	6.3	14.4	21.5	26.0	14.1	27.3	19.9	14.5	21.4	3.0	-7.6	-1.5	-5.2		-7.0	0.0
贸易顺差	亿美元	337.4	-49.8	283.8	249.2	414.7	280.5	278.9	312.8	340.2	447.5	570.6	391.6	41.2		84.3	124.7
人民币兑美元汇率 (月末值)	人民币/美元	6.33	6.29	6.34	6.41	6.62	6.82	6.82	6.88	6.96	6.94	6.87	6.70	6.69	6.72	6.70	6.68
存款准备金率	%	17.0	17.0	16.0	16.0	15.5	15.5	15.5	15.5	14.5	14.5	14.5	13.5	13.5	13.5	13.5	

资料来源：CEIC，Wind，西南证券

注：市场预测为Wind调查的市场预测均值，其中汇率为即期汇率，西南预测汇率为中间价

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报

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_13244

