

2020 年 4 月 10 日

【华西固收研究】供给约束减弱，通胀回归需求驱动

——3 月通胀数据点评 20200410

事件概述：

4 月 10 日统计局公布 2020 年 3 月通胀数据，CPI 同比上涨 4.3%，预期 4.7%，前值 5.2%；PPI 同比下降 1.5%，预期-1.1%，前值-0.4%。

分析与判断：

► 供给端约束减弱，CPI 多数分项环比下降，食品、交通项回落显著。

随着生产和交通运输的逐渐恢复，3 月份生产端对物价的约束较 2 月相比有所弱化。与上月必选消费价格上涨、非必选消费价格下降的分化格局不同，3 月大部分品类的价格均有回落。CPI 整体环比上月下降 1.2%，增速由正转负；8 个一级子科目中，除医疗保健和其他两项外均环比下降，其中食品烟酒、交通和通信下降幅度最大，环比分别下降 2.7%、2.5%。

就食品等必选消费品而言，疫情对需求端的冲击相对有限，2 月份价格边际提升主要是因为网格化防控措施导致了物流受阻，从而影响供给。与 2 月份相比，3 月份全国大部分地区的交通运输得到了充分的恢复，必选消费品价格重新回到了需求驱动的轨迹上。猪肉、鲜菜价格出现了明显的回落，分别较上月环比下降 12.2%、6.9%，而同比增速亦分别回落 11.0%、18.8pct。

而交通和通信方面则主要受到石油价格和居民出行的影响。由于主要产油国减产协议未能达成，国际原油价格持续保持在较低水平，因此国内成品油价格也出现了明显的下降。发改委在 3 月 17 日将汽、柴油价格每吨分别下调 1,015、975 元；此后，由于国际原油价格低于我国成品油调价机制中 40 美元/桶的地板价格，3 月 31 日发改委未对成品油价格进行调整。3 月份，交通工具用燃料价格环比 2 月大幅下降 9.5%，汽油、柴油和液化石油气价格分别下降 9.7%、10.5% 和 4.3%。此外，受国内外疫情的影响，居民旅游外出等需求放缓，从而减少了对交通工具的使用，也是导致交通项价格回落的原因之一。

剔除掉食品和能源后，核心 CPI 有所走高，3 月同比录得 1.2%，较上月提升 0.2pct。

► 供需格局稳定，油价触及下限，CPI 短期或保持窄幅波动。

当前的强供给、弱需求的格局在短期内有望得到保持。经过 3 月份的调整，国内经济秩序逐渐稳定，生产端的产能有望于近期恢复至正常水平，前期限制较大的交通物流等也将得到恢复。根据我们的跟踪测算，截至 4 月 9 日，全国整体复工率约有 9 成，预计 4 月中旬有望完全复工；水泥磨机开工率、发电耗煤量、高炉开工率等指标也已经基本恢复至历史正常水平。而需求端则预计将延续前期趋势，在各级政策助力下有望持续好转，但受制于居民消费的特性，恢复速度可能仍然较慢。因此，对于食品等消费品价格而言，短期内或较为稳定，难以出现太大幅度的波动，但需要警惕海外疫情对全球粮食供给的影响。

而油价方面预计难以继续下跌：一方面，成品油调价机制决定了国内油价已经触及下限；另一方面，国际主要产油国近期已经开始重新谈判，当前的油价对沙特、美国、俄罗斯而言均非合意水平，预计减产协议在短期内有望达成，从而推动国际原油价格回升。但在疫情全球扩散的背景下，总需求放缓限制了油价的上限，预计难以恢复至谈判破裂之前的水平。

► 上游及石油相关产品价格回落明显，警惕 PPI 通缩风险。

PPI 同比下降 1.5%，降幅较上月扩大 1.1pct，超出市场预期。生产资料价格同比下降 2.4%，降幅扩大 1.4pct，拉动 PPI 同比下跌 1.79pct。生活资料价格同比上涨 1.2%，较前月回落 0.2pct，拉动 PPI 同比上涨约 0.32pct。生产资料中，上中下游均有所回落，但上游的采掘工业回落幅度明显较大，增速由正转负，同比下降 4.0%，较上月大幅回落 5.1pct。石油相关产品价格再度延续大幅下降的态势，石油和天然气开采业 PPI 同比下降 21.7%，降幅扩大 21.3pct；石油、煤炭及其他燃料加工业 PPI 同比下降 10.6%，降幅扩大 9.8pct。

展望后期，PPI 仍将面临一定的通缩压力。尽管我们预计原油减产协议将在短期内达成，但工业需求端的掣肘主要

由疫情导致，难以在短期内得到恢复，油价大幅反弹的可能性有限，石油相关行业价格预计仍将承压。国内而言，基建的快速发力或将支撑相关行业 PPI 回暖，但与制造业相关的产品价格仍会受到相关需求的拖累。

投资策略：通胀的影响权重下降，政策节奏更加关键。

对债市而言，高位回落的 CPI 和保持负增长的 PPI 均将构成一定利好，且随着这种组合的延续，投资者对通胀的关注度预计将有所减弱。当前，**通胀缓和、海外疫情扩散以及偏弱的基本面已经被市场充分消化，相比之下，最大的不确定性来自于政策对目标的认定和发力的节奏。**

我们认为，经过 2008-2009 年之后，政策层面对强刺激已经有了更加深刻的认识，只要能够保证经济基本盘——就业、中小企业生存、金融系统稳定等不出现大的风险，**锚定产业升级等中长期目标相比“翻一番”等更具性价比。**但不设定全年经济增速目标的可能性不大，GDP 增速目标对当前的行政体系正常运转具有十分重要的引导意义，在没有确立更加清晰的操作目标之前，不宜贸然取消。政策节奏方面，随着复工接近完成，货币政策对实体经济支持的效果也将进一步强化，宽松加码的价值有所凸显；而财政政策的全面发力仍需要两会做最终的定调，**预计货币政策将先于财政政策发力。**

短期而言，宽松的流动性对利率债仍有支持，但当前短端利率已经在央行下调超额准备金利率的影响下出现了快速的下行，资金利率持续低于逆回购利率也意味着短端利率对 MLF 利率、LPR 等的敏感性在下降，**当前需要警惕短端利率的回调风险。**同时货币、财政政策的错位已经导致收益率曲线出现了明显的陡峭化，截至 4 月 9 日 10 年期国债-1 年期国债期限利差已经达到 132BP，较下调超额准备金利率之前已经走阔 38BP，处于历史较高水平，长端利率存在下行空间。**建议关注本月 MLF 利率、LPR 调整以及一季度经济数据带来的中长端利率债投资机会；此外近期铁道债收益率下行略滞后于国债、政金债，建议关注铁道债的投资机会。**

风险提示

疫情存在因境外输入二次恶化的可能。

分析师：樊信江

邮箱：fanxj@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519100006

联系电话：010-59775359

分析师：颜子琦

邮箱：yanzq@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520010001

联系电话：021-20227900

研究助理：孙嘉伦

邮箱：sunjl@hx168.com.cn

联系电话：010-59775371

研究助理：张伟

邮箱：yanzq@hx168.com.cn

联系电话：010-59775334

【华西固收研究】2020年3月通胀数据一览

联系人：樊信江/颜子琦/孙嘉伦/张伟/杨锦明

图1: CPI同比回落0.9pct, PPI同比回落1.1pct

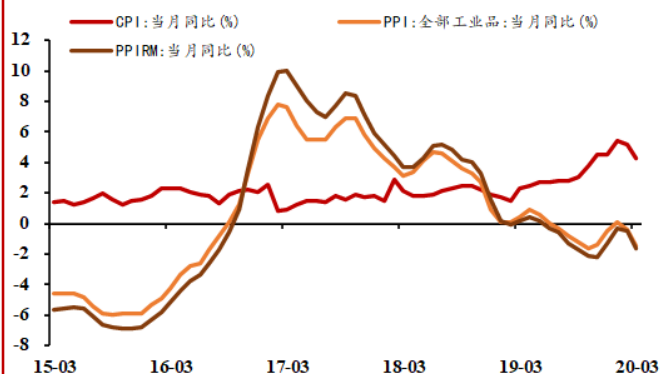


图2: CPI环比由涨转降, PPI环比降幅扩大

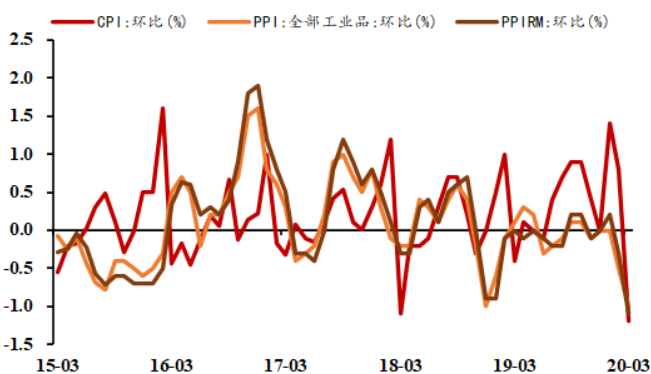


图3: CPI食品项同比录得18.3%, 大幅回落3.6pct

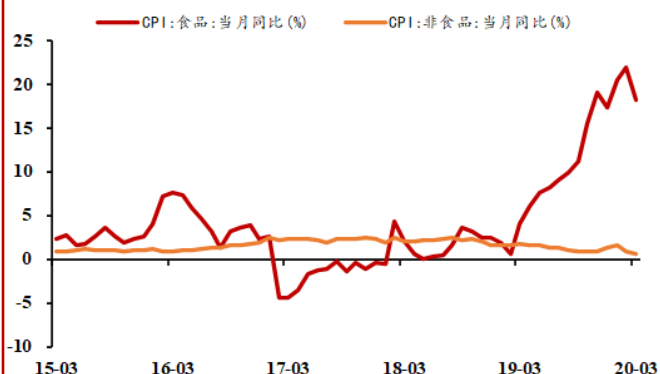


图4: 交通工具用燃料同比降幅扩大, 大幅回落12.3pct

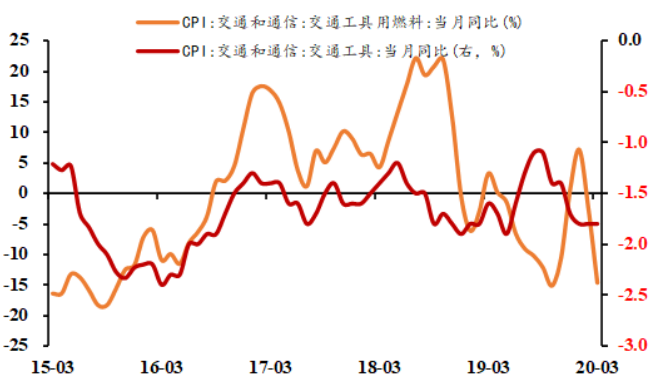


图5: 核心CPI同比回升0.2pct, 录得1.2%

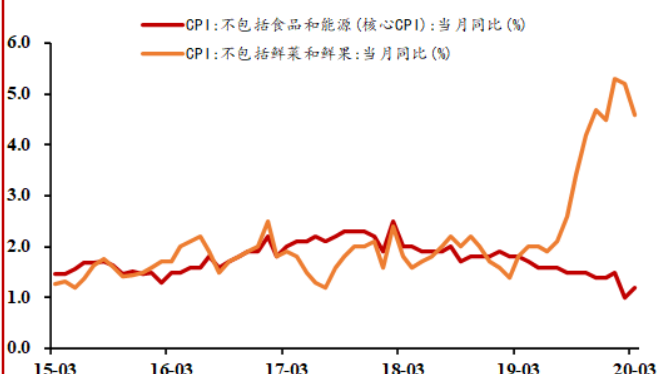


图6: 猪肉项回落18.8pct, 同比录得116.4%

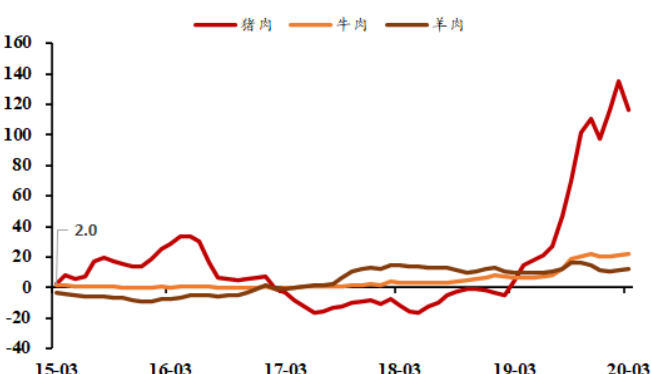


图7: 生产资料同比降幅扩大1.4pct

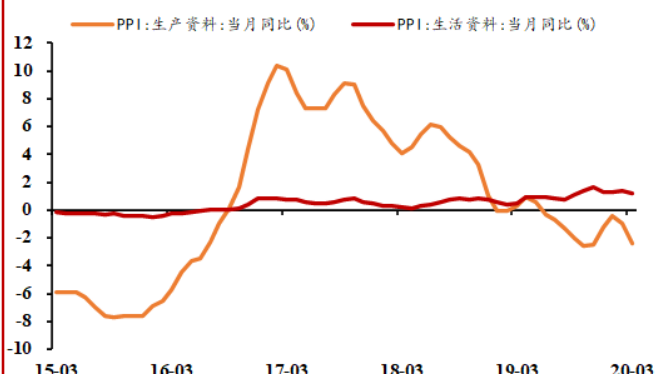
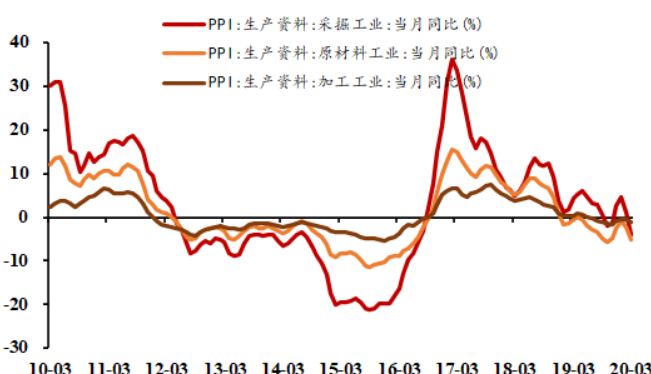


图8: 上中下游PPI同步回落, 采掘业同比大幅回落5.1pct



资料来源：国家统计局，华西证券研究所

免责声明：本信息仅面向华西证券的专业投资机构客户，仅供在新媒体背景下研究观点的及时交流。在任何情况下，本信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。华西证券及华西证券研究所也不对任何人因使用本信息所引致的任何损失负任何责任。本信息内容的版权归华西证券所有，华西证券对本信息保留一切法律权利。未经华西证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。

分析师与研究助理简介

樊信江，固定收益方向首席分析师，CFA，清华大学工程管理硕士。2年证券研究经验，3年央企海外燃煤、燃机电站工程总承包开发及执行经验，2年国内基础设施融资租赁和PPP投资经验；曾任职于民生证券研究院，2019年加入华西证券。

颜子琦，新加坡南洋理工大学金融工程硕士，曾任卡耐基梅隆大学助理研究员。2019年加入华西证券研究所，主要从事债券交易、利率债、城投债、非标资产研究。

孙嘉伦：约翰霍普金斯大学金融硕士。2019年加入华西证券，主要参与产业债、境外债与地方政府债研究。

张伟：对外经济贸易大学金融学硕士。2019年加入华西证券，主要参与可转债、财政政策、宏观经济研究。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

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_5936

