

猪不飞油未舞，再现通缩隐忧 ——3月通胀数据点评

基本结论

- **事件：**3月，CPI同比上涨4.3%，环比下降1.2%；PPI同比下降1.5%，环比下降1.0%。一季度CPI同比上涨4.9%，PPI下降0.6%。
- 3月CPI同比上涨4.3%，涨幅收窄加速，环比由涨转跌，食品价格大幅回落带动CPI整体下行。猪肉产能持续修复，能繁母猪存栏量和屠宰量均呈上升趋势，猪价进入下行通道。鲜菜价格回落源于季节性涨价因素消退，叠加油价下跌后运输成本降低。
- 非食品项CPI同比较上月回落0.2个百分点至0.7%，环比降幅扩大至0.4%。非食品价格加速回落主要源于国际油价大幅下跌，同时，3月尚处于疫情防控期间，居民出行和可选消费仍旧受到抑制。
- 3月PPI同比下降1.5%，降幅比上月扩大1.1个百分点；PPI环比下降1.0%。国际原油价格战导致3月间油价暴跌49.86%，叠加疫情扩散后全球需求萎缩，国际大宗商品价格下行，引发国内上游原材料行业价格明显下降。
- **预测：**食品方面，开春天气转暖后鲜菜价格多季节性下滑；4月以来猪价下行速度加快，叠加去年基数拉高，预计4月猪肉CPI同比在80%-90%区间，下拉CPI约0.64个百分点；非食品项主要受油价拖累，根据EIA预测第二季度平均油价将为37美元/桶，由于去年同期原油价格拉升，与油价强相关的交通和通信项同比跌幅还将继续扩大，下拉CPI约0.17个百分点。预计4月CPI同比在3.5%附近。当前海外疫情增速虽然放缓但转折未至，全球供需难于回暖，若油量减产不及需求缺口，油价还将带动大宗商品继续下跌，预计4月PPI跌幅继续扩大。
- **债市策略：**在居民消费疲软和猪周期高位下行的背景下，预计CPI将继续逐步走低，物价不会对债市形成负面影响。而随着涨幅的回落，物价对央行货币政策操作的掣肘也将趋弱，货币宽松的空间进一步打开，有利于为债市创造较好的流动性环境。
- **风险提示：**通胀超预期上升，债市波动加大。

周岳

分析师 SAC 执业编号：S1130518120001
zhouyue1@gjzq.com.cn

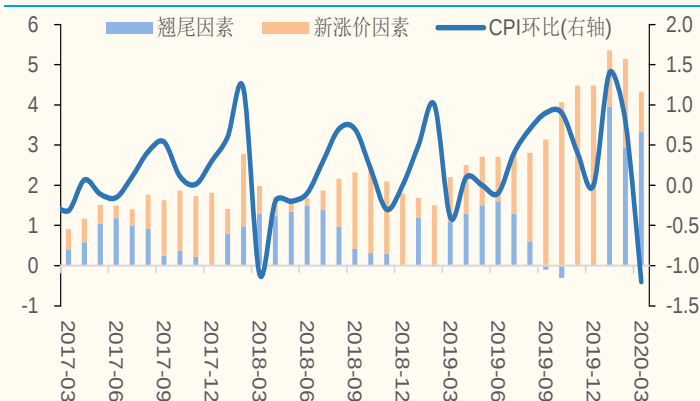
事件：

统计局公布：3 月份，CPI 同比上涨 4.3%，环比下降 1.2%；PPI 同比下降 1.5%，环比下降 1.0%。一季度，CPI 同比上涨 4.9%，PPI 下降 0.6%。

1. CPI：食品价格回落，CPI 环比由涨转跌

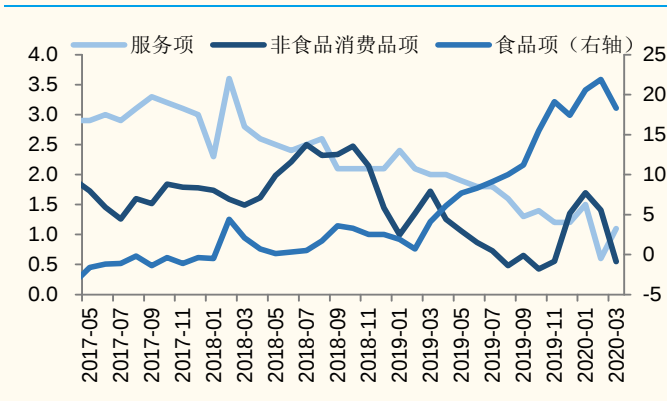
3 月 CPI 同比上涨 4.3%，前值 5.2%，涨幅加速收窄；环比下降 1.2%，前值 0.8%；核心 CPI 同比上涨 1.2%，涨幅比上月扩大 0.2 个百分点。从环比来看，3 月 CPI 由涨转跌，其中食品 CPI 环比为下降 3.8%，较上月的上涨 4.3%显著降低 8.1 个百分点，带动 CPI 整体下行；非食品 CPI 环比下降 0.4%，跌幅走扩。三分法来看，食品项同比上涨 18.3%，拉动 CPI 同比上涨约 3.66 个百分点；非食品消费品项和服务项分别同比上涨 0.55%和 1.1%，分别拉动 CPI 约 0.23 个百分点和 0.41 个百分点。

图表 1：3 月翘尾因素影响约 3.34 个百分点 (%)



来源：Wind，国金证券研究所

图表 2：服务项 CPI 企稳回升 (%)

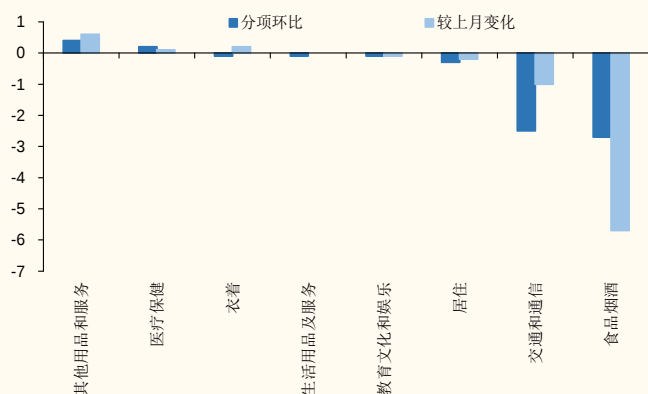


来源：Wind，国金证券研究所

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。从分细项来看，畜肉价格环比回落 5.2%，较上月由涨转跌，其中，猪肉价格环比下降 6.90%，同比涨幅回落 18.8 个百分点至 116.4%，牛肉和羊肉价格分别环比降低 1.2%和 0.9%。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，供应向好带动猪价进入下行通道。鲜菜价格环比回落 12.2%，同比下降至 -0.1%，主要源于天气转暖后鲜菜季节性涨价因素消退，同时，国际油价下跌后蔬菜的运输成本降低。受益于市场供应充足，蛋类、水产品、奶类和鲜果价格分别环比回落 4.3%、3.5%、0.4%和 0.2%。

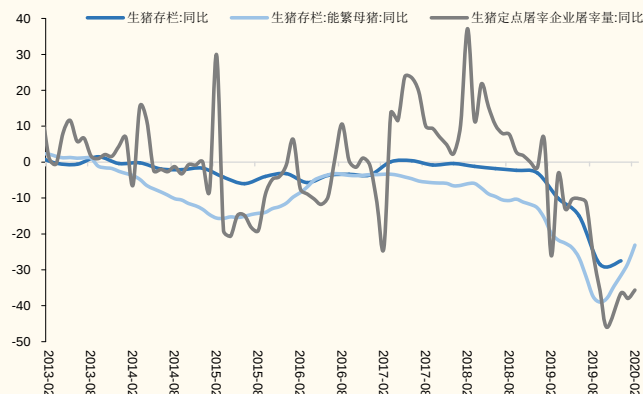
非食品项价格加速回落，主要源于国际油价大幅下跌，叠加 3 月期间疫情阴霾尚未驱散，居民出行和可选消费依旧受到抑制。从分细项来看，交通通信环比下降 2.5%，较上月降幅阔大，主要受油价和疫情防控拖累；居住环比下行 0.3%，衣着、教育文化和娱乐、生活用品及服务均环比降低 0.1%；由于疫情环境下居民医疗卫生需求快速攀升，医疗保健环比上涨 0.2%，较上月涨幅扩大 1 倍。

图表 3：食品烟酒和交通通信 CPI 明显下滑 (%)



来源：Wind，国金证券研究所

图表 4：各项猪肉产能指标均底部回升 (%)



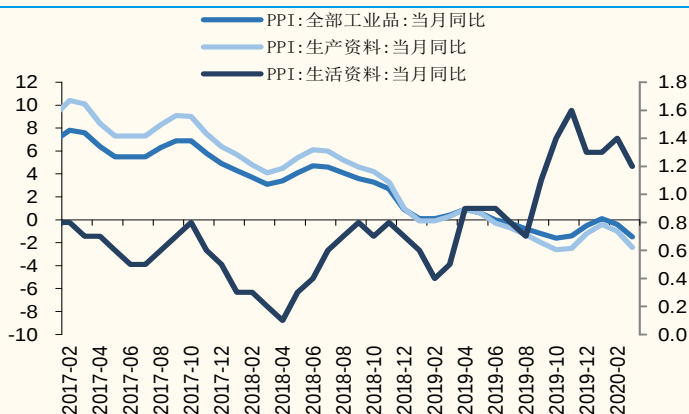
来源：Wind，国金证券研究所

2. PPI：同比降幅扩大，通缩隐忧仍存

3 月 PPI 同比下降 1.5%，前值-0.4%，降幅比上月扩大 1.1 个百分点；PPI 环比下降 1.0%，价格回落加速。其中，生产资料环比下降 1.2%，降幅较上月再扩大，采掘工业、原材料工业和加工工业环比降幅均显著走扩；生活资料环比回落 0.2%。

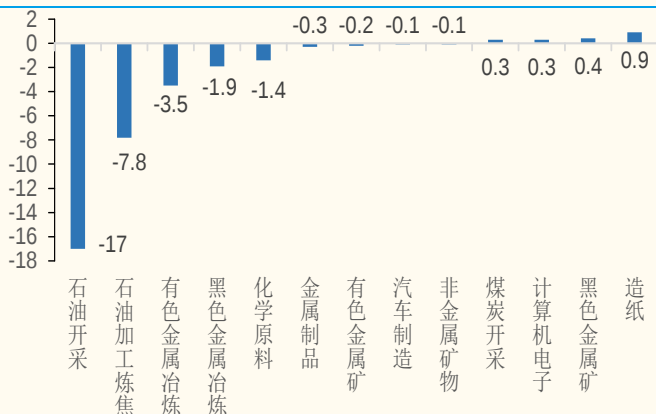
国际原油价格战导致原油价格 3 月间暴跌 49.86%，叠加疫情扩散全球需求萎缩引发国际大宗商品价格下行，国内上游原材料行业受到冲击。分行业来看，石油相关行业价格下跌严重，石油和天然气开采业、石油炼焦及核燃料加工业环比跌幅为 17%和 7.8%，分别较上月走阔 6 个百分点和 3.4 个百分点，有色金属冶炼业和有色金属矿采选业环比分别下降 2%和 1.7%，黑色金属冶炼业下降 1.9%。煤炭开采和洗选业、黑色金属矿采选业价格分别环比上涨 0.3%和 0.4%。

图表 5：3 月 PPI 加速下滑 (%)



来源：Wind，国金证券研究所

图表 6：原材料相关行业 PPI 跌幅扩大 (%)



来源：Wind，国金证券研究所

3. 预测

4 月 CPI 翘尾影响为 3.24%，较 3 月有所下降。食品方面，开春天气转暖后鲜菜价格多季节性下滑；4 月以来猪价下行速度加快，叠加去年基数拉高，预计 4 月猪肉 CPI 同比在 80%-90%区间，下拉 CPI 约 0.64 个百分点；非食品项主要受油价拖累，根据 EIA 预测第二季度平均油价将为 37 美元/桶，由于去年同期原油价格拉升，与油价强相关的交通和通信项同比跌幅还将继续扩大，下拉 CPI 约 0.17 个百分点。预计 4 月 CPI 同比在 3.5%附近。

当前海外疫情增速虽然放缓但转折未至，全球供需难于回暖，若油量减产不及需求缺口，油价还将带动大宗商品继续下跌，预计 4 月 PPI 跌幅继续扩大。

4. 债市策略

在居民消费疲软和猪周期高位下行的背景下，预计 CPI 将继续逐步走低，物价不会对债市形成负面影响。而随着涨幅的回落，物价对央行货币政策操作的掣肘也将趋弱，货币宽松的空间进一步打开，有利于为债市创造较好的流动性环境。

5. 风险提示

通胀超预期上升，债市波动加大。

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_5905

