

固定收益研究/动态点评

2020年03月10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

张大为
联系人 zhangdawei@htsc.com

相关研究

1《固定收益研究:防输入成重点,返程率过半》2020.03

2《固定收益研究:降息救急为何市场不买账?》2020.03

3《固定收益研究:跑输股指与胜出板块都有必然》2020.03

油价取代供给扰动,助推通胀下行

2020年2月通胀数据点评

核心观点

2月CPI同比5.2%,回落0.2个百分点,PPI同比-0.4%,回落0.5个百分点。CPI如期回落,但幅度低于市场预期,主因食品端涨幅仍大,疫情导致生鲜产品供应不畅。而非食品价格表现偏弱,也或打破市场对持续通胀压力的担忧。我们认为疫情不改通胀全年下行趋势,沙特打响石油价格战可能造成PPI短期深跌、助推CPI下行。对货币政策而言,通胀的偏负面约束淡化,稳增长是重中之重,疫情向全球扩散后还需要提防外需冲击。但疫情是中短期事件冲击,央行需要平衡中长期与短期目标,保持流动性合理充裕的同时,预计更多采取定向措施助力疫情防控。

2月CPI小幅回落,非食品偏弱打消通胀担忧

2月CPI同比5.2%,回落0.2个百分点,环比0.8%。核心CPI同比回落0.5个百分点。CPI如期回落,与春节错期、翘尾值走低有关,但回落幅度低于预期,主要是食品端涨幅仍大,同比21.9%,环比4.3%,源于疫情导致生鲜产品供应不畅,猪肉短缺问题也仍待缓解。而非食品价格表现偏弱,同比0.9%,环比-0.2%。尤其交通和通信分项较弱,医疗保健也并未出过度涨价。供给约束不及需求乏力,也或打破市场对持续通胀压力的担忧。

2月PPI重返通缩,下游复工慢导致上游累库

2月PPI同比-0.4%,回落0.5个百分点,环比-0.5%。其中,生产资料同比-1%,环比-0.7%。疫情扩散引发全球原油需求走弱的担忧,石油化工产业链价格走低。建筑业复工进度较慢,黑色、建材等库存积压引致跌价压力。环比涨价的仅有木材纸浆和农副产品类。生活资料同比1.4%,环比持平。必选与可选消费品价格涨跌分化,一般日用品环比0.1%,耐用品环比-0.2%。疫情期间日用品的囤货需求提升,但居民消费支出意愿偏弱,商场停业、人员封闭式管理也造成消费需求被动收缩,可选消费品价格承压。

疫情不改CPI下行走势

我们认为,1月是全年CPI高点,疫情不改通胀向下趋势。上半年食品端仍因猪价约束维持高位,非食品端受油价的下拉作用明显。下半年食品端将因猪价拖累较快走低,非食品端可能因居民收入放缓而承压,CPI下行节奏将加快。四个季度CPI同比中枢分别为5.2%、4.7%、3.8%、2.2%。虫害引发主粮减产是今年CPI的潜在风险。

石油价格战或造成PPI深跌

我们认为,PPI短期继续下探的压力较大,沙特石油价格战是主导因素。短期内,石油化工产业链价格或大幅走低,其他工业品也因能源、运输价格走弱而存在成本端压降空间,测算3、4月PPI受油价拖累分别约1.5、4个百分点。国内逆周期扩基建有望提振上游黑色、建材等工业品价格,但PPI反弹受到外需压制与成本端油价约束。预计PPI全年中枢有所下移。

市场启示:通胀约束淡化,关注疫情发展

通胀对货币政策的偏负面约束淡化,并非当下主要矛盾。预计年内CPI高点已过,猪肉引发的通胀表象将逐步消退,而疫情导致的局部物价上涨具有临时性,供给端将随企业复工逐步恢复,但需求可能面临内外双重压力。此外,油价也将进一步拖累CPI。2020年面对全面建成小康社会目标,稳增长成为重中之重,突发的新冠疫情无疑加大了稳增长压力,疫情向全球扩散后还需要提防外需冲击。但目前而言,疫情仍是中短期事件冲击,保持流动性合理充裕的同时,预计央行更多采取定向措施助力疫情防控。若疫情能够较快平息,货币政策则可能重回“小步慢跑”路径当中。

风险提示:外需收缩超预期、油价走势不确定性较大。

2月通胀概览

2月CPI同比5.2%，市场预期4.9%，前值5.4%；环比0.8%。
2月PPI同比-0.4%，市场预期-0.3%，前值0.1%；环比-0.5%。
(市场预期为Wind一致预期)

2月CPI小幅回落，非食品偏弱打消通胀担忧

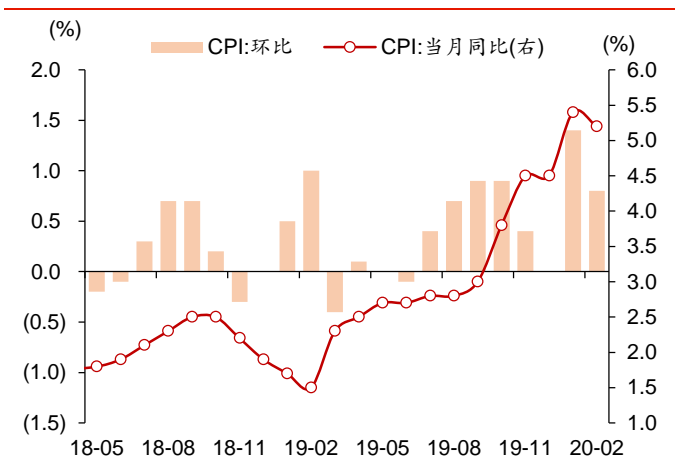
2月CPI同比5.2%，回落0.2个百分点，其中翘尾因素约2.9%。CPI环比0.8%，环比回落且低于历史同期水平(过去5年均值1%)。核心CPI同比1%，回落0.5个百分点。当月CPI如期回落，与春节错期、翘尾值走低有关，但回落幅度低于预期，主要是食品端涨幅仍偏大，疫情导致生鲜产品供应不畅。非食品价格表现偏弱，供给约束不及需求乏力，这也或打破市场对持续通胀压力的担忧。

分项来看：

2月CPI食品同比21.9%，走高1.3个百分点，环比4.3% (过去5年均值3.3%)。节后CPI食品本应季节性回落，但疫情导致今年春节被动拉长，生鲜供应因农工不足、物流不畅仍然偏紧，食品端价格涨幅仍相对偏高。其中，鲜菜与猪肉价格环比分别9.5%、9.3%涨幅较大，蛋类环比-5.8%跌幅较大。蔬菜贮存周期短，供求矛盾突出，而猪肉短缺问题尚待缓解，主销区涨价压力较大。禽蛋价格反而存在供给过剩压力。去年禽蛋利润随猪价推高，提振补栏热情，而禽蛋生产周期短，去年11月以来供给增加推动价格不断走低。据北京新发地，2019年内鸡与蛋鸡的孵化量达到了历史高点。

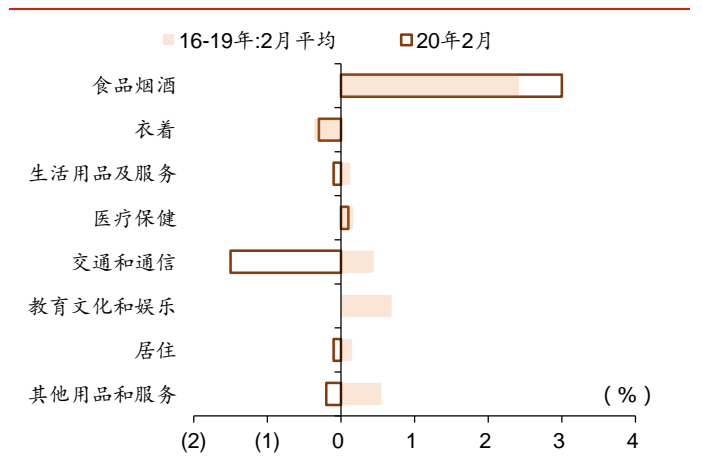
2月CPI非食品同比0.9%，回落0.7个百分点，环比-0.2% (过去5年均值0.3%)。其中，除衣着之外，其他分项均弱于历史2月均值，尤其交通和通信分项偏弱，医疗保健分项也并未出现价格过度上涨。此前，市场普遍担忧非食品因复工不配套与物流因素出现供给约束，价格过度上涨。但目前看，涨价的可能只是极少数类别，需求不足仍是主要矛盾，尤其线下娱乐、旅游、交通运输等服务类需求低迷，而供给相对刚性，价格向下压力较大。

图表1：CPI同比回落，环比回落



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表2：CPI环比分项



资料来源：Wind，华泰证券研究所

2月PPI重返通缩，下游复工慢导致上游累库

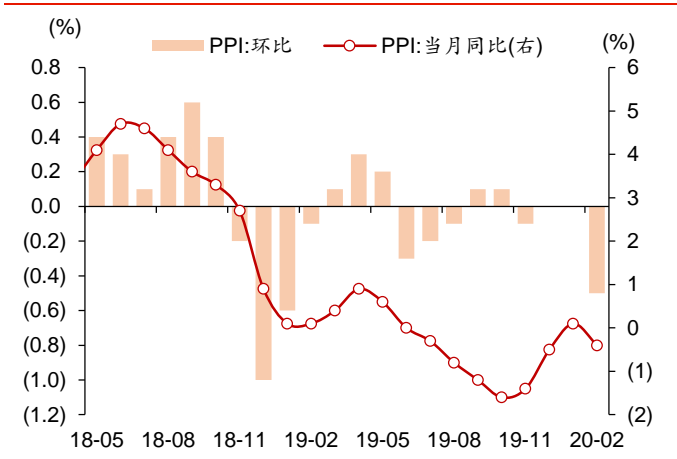
2月PPI同比-0.4%，回落0.5个百分点，其中翘尾因素约0.1%。环比-0.5%。

分项来看：

2月PPI生产资料同比-1%，环比-0.7%。其中，采掘、原材料、加工工业环比分别为-2.3%、-1.3%、-0.3%。上游产品中，能源、化工环比分别为-0.7%、-0.5%，1月下旬国内疫情扩散引发全球原油需求走弱的担忧，石油产业链价格走低。黑色、建材价格环比分别-0.4%、-0.2%。建筑业受返工不足约束较大，复工进度慢于上游材料生产，库存积压引致跌价压力。2月份水泥库存比超过70%，创2016年以来新高，主流贸易商钢材成交量环比下滑约63%。环比上涨的仅有木材纸浆类和农副产品类，前者主因废纸回收量不足所致，后者仍是成本涨价带动。

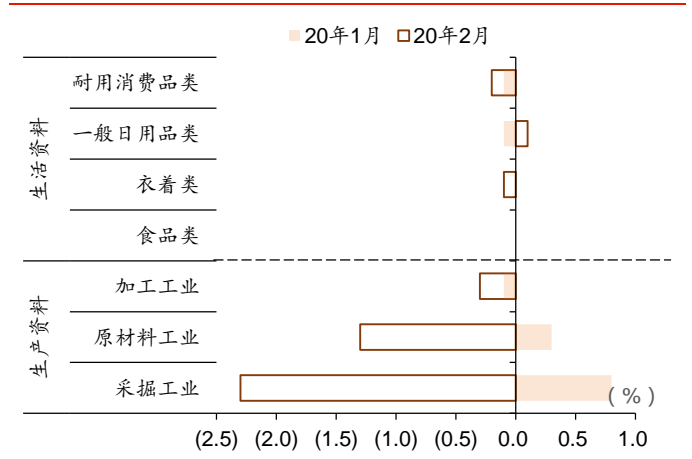
2月PPI生活资料同比1.4%，环比持平。必选与可选消费品价格涨跌分化，一般日用品环比0.1%，耐用品环比-0.2%。疫情期间日用品的囤货需求提升，但居民消费支出意愿偏弱，商场停业、人员封闭式管理也造成消费需求被动收缩，可选消费品价格承压。

图表3：PPI同比回落，环比回落



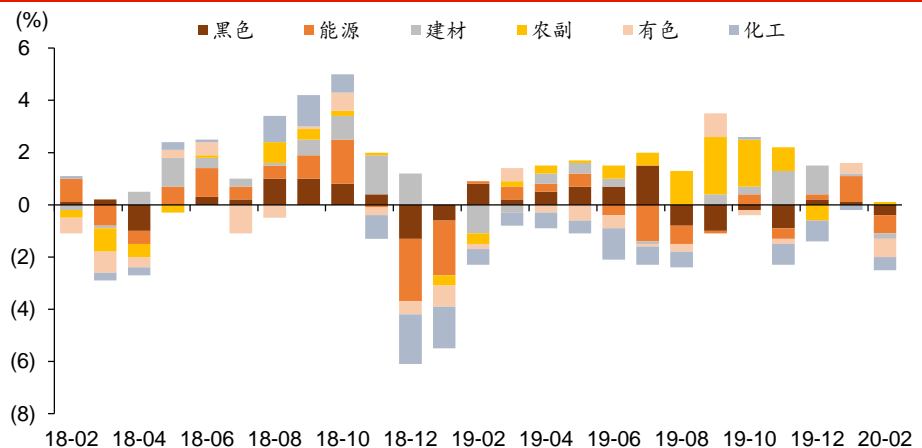
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表4：PPI分项环比



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表5：上游产品价格多数回落 (PIRM)



资料来源：Wind，华泰证券研究所

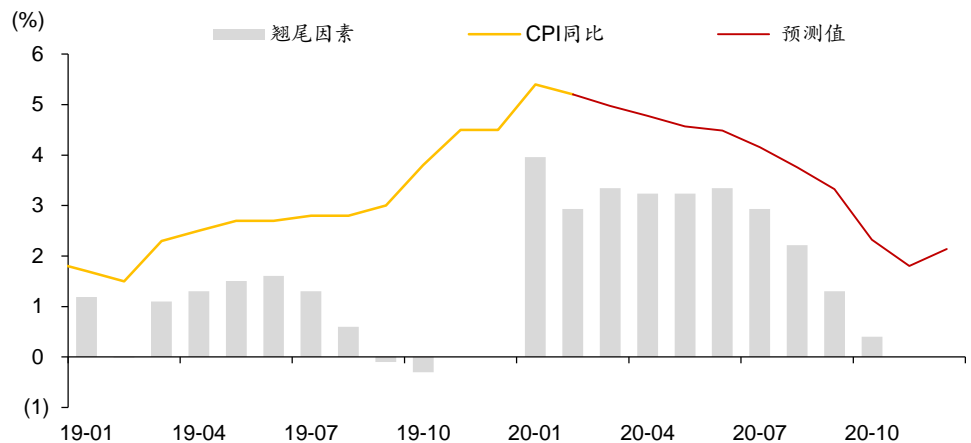
疫情不改 CPI 下行走势

我们认为，1月是全年CPI高点，疫情不改通胀向下趋势。上半年食品端仍因猪价约束维持高位，非食品端油价的下拉作用明显。下半年食品端将因猪价拖累较快走低，非食品端可能因居民收入放缓而承压，CPI下行节奏将加快。四个季度CPI同比中枢分别为5.2%、4.7%、3.8%、2.2%。虫害引发主粮减产是今年CPI的潜在风险。

食品端，猪周期还是主导因素，禽蛋供给或存在阶段性扰动，主粮价格需关注虫害风险。首先，由于猪肉价格在CPI中权重提高、在目前CPI涨幅中贡献度高，仍主导CPI食品端走势。截至今年1月，能繁母猪存栏已连续4个月同比降幅收窄。我们预计上半年猪价还处在筑顶过程，下半年随着生猪出栏增加而较快回落。其次，疫情导致饲料短缺、肉鸡滞销，部分种鸡场停孵，预计禽蛋或在4月左右出现暂时性涨价压力，但难以改变CPI走势。最后，沙漠蝗灾、草地贪夜蛾是主粮价格潜在隐患。据农业部，沙漠蝗灾侵入我国的概率较小，不对国内粮价造成直接影响，但风险仍需警惕。草地贪夜蛾卷土重来压力较大，农业部印发《2020年全国草地贪夜蛾防控预案》，指出今年虫源基数大、北迁时间提前、发生面积扩大，预测有重发态势。虫害引发主粮减产是今年CPI食品端的潜在风险。

非食品端，局部供给压力逐步缓解，油价下拉作用明显，下半年可能需求收缩物价承压。随着制造业、物流运输业复工有序推进，局部供给矛盾正逐步缓解。而油价大幅下挫，交通分项对CPI的下拉作用明显。下半年随着中小企业压力向居民收入端传导，消费需求可能收缩，非食品端的可选消费与服务价格仍有向下压力。

图表6：CPI同比预测



资料来源：Wind，华泰证券研究所

石油价格战或造成 PPI 深跌

我们认为，PPI 短期继续下探的压力较大，沙特石油价格战是主导因素。国内逆周期扩基建有望提振上游黑色、建材等工业品价格，但 PPI 反弹受到外需压制与成本端油价约束，测算 3、4 月 PPI 受油价拖累分别约 1.5、4 个百分点，预计 PPI 全年中枢有所下移。

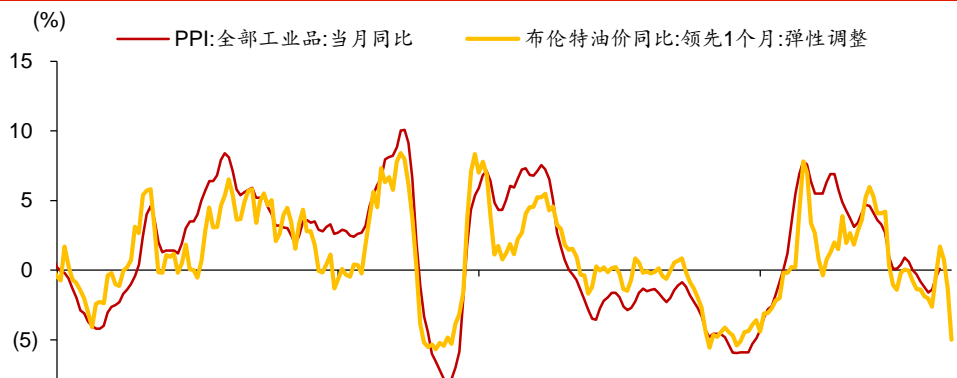
短期内，上下游复工节奏错位，导致原材料累库，价格出现向下压力。上游原材料生产多属于资本密集型行业，用工约束较小，复工进度快。下游需求端的制造业、建筑业多为劳动密集型行业，复工进度较慢。因此存在原材料累库与跌价压力，2 月份 PPI 已有所体现，预计复工错位在 4 月基本缓解。

逆周期扩基建有望前置加力，提振工业品价格。疫情对经济冲击与政策逆周期诉求成正比，年初经济“挖坑”已无法逃避，为实现全面小康社会 GDP 翻番目标，财政将前置发力，基建投资有望在 3-4 月随着施工条件具备而逐步提速，对 PPI 有提振作用。

海外疫情扩散，外需前景不乐观，拖累全年 PPI 中枢。目前国内疫情防控取得了积极成效，而海外疫情却开始加速演绎，所及之处也或打断经济正常运转秩序。考虑到海外政策空间和后手并不充足，本轮全球弱复苏的前景变得黯淡，外需乏力或拖累全年 PPI 中枢。

沙特开展石油价格战，全球油价断崖式下挫，短期将造成工业品价格深跌。3 月 6 日，欧佩克和俄罗斯未达成一致减产协议，3 月 9 日，沙特放出增产信号打响“价格战”，布伦特油价一周内从每桶 50 美元跌至 30 美元左右。新冠疫情以来，油价经历从需求端拖累，转变为目前供求两端压制，后续走势的不确定性加大，或呈现低区间、高波动特征，沙特、俄罗斯、美国三方博弈将主导近期油价变动。短期内，石油化工产业链价格或大幅走低，其他工业品也因能源、运输价格走弱而存在成本端压降空间。根据我们测算，领先 1 个月的布伦特油价对 PPI 弹性约 10%，预计拖累 3、4 月 PPI 分别达 1.5、4 个百分点。

图表7：短期内油价或拖累 PPI 深跌



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_6653

