

通胀高点已现，疫情影响仍存

——3 月通胀数据点评

核心观点

3 月份 CPI、PPI 同比均较前值回落，环比均为负增，疫情影响仍未消除。食品供给更加充裕后，CPI 食品端冲击减退，但服务业价格能否反弹仍存在不确定性。油价的大幅下行对 PPI 冲击体现明显，未来一段时间 PPI 环比或仍为负，能否反弹取决于内需、尤其是基建的强度。PPI 全年中枢可能低于 2019 年，仍在负区间。我们仍维持全年 CPI 中枢可能在+3.5%左右的中性预测，年内 CPI 高点已现、猪周期已见顶。

□ 食品冲击消解，疫情影响消费

3 月份 CPI 环比-1.2%、同比+4.3%，较我们预期低 0.2 个百分点。3 月份猪肉、鲜菜、鲜果 CPI 如期回落，环比跌幅分别为 6.9/12.2/0.2 个百分点，菜价回落幅度较大。3 月非食品 CPI 的环比表现仍明显弱于历史均值，主因仍是疫情制约居民消费。我们认为，国内疫情逐渐平息，物流运能恢复叠加天气转暖，对食品价格的上行担忧有望逐渐消解；但同时居民消费可能有补偿式反弹，餐厅可能为弥补此前的经营亏损而适度涨价，在外就餐等服务类价格可能环比回升。预计今年下半年，食品和非食品环比都将向历史季节性均值方向修复；我们维持年内 CPI 趋势下行的判断不变。

□ 生猪周期见顶，供需两端回暖

3 月猪肉 CPI 同比涨幅较 2 月份回落约 19 个百分点，高频数据显示 4 月份该涨幅继续回落。新冠疫情影响了生猪宰杀/猪肉调运，也影响了饭店对肉类的需求。随着疫情缓解，前期压栏-后期出栏的生猪单头净重可能更大；同时国家调集多批冷冻储备猪肉投放市场缓解涨价压力，目前生猪产业链的供需两端都较前期回暖。2019 年 3-11 月份猪肉价格基数逐月上升，不考虑非洲猪瘟疫情再度大规模爆发的情形下，从同比角度，本轮猪周期顶部特征已较明显。

□ 扰动因素仍在，主粮风险较低

未来可能阶段性扰动通胀预期的食品端因素包括：部分农户因为缺乏出货渠道而掩埋鸡苗，类似事件可能促使部分家禽、水产品涨价；猪周期见顶或带动玉米、豆粕等饲料原料涨价；蝗灾、草地贪夜蛾等病虫害可能扰动粮价预期；疫情影响部分国家农业生产和国际贸易，越南和印度宣布暂停大米出口、塞尔维亚暂停葵花籽油和其他农业物资的出口、哈萨克斯坦暂停小麦/胡萝卜/糖/土豆出口、埃及暂停各种豆类产品的出口，这些都可能干扰国内对相关产品的价格判断，产生囤货需求。但我国水稻、小麦、玉米等主粮自给率都在 97%以上，主粮今年大规模涨价风险较低。

□ 油价下跌冲击，工业价格下行

新冠疫情对一季度工业生产的冲击显而易见，叠加国际油价在 3 月份大幅下跌的影响，3 月 PPI 环比-1%，同比-1.5%。煤炭、原油、黑色、有色、化工行业环比普遍下跌，但除原油行业外，其余环比跌幅大都在 2%以内。3 月初至今，各地企业产能开动强度较 2 月明显反弹，但尚未回复到去年同期水平。未来一到两个季度，企业生产意愿可能取决于内外需共振，外需的回升可能继续制约外贸产业。考虑原材料生产和加工业价格向下游传导存在一定时滞，而国际油价波动不确定性仍较大、近期同比大幅负增长已成定局，我们认为 PPI 环比至少未来 2-3 个月内大概率维持负增长，全年 PPI 中枢可能比 2019 年（-0.3%）更低。

□ 通胀高点已现，风险担忧仍存

近期部分市场观点认为仍存在通胀风险，主要考量是：今年无论是国内还是主要发达经济体，货币政策大概率维持宽松，流动性环境较为充裕；部分农畜产品的生产和国际贸易可能受疫情影响；实体经济较弱，在经济活动未恢复正常前，可能无法消化过多的流动性，流动性可能反映在价格端。但我们认为国内通胀主要取决于油价和猪价，当前低油价反映了对全球经济增长的负面预期，而猪周期已见顶。我们维持年内通胀已见高点，未来趋势下行的判断。

风险提示：疫情对居民消费的负面影响超出预期，非食品价格下行超预期；流动性宽松导致部分商品价格超预期上涨，产生经济滞胀预期。

分析师：李超

执业证书编号：S1230520030002

邮箱：lichao1@stocke.com.cn

相关报告

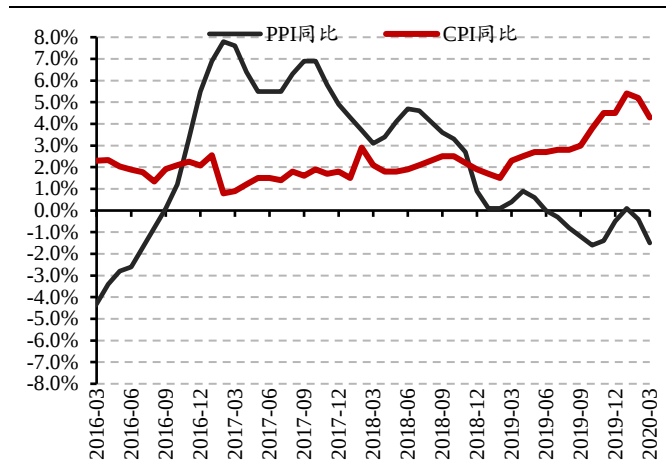
1 《贸易逆差或成外储最大扰动项——

一点评 3 月外汇储备数据》2020.04.07

报告撰写人：李超

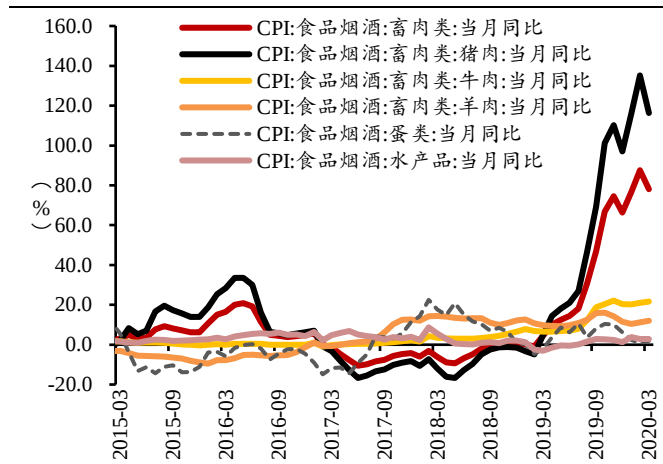
数据支持人：李超

图表1: PPI、CPI 同比均回落



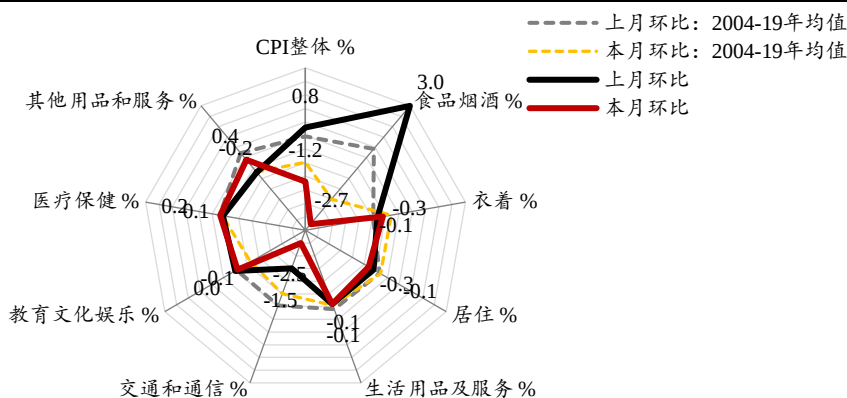
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图表2: 猪周期或已见顶



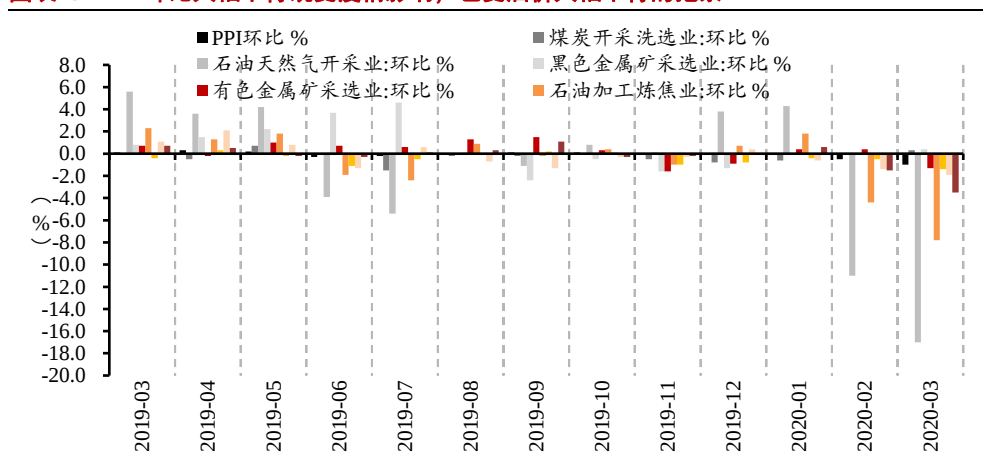
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图表3: 疫情对 CPI 服务类项的环比冲击仍在延续



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图表4: PPI 环比大幅下行既受疫情影响, 也受油价大幅下行的拖累



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海市杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>