



【华西固收研究】分化加剧，货币政策预计保持稳健，债市扰动加大

——10月通胀数据点评 20191109

事件概述：

11月9日统计局公布10月份通胀数据，CPI同比上涨3.8%，预期3.4%，前值3.0%，环比上涨0.9%与上月持平；PPI同比下降1.6%，预期-1.6%，前值-1.2%，环比上涨0.1%与上月持平。

分析与判断：

▶ 猪肉项同比超100%，带动替代品价格走高，核心CPI低位稳定。

在CPI一级子项目中，除交通和通信项目继续负增长外，其余项目同比均保持上涨，其中食品烟酒继续领涨，同比上涨11.4%，涨幅较9月扩大3pct，教育文化和娱乐项增速小幅提高0.2pct，衣着、居住、医疗保健涨幅分别回落0.4、0.2、0.1pct，生活用品及服务项持平。食品烟酒中，猪肉项在10月份出现了快速的抬升，当月同比上涨101.3%，涨幅较9月扩大32pct，影响CPI上涨2.43个百分点。从高频数据来看，猪肉价格在10月中旬之后进入了本轮的快速攀升阶段，22省市猪肉平均价格同比增速于10月18日正式突破100%，截止11月8日，同比增速已达到158.75%，较9月底提高76.88pct。

在猪肉价格飙升的带动作用下，牛肉、羊肉、禽肉、蛋类等替代品价格的增速继续提升，但扩大幅度有所放缓，分别提高1.6pct、0.2pct、2.6pct和2.2pct，猪肉价格对其他食品项价格仍存在向上的带动作用。鲜菜项同比下降10.2%，降幅较上月收窄1.6pct；鲜果继续处于供给旺季，价格保持大幅回落态势，同比下跌0.3%，较上月回落8pct。交通工具用燃料同比下降15.1%，较9月多降3pct，能源价格继续处于下行通道。核心CPI仍然保持低位稳定，同比增速连续三月保持1.5%。

▶ 猪肉供给未见改善趋势，警惕消费高峰临近的冲击。

本轮猪肉价格的大涨已经超出了猪肉供需的自然周期，除非洲猪瘟的扰动外，前期环保限产是引起猪肉价格超预期上涨的重要因素。从价格看，前三轮猪周期中，22省市猪肉平均价格在触及30元/公斤后便开始进入回落区间，且涨价周期大约为2年，但本轮周期中价格上涨幅度远超前期，且上涨至30元/公斤仅用了5个季度左右的时间。从供给看，截止9月底，能繁母猪存栏量仅为1,913万头，同比下降39%，降幅持续扩大，仍未出现见底迹象；考虑到能繁母猪存栏量约领先猪供给一年左右，预计短期内生猪供给仍将处于趋紧态势。从需求看，猪肉在国人饮食结构中的比例较为稳定，需求弹性较弱，随着冬季临近，年关将至，居民对猪肉的需求将在11月-明年1月迎来高峰，供需错位加剧或将导致猪肉价格涨幅继续扩大。相关替代品的价格预计伴随猪肉价格继续上行，果蔬价格需警惕冬季供给下降造成的反弹。食品项仍然是目前影响通胀的主要因素，对非食品项的扰动较为可控，核心CPI保持稳定，结构性通胀的格局预计将继续延续，但食品项目价格快速上涨对居民预期的冲击仍然不容小觑。

▶ 生产资料、生活资料价格背离加剧，上游行业PPI回落显著，PPI降幅扩大。

PPI同比下降1.6%，降幅较上月扩大0.4pct，符合市场预期，环比继续上升0.1%。生产资料价格下降2.6%，降幅扩大0.6pct，拉动PPI下跌1.95pct，降幅连续五个月超过PPI。生活资料价格维持稳定上涨趋势，增速回升0.3pct，拉动PPI上涨0.36pct，对PPI影响较小。从生产资料的三个分项来看，上中下游行业PPI继续保持回落态势，但上游行业PPI出现了大幅的下跌，由正转负，表明需求疲软的影响已经对上游企业产生了较大的冲击。采掘工业、原材料工业、加工工业PPI分别录得1.9%、-5.6%、-1.5%的当月同比增速，较上月回落2.5、0.8、0.3pct。历史数据表明，生产资料中三个行业PPI的相对走势对PPI整体走势具有领先作用，反映工业生产中库存周期的传导。上游采掘行业由于离消费终端需求较远，因此对需求变化较为迟钝，库存、价格等波动幅度较大，容易过度调整。在价格下行周期中，往往在采掘业PPI下穿原材料工业、加工工业PPI后才出现整体PPI回升的拐点。目前来看，采掘业PPI虽仍高于原材料工业，但已经低于加工工业，PPI上行的拐点虽仍未到来，但下跌速度有望边际放缓。

投资策略：通胀分化加剧，货币政策预计保持稳健，债市短期扰动加大。

通胀方面，食品项价格的高速增长是引起 CPI、PPI 背离的核心因素，仍然维持结构性通胀格局，食品项对非食品项价格的影响较小。11 月 5 日央行下调 MLF 利率一方面表明了央行认为结构性通胀仍然可控，猪肉价格上涨对货币政策空间的约束不大，但幅度较小也说明央行对货币政策工具的使用较为谨慎；另一方面，信号意义大于实际效果的“降息”操作反映出央行对市场预期的管理和调控，市场此前对于猪肉价格和通胀的预期或存在过度调整的可能。我们认为，货币政策在短期内仍然将保持“难紧难松”的状态，海外央行的宽松进程难以改变“以我为主”的政策原则。中长期看，利率债仍需回归基本面驱动的主线逻辑上来；但短期扰动的因素仍然较多，专项债发行政策、第四次经济普查结果、贸易摩擦缓和以及年底即将召开的多场重磅会议等均有可能带来预期差。因此在经济下行压力长期存在的背景下，我们仍然看好长期“债牛”格局，但短期扰动较多仍将维持震荡，建议把握短期交易性机会，关注大幅调整带来的中长期布局机会；此外，投资者仍需警惕猪肉价格边际变化以及通胀分化对情绪面的冲击。

风险提示

政策不确定性加大；宏观经济下行超预期。

分析师：樊信江

邮箱：fanxj@hx168.com.cn

SAC NO：S1120519100006

联系电话：010-51662928

研究助理：颜子琦

邮箱：yanzq@hx168.com.cn

联系电话：021-20227900

【华西固收研究】2019年10月通胀数据一览

图1: CPI/PPI/PIRM同比增速背离持续加大

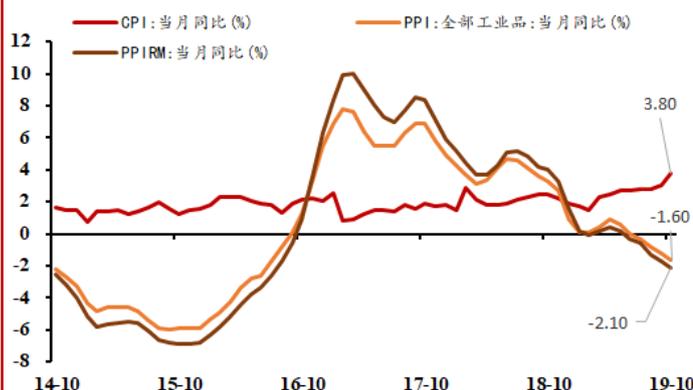


图2: CPI/PPI环比增速持平上月

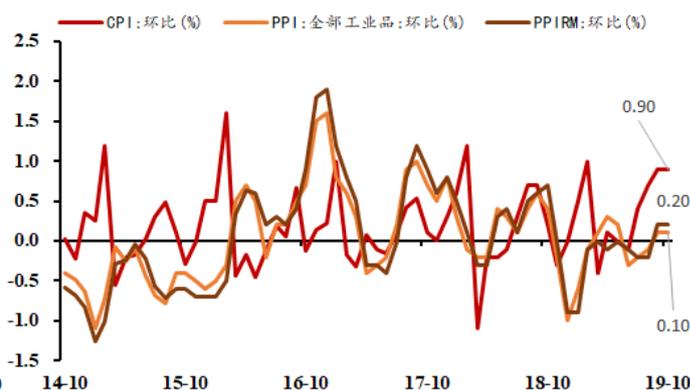


图3: CPI食品项同比大幅走高, 录得15.5%

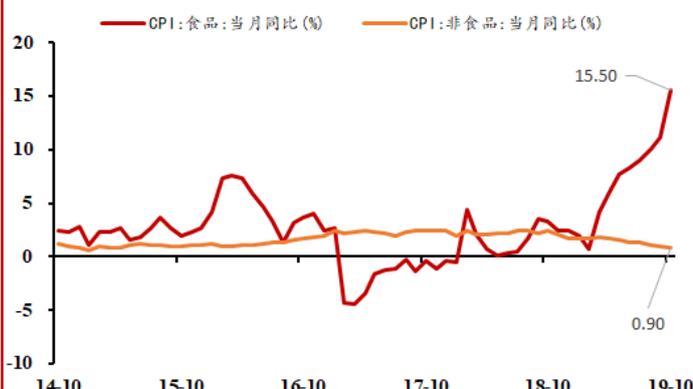


图4: CPI消费品项同比继续走高, 与服务项背离加大

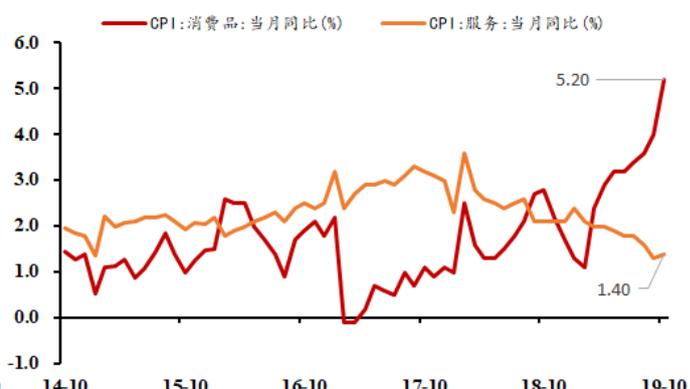


图5: 核心CPI保持低位稳定

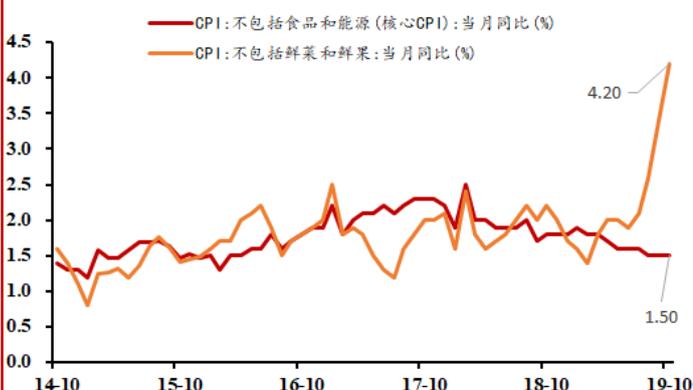


图6: 猪肉项同比超100%, 带动替代品价格走高

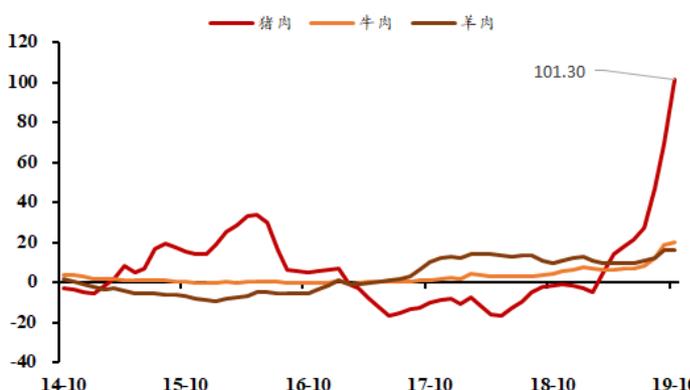


图7: 生产资料降幅扩大, 生活资料增速稳中有升

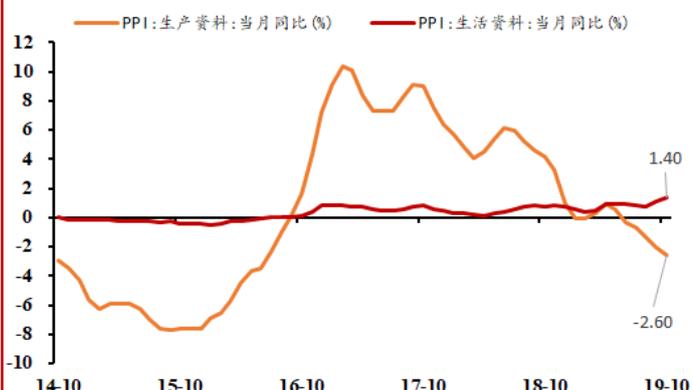
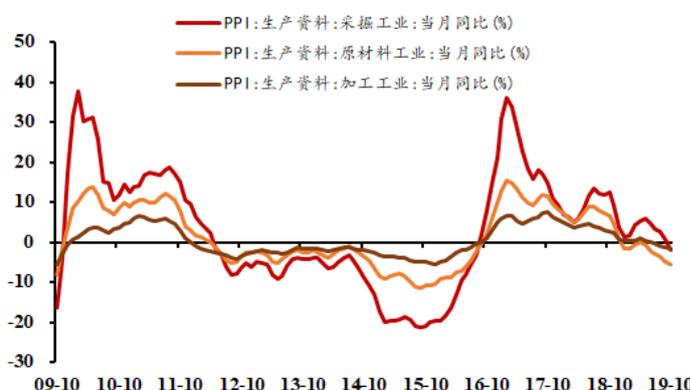


图8: 上游行业PPI快速下行, 当月同比降幅超过下游行业



资料来源: 国家统计局, 华西证券研究所

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，拥有2年证券研究经验。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。

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%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区丰汇时代大厦5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

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_9155

