CPI 低位徘徊，生猪价格依旧拖累明显

投资咨询业务资格：
证监许可【2011】1289 号
研究院 FICC 组
侯峻
从业资格号：F3024428
投资咨询号：Z0013950

研究员
蔡劭立
☎ 0755-82537411
✉ caishaoli@htfc.com
从业资格号：F3063489
投资咨询号：Z0014617

联系人
彭鑫
☎ 010-64405663
✉ pengxin@htfc.com
从业资格号：F3066607

高聪
☎ 021-60828524
✉ gaocong@htfc.com
从业资格号：F3063338

事件：

2021 年 3 月份，全国居民消费价格同比上涨 0.4%。其中，城市上涨 0.5%，农村上涨 0.4%；食品价格下降 0.7%，非食品价格上涨 0.7%；消费品价格上涨 0.6%，服务价格上涨 0.2%。一季度，全国居民消费价格与去年同期持平。

3 月份，全国居民消费价格环比下降 0.5%。其中，城市下降 0.5%，农村下降 0.6%；食品价格下降 3.6%，非食品价格上涨 0.2%；消费品价格下降 0.8%，服务价格下降 0.1%。

点评：

八大类价格六涨一平一降

3 月份，食品烟酒类价格同比上涨 0.1%，影响 CPI（居民消费价格指数）上涨约 0.03 个百分点。食品中，水产品价格上涨 8.1%，影响 CPI 上涨约 0.14 个百分点；鲜果价格上涨 4.0%，影响 CPI 上涨约 0.08 个百分点；蛋类价格上涨 3.4%，影响 CPI 上涨约 0.02 个百分点；粮食价格上涨 1.4%，影响 CPI 上涨约 0.02 个百分点；畜肉类价格下降 9.1%，影响 CPI 下降约 0.40 个百分点，其中猪肉价格下降 18.4%，影响 CPI 下降约 0.45 个百分点。

其他七大类价格同比五涨一平一降。其中，交通通信、教育文化娱乐、医疗保健价格分别上涨 2.7%、0.4%和 0.2%；居住、衣着价格分别上涨 0.2%和 0.1%；生活用品及服务价格持平；其他用品及服务价格下降 1.5%。

猪价下行趋势加快，短期对 CPI 的拖累趋势仍难逆转

根据农业农村部对猪肉批发价的监测，截至 4 月 9 日，全国猪肉价格每公斤 32.4 元，2021 年 1 月份至今单边下行，较一月份的高点约 48 元/公斤已经大幅下行超 32%，2020 年 4 月份猪肉价格均值约为 44.73 元/公斤。生猪期货近期走势偏弱，截至 2021 年 4 月 9 日收盘，生猪 2109 合约收盘价为 26610 元/吨，较 2 月份收盘高点下降约 8%。去年以来各地落实生猪稳产保供政策措施，全国生猪产能加快恢复，2 月末，全国能繁母猪存栏量相当于 2017 年年末的 95%，全国生猪存栏量继续保持在 4 亿头以上。从大趋势上看，猪肉供应最紧张的时期已经过去，后期供应会越来越宽松。近期虽有非洲猪瘟的扰动，但是考虑到前期产能恢复速度较快，未来一段时间猪价的下行趋势预计仍较难逆转，由于 2020 年猪肉价格的高基数以及 2021 年预期的猪肉价格下行趋势，生猪价格仍将会对 CPI 形成明显拖累，上半年 CPI 料仍在低位徘徊。

货币政策基调偏中性，近期债券市场对利空免疫

近期中美债市走势有所分化，美国十年期债券利率已由年初的不足 1%快速上行至目前的 1.7%左右，而国内债市则相对较为平稳，年初至今十年期国债收益率一直在 3.1%-3.3%的区间震荡。近期国内债市对于通胀的反应也较为钝化，3 月份 PPI 同比涨 4.4%，较上月

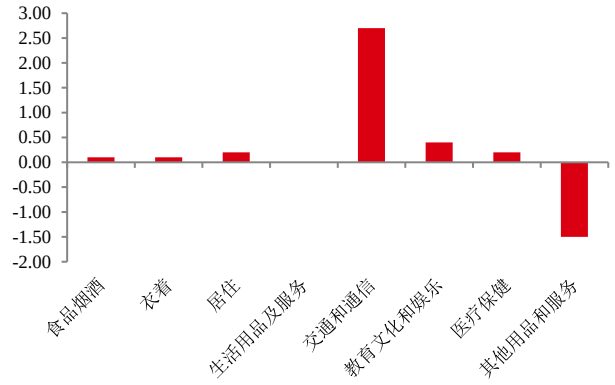
幅度提高 2.7 个百分点，预期涨 3.3%，大超预期的 PPI 数据也未抬升市场对货币政策收紧的预期。

债务周期周期来看，二季度国内债市预计震荡偏强。国内的债务周期大概 3-4 年左右，疫情导致本轮国内宏观杠杆率大幅攀升，目前无论是居民部门、政府部门还是非金融企业，杠杆率对应的同比增幅均处于近几轮债务周期高点。在货币政策执行报告中强调“跨周期调节”、“把好货币供应总闸门”的情况下，未来 M2 增速将确定性呈下行趋势，杠杆率预计也将有所下行，实体部门杠杆率领先 PPI 大约半年左右,明年 PPI 大概率先上行后下行。利率的中枢与通胀中枢（PPI）走势较为一致，考虑到 PPI 2021 年的可能走势，2021 年国债收益率大概率前高后低，上半年国债利率预计仍在高位徘徊。

但近期市场也有一些扰动。**全球疫情有所反复**，美国单日新增确诊病例突破 85000 例，创 3 月中旬以来新高；欧洲疫情有所反弹，英国单日新增确诊病例突破 56000 例，创历史单日新高；亚洲印度地区疫情加重，印度疫情形势近日急剧恶化，不到一周时间内，印度单日新增病例从首次突破 10 万例发展到 14 万例，再次刷新了单日新增的最高纪录。中美、中欧关系近期有所恶化，美国频频向中国施压，美国禁止美国公司向七家中国超级计算机公司出口；欧盟近期以人权为借口主动挑起事端对中国发起制裁。若中西关系以及海外疫情的反复扰动国内经济恢复，或触发国内利率向下。

总的来看，近期债券市场的震荡格局料较难打破，目前经济数据的同比变动大增市场已有一定预期，未来更多关注环比变动的情况，同时也需密切关注二季度政治局会议对于国内财政政策和货币政策的定调。

图 1： CPI 月度同比情况 单位：%



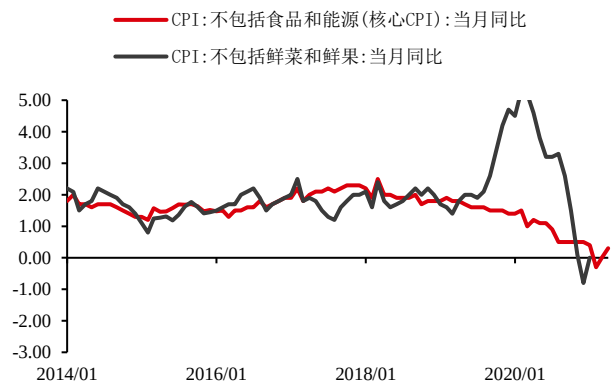
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 2： CPI 当月同比 单位:%



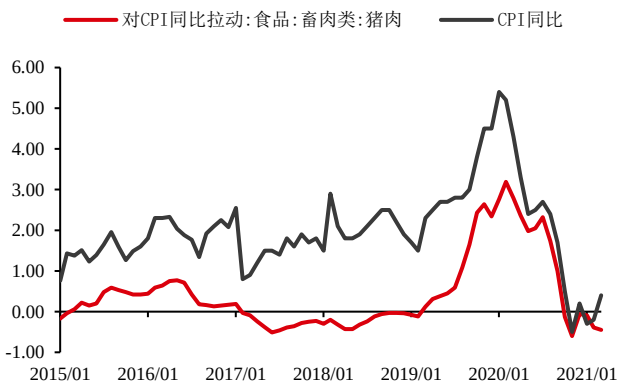
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 3： 两种 CPI 单位：%



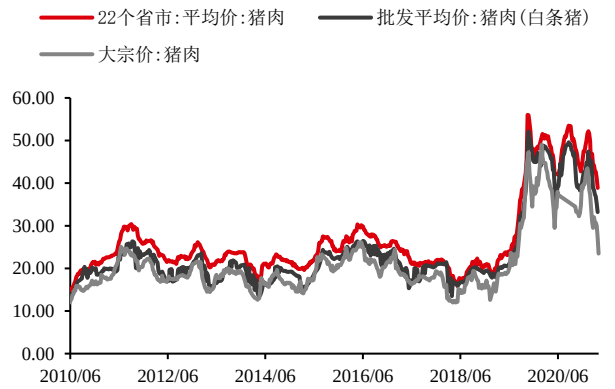
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 4： 猪肉对 CPI 同比拉动 单位:%



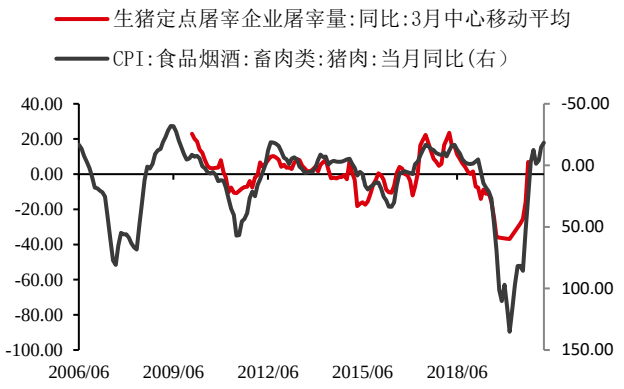
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 5： 猪肉价格-周度 单位：元/kg



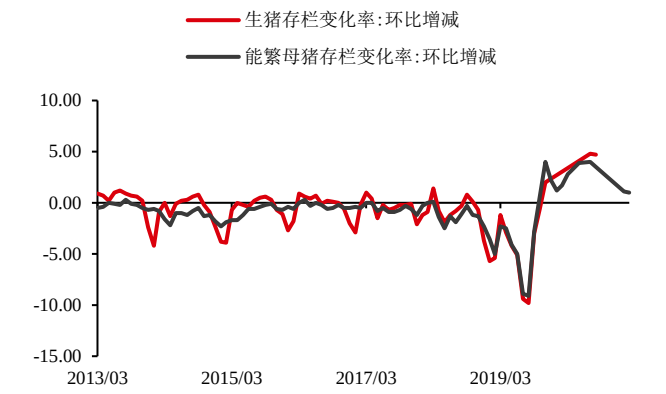
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 6： 生猪屠宰量与 CPI 猪肉项 单位:%



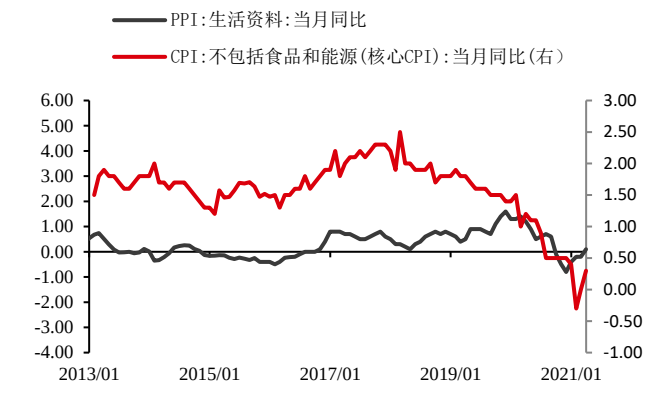
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 7：　生猪存栏环比　单位：%



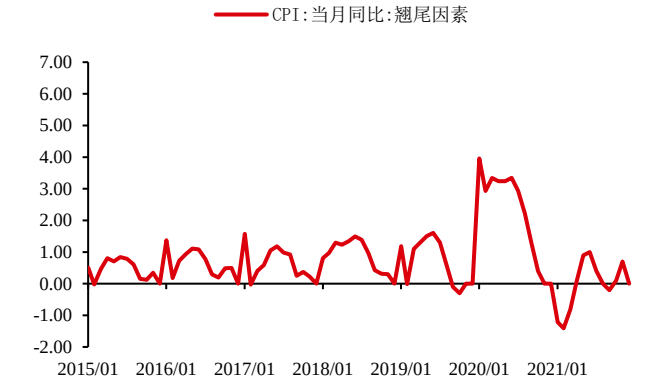
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 8：　核心 CPI 与 PPI 生活资料　单位：%



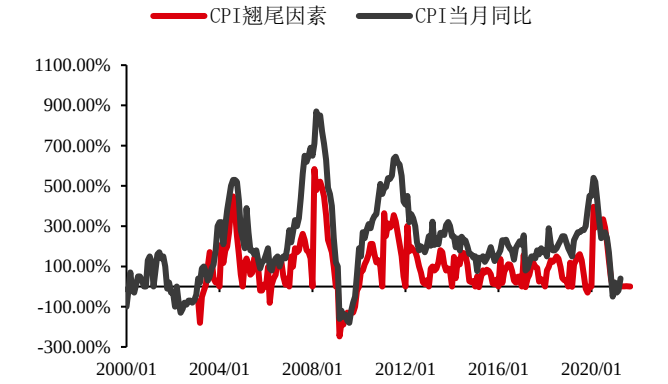
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 9：　一季度翘尾因素为负　单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 10：　CPI 与 CPI 翘尾因素　单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院“，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

公司总部

地址：广东省广州市越秀区东风东路761号丽丰大厦20层

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com