

通胀短暂低迷，年内仍将明显反弹

中信证券研究部

2018年4月11日

诸建芳

联系人：刘博阳

电话：010-60838756

电话：010-60836743

邮件：zhujf@citics.com

邮件：liuboyang@citics.com

执业证书编号：S1010510120003

事项：

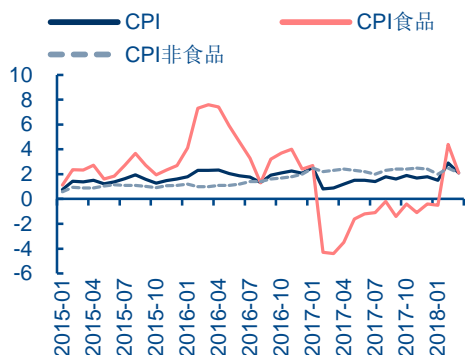
2018年4月11日，国家统计局发布2018年3月价格数据。3月CPI同比上涨2.1%，前值2.9%。PPI同比上涨3.1%，前值3.7%。

评论：

CPI 短暂低迷，坚定未来出现明显反弹

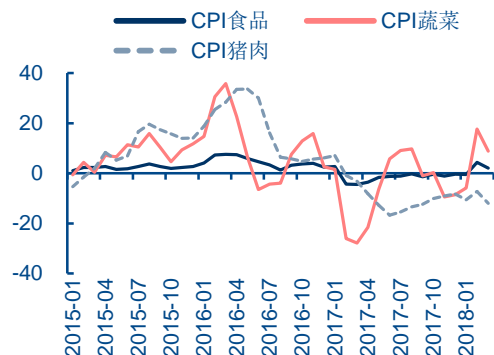
3月CPI同比增长2.1%，较前值大幅下降0.8个百分点，明显低于市场预期（Wind一致预测2.5%）。对此我们认为，节日过后价格环比普遍回落是造成通胀低迷的主要原因，特别是食品价格的波动有所加大。

图1：食品价格的波动加大



资料来源：Wind，中信证券研究部

图2：蔬菜和猪肉价格变化趋势



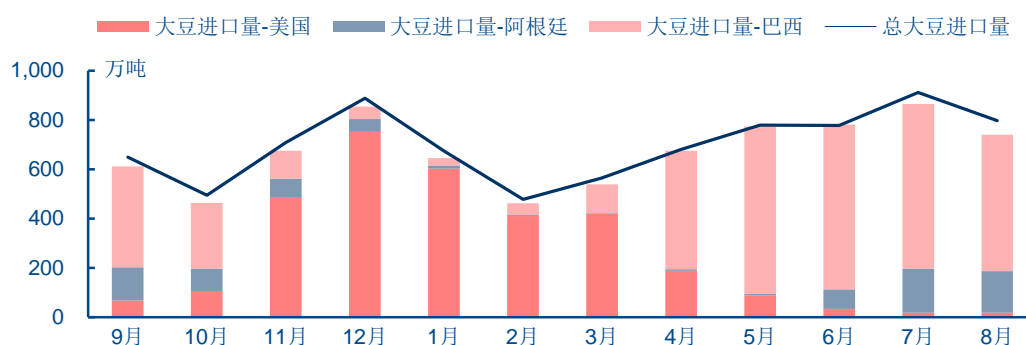
资料来源：Wind，中信证券研究部

具体来看，食品价格同比增长较上月回落2.3个百分点至2.1%，由于节日过后需求减弱，环比由上月上涨4.4%转为下降4.2%。食品价格大幅波动的主要组成还是来源于蔬菜和猪肉。蔬菜方面，3月中上旬天气转暖，蔬菜供应逐渐充足同时节后需求边际转弱，CPI分项同比较上月下降8.9个百分点至8.8%，环比更是由正大幅转负至-14.8%，成为食品价格的主要拖累。猪肉方面，3月猪价一度跌破成本价，符合我们此前一直强调的猪周期下行阶段价格低迷的观点。对于年内猪价走势，根据中信证券研究部农业组的观点，由于前期猪价跌势较大，2季度猪价可能出现一波反弹，但总体仍处在下行通道中。考虑到去年基数问题，对CPI的贡献将有所增大。

非食品同比增速较上月下降0.4个百分点至2.1%，环比下降-0.4%。与节日相关的消费价格环比均出现回落，如生活用品及服务、交通通信、教育文化娱乐，分别下降0.2%、1.5%和1.6%，成为主要拖累。值得注意的是，虽然3月下旬国际油价出现上涨，但国内成品油仅3月28日上调，因此我们认为由于CPI统计时间的原因，并未将此次上调统计在内。衣着、居住、医疗保健价格环比均出现小幅上涨。

针对目前的中美贸易争端，中国拟对美国进口大豆提升关税，引发市场对于大豆价格上涨导致CPI出现超预期上涨的讨论。我们认为，这种因素对CPI的影响可能极其有限。首先，一般来说，4月开始我国大豆开始转向从南美进口，限制美国大豆进口对国内影响有限；其次，从大豆及其产业链来看，对CPI产生直接和间接的影响包括农产品、油脂（豆油）、养殖饲料（豆粕）。其中根据分析可知，大豆并非目前CPI农产品的主要组成部分¹。进口大豆主要用于压榨，通常出油率在18%左右，出粕率在78%左右²。对于豆油来说，目前我国豆油库存较为充足；对于豆粕，其作为猪饲料占比仅为20%，虽然饲料成本占养猪成本的60%，但豆粕价格变动对猪价的影响极为有限。极端假设大豆涨价幅度为25%（事实上大概率不会上升25%），即为上调关税的价格，经测算，能够推升全年CPI均值0.08个百分点左右，影响极为有限。

图3：4月开始，我国开始大规模进口南美大豆



资料来源：海关总署，中信证券研究部

展望年内，通胀低迷将仅是短期波动，食品价格仍会处在较强的同比上涨通道内，猪价2季度反弹和后续低位趋稳，叠加低基数，将成为食品价格主要支撑，同时油价大概率继续向上突破。我们维持全年通胀均值2.5%的判断，同时存在超预期增长的可能性。

工业品环比继续下跌，印证供给水平逐渐回暖

3月PPI同比较上月下降0.6个百分点至3.1%，环比连续两个月下降，3月降幅继续扩大0.1个百分点至-0.2%。从基本面表现来看，3月制造业PMI环比明显上升，同时取暖季和两会结束，开工逐渐恢复造成供给水平有所回暖。其中煤炭和石油化工产品价格环比涨幅有所回落。从同比角度来看，上游方面，石油化工、黑色、有色开采价格分别较上月下降4.8、4.1和1.2个百分点。中游方面，黑色和有色冶炼及压延加工业价格也较上月下滑2.1和1.3个百分点。

向后看，考虑到基数影响，预计PPI回落幅度会短期趋稳。在此基础上，工业企业盈利料将继续好转。因此企业盈利的持续将有助于国企去杠杆的进一步推动。

¹详情见中信证券宏观组报告《专题报告：2018年粮价能否助推CPI食品上涨》

²详情见中信证券农业组报告《贸易争端打出“大豆”牌，影响几何？》

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上；
	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd. 分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟由 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalalal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ00001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会会员）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34、35 及 36 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告有任何疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 024 11 2017。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2018 版权所有。保留一切权利。