

2019年02月15日

1月通胀数据点评：通胀超预期回落，或进一步提振利率债

固收报告

华鑫证券 研究发展部

证券分析师：

吴笛

执业证书编号：S1050518070002

电话：021-54967707

邮箱：wudi@cfsc.com.cn

华鑫证券有限责任公司

研究发展部

地址：上海市徐汇区肇嘉浜路750号

邮编：200030

电话：(86 21) 64339000

网址：<http://www.cfsc.com.cn>

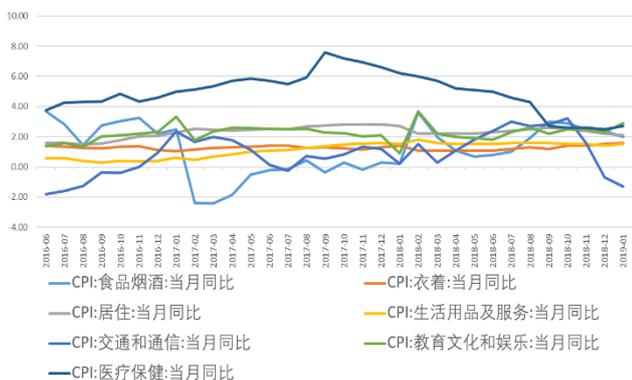
事件：统计局今日公布1月通胀数据，1月CPI同比增1.7%，前值1.9%。1月PPI同比增0.1%，前值0.9%。

- **非食品类价格整体保持平稳，食品类价格回落拖累CPI明显。**CPI同比上涨1.7%，其中食品价格上涨1.9%，较上期下行明显，下行0.6个百分点，是拖累CPI同比增长的主要因素。非食品价格上涨1.7%，与上期持平。食品类中，猪肉价格同比增长从12月的-1.5%降至-3.2%，跌幅扩大，影响CPI下降约0.03个百分点。鸡蛋同比增长0.3%，较上个月下行0.4个百分点，增速维持在历史较低的水平。鲜菜类1月同比增长3.8%，较上个月下行0.4个百分点，与暖冬天气有关。非食品类中，交通工具用燃料价格同比增长-6.1%，下行明显，从去年10月22%的高增速继续快速回落，主要受到国际油价高位回落滞后效应影响，1月国内成品油价格开始下调。医疗保健类价格1月份同比增长2.7%，趋势较为平稳。非食品类其他分项价格多数稳中有升，使得非食品类价格整体保持平稳。
- **2月CPI有继续回落的压力。**1月CPI中翘尾因素为1.19%，新增涨因素仅为0.5%。2月份面临较低的翘尾因素，为-0.01%，预期2月CPI有进一步回落的压力。食品价格方面，跟踪高频数据来看，2月以来猪肉、鸡蛋价格和28种重点监测蔬菜等平均批发价格较1月有所抬升，农产品批发价格200指数波动中枢也明显上行，预期对2月CPI食品类价格具有一定的支撑作用。非食品方面，虽然全球石油价格1月以来小幅反弹，但全球PMI和OECD综合领先指标显示全球的需求仍偏弱，在此背景下，石油价格难以大幅超预期，原油作为最主要的能源品种，各行业的生产成本都受到油价的直接或间接影响，对非食品价格的影响还是较为明显。全年来看，我们认为，未来排除临时性的干扰因素，全球生产需求转弱，石油价格回落，国内需求偏弱的情况下，2019年通胀的压力并不明显。
- **PPI同比回落较快主因仍是生产资料价格大幅回落，石油化工产业链全面转负。**PPI同比上涨0.1%，其中生产资料价格同比下降0.1%，影响工业生产者出厂价格总水平下降约0.10个百分点。生活资料价格同比上涨0.6%，影响工业生产者出厂价格总水平上涨约0.15个百分点。总体来看，生产类和生活类PPI均趋势向下，而生产资料价格回落的幅度更为明显，生产资料权重约76%，拖累整体PPI非常明显。分产业链来看，石油化工产业链PPI全面转负，其中石油和天然气开采业同比增长从12月的4.5%下行至-5%。黑色系产业链PPI亦趋于下行，但下行幅度趋缓，煤炭开采PPI同比较上期下行0.8个百分点，黑色金属冶炼较同比上期下行0.2个百分点。有色系产业链PPI继续下行，跌幅扩大，有色金属矿采同比较12月下行1个百分点，有色金属冶炼同比较12月下行1.2个百分点。
- **全球需求放缓和国内限产边际趋松下，PPI仍有下行压力。**1月份PPI同比增速含有的翘尾因素为0.49%，环比增长已经转负，原油、基本金属等全球定价的大宗商品价格回落反映出全球需求的放缓，煤炭、钢铁等还取决于国

内供给侧改革的政策变化，限产效果或边际趋松，总体来看 PPI 同比仍有下行空间，尤其在下半年，面临负面的翘尾因素冲击较为明显，下半年大概率转负。

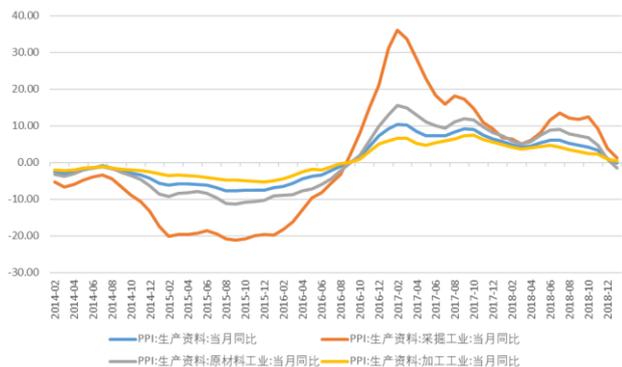
- 通胀不及预期有利于进一步提振利率债，但通胀目前不是债券市场的核心矛盾，仅仅通胀数据对利率债的利好刺激有限。通胀数据不及预期反应总需求短期尚未企稳，PPI 如果持续下行甚至可能引发一定的通缩担忧，因此为货币政策持续宽松提供了政策空间，长端利率债仍有下行空间，10 年期国债底部中枢在 2.8% 左右。但宏观经济供需两弱，最终会使企业层面现金流承压，对信用债的影响相对偏空，信用偏好修复和企业现金流的改善还有待逆周期调控政策效果显现，个券选择重企业现金流和再融资压力，产业债资质下沉须谨慎。通胀数据对股市影响偏空，尤其是 PPI 数据回落较快或使上市公司盈利承压，一旦年报和季报的利润有所验证，风险偏好和估值水平可能都会受到冲击。
- 风险提示：中美贸易谈判超预期

图表 1 CPI 具体分类同比 (%)



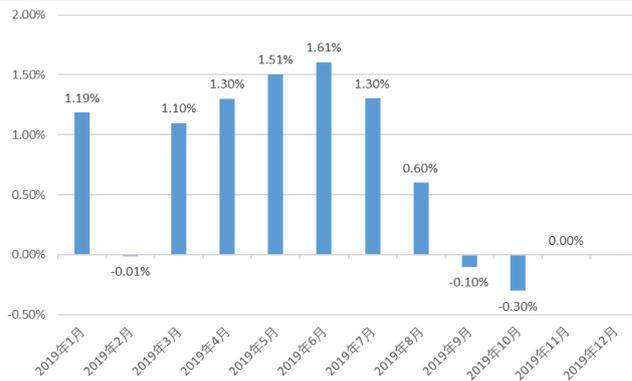
资料来源：Wind，华鑫证券研发部

图表 3 PPI 生产资料同比 (%)



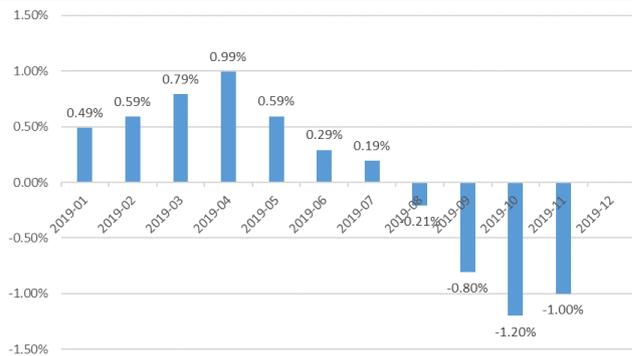
资料来源：Wind，华鑫证券研发部

图表 2 CPI 翘尾因素



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

图表 4 PPI 翘尾因素



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

分析师简介

吴笛：2016 年加入华鑫证券，主要研究和跟踪领域：利率债。

华鑫证券有限公司投资评级说明

股票的投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深 300 指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%—15%
3	中性	(-)5%— (+)5%
4	减持	(-)15%— (-)5%
5	回避	<(-)15%

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。

行业的投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深 300 指数涨幅
1	增持	明显强于沪深 300 指数
2	中性	基本与沪深 300 指数持平
3	减持	明显弱于沪深 300 指数

以报告日后的 6 个月内，行业相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。

免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

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_14252

