通胀重回“4”时代，预计二季度通胀延续下行趋势

投资咨询业务资格：
证监许可【2011】1289 号
研究院 FICC 组
研究员
蔡劭立
☎ 0755-82537411
✉ caishaoli@htfc.com
从业资格号：F3063489
投资咨询号：Z0014617
高聪
☎ 021-60828524
✉ gaocong@htfc.com
从业资格号：F3063338

事件：

2020 年 3 月份，全国居民消费价格同比上涨 4.3%，重回“4”时代。3 月份，食品烟酒类价格同比上涨 13.6%，影响 CPI（居民消费价格指数）上涨约 4.10 个百分点。食品中，畜肉类价格上涨 78.0%，影响 CPI 上涨约 3.44 个百分点，其中猪肉价格上涨 116.4%，影响 CPI 上涨约 2.79 个百分点；水产品价格上涨 2.8%，影响 CPI 上涨约 0.05 个百分点；蛋类价格上涨 1.9%，影响 CPI 上涨约 0.01 个百分点；鲜果和鲜菜价格分别下降 6.1%和 0.1%，合计影响 CPI 下降约 0.12 个百分点。其他七大类价格同比四涨三降。其中，其他用品和服务、教育文化和娱乐价格分别上涨 5.3%和 2.5%，医疗保健、生活用品及服务价格分别上涨 2.2%和 0.3%；交通和通信、衣着、居住价格分别下降 3.8%、0.3%和 0.1%。

点评：

高通胀不能阻挡目前的利率下行趋势

宽松政策是国内主基调。中国人民银行 4 月 3 日宣布，决定对中小银行定向降准 1 个百分点，此次降准是年内的第三次降准，2020 年 1 月 6 日下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点，释放长期资金约 8000 多亿元；2020 年 3 月 16 日再次定向降准，释放长期资金 5500 亿元。三次降准共释放资金超过 17000 亿元。

另外央行还将金融机构在央行超额存款准备金利率从 0.72%下调至 0.35%，此次调降为 2008 年从 0.99%下调至 0.72%后的首次，超额准备金利率为我国实际“利率走廊”的下限，超额准备金利率的下调使得我国的整个利率体系中枢值进入快速下行通道，近期 10 年期国债利率已经跌破 18 年新低，银存间隔夜质押式回购（DR001）加权平均利率也大幅下行，刷新历史新低至 0.7865%。

存款基准利率下调目前仍可期待，4 月 9 日中共中央和国务院发文表示要稳妥推进存贷款基准利率与市场利率并轨，提高债券市场定价效率，健全反映市场供求关系的国债收益率曲线，更好发挥国债收益率曲线定价基准作用。存款基准利率的下调可以在一定程度引导市场利率下调，有效带动银行负债端成本的降低，更好的让利于中小企业，且昨日国务院的发文更加进一步的强化了存款基准利率下调的预期。

新冠肺炎疫情对中国经济造成的危害已经明确显现，宽松政策是国内的主基调，国内逆周期政策近期也持续发力，国债收益率短期预计仍有下探空间。

猪肉蔬菜价格高点已现，预计二季度通胀延续下行趋势，货币政策受当前通胀制约较小

近几个月 CPI 同比的大幅上涨和猪肉价格的大幅上涨有密切关系。猪肉对于 CPI 的影响权重较大，猪肉的权重占 CPI 的 2.4%左右。蔬菜价格对于 CPI 也有较大影响，蔬菜的权

重占 CPI 约 2.63%。

农业部公布的数据显示，2020 年 4 月 1 日至今猪肉价格均价为 45.76 元/kg，2020 年 3 月份猪肉平均价格 47.75 元/kg，环比下跌超 4%。同时农业部数据显示，2 月中旬以来，猪肉价格已连续五周回落。随着生猪产能稳步恢复，猪肉供应将进一步得到改善，猪肉价格波动下行是大势所趋。且 2019 年 3 月份之后猪肉月度价格越来越高（高基数），猪肉对于 CPI 的影响将渐渐减弱。

蔬菜价格方面，以山东省物价局公布的蔬菜批发价格指数为衡量指标，进入 2020 年 4 月份，蔬菜价格平均指数为 134.36，较 2020 年 3 月份环比减少超 6%，随着春节因素的消失以及国内新冠肺炎疫情逐渐控制，国内蔬菜价格或延续回调趋势。

综上，考虑到猪肉价格的高基数以及节假日效应的消失，CPI 后续月份同比增速或将逐渐下行，非食品端油价的下拉作用也较为明显。加速复产复工，恢复经济发展，把疫情造成的损失降到最低限度是目前的主要工作，近期的降准降息也在一定程度显示了目前的通胀是次要矛盾，通胀对宽松货币政策限制影响较小。

国际粮食市场波动不断，但国内粮价预计受影响较小，对于 CPI 预计影响较小

随着疫情在全球蔓延，部分粮食出口国传出限制出口的信息，近日多个国家禁止部分粮食出口，越南、柬埔寨、哈萨克斯坦等国宣布限制或禁止粮食出口，这些情况引发人们对粮食安全以及价格波动的担忧。

我国是世界第一大粮食生产国和消费国，2019 年中国粮食总产量 6.64 亿吨，比 2018 年增加 0.9%，创历史最高水平。根据相关统计显示，在消费方面，中国口粮年均消费量为 2 亿多吨，2019 年中国小麦、玉米、大米三大主粮库存结余 2.8 亿多吨，完全可以实现自给自足，进口的大米、小麦占国内消费总量比例较小，国际市场对于中国粮食的供应影响较小。

4 月 8 日的中共中央政治局常务委员会会议也向市场传递了信心，会议强调我国农业连年丰收，粮食储备充裕，完全有能力保证粮食和重要农产品供给。国内粮价预计受影响较小，对于 CPI 预计影响较小。

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