



价格数据简评

CPI 有上行空间，但通胀压力仍可控

对债券市场来说，市场对3月份CPI PPI的预期较为中性的水平是在2.5% 0.5%，数据结果上是略低于市场预期，短期来看可能对市场较为正面。我们认为近期的债券市场之所以对各类信息的反馈如此敏感，主要来自于自身结构和情绪的变化：1、目前市场机构杠杆水平高于去年，且CARRY收窄明显，因此对于资金利率的波动必然更加敏感；2、货币政策带给市场的预期差已经不足，除“降息”以外的其他政策，已经很难再带给市场有正面的动力，反而如果降准次数偏低会成为市场的“负面”信号；3、资金利率已处于较低区间，市场利率经常位于政策利率的下方，此时更多的数量投放已经难以带动资金利率继续向下突破。这三点因素在二季度对债券市场的影响可能继续加大，在政策利率下调不落地的情况下，债券市场预计还将维持上有顶，下有底的箱体震荡。

- 本月核心通胀维持在1.8%，说明目前CPI同比的上涨主要来自于食品和能源的推动，如果细分其实大致为猪肉、能源和蔬菜，在这当中猪肉价格的上涨是市场目前最为关注的问题。我们认为当前猪周期上行已经确认，且市场对此也达成一致预期，但在考虑终端需求和猪肉在CPI权重的占比的情况下，猪价对于CPI的影响有限；另一方面对照上一轮猪周期大幅上涨的阶段，2015年货币政策的决断中也证实并未受到当时猪肉价格波动的影响。整体来说，我们判断二季度CPI预计仍将小幅回升，高点位于2.5%之上，但破3的可能性不大。
- 年初以来原油价格上涨较为明显，但目前全球衰退预期渐强，同时库存保持中高位水平，供给端产量的博弈上不确定性亦有所加大。除此之外，去年4月份同期油价处于相对高位，因此大概率今年4月油价对于PPI同比的影响仍然为负。当前市场对于PPI最为关注的问题在于4月份减税落地是否会对价格形成负面影响，以及江苏化工园事件对化工品涨价的影响。在这一正一反两个因素当中，我们认为前者减税的影响仍取决于不同行业自身的定价能力，另一方面在剔除掉诸多特殊因素后，经济内生需求究竟是否见底才应当是决定PPI中期趋势的最核心因素。短期来看4月份PPI同比可能小幅上升至0.6%。
- 货币政策方面，市场当前对于宽松的预期已经有明显减弱。而市场产生预期上变化的原因主要为两点，一是结合基本面企稳信号的初现，央行持续操作的真空导致市场担忧上升；二是此前央行对于“降准”的辟谣。我们在每周流动性观察中分析过，央行操作真空更主要的原因是流动性尚且处于季节性宽松的阶段，货币政策是否收紧要在4月下旬-5月份的窗口去观察。另一点上，央行的“辟谣”属于预期管理范畴，而预期管理大多数是体现在“宽松时期防止市场出现大水漫灌的预期，收紧时期防止市场有所恐慌，根本目的是在于防止市场形成单边预期”，仅就辟谣一事就由此判断央行传递紧货币信号恐怕不太充分，从市场的反馈来看，可以说预期管理的效果已经比较成功。综合来说，我们认为目前能够较为前瞻的看到融资环境已经有所改善，但这种改善仍然对货币环境的宽松较为依赖，内生增长的动力尚不强，货币政策可能进入观察期，但退出宽松的可能性暂时不大。

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观及策略：宏观经济

固定收益研究

崔灼驹

(8610)66229367

zhuojue.cui@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517040001

朱启兵

(8610)66229359

qibing.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

CPI 有上行空间，但通胀压力仍可控

事件：

统计局数据显示，2019 年 3 月份，全国居民消费价格同比上涨 2.3%。其中，城市上涨 2.3%，农村上涨 2.3%；食品价格上涨 4.1%，非食品价格上涨 1.8%；消费品价格上涨 2.4%，服务价格上涨 2.0%。一季度，全国居民消费价格总水平比去年同期上涨 1.8%。2019 年 3 月份，全国工业生产者出厂价格同比上涨 0.4%，环比上涨 0.1%；工业生产者购进价格同比上涨 0.2%，环比持平。一季度，工业生产者出厂价格比去年同期上涨 0.2%，工业生产者购进价格上涨 0.1%。

食品价格环比下降 0.9%，同比上涨 4.1%；前值分别为环比上涨 3.2%，同比上涨 0.7%。春季是蔬菜上市的淡季，加之受多地低温阴雨天气影响，鲜菜价格上涨较快，鲜菜价格环比下降 2.6%，同比上涨 16.2%；鲜果价格环比上涨 0.3%，同比上涨 7.7%，鲜菜、鲜果类价格表现略强于季节性。猪肉价格环比上涨 1.2%，同比上涨 5.1%，为同比连降 25 个月后首次转涨。

非食品方面，非食品 3 月环比下降 0.2%，同比上涨 1.8%，前值分别为环比上涨 0.4%和同比上涨 1.7%。春节过后，出行人数减少，飞机票、旅行社收费和宾馆住宿价格环比分别下降 15.9%、11.1%和 1.5%。3 月中发改委进行了两次油价上调，汽油和柴油价格环比分别上涨 3.6%和 4.0%。

PPI 方面，3 月 PPI 环比转正至 0.1%，同比涨至 0.4%，前值分别为环比下降 0.1%，和同比上涨 0.1%。PPIRM3 月环比持平，同比上涨 0.2%。生产资料环比上涨 0.2%，同比上涨 0.3%；生活资料环比持平，同比上涨 0.5%。分上下游看，采掘工业、原材料工业和加工工业环比分别上涨 1.7%、上涨 0.3%和环比持平，上游行业价格改善较为明显。在主要行业中，涨幅扩大的有石油和天然气开采业，上涨 5.6%，比上月扩大 0.6 个百分点；石油、煤炭及其他燃料加工业，上涨 2.3%，扩大 1.4 个百分点；黑色金属冶炼和压延加工业，上涨 1.1%，扩大 0.8 个百分点。降幅收窄的有计算机、通信和其他电子设备制造业，下降 0.2%，收窄 0.6 个百分点；电气机械和器材制造业，下降 0.1%，收窄 0.3 个百分点。汽车制造业价格由上月下降转为持平。煤炭开采和洗选业价格下降 0.1%，降幅与上月相同。

综合考虑：

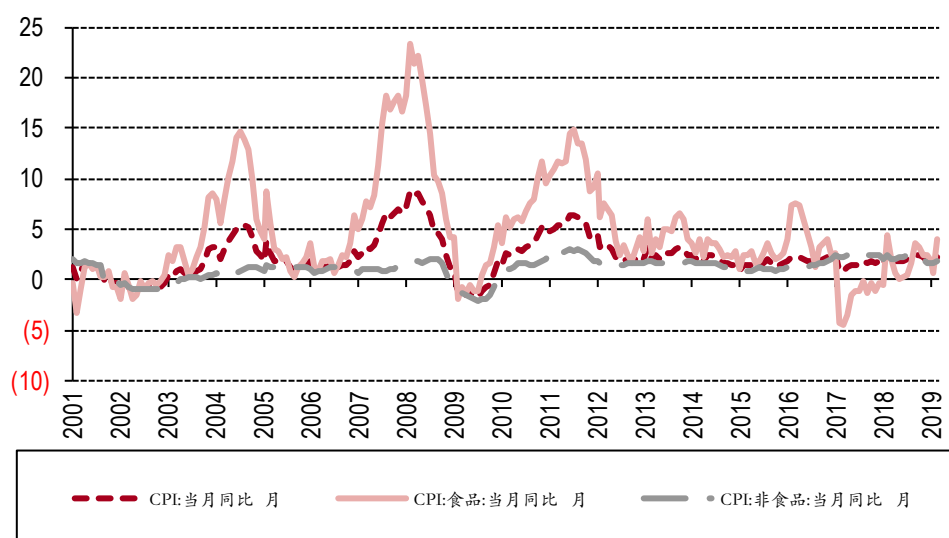
本月核心通胀维持在 1.8%，说明目前 CPI 同比的上涨主要来自于食品和能源的推动，如果细分其实大致为猪肉、能源和蔬菜，在这当中猪肉价格的上涨是市场目前最为关注的问题。我们认为当前猪周期上行已经确认，且市场对此也达成一致预期，但在考虑终端需求和猪肉在 CPI 权重的占比的情况下，猪价对于 CPI 的影响有限；另一方面对照上一轮猪周期大幅上涨的阶段，2015 年货币政策的决断中也证实并未受到当时猪肉价格波动的影响。整体来说，我们判断二季度 CPI 预计仍将有小幅回升，高点位于 2.5%之上，但破 3 的可能性不大。

年初以来原油价格上涨较为明显，但目前全球衰退预期渐强，同时库存保持中高位水平，供给端产量的博弈上不确定性亦有所加大。除此之外，去年 4 月份同期油价处于相对高位，因此大概率今年 4 月油价对于 PPI 同比的影响仍然为负。当前市场对于 PPI 最为关注的问题在于 4 月份减税落地是否会对价格形成负面影响，以及江苏化工园事件对化工品涨价的影响。在这一正一反两个因素当中，我们认为前者减税的影响仍取决于不同行业自身的定价能力，另一方面在剔除掉诸多特殊因素后，经济内生需求究竟是否见底才应当是决定 PPI 中期趋势的最核心因素。短期来看 4 月份 PPI 同比可能小幅上升至 0.6%。

货币政策方面，市场当前对于宽松的预期已经有明显减弱。而市场产生预期上变化的原因主要为两点，一是结合基本面企稳信号的初现，央行持续操作的真空导致市场担忧上升；二是此前央行对于“降准”的辟谣。我们在每周流动性观察中分析过，央行操作真空更主要的原因是流动性尚且处于季节性宽松的阶段，货币政策是否收紧要在4月下旬-5月份的窗口去观察。另一点上，央行的“辟谣”属于预期管理范畴，而预期管理大多数是体现在“宽松时期防止市场出现大水漫灌的预期，收紧时期防止市场有所恐慌，根本目的是在于防止市场形成单边预期”，仅就辟谣一事就由此判断央行传递紧货币信号恐怕不太充分，从市场的反馈来看，可以说预期管理的效果已经比较成功。综合来说，我们认为目前能够较为前瞻的看到融资环境已经有所改善，但这种改善仍然对货币环境的宽松较为依赖，内生增长的动力尚不强，货币政策可能进入观察期，但退出宽松的可能性暂时不大。

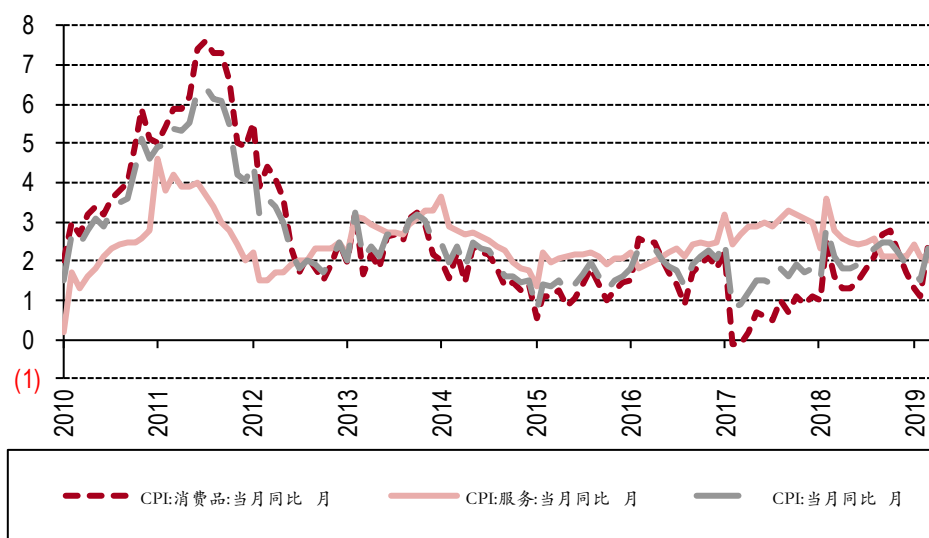
对债券市场来说，市场对3月份CPI、PPI的预期较为中性的水平是在2.5%、0.5%，数据结果上是略低于市场预期，短期来看可能对市场较为正面。我们认为近期的债券市场之所以对各类信息的反馈如此敏感，主要来自于自身结构和情绪的变化：1、目前市场机构杠杆水平高于去年，且CARRY收窄明显，因此对于资金利率的波动必然更加敏感；2、货币政策带给市场的预期差已经不足，除“降息”以外的其他政策，已经很难再带给市场有正面的动力，反而如果降准次数偏低会成为市场的“负面”信号；3、资金利率已处于较低区间，市场利率经常位于政策利率的下方，此时更多的数量投放已经难以带动资金利率继续向下突破。这三点因素在二季度对债券市场的影响可能继续加大，在政策利率下调不落地的情况下，债券市场预计还将维持上有顶，下有底的箱体震荡。

图表1 CPI 同比



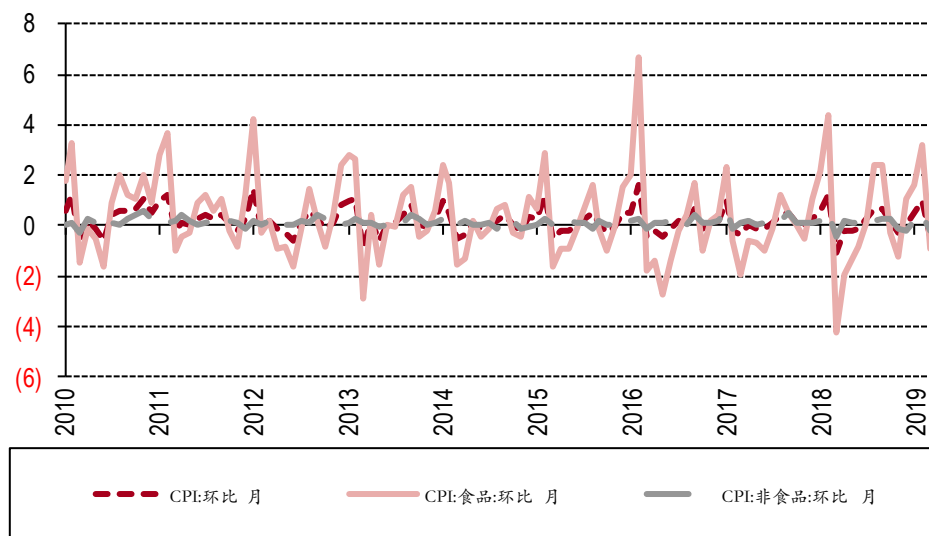
资料来源：万得，中银国际证券

图表 2.CPI 消费&服务



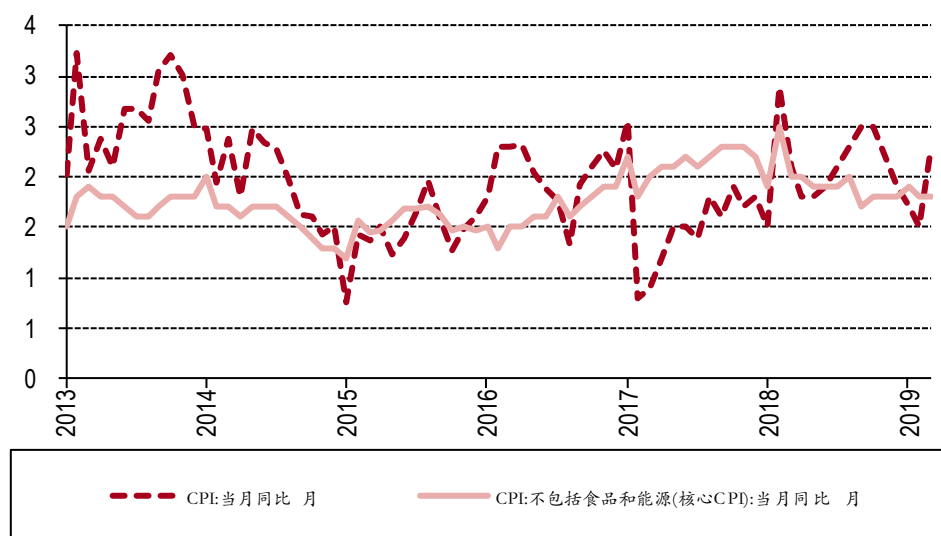
资料来源：万得，中银国际证券

图表 3. CPI 环比



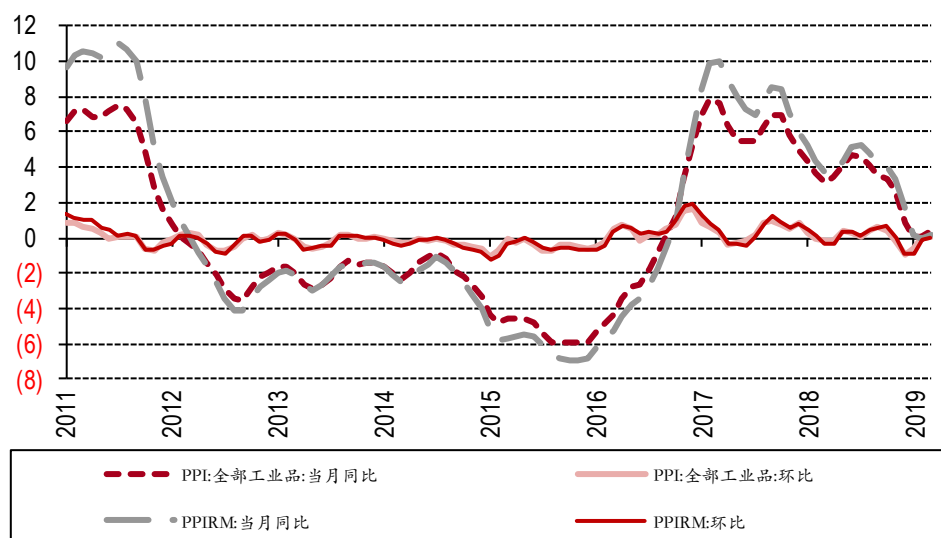
资料来源：万得，中银国际证券

图表 4. 核心通胀



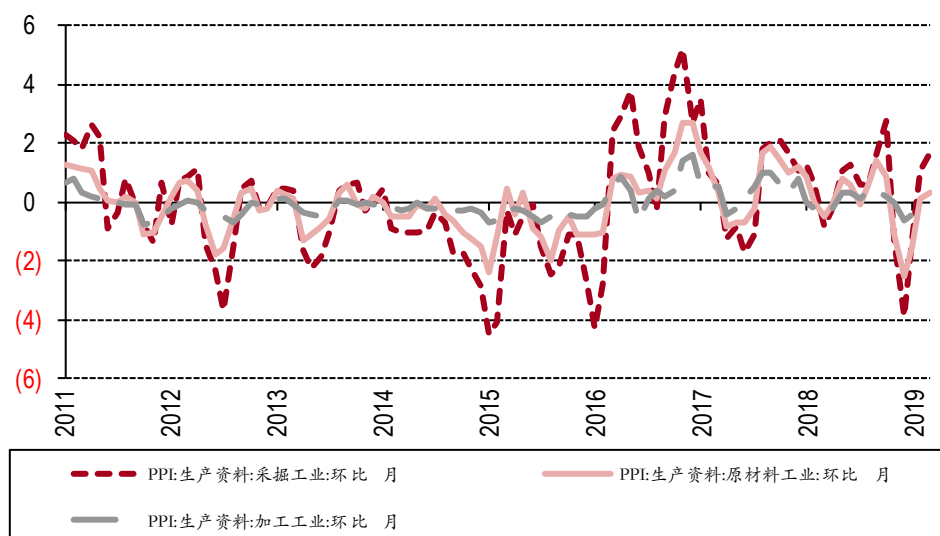
资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 5 PPI&PIRM



资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 6.PPI 环比



资料来源：万得，中银国际证券

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_13243

