

固定收益研究/动态点评

2019年06月12日

张继强 执业证书编号: S0570518110002
研究员 zhangjiqiang@htsc.com

芦哲 执业证书编号: S0570518120004
研究员 luzhe@htsc.com

相关研究

- 1《固定收益研究: 办法总比困难多, 但也不要想太多》2019.06
- 2《固定收益研究: 蓝晓转债: 化工科技“独角兽”》2019.06
- 3《固定收益研究: MLF 续作, 控价保量》2019.06

CPI 或已至全年高点, PPI 迈入下行通道 ——2019 年 5 月通胀数据点评

5 月通胀观点

5 月 CPI 同比 2.7%, 回升 0.2 个百分点, 环比持平但高于季节性。PPI 同比 0.6%, 回落 0.3 个百分点。CPI 走高主因鲜果大幅涨价扰动, PPI 虽走低, 但高频表现更弱。6 月鲜果价格或见顶, 猪价可能再上台阶, 预计 CPI 同比持平 2.7%。PPI 随需求、翘尾等因素或逐步下行。近期市场(类)滞胀声音增多, 但仅是数字上的形似。5-7 月是 CPI 阶段高位但尚不构成趋势性上行压力, 三季度或出现喘息期。PPI 下行叠加贸易摩擦反复, 实体压力明显增大, 包商事件也引发流动性冲击和信用收缩担忧。我们认为, 货币政策在复杂环境下无疑会保持较高灵活性, 短期通胀不是主要矛盾。

5 月 CPI 同比走高主因鲜果涨价扰动

CPI 食品同比 7.7%, 环比 0.2%。鲜果环比 10.1%显著高于季节性。5 月天气转热, 水果需求季节性增长, 但又是时令类水果供应青黄不接阶段, 往年一般以苹果等储藏类水果供应为主。去年苹果主产区因冻害天气大幅减产, 今年库存偏低, 短期供求失衡。也存在部分大宗经销商“囤货居奇”炒作苹果期货现象。而 5 月进入肉食需求淡季, 猪价小幅回落, 菜价开启补跌行情, 但由于年初以来新涨价因素, 猪肉、鲜菜同比仍在高位。CPI 非食品同比 1.6%, 环比持平。旅游分项环比-1.2%是主要拖累, 主因旅游节前涨价、节后回落的规律。

5 月 PPI 同比回落但高频表现更弱

PPI 生产资料同比 0.6%, 环比 0.2%。黑色、能源、建材、农副产品环比涨价, 化工、有色等环比降价, 与上月相仿。部分价格表现与高频存在背离, 或与变动节奏、采价时点有关。高频显示 5 月以来螺纹钢等黑色价格波动下行, 或说明地产施工开始有所放缓, 同时传统基建投资可能仍偏弱。5 月中旬国际油价见顶回落, 国内能源价格走势或滞后出现拐点。PPI 生活资料同比 0.9%, 环比 0.1%。其中食品环比 0.4%, 前期猪价上涨向肉制品涨价传导, 鲜果涨价也引发果制品价格走高。耐用消费品环比-0.2%, 反映终端需求仍较疲弱, 而增值税下调引发耐用品降价可能仍在发生。

6 月通胀展望: CPI 同比持平 2.7%, PPI 继续走低

展望 6 月, 鲜果价格或见顶但大幅下行难度大, 对 CPI 同比拉动仍高, 猪价因节日需求触发或再上台阶但涨幅有限, 预计 6 月 CPI 同比持平 2.7%。5 月国际油价表现已向需求逻辑倾斜, 主要经济体景气继续走弱, 多国央行已考虑降息, 全球经济下行预期继续发酵, 6 月布伦特油价仍或运行在 70 美元以下。但美元走弱或对油价存在一定支撑。国内地产融资政策边际收紧或导致施工进度放缓, 基建逆周期力量或增强但托底效果仍有限。预计 6 月 PPI 环比转负, 同比继续回落。

CPI 与 PPI 分化, 货币政策保持灵活度

CPI 方面, 鲜果涨价是短期扰动, 而猪周期确定性上行是 CPI 更大风险, 但 8 月起翘尾走低, 近期油价也有利缓解 CPI 压力。测算显示 5-7 月、12 月是年内 CPI 高点。PPI 方面, 全球经济弱势难改, 国内下半年地产投资压力大, 基建逆周期力度或加大, 但托底力度有限。PPI 或开启下行探底过程。近期市场“(类)滞胀”声音增多, 但仅是数字上的形似。短期 CPI 尚不构成趋势性上行压力, 三季度或出现喘息期。PPI 下行叠加贸易摩擦反复, 实体压力明显增大, 包商事件也引发流动性冲击和信用收缩担忧。货币政策在复杂环境下无疑会保持较高灵活性, 短期通胀不是主要矛盾。

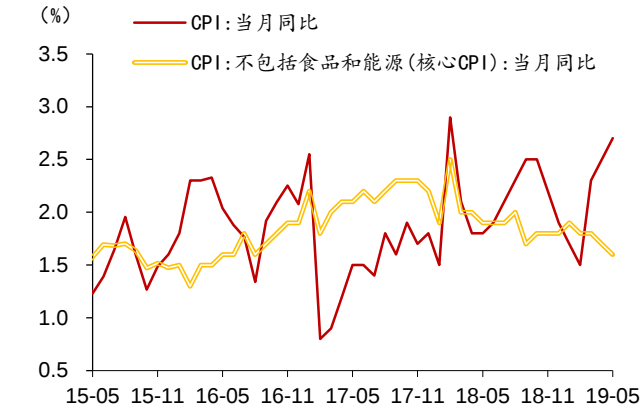
风险提示: 猪周期上行超预期, 油价上涨超预期。

5 月通胀概览

5 月 CPI 同比 2.7%，市场预期 2.7%，前值 2.5%；环比 0%。

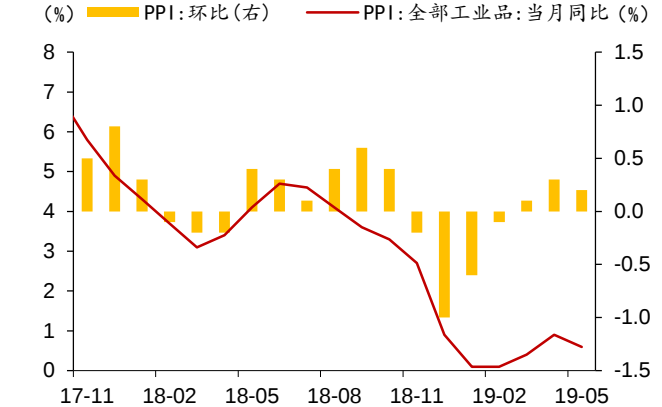
5 月 PPI 同比 0.6%，市场预期 0.6%，前值 0.9%；环比 0.2%。

图表1: CPI 上行, 核心 CPI 下行



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表2: PPI 同比下行, 环比走低



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

5 月 CPI 同比走高主因鲜果涨价扰动

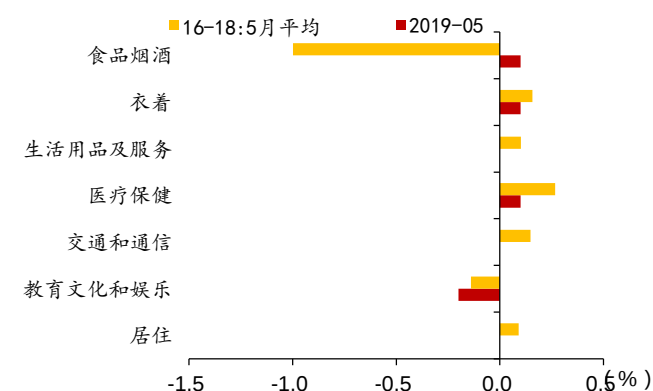
5 月 CPI 同比 2.7%，较上月回升 0.2 个百分点，其中翘尾因素约 1.5%。CPI 环比持平，环比回落但高于历史同期水平(过去 5 年均值-0.2%)。核心 CPI 同比 1.6%，较上月回落，仍是食品项拉升 CPI 同比。

分项来看:

5 月 CPI 食品同比 7.7%，环比 0.2% (过去 5 年均值-1.1%)。鲜果环比 10.1%，显著高于季节性，成为 5 月 CPI 的最大扰动因素。水果可分为储藏类(如苹果)和时令类(如荔枝)。5 月天气转热，水果需求季节性增长，但又是时令类水果供应青黄不接阶段，往年一般以苹果等储藏类水果供应为主。但去年苹果主产区因冻害天气大幅减产，今年库存明显偏低。短期供求失衡推动水果大幅涨价，同时也存在部分大宗经销商“囤货居奇”炒作苹果期货现象。而 5 月进入肉食需求淡季，猪价小幅回落，环比-0.3%。菜价开启补跌行情，环比-7.9%。但由于年初以来新涨价因素，猪肉、鲜菜同比仍在高位，分别为 18.2%、13.3%。

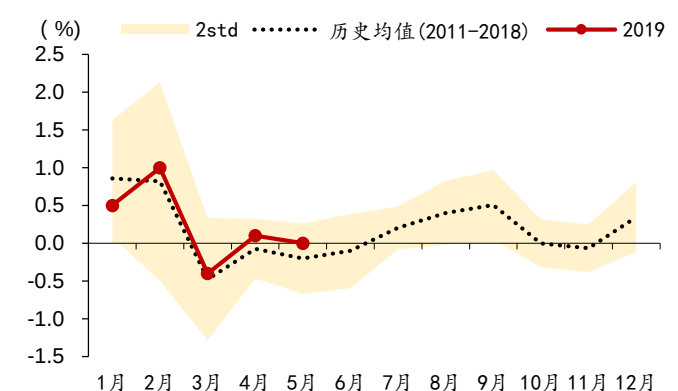
5 月 CPI 非食品同比 1.6%，环比持平(过去 5 年均值 0.1%)。其中，旅游分项环比-1.2%，是拖累非食品主要分项，主因住宿、机票、旅行社节前涨价、节后回落的规律。

图表3: CPI 分项环比, 食品烟酒显著高于季节性



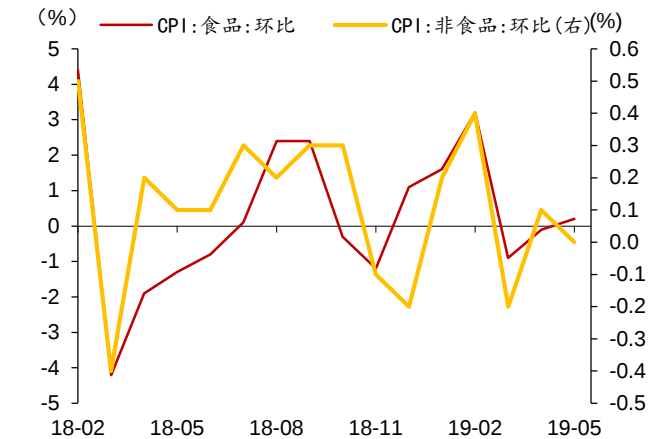
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表4: CPI 环比季节性



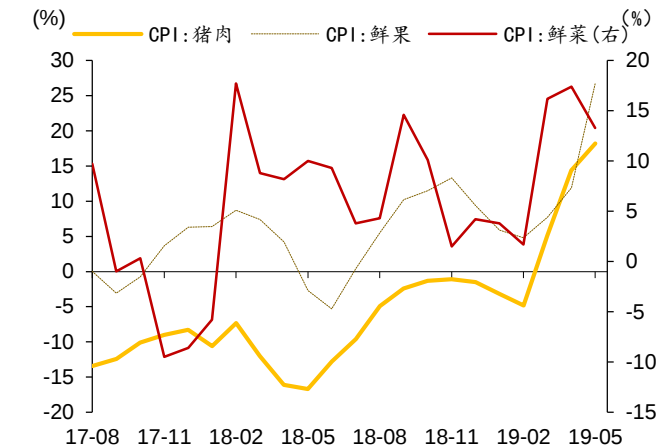
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表5: CPI 食品环比回升, 非食品环比回落



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表6: CPI 鲜果同比大幅走高



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

5 月 PPI 同比回落但高频表现更弱

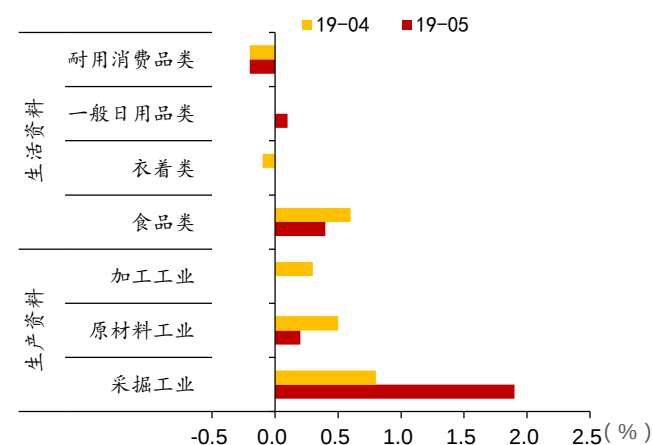
5 月 PPI 同比 0.6%，较上月回落 0.3 个百分点，其中翘尾因素约 0.6%。环比 0.2%，环比涨幅较上月收窄 0.1 个百分点。

分项来看：

5 月 PPI 生产资料同比 0.6%，环比 0.2%。其中，采掘、原材料、加工工业环比分别为 1.9%、0.2%、0%。分产品看，黑色、能源、建材、农副产品环比涨价，化工、有色等环比降价，各分项表现与上月相仿。部分价格表现与高频存在一定背离，或与变动节奏、采价时点有关。高频显示 5 月以来螺纹钢等黑色价格波动下行，或说明地产施工有所放缓，同时传统基建投资可能仍偏弱。5 月中旬国际油价见顶回落，国内能源价格走势或滞后出现拐点。

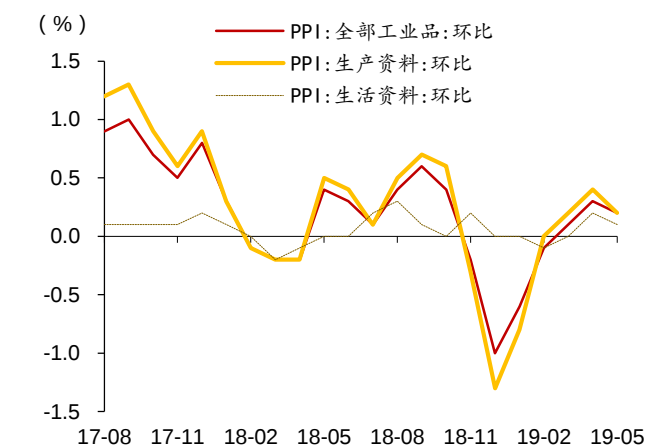
5 月 PPI 生活资料同比 0.9%，环比 0.1%。其中，食品环比 0.4%，是拉升 PPI 生活资料主要分项。前期猪价上涨向肉制品涨价传导，鲜果涨价也引发果制品价格走高。耐用消费品环比-0.2%，反映民终端需求仍较疲弱，核心耐用品汽车销量同比仍在负增长区间，而增值税下调引发耐用品降价可能仍在发生。

图表7: PPI 分项环比



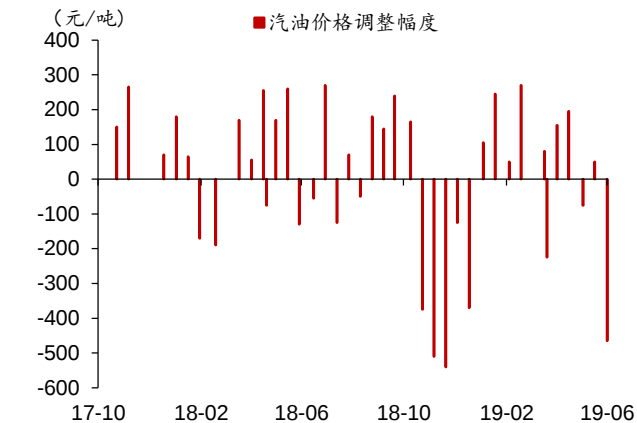
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表8: PPI 生产、生活资料环比回落



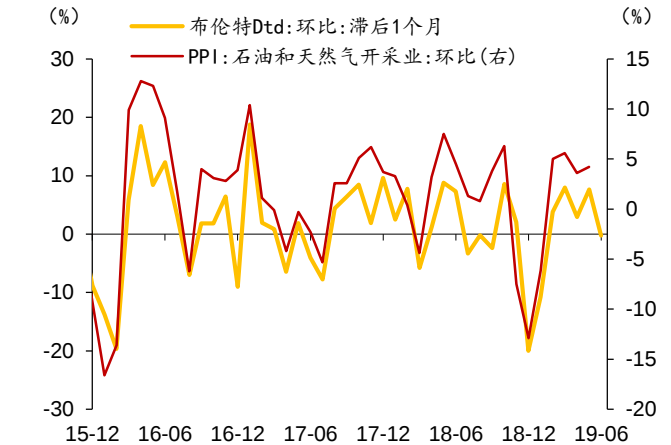
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表9：发改委汽油价格调整



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表10：国内油价对国际原油存在1个月左右滞后



资料来源：Wind，华泰证券研究所

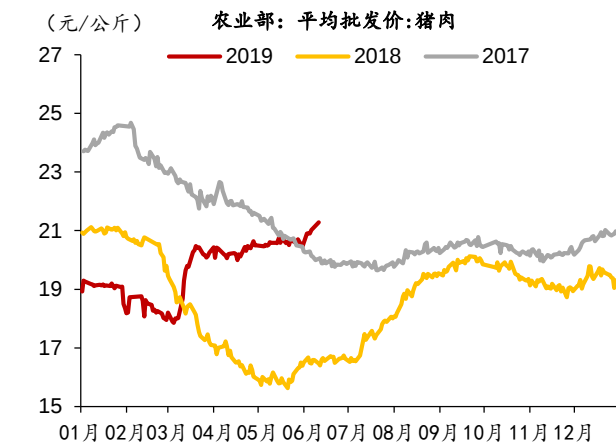
6 月通胀展望：CPI 同比持平 2.7%，PPI 继续走低

展望 6 月，鲜果价格或见顶但大幅下行难度大，对 CPI 同比拉动仍高。一方面，6 月西瓜、葡萄等时令水果陆续上市，水果换季与消费转移决定价格难以继续上行。5 月总理山东考察期间关切水果涨价现象，对经销商囤货行为或有所打压。但另一方面，水果需求仍处旺季对价格存在支撑。

猪价因节日需求触发或再上台阶但涨幅有限。前期屠宰场存在猪肉涨价预期，但 5 月生猪出栏减少而单重增加，肉量供给未明显收缩，叠加需求转淡，价格表现平稳。而端午节是需求集中释放时点，已引发猪价上涨斜率重回陡峭，6 月猪价或再上台阶但肉食淡季难以存在持续上涨动力。结合翘尾因素，预计 6 月 CPI 同比持平 2.7%。

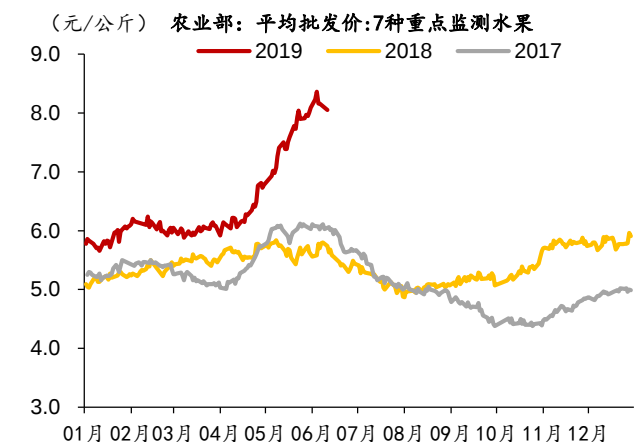
年初以来的油价上行主因 OPEC+ 协议减产，而 5 月国际油价表现已向需求逻辑倾斜。5 月主要经济体制造业 PMI 再现齐步走弱，美国非农就业疲弱引发衰退担忧，多国央行已考虑降息，全球经济下行预期继续发酵，6 月布伦特油价仍或运行在 70 美元以下。但美元走弱可能对油价存在一定支撑。国内地产融资政策边际收紧或导致施工进度放缓，基建逆周期力量或增强但托底效果仍有限。预计 6 月 PPI 环比转负，同比继续回落。

图表11：5 月猪价平稳，6 月重启涨价



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表12：鲜果大幅涨价



资料来源：Wind，华泰证券研究所

CPI 与 PPI 分化，货币政策保持灵活度

CPI 方面，鲜果涨价是短期扰动，但或对 6 至 8 月 CPI “火上浇油”。而去年非洲猪瘟引发产能加速去化，本轮猪周期确定性上行是 CPI 更大风险，根据能繁母猪到毛猪的养殖周期，下半年供给短缺现象可能较明显，叠加部分节日需求高峰触发，猪价或阶段性快速上涨。农业部 4 月份预测下半年猪价同比涨幅可能超过 70%。但 8 月起翘尾因素大幅走低将带动 CPI 同比下行，近期油价走低也有利于缓解 CPI 压力。我们测算显示，5-7 月、12 月是年内 CPI 高点。

PPI 方面，全球经济弱势难改，美国经济下行将进一步拖累全球总需求。需求逻辑制约下，布伦特油价上行动能不足，除非地缘政治等因素导致供给面快速收缩。二三季度中枢或低于去年，拖累 PPI 同比。而去年四季度油价大幅回落拉低基数，年末油价或构成同比托升因素。国内棚改计划减半将拖累下半年房地产投资，我们测算拖累约 5 个百分点（详见《详解棚改减半对地产投资冲击》）。6 月 10 日印发《专项债发行及项目配套融资工作通知》，预示基建逆周期力度或加大，但我们测算仅多拉动下半年基建投资 1.7 个百分点（详见《办法总比困难多，但也不要想太多》）。总需求不足叠加翘尾因素走低，PPI 同比或开启下行探底过程，四季度有所回升。

近期市场“（类）滞胀”声音增多，但仅是数字上的形似。短期 CPI 主因食品扰动阶段走高，尚不构成趋势性上行压力，尤其三季度 CPI 或出现喘息期。而 PPI 下行叠加贸易摩擦反复，实体经济压力明显增大，包商事件也引发流动性冲击和信用收缩担忧。我们认为，货币政策在复杂环境下无疑会保持较高灵活性，短期通胀不是主要矛盾。

风险提示

- 1、猪周期上行超预期。若猪周期上行速度与幅度超预期，或加重 CPI 通胀压力。
- 2、油价上涨超预期。虽然全球需求疲弱制约油价上行，但 OPEC+ 可能增加减产力度，地缘政治因素也是油价风险点。若油价大幅上行或形成猪肉共振的通胀压力。

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_12068

