

固定收益研究/动态点评

2019年05月09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: 大亚转债: 汽配小票, 谨慎参与》2019.05
- 2《固定收益研究: 定向降准再现, 补充缺口+弱化信号+定向支持》2019.05
- 3《固定收益研究: 发债企业 2018 年报成绩单》2019.05

CPI 走高但风险可控, PPI 回升但已至高点

——2019 年 4 月通胀数据点评

4 月通胀观点

4 月 CPI 同比 2.5%, 较上月回升 0.2 个百分点, 环比 0.1%, 高于季节性。PPI 同比 0.9%, 较上月回升 0.5 个百分点。CPI 因猪周期仍有上行风险, 二季度与年末有压力; PPI 大概率已至年内高点, 随需求、翘尾等因素或逐步下行。PPI 下行背后的总需求压力或略强于猪周期引发的 CPI 走高风险, 资产价格风险有所缓解, 目前货币政策从救急模式重回传统目标, 但仅是向偏中性回归, 还不会根本逆转, 复杂环境下也会保持较高灵活性。债市仍处于利空集中释放后的喘息期, 把握小机会的判断不改, 中美贸易摩擦反复、金融和通胀数据披露等整体看有利于行情的延续。

4 月 CPI 同比走高因猪价上行与菜价下行偏晚

CPI 食品同比 6.1%, 环比-0.1%。猪肉环比涨价高于季节性、鲜菜环比降价晚于季节性。猪肉分项环比 1.6%, 高频数据显示 4 月猪价上行放缓, 涨价促使屠宰厂前期收储的白条猪投放市场。但猪肉分项环比涨幅明显高于高频数据, 或反映数据“削峰填谷”。鲜菜分项环比-4.5%, 随着气候转暖、供给北移, 菜价季节性下行。CPI 非食品同比 1.7%, 环比 0.1%。旅游环比涨价明显主因劳动节前季节性涨价, 交通工具用燃料环比降价受发改委调价影响, 衣着加工服务、家庭服务、其他用品和服务环比不同程度上涨, 反映劳动力成本有所上行, 食品涨价预期可能向劳动力成本转移。

4 月 PPI 环比走高反映基建与地产施工仍强

PPI 生产资料同比 0.9%, 环比 0.4%。黑色、能源、建材、农副产品环比涨价, 化工、有色、工业原材料环比降价。国际油价上行带动能源价格上涨。黑色价格走高或反映基建投资加快, 建材涨价反映施工旺盛。农副产品涨价受猪肉价格上涨成本升高, 工业原材料环比降价受增值税下调与备货动力减弱影响。生活资料同比 0.9%, 环比 0.2%, 仅食品分项环比涨 0.6%。衣着类、耐用品环比分别-0.1%、-0.2%。一方面, 居民终端需求仍较疲弱, 另一方面, 增值税下调引发部分耐用品降价。

5 月通胀展望: CPI 维持 2.5%, PPI 小幅回落

展望 5 月, 猪价有望波动上行但涨幅有限。一方面, 近期涨价放缓激发冻肉企业释放供给。另一方面, 居民肉食需求可能加快向替代品转移。立夏后蔬菜供给宽松, 菜价有望加快向季节性低点收敛。预计 5 月 CPI 同比维持 2.5%。油价方面, 地方政治导致的脉冲上涨风险不能排除, 但需求逻辑是主导因素。年初以来全球制造业 PMI 下行与油价持续上行相背离, 预计 5 月布伦特油价维持 70 美元波动, 低于去年同期。中美贸易问题反复, 外向型制造业或明显受抑。基建逆周期力量或增强, 但棚改计划减半将冲击房企信心, 拖累地产投资。预计 5 月 PPI 同比有所回落。

CPI 与 PPI 或渐背离, 货币政策难以根本转向

CPI 方面, 去年养殖亏损与非洲猪瘟导致生猪存栏快速下降, 本轮猪周期上行将推动 CPI 走高。4 月农业部指出, 下半年猪价同比可能超过 70%。我们测算二季度与年末压力明显。PPI 方面, 全球经济仍在走弱过程, 二三季度油价中枢或低于去年, 拖累 PPI 同比。财政加码基建存在能力边界。棚改计划减半将拖累地产投资。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, 四季度回升。PPI 下行背后的总需求压力或略强于猪周期引发的 CPI 走高风险, 目前货币政策从救急模式重回传统目标, 但仅是向偏中性回归, 还不会根本逆转, 复杂环境下也会保持较高灵活性。

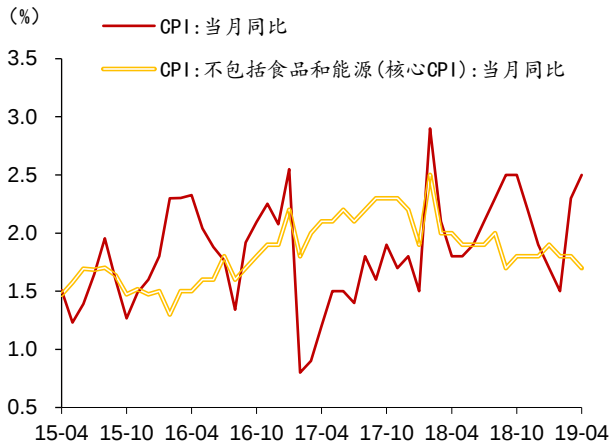
风险提示: 猪周期上行超预期, 油价上涨超预期。

4 月通胀概览

4 月 CPI 同比 2.5%，市场预期 2.5%，前值 2.3%；环比 0.1%。

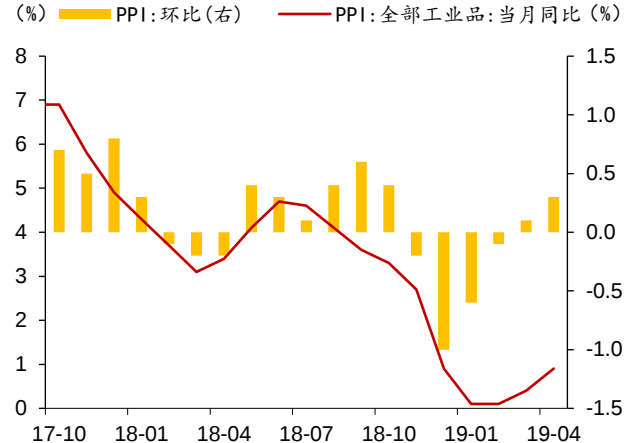
4 月 PPI 同比 0.9%，市场预期 0.6%，前值 0.4%；环比 0.3%。

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 同比上行, 环比走高



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

4 月 CPI 同比走高因猪价上行与菜价下行偏晚

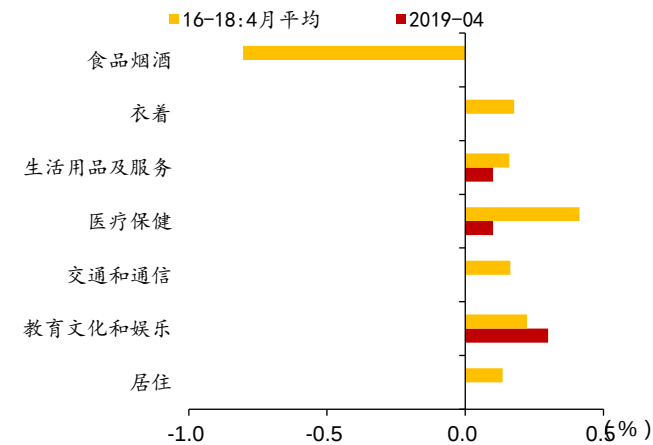
4 月 CPI 同比 2.5%，较上月回升 0.2 个百分点，其中翘尾因素约 1.3%。CPI 环比 0.1%，环比回升且高于历史同期水平（过去 5 年均值-0.2%）。核心 CPI 同比 1.7%，较上月回落 0.1 个百分点，食品拉升当月 CPI 同比。

分项来看:

4 月 CPI 食品同比 6.1%，环比-0.1%（过去 5 年均值-1.2%）。猪肉环比涨价高于季节性、鲜菜环比降价晚于季节性，是拉动 CPI 同比走高主因。猪肉分项环比 1.6%。年初以来生猪存栏快速下降（一季度累计降 14.1%），供给收缩下猪周期已如约开启。4 月高频数据显示猪价上行放缓，涨价促使屠宰厂前期收储的白条猪投放市场。另据新发地，4 月虽然白条猪日均上市量同比下降，但单重同比增幅超过 10%，肉量供给并未显著失衡。但 CPI 猪肉分项环比涨幅扩大，明显高于高频数据，考虑到上期数据不及市场预期，或反映数据“削峰填谷”现象。鲜菜分项环比-4.5%。由于节后南方持续低温阴雨影响鲜菜生长，冬春菜衔接断茬导致菜价居高不下。4 月随着气候转暖、供给北移，菜价开始季节性下行，但姗姗来迟的降价导致同比涨幅仍高，达 17.4%。

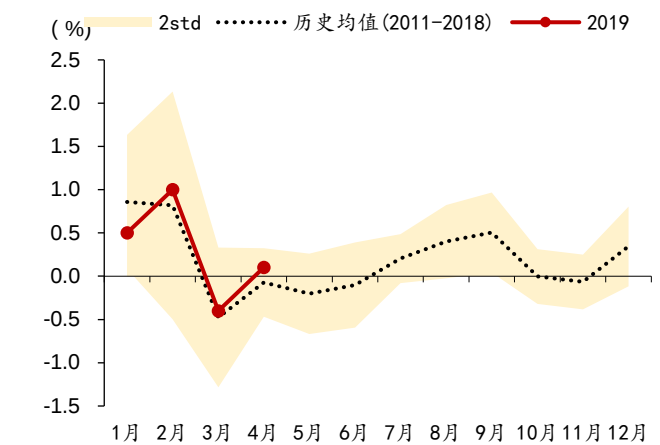
4 月 CPI 非食品同比 1.7%，环比 0.1%（过去 5 年均值 0.2%）。其中，教育文娱环比 0.3%、其他用品与服务环比 0.4%，是拉动当月非食品 CPI 主要分项。尤其旅游分项环比涨 1.5%，主因劳动节前住宿、机票、旅行社等价格集体上涨。交通工具用燃料分项环比降 0.4%，虽然国际油价上行，但因 4 月 1 日增值税下调，发改委同步大幅下调汽柴油价格。衣着加工服务、家庭服务、其他用品和服务环比不同程度上涨，反映劳动力成本有所上行，食品涨价预期可能向劳动力成本转移。

图表3: CPI 分项环比, 食品烟酒、医疗保健等显著高于季节性



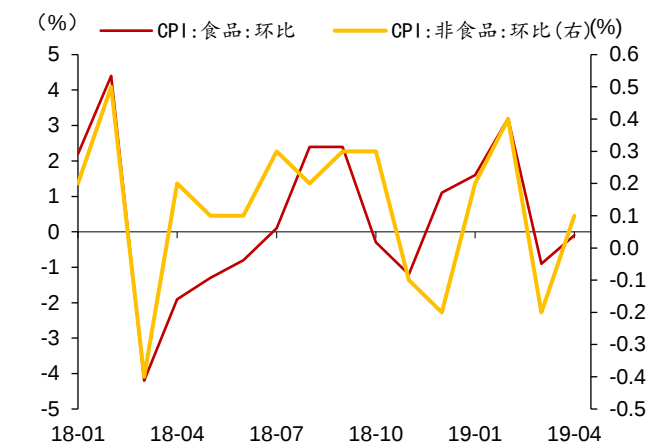
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表4: CPI 环比季节性



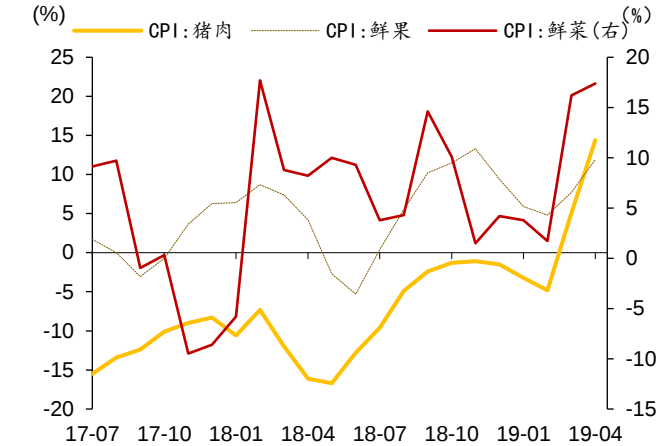
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表5: CPI 食品与非食品环比回升



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表6: CPI 主要食品项同比均有所回升



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

4 月 PPI 环比走高反映基建与地产施工仍强

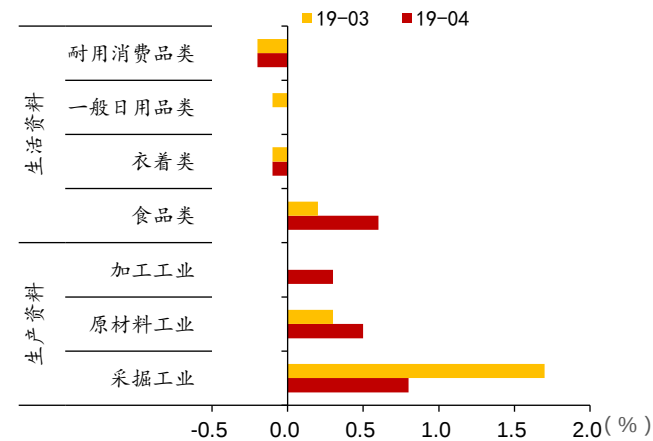
4 月 PPI 同比 0.9%，较上月回升 0.5 个百分点，其中翘尾因素约 1%。环比 0.3%，环比涨幅较上月扩大 0.2 个百分点。

分项来看:

4 月 PPI 生产资料同比 0.9%，环比 0.4%。其中，采掘、原材料、加工工业环比分别为 0.8%、0.5%、0.3%。分产品类别看，黑色、能源、建材、农副产品环比涨价，化工、有色、工业原材料环比降价。3、4 月份国际油价仍保持上行动能，导致能源价格上涨，黑色价格走高或反映基建投资加快，建材涨价反映施工旺盛。农副产品涨价受猪肉价格上涨成本升高，工业原材料环比降价受增值税下调与备货动力减弱影响。分行业看，仍是黑色、石油、非金属矿物、食品产业链环比涨价明显。上游石油天然气开采、黑色、非金属矿采选业环比分别 3.6%、1.5%、0.4%，中游石油煤炭等燃料加工业、黑色冶炼加工业环比分别 1.3%、2.1%。构成当月 PPI 环比主要托升因素。此外，增值税率下调后，产业链上下游之间定价能力导致不同行业价格分化。

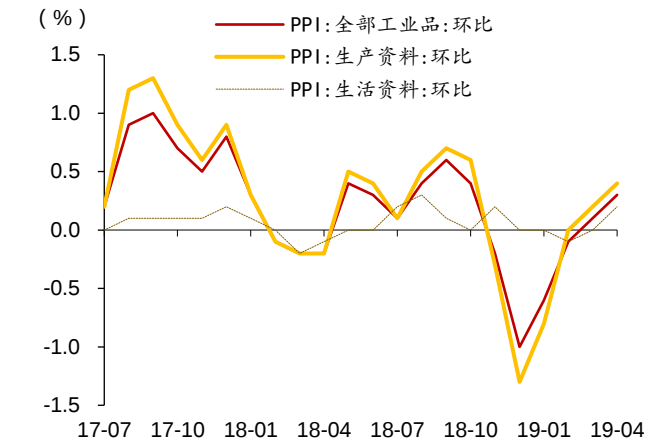
4 月 PPI 生活资料同比 0.9%，环比 0.2%。其中，食品环比 0.6%，是拉升 PPI 生活资料唯一分项。主因猪肉涨价，肉制品价格上涨。衣着类、耐用品环比分别-0.1%、-0.2%，一般日用品环比价格持平。反映居民终端需求仍较疲弱，核心耐用品汽车销量同比仍在负增长区间，乘用车 4 月乘用车零售同比降 18%。此外，增值税下调引发部分耐用品降价。

图表7: PPI 分项环比



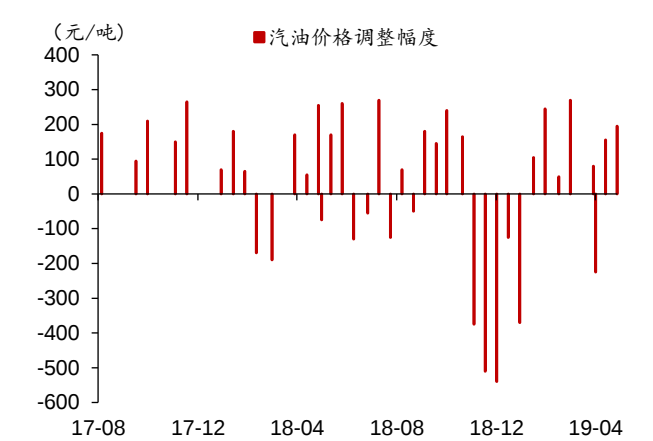
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表8: PPI 生产、生活资料环比回升



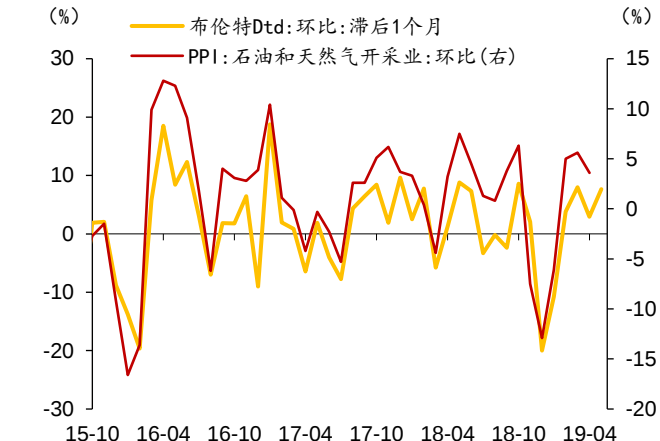
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

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



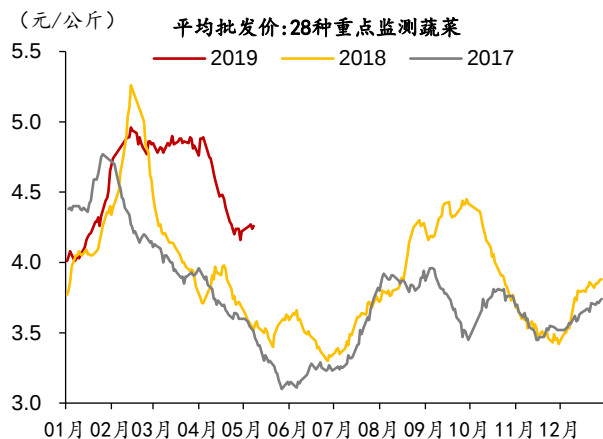
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

5 月通胀展望: CPI 维持 2.5%, PPI 小幅回落

展望 5 月, 猪价有望波动上行但涨幅有限。一方面, 近期涨价放缓激发冻肉企业释放供给, 平抑涨价动能。另一方面, 居民肉食需求可能加快向替代品转移。立夏后蔬菜供给宽松, 菜价有望加快向季节性低点收敛, 但今年下行较迟导致同比仍为正贡献。结合翘尾因素, 预计 5 月 CPI 同比维持 2.5%。

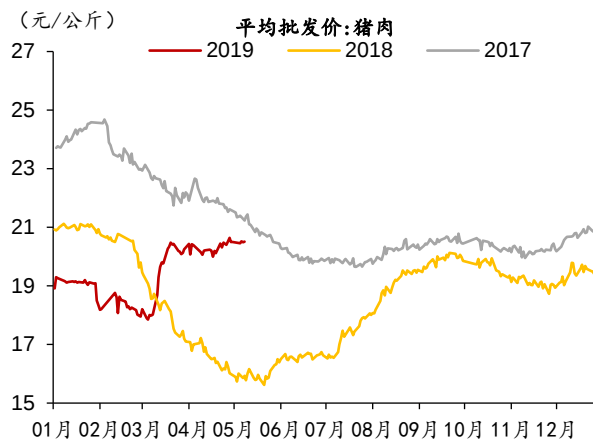
油价方面, 虽然 4 月伊朗原油制裁结束豁免, 但油价不涨反跌, 地方政治导致的脉冲上涨风险不能排除, 但需求逻辑是主导因素。年初以来全球制造业 PMI 下行与油价持续上行相背离, 5 月 8 日 OPEC+ 承诺将通过增加供给来回应任何实质性短缺问题。预计 5 月布伦特油价维持 70 美元上下波动, 中枢低于去年同期。国内方面, 中美贸易问题反复, 负面影响企业生产, 外向型制造业或明显受抑。基建逆周期力量或增强, 但棚改计划减半将冲击房企信心, 拖累地产投资。结合翘尾因素, 预计 5 月 PPI 同比有所回落。

图表11: 菜价下行晚于季节性



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表12: 猪价上行放缓



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

CPI 与 PPI 或渐背离, 货币政策难以根本转向

CPI 方面, 去年养殖亏损与非洲猪瘟导致生猪、能繁母猪存栏快速下降, 本轮猪周期上行将推动 CPI 走高。4 月农业部新闻发布会中指出, 上半年猪价大幅上涨空间不大, 下半年随着生猪出栏进一步下降、节日需求高峰等因素, 可能出现阶段性快速上涨, 猪价同比涨幅可能超过 70%。我们测算显示二季度与年末 CPI 压力明显(详见报告《CPI: 猪价掀波澜?》)。

PPI 方面, 全球经济仍在走弱过程, 布伦特油价或在 70-75 美元左右盘整, 二三季度油价中枢低于去年, 拖累 PPI 同比。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。中美贸易再起波折或冲击出口与企业信心。大幅减税降费背景下, 财政加码基建存在能力边界。棚改计划减半将拖累地产投资, 我们测算拖累约 5 个百分点。总需求不足叠加翘尾因素走低, PPI 同比或将开启下行探底过程, 四季度有所回升。

我们认为, 短期 CPI 随猪周期上行带来更多是市场情绪的扰动(详见报告《央行的纠结: 价格信号看哪个?》)。PPI 下行背后的总需求压力或略强于猪周期引发的 CPI 走高风险, 资产价格风险有所缓解, 目前货币政策从救急模式重回传统目标, 但仅是向偏中性回归, 还不会根本逆转, 复杂环境下无疑也会保持较高灵活性。债市仍处于利空集中释放后的喘息期, 把握小机会的判断不改, 中美贸易摩擦反复、金融和通胀数据披露等整体看有利于行情的延续。

风险提示

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_12662

