

CPI 下降或助力货币进一步宽松，债市多头趋势仍在

——3月通胀数据点评

报告要点

3月份CPI同比4.3%，前值5.2%，明显低于市场预期，主要因为猪肉和鲜菜价格的下跌幅度超预期。由于猪肉价格已经进入下降通道，预计CPI同比会继续下降。3月份PPI同比-1.5%，也已经进入通缩区间。通胀走低为货币宽松提供友好的环境。央行需要更大力度地压低名义利率才能有效地降低实际利率。财政扩张也需要低成本的资金来源。我们预计财政扩张之前会有货币的进一步宽松，债市多头趋势仍在，操作上建议曲线走陡和基差收敛继续持有。

摘要：

事件：3月份CPI同比4.3%，前值5.2%；PPI同比-1.5%，前值-0.4%。

点评：

1、3月份CPI同比回落0.9个百分点主要因为猪肉和鲜菜价格的下跌，非食品价格下降对CPI也有一定的抑制。3月份CPI猪肉价格同比回落18.8个百分点至116.4%，压低CPI同比0.45个百分点；CPI鲜菜价格同比回落11.0个百分点，压低CPI同比0.33个百分点；两者合计压低CPI同比0.78个百分点。3月份CPI猪肉价格环比下跌6.9%，主要因为需求因疫情受到一定的抑制，而供应拐点可能已经出现。3月份CPI鲜菜价格环比下跌12.2%，跌幅远大于去年3月份2.6%的跌幅，可能因为疫情消退使得此前被推高的蔬菜价格出现了显著的回落。

2、CPI已经进入下降通道，预计4月CPI同比降至4.0%左右。此前我们判断CPI拐点可能已经出现，但3月份CPI同比明显低于我们和市场的预期，主要因为鲜菜价格和猪肉价格的回落幅度超出预期。往前看，3月份CPI鲜菜价格已经降至去年同期的水平，随着应季蔬菜的上市，鲜菜价格还会继续下跌，但跌幅可能不会超过去年同期的水平，CPI鲜菜同比继续回落的可能性不大。去年11月份生猪存量环比增加2.0%，按生猪存量领先猪肉供应5-6月推算，今年4-5月份的猪肉供应会开始增加。因此，猪肉价格大概率会继续回落。在疫情抑制需求和油价下跌拖累物价的情况下，4月份CPI非食品可能小幅回落。综合考虑，预计4月份CPI同比继续下降。不过由于蔬菜价格同比不太可能继续下滑，4月份CPI同比回落幅度可能不会很大。我

投资咨询业务资格：
证监许可【2012】669号



金融衍生品团队

研究员：
张革
021-60812988
zhangge@citicsf.com
从业资格号 F3004355
投资咨询资格号 Z0010982

张菁
021-60812987
zhangjing@citicsf.com
从业资格号 F3022617
投资咨询资格号 Z0013604

联系人：
刘道钰
021-60816784
liudaoyu@citicsf.com
从业资格号：F3061482

重要提示：本报告中发布的观点和信息仅供中信期货的专业投资者参考。若您并非中信期货客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消订阅、接收或使用本报告的任何信息。本报告难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。我司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。

们预计 4 月 CPI 同比降至 4.0%左右。

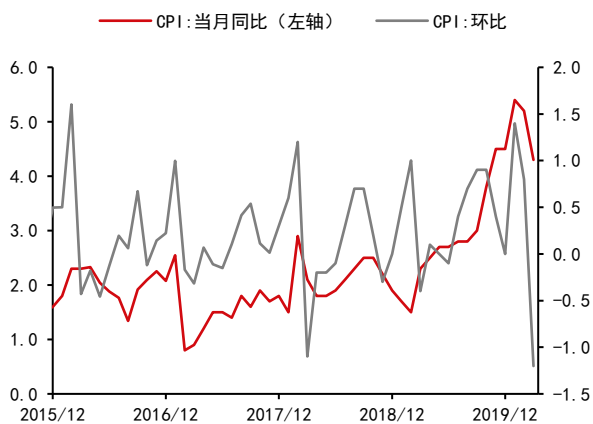
3、3 月份 PPI 同比回落 0.9 个百分点主要因为海外疫情发酵使得工业品价格大跌。3 月份海外疫情快速扩散，对全球经济的冲击可能不低于 08 年金融危机。受此影响，主要工业品价格跌幅均较大，其中原油价格暴跌 50%左右，带动化工类工业品价格也跟随下跌；有色金属也因需求走弱而下跌，其中沪铜下跌 12%。从 3 月份大类行业的 PPI 同比表现来看，石油和天然气开采业下降 21.7%，扩大 21.3 个百分点；化学原料和化学制品制造业下降 5.3%，扩大 1.0 个百分点；有色金属冶炼和压延加工业下降 3.5%，扩大 4.3 个百分点；黑色金属冶炼和压延加工业，下降 3.9%，扩大 3.0 个百分点。

4、PPI 已经进入通缩区间，预计 4 月份 PPI 同比继续下降。海外疫情对全球需求的抑制暂时还不会解除。虽然原油、化工等工业品价格已经跌至历史低位，原油的减产可能导致价格出现一定的回升，但 3 月份的 PPI 并未充分反映工业品价格下跌的影响，而 4 月份因为需求并未回归，工业品价格难以出现持续的大幅上涨。因此，我们预计 4 月份 PPI 同比可能继续下降，PPI 将继续处于通缩区间。

5、通胀走低为货币宽松提供友好的环境，债市多头趋势仍在，操作上建议曲线走陡和基差收敛继续持有。不管是从 CPI 还是 PPI 来看，通胀走低的趋势都是较为确定的。虽然我们预计 4 月份 CPI 仍会处于 4%左右的高位，但对货币政策而言通胀预期可能是更重要的。随着猪肉价格和 CPI、PPI 的持续回落，居民和企业的通胀预期都是在降低的。通胀预期的下降为货币宽松提供了友好的环境。此外，在通胀走低的背景下，即便名义利率维持不变，实际利率也是上升的。因此，央行需要更大力度地压低名义利率才能有效地降低实际利率。财政扩张也需要低成本的资金来源。因此，我们认为央行可能采取进一步的宽松措施，债市多头趋势仍在。货币宽松和降息预期对短债的提振更大，长端受财政发力及风险偏好制约相对纠结，曲线陡峭化存在支撑。不过，目前期限利差已经处于高位，继续加仓做陡的安全边际不足，已有仓位可继续持有。趋势策略方面，我们建议观望或者逢低做多。期现套利方面，借助于期货贴水来博弈基差收敛策略可继续持有。

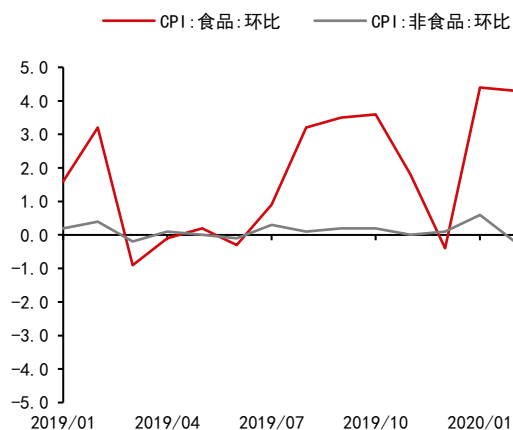
风险因子：1) 海外疫情迅速得到控制；2) 财政大力度扩张

图表1：3月份CPI同比上涨4.3%，环比下跌1.2%



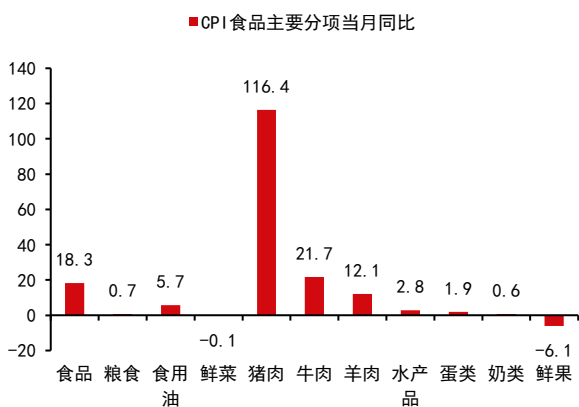
数据来源：Wind 中信期货研究部

图表2：3月份食品环比下跌3.8%，非食品环比下跌0.4%



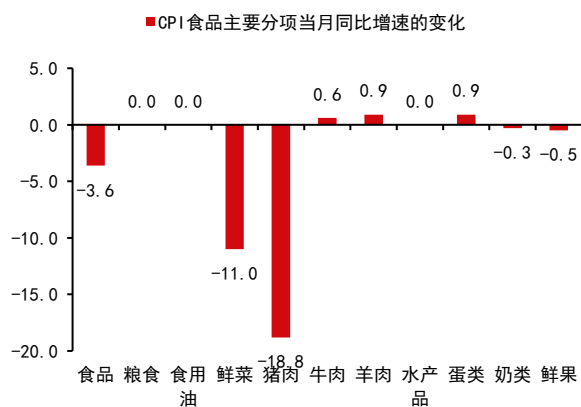
数据来源：Wind 中信期货研究部

图表3：猪肉价格同比涨幅仍然很高



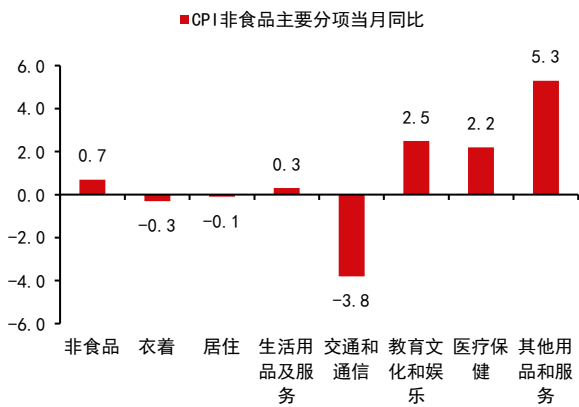
数据来源：Wind 中信期货研究部

图表4：猪肉和鲜菜价格回落是CPI同比回落的主要原因



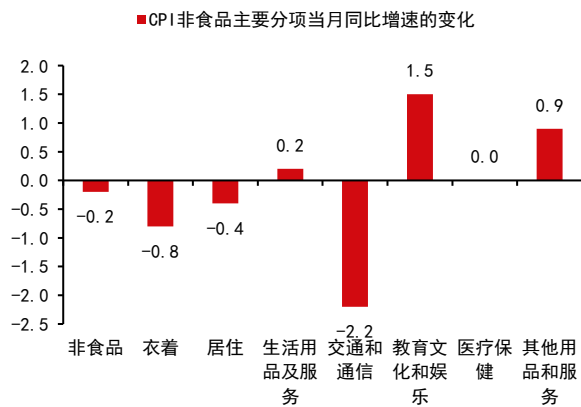
数据来源：Wind 中信期货研究部

图表5：3月份交通价格同比下跌



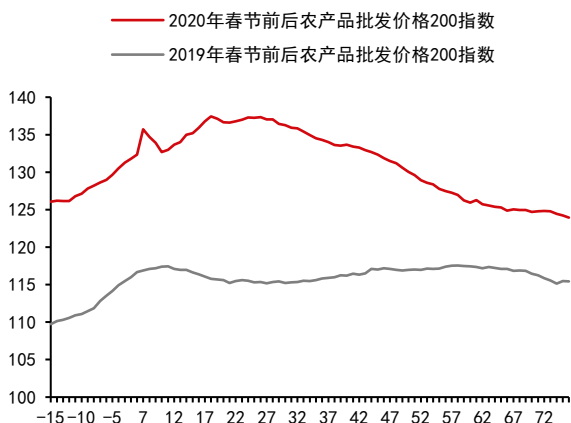
数据来源：Wind 中信期货研究部

图表6：3月份交通、衣着、居住价格同比涨幅明显回落



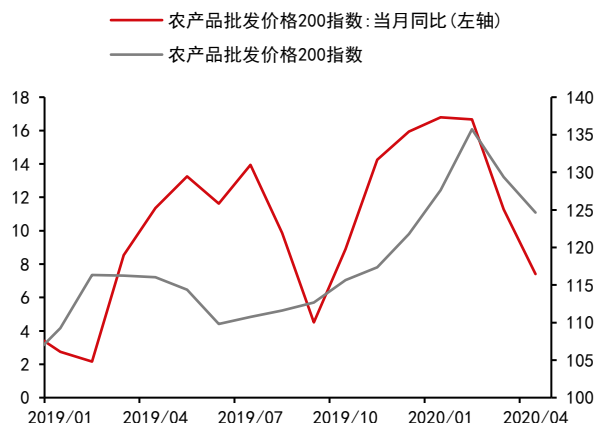
数据来源：Wind 中信期货研究部

图表7：农产品价格仍处于下降趋势之中



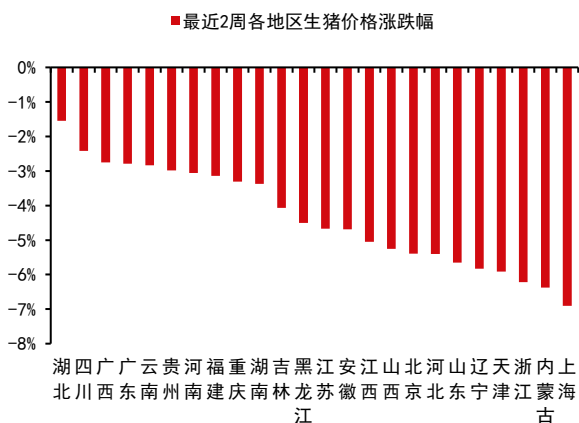
数据来源：Wind 中信期货研究部

图表8：4月份农产品价格同比继续回落



数据来源：Wind 中信期货研究部

图表9：最近2周各地区生猪价格普遍下跌



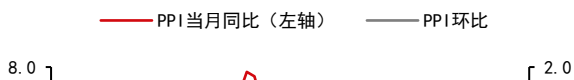
数据来源：Wind 中信期货研究部

图表10：最近2周25省市平均生猪价格下跌4.1%

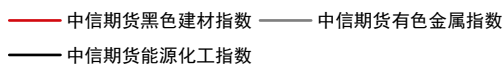


数据来源：Wind 中信期货研究部

图表11：3月份PPI同比下跌1.5%，环比下跌1.0%



图表12：近期工业品价格有所回升，但仍处于低位



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_5921



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>