

固定收益

债牛格局未改，警惕“双节”临近对通胀的扰动

——8月份通胀数据点评

债券点评报告

2019年9月10日

事件概述：

9月10日统计局公布8月份通胀数据，CPI同比上涨2.8%，预期2.6%，前值2.8%，环比由7月份上涨0.4%转为上涨0.7%；PPI同比下降0.8%，预期-0.9%，前值-0.3%，环比由7月份下降0.3%转为下降0.1%。

● 猪肉价格大幅上涨，能源价格持续回落，CPI继续保持高位

在CPI一级子项目中，除食品烟酒项涨幅扩大0.6pct外，其余项目涨幅均有所回落，交通和通信项目继续保持负增长。食品烟酒中，猪肉价格同比上涨46.7%，为自2012年以来单月最大涨幅，较7月增速提升19.7pct，影响CPI上涨1.08pct。在猪肉价格高速增长带动下，牛、羊肉等替代品价格涨幅均出现了不同程度的提升。但与预期不同的是，禽肉价格增速大幅放缓4.6pct，与畜肉价格产生背离，若禽肉继续保持旺盛供给，则对猪肉等的替代作用有望进一步加强。水灾对蔬菜供给的影响已经基本消除，鲜菜价格同比下降0.8%，增速较上月回落6pct；秋季水果供应有所恢复，鲜果价格涨幅虽仍处较高水平，但较上月大幅回落15.1pct，有望继续保持收窄趋势。此外，油价连续四个月保持下降，同比下降10.2%，降幅扩大1.2pct，对猪肉涨价形成了一定的对冲。核心CPI稳中有降，同比增长1.5%，涨幅回落0.1pct，通胀整体影响有限。

● “双节”将至，猪肉供给仍然趋紧，关注食品项价格变动

猪瘟疫苗的研发、投产、使用尚需时间，养殖户增产的信心难以在短期内完成恢复，预计非洲猪瘟的后续影响仍将持续一段时间；同时，中秋节、国庆节临近，居民对肉类的需求量将有所增加。在供给继续吃紧，需求边际增加的局面下，维持食品项（尤其是肉类）价格稳定的难度或将进一步加大，建议关注9月食品项价格的变动情况。果蔬需求将在“双节”的影响下将有所提高，但供给或将同步增加，价格有望保持稳定。警惕汇率贬值引发输入性通胀的可能。

● 生产资料价格继续加速下跌，生活资料价格增速放缓，PPI降幅扩大

PPI同比下降0.8%，降幅较上月扩大0.5pct，降幅略低于市场预期；环比下降0.1%，较上月收窄0.2pct。生产资料价格下降1.3%，降幅扩大0.6pct，拉动PPI下跌0.98pct，跌幅连续三个月超过PPI。生活资料价格维持稳定上涨趋势，增速小幅回落0.1pct，对PPI影响较小。从生产资料的三个分项来看，中下游继续承压。采掘工业、原材料工业、加工工业PPI分别录得2.8%、-3.5%、-0.8%，较上月回落0.5、0.6、0.6pct，原材料价格连续8个月处于负增长区间。从历史经验来看，PPI的回升需要以上游去库存周期结束为前提，即采掘工业PPI向下穿越加工工业、原材料工业后才能形成上升的势能。叠加8月PMI数据仍然偏弱，制造业产需缺口仍然处于高位，制造业去库存周期内，上游价格将继续承压，我们认为PPI或将继续维持下跌态势。

民生证券研究院

分析师：李锋

执业证号：S0100511010001

电话：010-85127632

邮箱：lifengyjs@mszq.com

研究助理：颜子琦

执业证号：S0100117120035

电话：0755-58768652

邮箱：yanziqui@mszq.com

研究助理：孙嘉伦

执业证号：S0100118100014

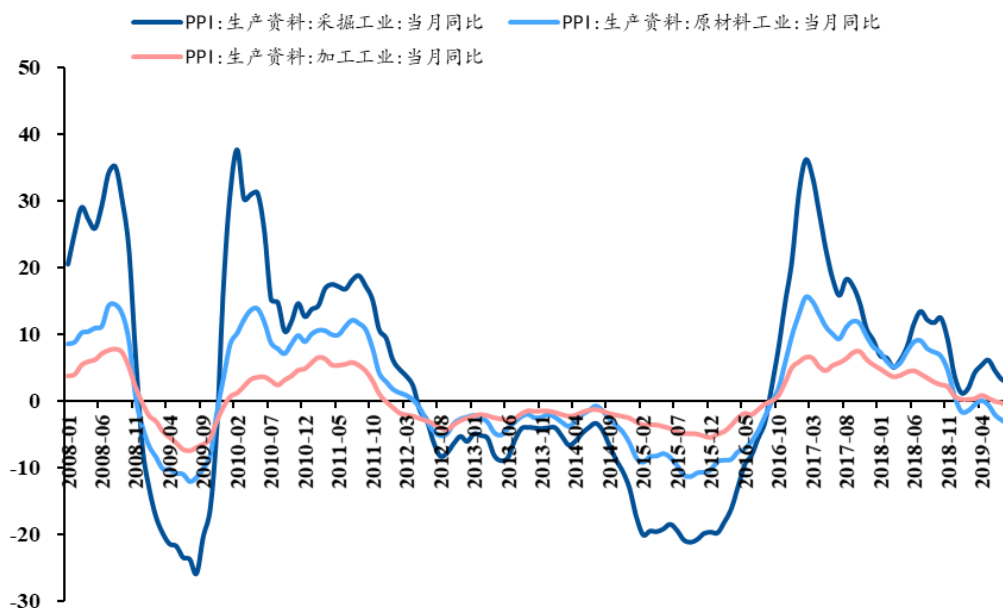
邮箱：sunjialun@mszq.com

研究助理：张伟

执业证号：S0100119070052

邮箱：zhangwei_yj@mszq.com

图 1：2008 年至今采掘工业、原材料工业、加工工业 PPI（单位：%）



资料来源：Wind，民生证券研究院

● 债市投资策略：债牛格局未改，短期需警惕通胀扰动

“CPI 高位震荡+核心 CPI 低位企稳+PPI 持续下行”的通胀整体格局仍然没有发生改变，水果、蔬菜、油价已经难以对 CPI 形成上升的推动力，**唯一需要关注的是猪肉带动肉类价格上涨的可能性及空间**。核心 CPI 稳中有降，PPI 预计将保持持续下行的趋势，内外需仍然处于较为疲弱的状态，经济基本面下行压力较大，从中长期看，货币政策存在进一步边际宽松的条件和必要性，支持债市长期走牛。但短期来看，猪肉价格的涨幅较大，超出市场预期，猪肉供给恢复尚需时日，政策需要在“稳物价”和“稳增长”的两难格局下进行权衡，或对进一步宽松形成制约。因此，我们建议**保持久期策略，但短期控制仓位，把握不确定性带来的交易性机会**。

风险提示：需求放缓超预期，政策执行力度不及预期

分析师与研究助理简介

李锋，研究院执行副院长，曾供职于国家经委、国家物资部、国家贸易部、中国信达信托投资公司、中国银河证券有限责任公司。

颜子琦，新加坡南洋理工大学金融工程硕士，2017年加入民生证券，从事固定收益证券研究。

孙嘉伦，美国约翰霍普金斯大学金融硕士，2018年加入民生证券，从事固定收益证券研究。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路5016号京基一百大厦A座6701-01单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并可能在短期内存在利益冲突。

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_10222

