

固定收益研究/动态点评

2019年02月15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: 中宽转债: 小型品种, 稀缺题材》2019.02
- 2《固定收益研究: 尚荣转债: 名虽医疗, 实则医建》2019.02
- 3《固定收益研究: 美联储转鸽, 有何隐含意义?》2019.01

猪、油拖累通胀, 债市基本面支撑未动摇

——2019年1月通胀数据点评

债市的基本面根基尚未动摇, 通胀尚不构成货币政策宽松制约

猪肉供给透支引发年内猪价上行风险可能已在预期之中, 而油价会否持续上行因 OPEC+减产执行情况、地缘政治因素存在不确定性。但 1 月制造业 PMI 数据显示全球需求仍在放缓, IMF 与全球主要央行陆续下调今年各国经济预期, 同时国内地产投资下行压力大。PPI 大幅下行, 可能对企业利润造成负面冲击, 进而未来企业投资变化值得关注。我们认为, 地产政策不出现大幅松动前提下, 单依靠基建发力仍难以对冲总需求缺口, PPI 仍存在通缩风险, CPI 难以仅在猪价推动下持续走高, 通胀对货币政策边际宽松尚不构成制约, 债市的基本面根基尚未动摇。

1月通胀数据概要

1 月 CPI 同比 1.7%, 较上月下滑 0.2 个百分点, 其中翘尾因素约 1.2%。CPI 环比 0.5%, 环比回升但低于历史同期水平 (过去 5 年均值 0.7%)。核心 CPI 同比 1.9%, 较上月回升 0.1 个百分点, 食品与能源价格构成当月 CPI 拖累。1 月 PPI 同比 0.1%, 较上月下滑 0.8 个百分点, 其中翘尾因素约 0.7%。环比-0.6%, 较上月跌幅收窄 0.4 个百分点。

1月 CPI 下滑受猪肉与油价拖累

CPI 食品同比 1.9%, 环比 1.6%。猪肉分项环比明显回落。临近春节肉类需求季节性回升, 但全国多地解除禁运, 主产区积压毛猪供给释放, 市场整体供过于求。鲜菜环比大幅上涨主因季节性因素, 同比上涨则因春节错期扰动。非食品同比 1.7%, 环比 0.2%。其中, 衣着、交通和通信环比负增长。临近春节服装类商品折扣促销导致价格季节性回落。发改委 18 年 12 月末再次大幅调低汽柴油价格, 导致交通燃料价格继续走低。而教育、文娱、医疗保健分项环比上涨, 其中旅游细项环比涨幅较高, 同样受节日效应的季节性涨价。

1月 PPI 通缩压力进一步体现

PPI 生产资料同比-0.1%, 环比-0.8%, 环比跌幅收窄 0.5 个百分点。高频生产数据看, 今年 1 月生产相对旺盛, 需求不足仍是工业品价格回落的重要因素。分产品类别看, 能源、化工、有色环比跌幅居前。分行业来看, 石油天然气开采、石油煤炭等燃料加工、黑金冶炼加工业构成主要拖累。生活资料同比 0.6%, 环比持平。其中食品、耐用品环比分别-0.1%、-0.1%, 衣着类环比上涨 0.2%、一般日用品环比持平。衣着类 PPI 环比走高而 CPI 环比走弱, 主要因衣着加工成本提高, 纺服类企业盈利空间有所受抑, 耐用品价格回落仍反映居民消费意愿偏弱。

2月通胀展望: CPI 回升 1.8%, PPI 环比转正

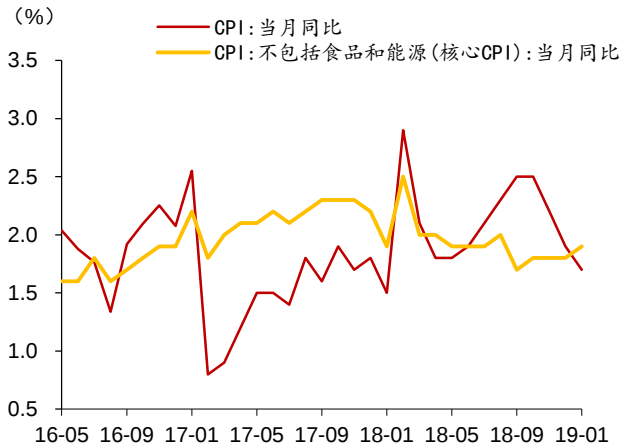
展望 2 月, 猪价存远虑但无近忧, 疫区生猪禁运陆续解除, 供过于求的局面短期仍存, 考虑节后需求回落, 价格暂无大幅走高基础。春节错期对鲜菜同比扰动或转为反向拖累。但受发改委调升油价, 或正向拉动 CPI 环比。结合春节扰动与翘尾因素, 预计 2 月 CPI 同比回升至 1.8%。布伦特原油自年初来大幅上涨, 考虑滞后因素或对 2 月 PPI 有力托底。节后基建加快发力或拉升黑色系工业品价格。预计 2 月 PPI 环比转正, 同比企稳。2019 年经济下行背景下需求逐步走弱, 通胀难以大幅回升, 工业通缩概率仍较大, CPI 保持平稳。预计 2019 年 CPI 同比中枢维持在 2%, PPI 同比 0%。

风险提示: 春节错期扰动; 猪肉需求缺口超预期, OPEC+减产超预期。

1 月通胀概览

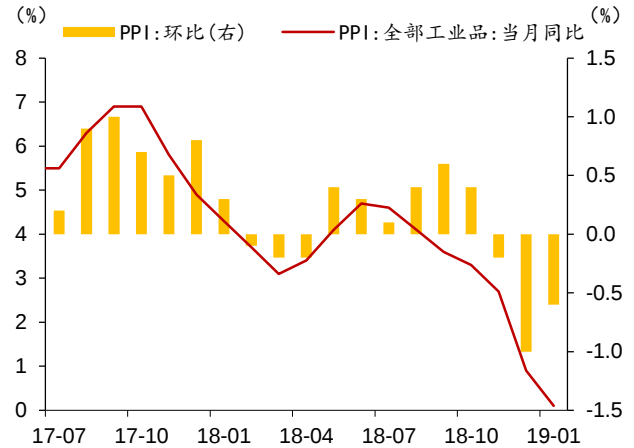
1 月 CPI 同比 1.7%，市场预期 1.9%，前值 1.9%；环比 0.5%。（低于预期，低于前值）
 1 月 PPI 同比 0.1%，市场预期 0.3%，前值 0.9%；环比-0.6%。（低于预期，低于前值）

图表1: CPI 继续下滑，核心 CPI 回升



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表2: PPI 同比继续走低，环比降幅收窄



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

1 月 CPI 下滑受猪肉与油价拖累

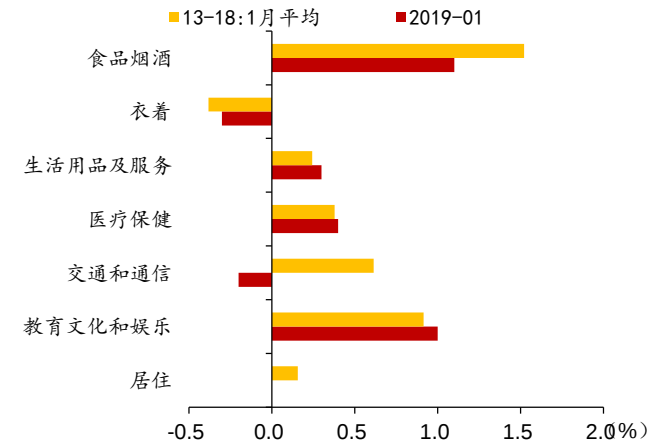
1 月 CPI 同比 1.7%，较上月下滑 0.2 个百分点，其中翘尾因素约 1.2%。CPI 环比 0.5%，环比回升但低于历史同期水平（过去 5 年均值 0.7%）。核心 CPI 同比 1.9%，较上月回升 0.1 个百分点，食品与能源价格构成当月 CPI 拖累。

分项来看：

1 月 CPI 食品同比 1.9%，环比 1.6%（过去 5 年均值 1.92%）。猪肉分项环比明显回落。1 月临近春节肉类需求季节性回升，但由于非猪疫情得到控制，全国多地逐渐解除禁运，主产区大量积压毛猪供给释放，市场整体处于供过于求的局面。鲜菜分项环比大幅上涨。菜价环比上涨主因季节性因素，低温抑制产量与节前采购高峰、反季蔬菜占比增加共同推动价格走高。同比上涨则因春节错期扰动，据农业部重点监测蔬菜价格数据，今年春节前菜价低于去年农历同期，反映今春蔬菜供给偏强。

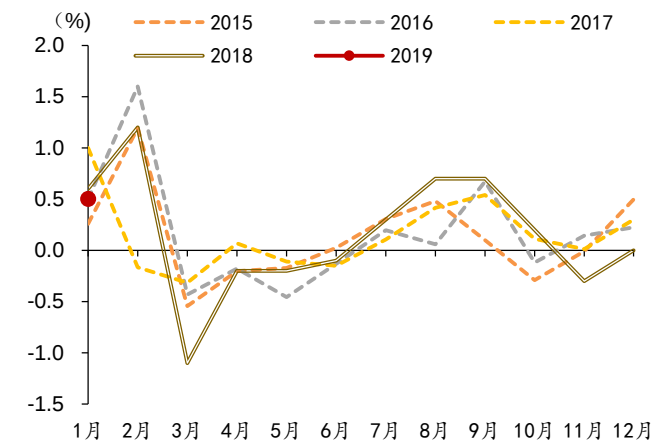
1 月 CPI 非食品同比 1.7%，环比 0.2%（过去 5 年均值 0.29%）。其中，衣着环比-0.3%、交通和通信环比-0.2%，是拖累当月 CPI 的主要分项。临近春节服装类商品折扣促销导致衣着类价格季节性回落。发改委 18 年 12 月末再次大幅调低汽柴油价格，导致交通用燃料价格继续走低。而教育文娱、医疗保健分项环比上涨，其中旅游细项环比涨幅较高，同样受节日效应的季节性涨价。

图表3: CPI 分项环比, 交通通信显著低于季节性



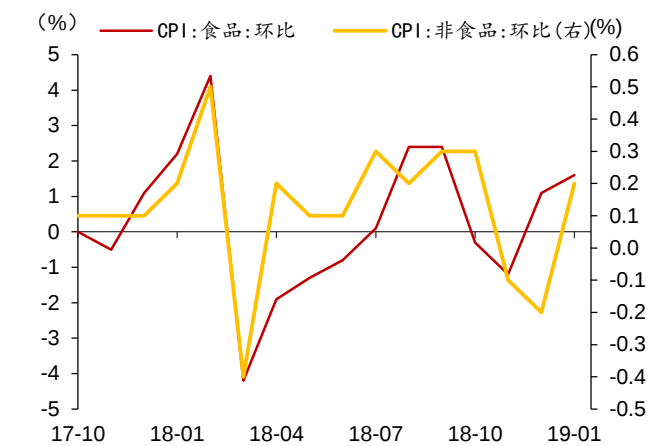
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表4: CPI 环比季节性



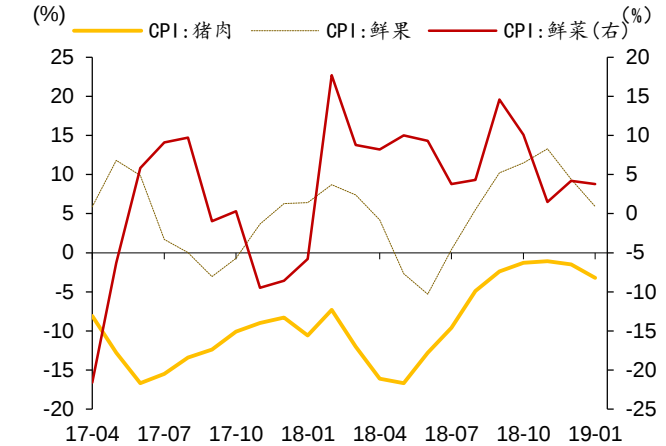
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

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落



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

1 月 PPI 通缩压力进一步体现

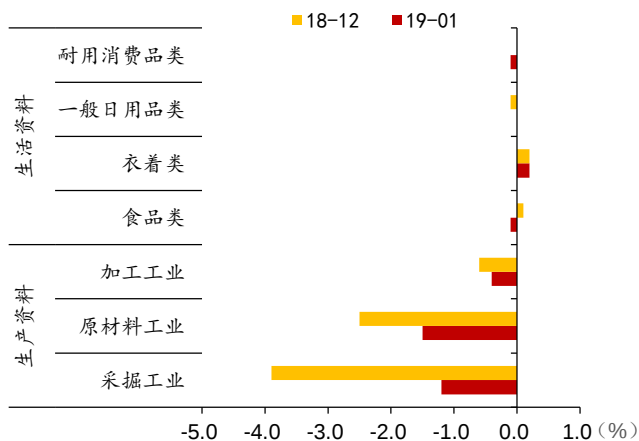
1 月 PPI 同比 0.1%，较上月下滑 0.8 个百分点，其中翘尾因素约 0.7%。环比-0.6%，较上月跌幅收窄 0.4 个百分点。

分项来看：

1 月 PPI 生产资料同比-0.1%，环比-0.8%，环比跌幅收窄 0.5 个百分点。其中，采掘、原材料、加工工业环比分别为-1.2%、-1.5%、-0.4%。18 年四季度国际原油价格的大幅回落仍在向其他工业品价格传导，此外从高频生产数据来看，今年 1 月生产相对旺盛，需求不足仍是工业品价格回落的重要因素。分产品类别看，能源、化工原料、有色金属环比跌幅居前。分行业来看，石油天然气开采、石油煤炭等燃料加工、黑金冶炼加工业环比分别为-6.1%、-4.5%、-2%构成 PPI 环比主要拖累。

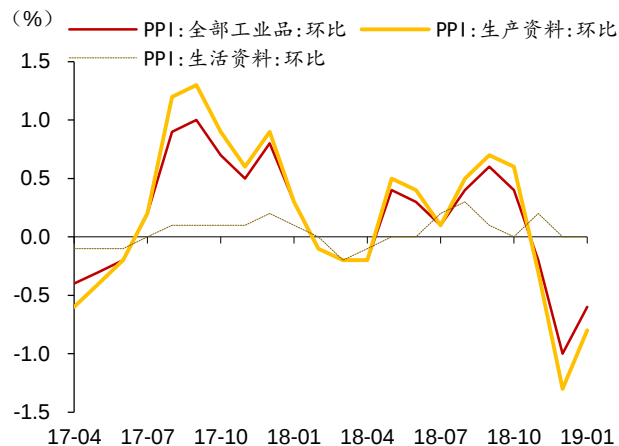
1 月 PPI 生活资料同比 0.6%，环比持平。其中食品、耐用品环比分别为-0.1%、-0.1%，衣着类环比上涨 0.2%、一般日用品环比持平。衣着类 PPI 环比走高而 CPI 环比走弱，主要因衣着加工成本提高，纺服类企业盈利空间有所受抑，耐用品价格回落仍反映居民消费意愿偏弱。

图表7: PPI 分项环比



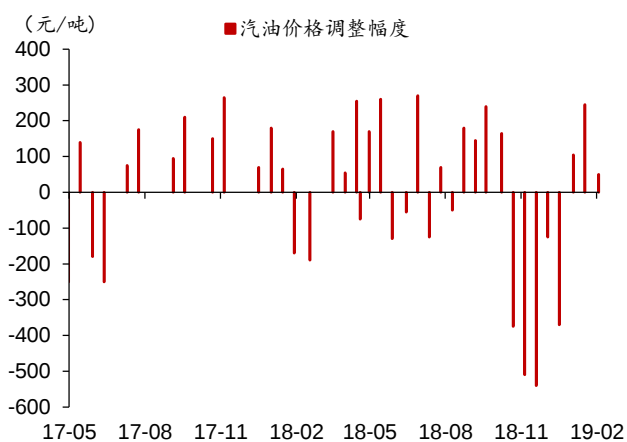
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表8: PPI 生产资料环比跌幅收窄



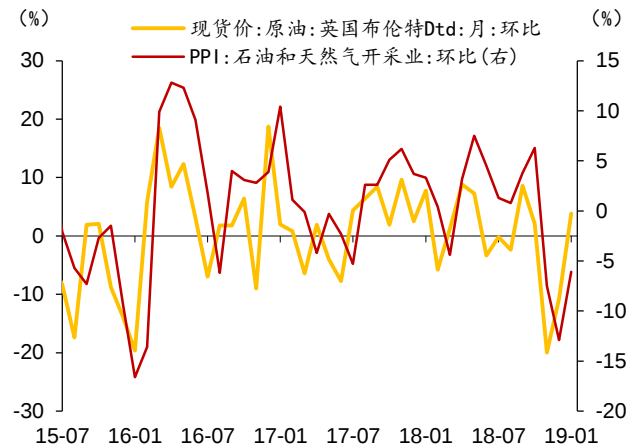
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表9: 发改委汽柴油价格 19 年 1 月至今 3 次上调



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

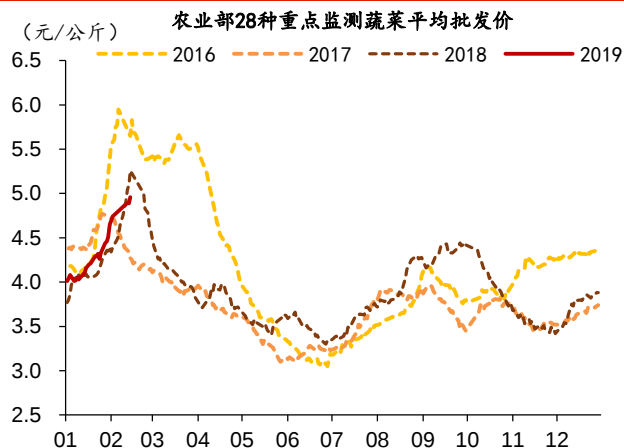
2 月通胀展望: CPI 回升至 1.8%, PPI 环比转正

展望 2 月, 猪价存远虑但无近忧, 疫区生猪禁运仍在陆续解除, 供过于求的局面短期仍存, 同时考虑节后需求回落, 价格暂不存在大幅走高基础。春节错期对鲜菜同比扰动将在 2 月转为反向拖累, 同时全年菜价高点已过, 至年中环比将转为负增长。但 1 月中旬以来发改委 3 次调升油价, 对 CPI 环比存在正向拉动。结合春节扰动与翘尾因素, 预计 2 月 CPI 同比小幅回升至 1.8%。

布伦特原油自年初来已累计上涨约 16%, 考虑国内油价滞后因素, 或对 2 月 PPI 形成有力托底。据美国情报集团, 沙特阿美旗下最大海上油田已在供电事故后暂停生产, 停产时间可能持续至 3 月, 油价受此影响或进一步走高。同时节后基建加快发力或拉升黑色系工业品价格。预计 2 月 PPI 环比转正, 同比企稳。

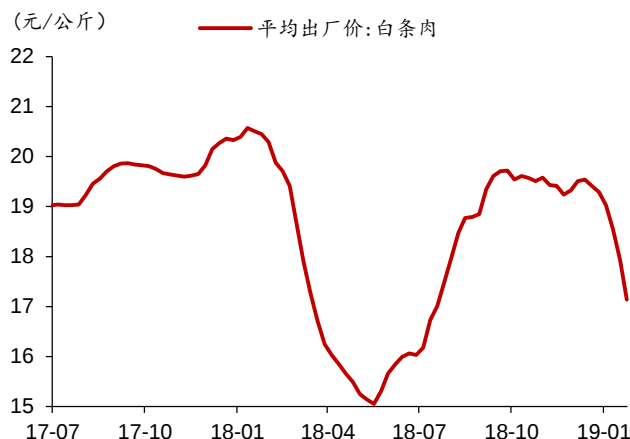
2019 年经济下行背景下需求逐步走弱, 通胀难以大幅回升 (除非极端灾害等情况), 工业通缩概率依然较大, CPI 保持平稳。预计 2019 年 CPI 同比中枢维持在 2%, PPI 同比 0%。

图表11: 2月菜价或将跨过年内高点



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表12: 19年猪肉或将存在需求缺口, 警惕猪价上行风险



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表13: 近年CPI月环比(2月受春节错期影响)

大年初一	1月31日	2月19日	2月8日	1月28日	2月16日	2月5日
	2014	2015	2016	2017	2018	2019
1月	1.0	0.3	0.5	1.0	0.6	0.5
2月	0.5	1.2	1.6	-0.2	1.2	
3月	-0.5	-0.5	-0.4	-0.3	-1.1	
4月	-0.3	-0.2	-0.2	0.1	-0.2	
5月	0.1	-0.2	-0.5	-0.1	-0.2	
6月	-0.1	0.0	-0.1	-0.2	-0.1	
7月	0.1	0.3	0.2	0.1	0.3	
8月	0.2	0.5	0.1	0.4	0.7	
9月	0.5	0.1	0.7	0.5	0.7	
10月	0.0	-0.3	-0.1	0.1	0.2	
11月	-0.2	-0.0	0.1	0.0	-0.3	
12月	0.3	0.5	0.2	0.3	0.0	

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

债市的基本面根基尚未动摇, 通胀尚不构成货币政策宽松制约

猪肉供给透支引发年内猪价上行风险可能已在预期之中, 而油价会否持续上行因 OPEC+ 减产执行情况、地缘政治因素存在不确定性。但 1 月制造业 PMI 数据显示全球需求仍在放缓, IMF 与全球主要央行陆续下调今年各国经济预期, 同时国内地产投资下行压力大。PPI 大幅下行, 可能对企业利润造成负面冲击, 进而未来企业投资变化值得关注。我们认为, 通胀政策下通胀上移松动前担下 通胀若其建发力仍难以对油价需求缺口 PPI 仍左右通

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_14238

