

固定收益研究/动态点评

2019年03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：浙商转债：久违了！又见券商转债》2019.03
- 2《固定收益研究：视源转债：万屏时代，瞩目新王》2019.03
- 3《固定收益研究：绝味转债：初见！舌尖上的新券》2019.03

通胀低点已过，猪价风险仍存

——2019年2月通胀数据点评

2月通胀观点

2月CPI同比1.5%，较上月下滑0.2个百分点，CPI环比1%，回升且高于5年同期均值。2月PPI同比0.1%，持平上月，环比-0.1%，较上月跌幅收窄0.5个百分点。2月CPI同比下滑仍受猪与油拖累，PPI环比企稳主因原油与黑色的供给因素。展望3月，猪价或在W型磨底阶段，供求格局逐步切换，环比或微升。2月中旬以来油价再上台阶对PPI存在滞后托底。结合翘尾预计3月CPI同比回升至2.3%，PPI同比回升至0.5%。年内猪周期上行风险是通胀最大关注点，但总需求不足宏观环境中，猪周期上行扰动心理冲击更大，货币政策对猪价上涨或不会过于敏感。

2月CPI同比下滑仍受猪与油拖累

CPI食品同比0.7%，环比3.2%。猪肉分项环比0.3%，同比-4.8%是食品项同比主要拖累。环比微涨因春节肉禽需求旺盛，而屠宰厂停工导致供给相对短缺，但节后需求回落、产能去化阶段尚未结束，环比涨幅并不高。鲜菜分项环比上涨15.7%主因春节与天气因素。CPI非食品同比1.7%，环比0.4%。其中，教育文娱、交通通信环比涨幅较高。发改委1月末至2月中两次调升汽柴油价格。春节黄金周，旅游分项环比上涨6.4%。而去年四季度油价大幅下跌导致今年油价中枢较低，交通通信分项同比-1.2%，成CPI非食品项同比主要拖累。

2月PPI环比企稳因原油与黑色的供给因素

PPI生产资料同比-0.1%，环比0%，环比跌幅收窄0.8个百分点。能源、黑色环比涨幅较高。主因OPEC+减产导致布油价自年初至2月大涨、淡水河谷事件引发铁矿石价格走高。但建材、化工、有色等价格不同程度环比下跌，一方面受春节影响，生产、建筑活动有所走弱，另一方面反映需求仍疲弱。当月PPI环比企稳受供给端影响明显。生活资料同比0.4%，环比-0.1%。其中，耐用消费品环比-0.5%下降明显，仍在验证经济下行周期中，必选与可选消费品的分化。

3月通胀展望：CPI回升至2.3%，PPI回升至0.5%

展望3月，猪价或在W型磨底阶段，节后需求季节性回落，但近两月存栏量大幅下降制约出栏空间，供求格局逐步切换，环比或微升。菜价年内高点已过，但南方持续降雨或导致菜价下行偏缓，环比或微跌。结合翘尾预计3月CPI同比2.3%。2月中旬以来油价再上台阶对PPI存在滞后托底，“开局平稳”要求下基建加快或对工业品需求存在托升。但房地产投资或回落拖累需求。结合翘尾预计3月PPI同比0.5%。今年经济下行背景总需求或继续走弱，工业通缩概率仍大，考虑到猪肉供给因素的推升，预计2019年CPI同比中枢上移至2.3%，PPI同比中枢0%。

总需求不足，猪周期上行扰动心理冲击更大

年内猪周期上行风险是当前通胀最大关注点。我们报告《CPI：猪价掀波澜？》中给出猪周期下的通胀测算：中性情景（猪价涨20%），CPI同比中枢在2.3%左右，4、7、12月是年内高点；悲观情景（猪价涨70%），7月、12月CPI同比存在触及3%的压力。但考虑到今年外需不足、内需不振，CPI难以仅因猪价而大幅走高（对照2015-2016年）、PPI仍有通缩压力。货币政策对供给侧引发的通胀很难主动作为，在需求相对不足的宏观环境中，因猪价上涨导致的通胀上行对市场情绪冲击更大，货币政策届时或将面临稳增长与控通胀的纠结，但对猪价上涨不会过于敏感。

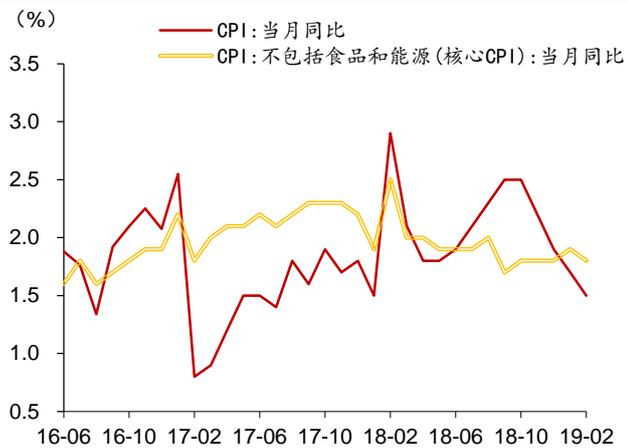
风险提示：猪周期上行超预期，南方阴雨引发蔬菜鲜果涨价超预期。

2月通胀概览

2月CPI同比1.5%，市场预期1.5%，前值1.7%；环比1.0%。（持平市场预期，低于我们预期和前值）

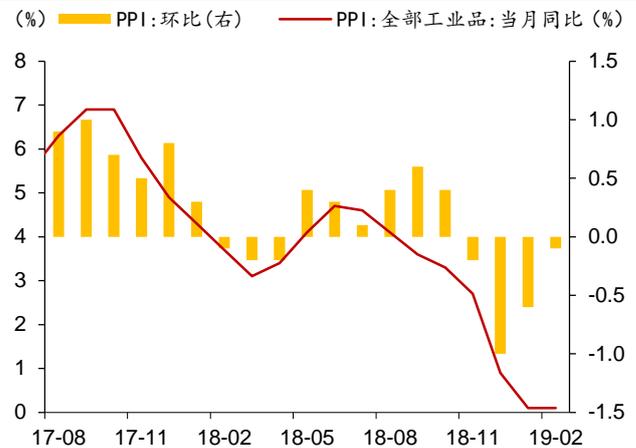
2月PPI同比0.1%，市场预期0.2%，前值0.1%；环比-0.1%。（低于预期，持平前值）

图表1：CPI继续下滑，核心CPI小幅回落



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表2：PPI同比企稳，环比降幅收窄



资料来源：Wind，华泰证券研究所

2月CPI同比下滑仍受猪与油拖累

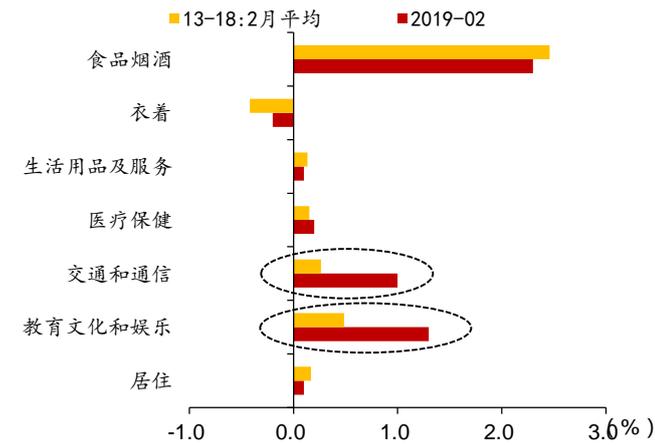
2月CPI同比1.5%，较上月下滑0.2个百分点，其中翘尾因素约0。CPI环比1%，环比回升且高于历史同期水平（过去5年均值0.87%）。核心CPI同比1.8%，较上月回落0.1个百分点，食品与能源价格仍构成当月CPI同比拖累。

分项来看：

2月CPI食品同比0.7%，环比3.2%（过去5年均值3.02%）。猪肉分项环比上涨0.3%，同比下跌4.8%是CPI食品项同比主要拖累。环比微涨因春节肉禽类需求旺盛，而屠宰厂、肉食加工厂停工导致供给相对短缺，牛羊肉价格也分别上涨1.6%和0.6%。但节后需求回落、产能去化阶段尚未结束，猪价环比涨幅并不高。鲜菜分项环比上涨15.7%。春节反季蔬菜占比高，此外今年2月北方雨雪加大、南方持续降雨影响蔬菜生长、采摘与运输。

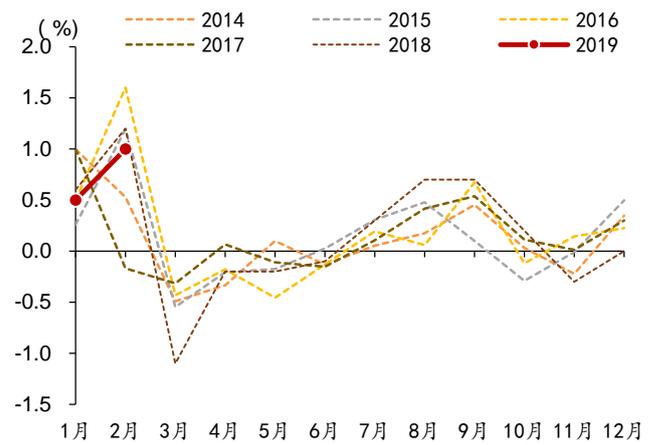
2月CPI非食品同比1.7%，环比0.4%（过去5年均值0.19%）。其中，教育文娱环比1.3%、交通通信环比1%，是推升当月CPI主要分项。发改委1月末至2月中两次调升汽柴油价格，导致交通用燃料价格环比上涨3.5%。春节黄金周，旅行社收费、飞机票和宾馆住宿价格分别上涨7.4%、5.1%和3.3%，导致旅游分项环比上涨6.4%。因换季服装降价与春节促销，衣着分项环比下降-0.2%。但同比来看，去年四季度油价大幅下跌导致今年油价中枢较低，交通和通信分项同比-1.2%，成为CPI非食品项同比主要拖累。

图表3: CPI分项环比, 交通通信、教育文娱显著高于季节性



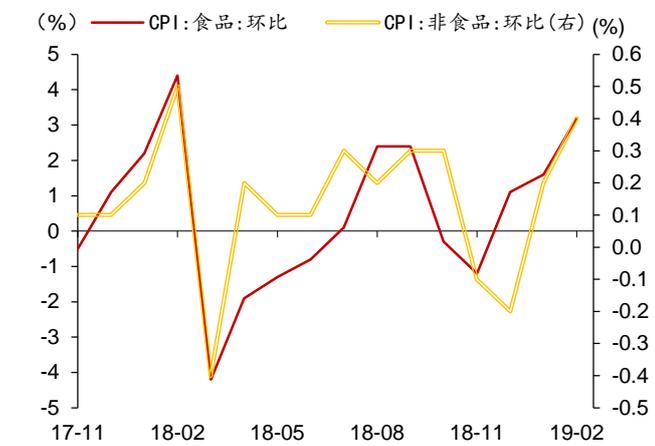
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表4: CPI环比季节性



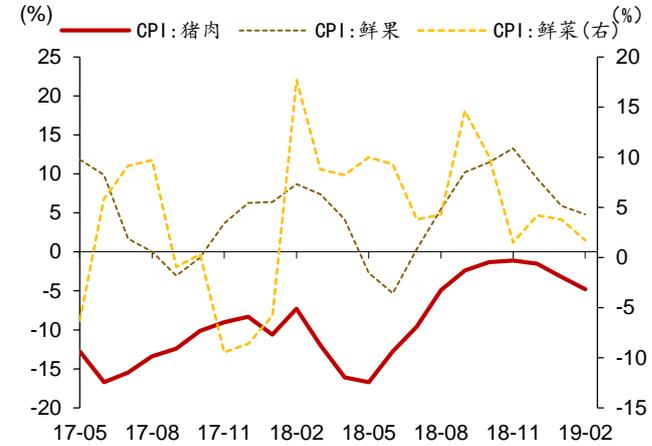
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表5: CPI食品与非食品环比继续回升



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落



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

2月PPI环比企稳因原油与黑色的供给因素

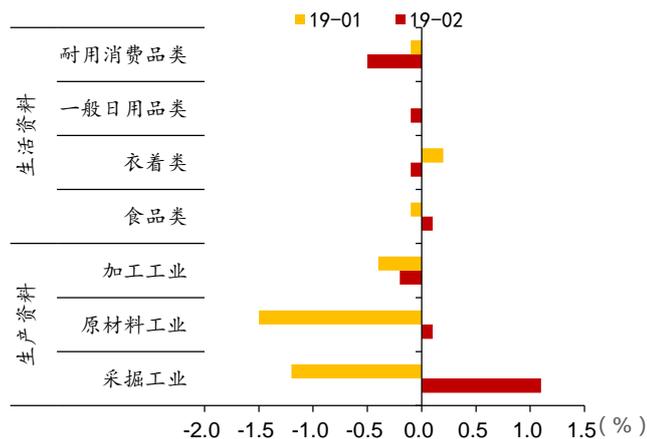
2月PPI同比0.1%，持平于上月，其中翘尾因素约0.8%。环比-0.1%，较上月跌幅收窄0.5个百分点。

分项来看:

2月PPI生产资料同比-0.1%，环比0%，环比跌幅收窄0.8个百分点。其中，采掘、原材料、加工工业环比分别为1.1%、0.1%、-0.2%。分产品类别看，能源、黑色环比涨幅较高。主因OPEC+减产导致布伦特油价自年初至2月大涨、淡水河谷事件引发铁矿石价格大幅走高。但建材、化工、有色等价格不同程度环比下跌，一方面受春节影响，生产、建筑活动有所走弱，另一方面反映需求仍疲弱，与2月PMI原材料库存指数大幅回落印证。分行业来看，石油天然气开采、黑色金属矿采选业环比分别5%、1.8%构成当月PPI环比主要托升因素，受供给端影响明显。但多数行业出厂价格环比回落反映经济下行压力仍大。

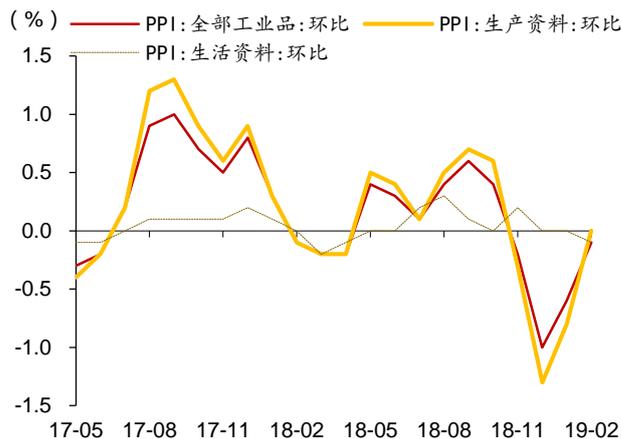
2月PPI生活资料同比0.4%，环比-0.1%。其中，耐用消费品环比-0.5%下降明显，衣着类与一般日用品环比-0.1%小幅微降，食品环比0.1%小幅微升。耐用品价格明显回落仍反映居民消费意愿偏弱，仍在验证经济下行周期中，必选与可选消费品的分化。

图表7: PPI分项环比



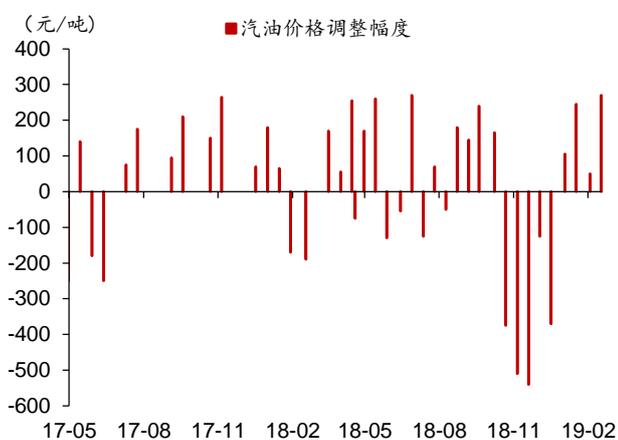
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表8: PPI生产资料环比跌幅收窄



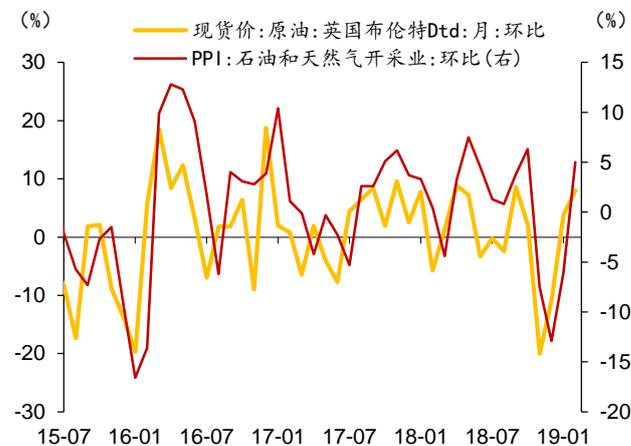
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表9: 发改委汽柴油价格上涨



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

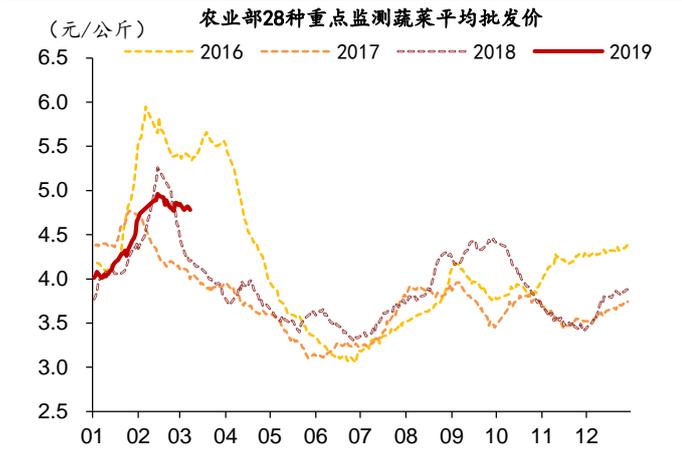
3月通胀展望: CPI回升至2.3%, PPI回升至0.5%

展望3月, 猪价或在W型磨底阶段, 节后需求季节性回落而南北主销主供区价差尚未完全收敛, 生猪禁运解除仍将推动主供区生猪出栏。但近两月存栏量大幅下降制约后续出栏空间, 供求格局或逐步切换, 环比或微升。随春菜上市供给增加, 供应地逐渐北移也使运输成本下降, 菜价年内高点已过。但南方罕见持续降雨或导致菜价下行速度偏缓, 环比或微跌。结合翘尾因素, 预计3月CPI同比回升至2.3%。

2月中旬以来原油价格再上台阶仍对3月PPI存在滞后托底因素, 考虑到2月出口与通胀数据反映的下行压力与“开局平稳”的要求, 基建投资加快或对工业品需求存在托升。但商品房销售冷淡与资金压力对房地产投资的制约将拖累需求。结合翘尾因素, 预计3月PPI同比回升至0.5%

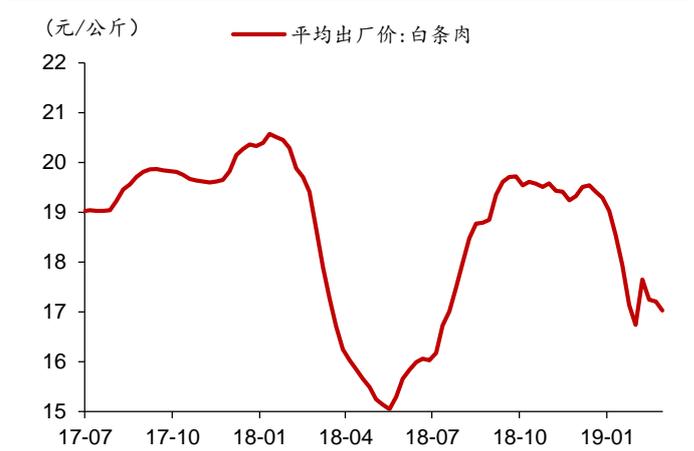
2019年经济下行背景总需求或继续走弱, 通胀难以大幅回升(除非极端灾害等情况), 工业通缩概率依然较大。考虑到猪肉供给因素的推升, 预计2019年CPI同比中枢上移至2.3%, PPI同比中枢0%。

图表11: 菜价已跨过年内高点



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表12: 19年猪肉将存在需求缺口, 警惕猪价上行风险



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

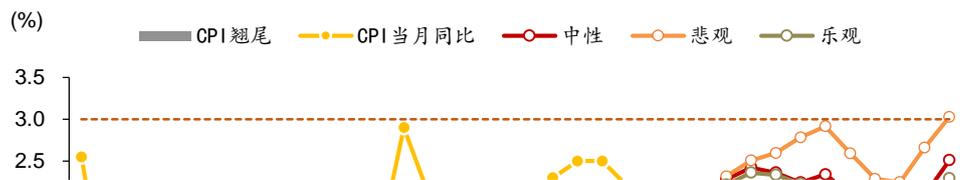
总需求不足, 猪周期上行扰动心理冲击更大

年内猪周期上行风险, 是当前投资者对通胀的最大关注点。我们在报告《CPI: 猪价掀波澜?》中给出猪周期下的CPI测算: 中性情景(猪价全年涨20%), CPI同比中枢在2.3%左右, 4、7、12月是年内高点; 悲观情景(猪价全年涨70%), 7月、12月CPI同比存在触及3%的压力。

但考虑到2019年外需不足(2月美国PMI与非农就业远不及预期或预示拐点、欧央行对欧元区19年经济增速预期由1.7%大幅下调至1.1%)、内需不振(减税刺激是慢变量、若房地产税立法落地或进一步施压地产投资)。总需求不足环境下, CPI难以仅因猪价而大幅走高(对照2015-2016年)、PPI仍存在通缩压力。

此外, 货币政策只能调控总需求, 对供给侧引发的通胀很难主动作为, 因此在经济下行压力未缓解、需求相对不足的宏观环境中, 因猪价上涨导致的通胀上行对市场情绪冲击更大, 货币政策届时或将面临稳增长与控通胀的纠结, 但基于上述逻辑对猪价上涨不会过于敏感。

图表13: 基于猪周期不同情景的CPI同比测算



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_13766



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>