



价格数据点评

通缩压力边际略缓，但实际利率下降仍需通过
压低名义利率来实现

对货币政策来说，上周发布的2019年政府工作报告中明确提出“深化利率市场化改革，降低实际利率水平。”降低实际利率只有两个渠道，一是在名义利率不变的情况下提升通胀水平，另一种就是进一步降低名义利率。从目前的情况来看，通胀方面可能有所上行的是猪肉价格带动食品及CPI整体略有回升，但更重要的影响是PPI中枢较去年相比有一定程度的回落，综合来看我们倾向于认为19年平减指数中枢水平要较去年有所下降。因此“降低实际利率”大概率只有以进一步压低名义利率的方式来实现，预计今年政策利率的下调将在未来见到。

- 本月CPI与PPI均维持在低位，但PPI环比有所改善，市场对于“通缩”的担忧可能短期有所缓解。核心通胀本月小幅回落至1.8%。3月份猪肉价格有环比小幅转正，由于去年3月-5月猪肉价格步入低位区间，因此预计3月起猪肉价格对于CPI同比拉动将转正，也将带动CPI有所回升。但一方面猪肉价格尚不至使CPI数据上行至合意区间之外，另一方面从当前经济结构考虑，对于食品价格波动所致的通胀应容忍度较高。
- 由于年初以来国际油价在经历了大幅下跌后有所反弹，2月份国内成品油价格也有两次滞后上调，油价和黑色系上涨是2月份PPI环比跌幅收窄的主要因素，其中PPI里石油相关的项目在2月份回升最为明显。对于油价来说，经过前期价格下跌后OPEC减产诉求升温，但另一方面全球总需求下降对于需求端持续形成约束，在各方博弈尚不明朗的情况下，短期油价或以持续震荡为主。短期来看PPI进一步回落的风险或将有所消退，但中枢水平较去年相比回落的格局暂时难见改变，重点关注3月份节后开工情况。

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

固定收益研究

崔灼驹

(8610)66229367

zhuoju.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

事件：

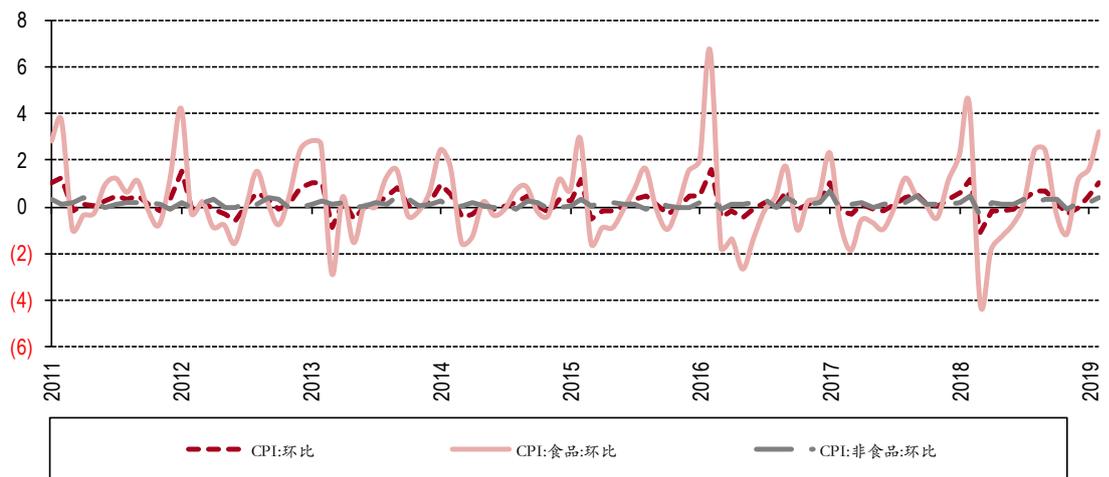
统计局公布的数据显示，2019年2月份，全国居民消费价格同比上涨1.5%。其中，城市上涨1.5%，农村上涨1.4%；食品价格上涨0.7%，非食品价格上涨1.7%；消费品价格上涨1.1%，服务价格上涨2.1%。全国工业生产者出厂价格同比上涨0.1%，环比下降0.1%；工业生产者购进价格同比和环比均下降0.1%。1—2月平均，工业生产者出厂价格和购进价格均比去年同期上涨0.1%。

食品价格环比上升3.2%，同比上涨0.7%；前值分别为环比上升1.6%，同比上升1.9%。受节日效应和部分地区雨雪天气等综合影响，鲜菜价格环比上涨15.7%，同比上涨1.7%；鲜果价格环比上涨5.4%，同比上涨4.8%。猪肉价格环比转正至0.3%，同比下降4.8%，前值为环比下降1.0%，同比下降3.2%。由于去年3月-5月猪肉价格步入低位区间，因此预计3月起猪肉价格对于CPI同比拉动将转正，也将带动CPI有所回升。

非食品方面，环比上涨0.4%，同比上涨1.7%，前值为环比上涨0.2%和同比上涨1.7%。受寒假和春节等影响，出行需求增加，旅行社收费、飞机票和宾馆住宿价格环比分别上涨7.4%、5.1%和3.3%，电影票价格上涨6.8%。年初以来国际油价在经历了大幅下跌后有所反弹，2月份国内成品油价格也经历了两次上调，柴油和汽油价格环比分别上涨3.9%和3.6%，3月份仍有两次油价调价窗口。

PPI方面，2月PPI环比跌幅收窄至-0.1%，同比上涨0.1%，前值为环比下降0.6%，同比上涨0.1%。PPIRM2月环比下降0.1%，同比上涨0.1%。生产资料环比持平，同比下降0.1%；生活资料环比下降0.1%，同比涨幅回落至0.4%。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1.1%、上涨0.1%和下行0.2%，上游行业价格改善较为明显。在主要行业中，环比由降转升的有石油和天然气开采业，上涨5.0%；石油、煤炭及其他燃料加工业，上涨0.9%；黑色金属冶炼和压延加工业，上涨0.3%；有色金属冶炼和压延加工业，上涨0.1%。降幅扩大的有计算机、通信和其他电子设备制造业，下降0.8%，比上月扩大0.5个百分点；非金属矿物制品业，下降0.5%，扩大0.3个百分点，其中水泥制造业下降2.3%。此外，汽车制造业价格由上月持平转为下降0.2%。

图表 1. CPI 环比



资料来源：万得，中银国际证券

图表 2. CPI 同比



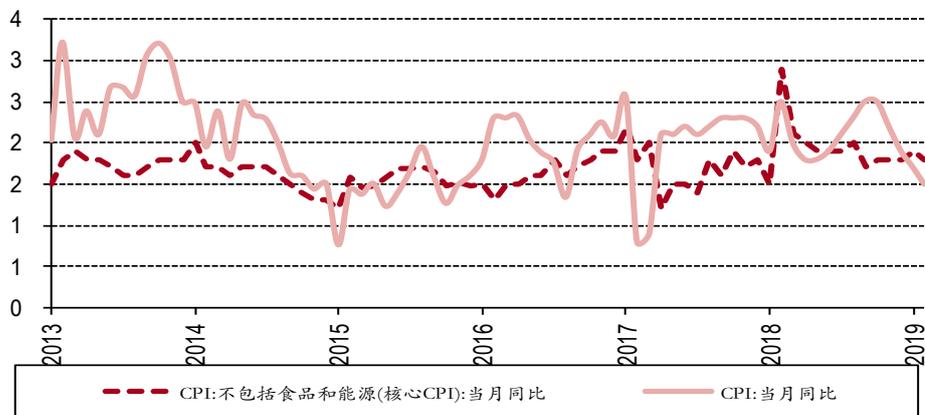
资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 3. PPI 同比



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

点评:

本月 CPI 与 PPI 均维持在低位, 但 PPI 环比有所改善, 市场对于“通缩”的担忧可能短期有所缓解。核心通胀本月小幅回落至 1.8%。3 月份猪肉价格有环比小幅转正, 由于去年 3 月-5 月猪肉价格步入低位区间, 因此预计 3 月起猪肉价格对于 CPI 同比拉动将转正, 也将带动 CPI 有所回升。但一方面猪肉价格尚不至使 CPI 数据上行至合意区间之外, 另一方面从当前经济结构考虑, 对于食品价格波动所致的通胀应容忍度较高。

由于年初以来国际油价在经历了大幅下跌后有所反弹, 2 月份国内成品油价格也有两次滞后上调, 油价和黑色系上涨是 2 月份 PPI 环比跌幅收窄的主要因素, 其中 PPI 里石油相关的项目在 2 月份回升最为明显。对于油价来说, 经过前期价格下跌后 OPEC 减产诉求升温, 但另一方面全球总需求下降对于需求端持续形成约束, 在各方博弈尚不明朗的情况下, 短期油价或以持续震荡为主。短期来看 PPI 进一步回落的风险或将有所消退, 但中枢水平较去年相比回落的格局暂时难见改变, 重点关注 3 月份节后开工情况。

对货币政策来说, 上周发布的 2019 年政府工作报告中明确提出“深化利率市场化改革, 降低实际利率水平。”降低实际利率只有两个渠道, 一是在名义利率不变的情况下提升通胀水平, 另一种就是进一步降低名义利率。从目前的情况来看, 通胀方面可能有所上行的是猪肉价格带动食品及 CPI 整体略有回升, 但更重要的影响是 PPI 中枢较去年相比有一定程度的回落, 综合来看我们倾向于认为 19 年平减指数中枢水平要较去年有所下降。因此“降低实际利率”大概率只有以进一步压低名义利率的方式来实现, 预计今年政策利率的下调将在未来见到。



从年初至今大类资产的走势来看，市场走势显示目前的主要逻辑是“经济悲观预期的修复”，但从货币政策执行报告和政府工作报告来看，当前政府对于经济的维稳诉求及对于风险的担忧有所上升。这当中的分歧值得关注，我们认为分歧点在于此前市场对于19年经济增速回落预期得非常充分，但对于经济回落途中的潜在风险 price in 尚不充足。短期来看，社融数据企稳、PPI 环比降幅收窄，显示年初至今基本面确实出现了部分乐观的信号，但是未来企稳能否延续，或者说企稳后是否能够再有所回升，均还有相当多的不确定性。短期来看，3月起 PPI 同比存在反弹的可能，不过“债务-通缩”的风险暂时还难言消退。

上周债券市场利率债主要品种收益率出现大幅下行，主要是政府工作报告带动市场降息预期升温，以及风险资产有所波动债券市场情绪回暖。近期市场较为关注的问题是权益类资产的上涨，是否会出现“股债跷跷板”的现象，以致利率有所调整。我们认为如果回顾15年二季度典型的“股债跷跷板”可以看出，当时利率上行的深层次逻辑是基于风险资产上涨的预期，出现大量的融资需求如两融收益权和其他与股市相关的非标资产，此类类固收产品的出现对标准化债权资产形成了较大的压制，根本原因可以总结为“风险资产上涨预期带动融资需求在短时间内出现爆发式增长”。从目前的监管政策考虑，当前监管部门对于这一部分的关注与15年相比明显提升，再次出现同样情况的可能性并不大。因此从目前的融资需求与货币供给来考虑，一是当前社融企稳，但暂时难见到爆发式的增长；二是社融的改善尚且不足以驱动货币政策在边际上收紧。整体来说货币环境与基本面目前均未见到能够动摇债券市场当前趋势的信号。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；
- 增持：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

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_13807

