

固定收益研究/动态点评

2019年09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: 降准高效落地, MLF 利率枕戈待旦》2019.09
- 2《固定收益研究: 未雨先绸缪》2019.09
- 3《固定收益研究: PMI 整体偏弱, 少数“亮点”难持续》2019.08

年末 CPI 破 3% 扰动值得关注

——2019 年 8 月通胀数据点评

8 月通胀观点

8 月 CPI 同比 2.8%, 持平于上月, 环比 0.7%, 高于季节性。当月 CPI 高于市场预期, 主因为猪价飙升创历史新高, 同时显著带动其他替代肉类强于季节性普涨, 市场对后者预期不足。我们预计 9 月 CPI 同比 2.7%。8 月 PPI 同比-0.8%, 回落 0.5 个百分点。耐用品需求不足导致可选与必选品价格继续呈分化表现。年末 CPI 上行破 3% 的风险加大, 出于维护政府工作目标、稳定物价预期, 货币政策年底或面临再平衡。经济下+通胀上, 政策取向仍可能以结构性为主。近期股债双牛, 本质是做多流动性好转。需要注意四季度这一宏观组合对股债空间都可能形成制约。

8 月 CPI 同比持平于上月, 猪价带动畜肉类整体普涨

8 月 CPI 同比 2.8%, 持平于上月, 环比 0.7%, 高于历史同期水平。核心 CPI 同比 1.5%, 较上月降 0.1 个百分点。8 月 CPI 同比持平于上月, 但显著高于市场预期值。主因为当月猪价在供求关系恶化下飙升创历史新高, 同时显著带动其他替代肉类强于季节性普涨, 市场对后者预期不足。而翘尾值走低与鲜菜鲜果涨价弱于季节性是下拉因素。总需求不足的宏观环境下, 核心 CPI 反而小幅回落。

8 月 PPI 同比回落, 可选与必选品价格继续分化

8 月 PPI 同比-0.8%, 回落 0.5 个百分点, 环比-0.1%。其中生产资料同比-1.3%, 环比-0.2%。仅农副产品环比涨价, 黑色、能源、化工等环比降幅较大。全球需求低迷、贸易摩擦加剧继续拖累油价, 也持续传导至化工等原材料降价。由于国内投资走弱、出口不振, 钢材库存压力拖累价格表现, 而农副产品受成本端走高, 已持续 6 个月涨价。生活资料同比 0.7%, 环比 0.2%。耐用品需求不足导致可选品与必选品价格继续呈分化表现。

本轮猪周期或将延续至 2020 年下半年

上半年的涨价行情主要受生猪短缺驱动, 目前可能切换至因母猪存栏下降, 导致生猪供给无法衔接的阶段, 这意味着后续供求矛盾仍可能继续恶化。自 5 月以来, 我国猪肉进口量保持 60% 以上的同比增速, 但未能阻止猪肉涨价步伐, 意味进口难以弥补供求缺口。近期生猪养殖扶持政策频出, 但养殖周期制约下, 短期内产能难以恢复。考虑政策支持下, 母猪存栏有望在下半年企稳回升, 根据周期时间推断, 生猪出栏的增加可能要在 2020 年下半年甚至年末出现, 进而本轮猪周期或对 CPI 持续构成较大威胁。

下半年通胀展望: CPI 与 PPI 或先下后上

CPI 方面, 供求失衡格局演化下, 肉类普涨现象在下半年或将延续, 蔬菜水果下半年表现或偏弱。测算显示, 9、10 月份随翘尾因素走低, CPI 同比可能保持平稳甚至略降, 我们预计 9 月 CPI 同比 2.7%。但 12 月 CPI 同比值突破 3% 的风险较大。PPI 方面, 中美互加关税逐步落地, 对全球经济的负面影响有待渐进体现。国内房地产领域融资政策强收紧下, 地产投资增速下移方向难改, 经济上行空间被制约。总需求不足的宏观环境中, PPI 尚缺乏企稳复苏动力, 但 12 月份因油价低基数或存在短暂转正的可能。

货币政策启示

年末 CPI 上行破 3% 的风险加大, 后续密切关注其他肉类联动。尤其明年初 CPI 可能连续多月维持在 3% 以上, 出于维护政府工作目标、稳定物价预期, 货币政策年底或面临稳增长与控通胀目标的再平衡。经济下+通胀上, 政策取向仍可能以结构性为主。近期股债双牛, 本质是做多流动性好转。需注意四季度这一宏观组合对股债空间都可能形成制约。股缺少业绩驱动, 挖掘结构性机会仍是焦点。债的空间还难打开, 好在核心逻辑尚未颠覆。

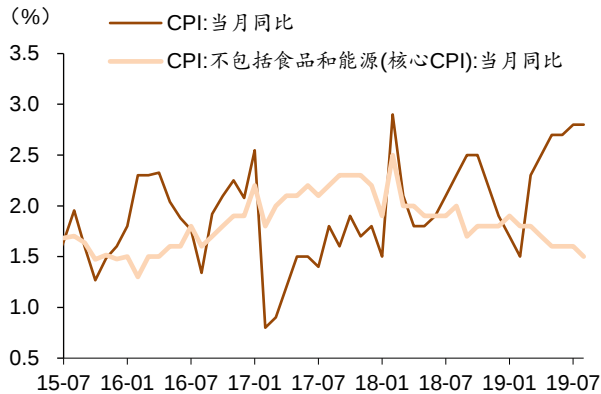
风险提示: 猪周期带动其他肉类涨价超预期, 虫灾导致秋粮减产超预期。

8 月通胀概览

8 月 CPI 同比 2.8%，市场预期 2.6%，前值 2.8%；环比 0.7%。

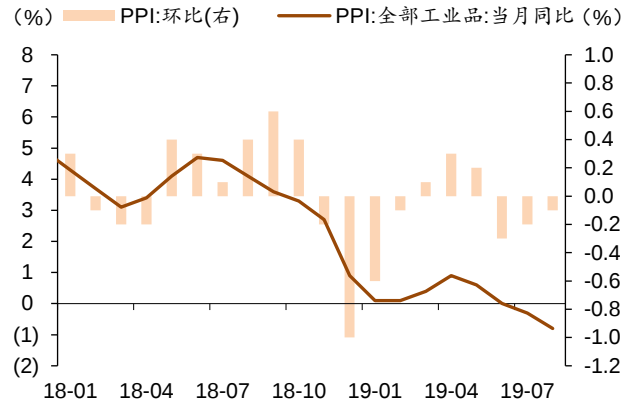
8 月 PPI 同比-0.8%，市场预期-0.9%，前值-0.3%；环比-0.1%。

图表1: CPI 走高, 核心 CPI 走低



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表2: PPI 同比下行, 环比降幅收窄



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

8 月 CPI 同比持平于上月, 猪价带动畜肉类整体普涨

8 月 CPI 同比 2.8%，持平于上月，其中翘尾因素约 0.6%。CPI 环比 0.7%，环比回升且高于历史同期水平（过去 5 年均值 0.4%）。核心 CPI 同比 1.5%，较上月降 0.1 个百分点。

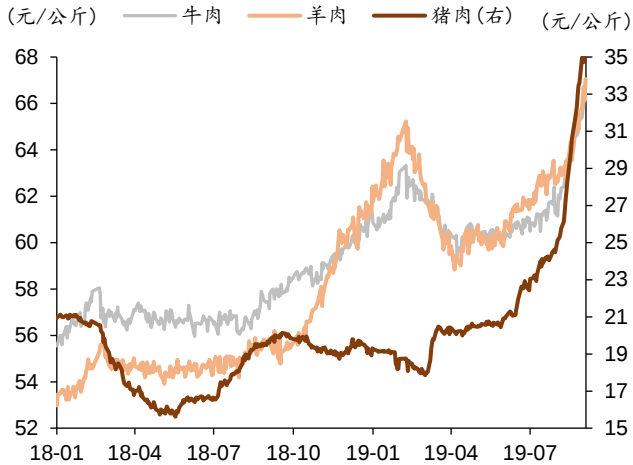
8 月 CPI 同比持平于上月，但显著高于市场预期值。主因当月猪价在供求关系恶化下飙升创历史新高，同时显著带动其他替代肉类强于季节性普涨，市场对后者预期不足。据统计局，当月畜肉类价格上涨 30.9%，贡献 CPI 同比约 1.31 个百分点。而翘尾值走低与鲜菜鲜果涨价弱于季节性是下拉因素。总需求不足的宏观环境下，核心 CPI 反而小幅回落。

分项来看：

8 月 CPI 食品同比 10%，环比 3.2%（过去 5 年同期均值 1.3%）。猪肉、牛肉、羊肉等环比涨幅均显著高于季节性。猪肉短期内供给未能改善，而 8 月中下旬院校陆续开学导致集中采购增多，且双节临近屠宰场加快备货，生猪需求进入季节上涨通道。供求矛盾加剧猪价上涨行情。而猪价过快上涨也引发替代需求较快增加，畜肉类普遍涨价且强于季节性表现。历年 8 月旱涝灾害多发导致菜价涨幅较高，今年灾害影响偏弱，价格涨幅弱于季节性表现。而水果随供求改善，价格较快向历史合理水平回落，环比降 10.1%。

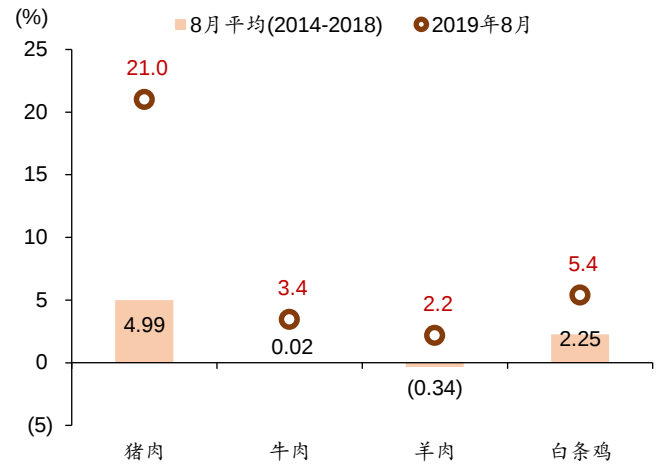
8 月 CPI 非食品同比 1.1%，环比 0.1%（过去 5 年同期均值 0%）。其中，其他用品与服务项环比 1.4%，连续多月涨价显著超出历史季节性，或受食品端涨价导致服务价格提升。交通用燃料分项环比降 1.1%，主因为全球需求低迷，国际油价持续走低拖累，国内汽、柴油价格环比分别降 1.1%和 1.2%。其他分项表现符合季节性规律。

图表3：猪肉带动替代肉类涨价（农业部平均批发价）



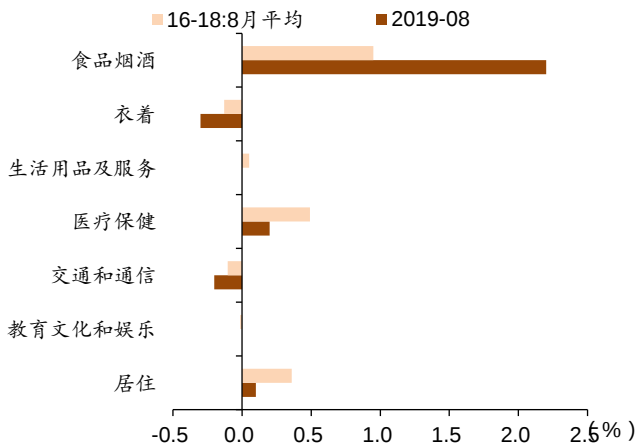
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表4：今年8月份肉类环比涨幅普遍高于历史季节性



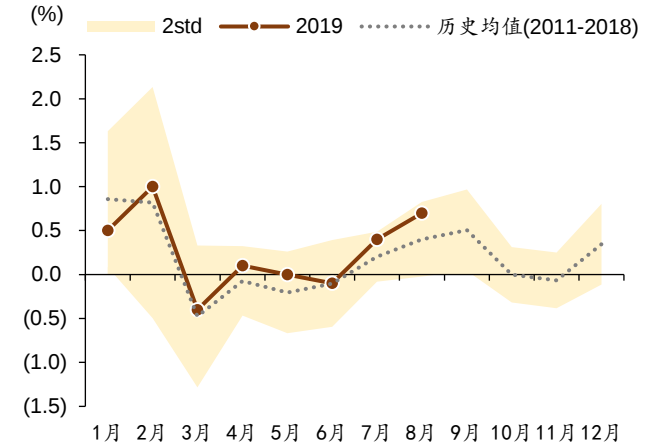
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表5：CPI分项环比，食品烟酒显著高于季节性



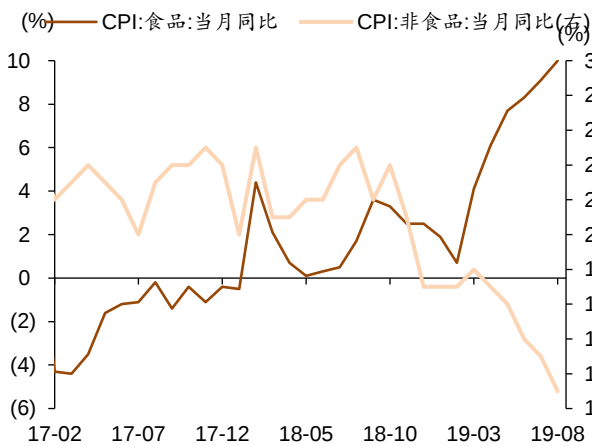
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表6：CPI环比季节性



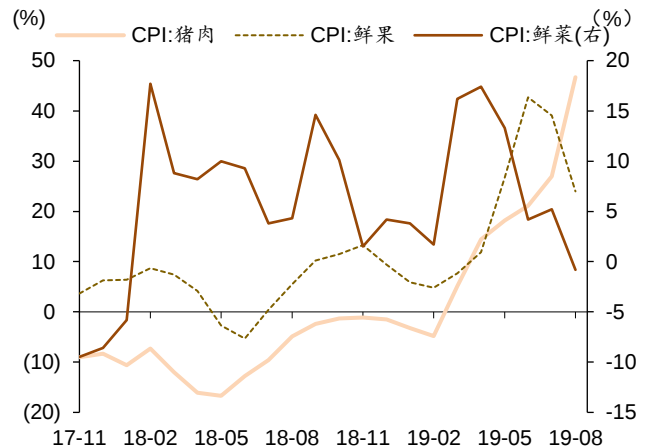
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表7：CPI食品与非食品同比剪刀差继续走扩



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表8：CPI猪肉同比走高、鲜菜鲜果同比回落



资料来源：Wind，华泰证券研究所

8 月 PPI 同比回落，可选与必选品价格继续分化

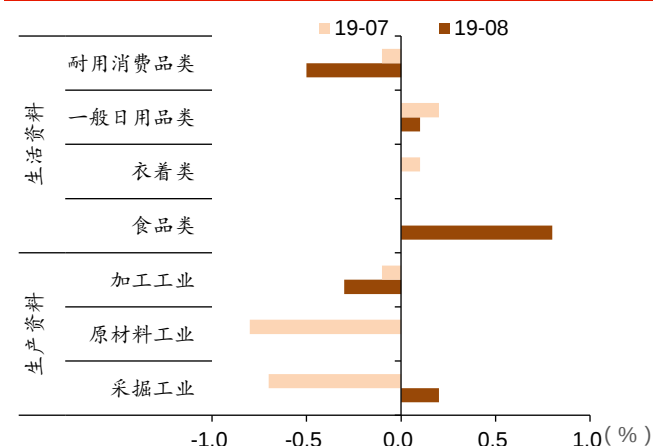
8 月 PPI 同比-0.8%，较上月回落 0.5 个百分点，其中翘尾因素约-0.2%。环比-0.1%，环比降幅较上月收窄 0.1 个百分点。

分项来看：

8 月 PPI 生产资料同比-1.3%，环比-0.2%。其中，采掘、原材料、加工工业环比分别为 0.2%、0、-0.3%。分产品看，仅农副产品环比涨价，黑色、能源、化工等环比降幅较大。全球需求低迷、贸易摩擦加剧继续拖累油价，布伦特油价跌至每桶 60 美元左右，同时也持续传导至化工等原材料降价。由于国内投资走弱、出口不振，钢材库存压力拖累价格表现，钢企生产意愿不足进一步拖累铁矿石需求，黑色价格表现疲弱。而农副产品受成本端走高，已持续 6 个月涨价。

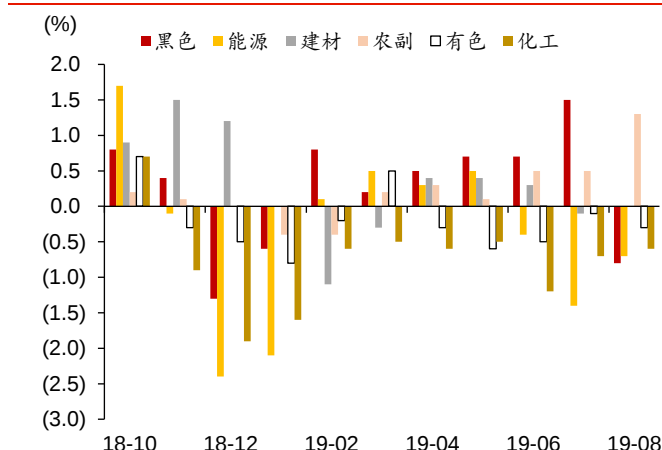
8 月 PPI 生活资料同比 0.7%，环比 0.2%。分项中，耐用消费品环比降 0.5%，一般消费品环比涨 0.1%。受贸易摩擦等因素扰动，调查失业率持续走高，8 月份消费或仍表现乏力。据乘联会，8 月份广义乘用车零售销量同比降 9.9%，较前值回落 4.5 个百分点。耐用产品需求不足导致可选品与必选品价格继续呈分化表现。

图表9：PPI 分项环比



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表10：8 月 PPIRM 仅农副食品环比涨价

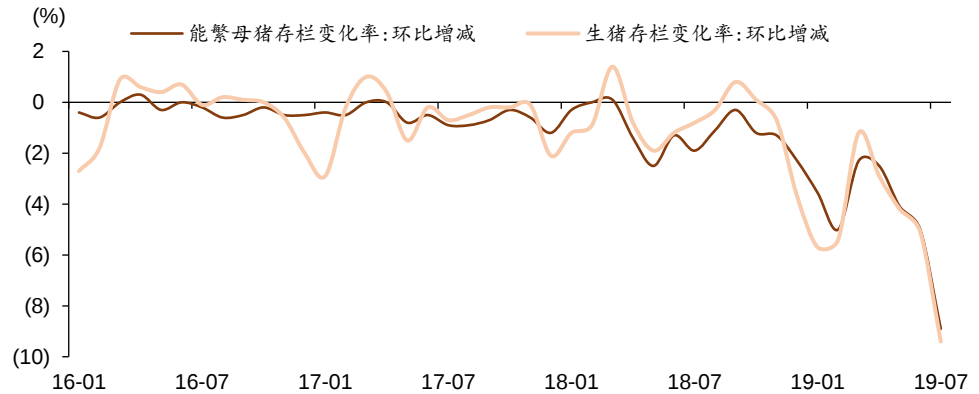


资料来源：Wind，华泰证券研究所

本轮猪周期或将延续至 2020 年下半年

去年 8 月份非洲猪瘟疫情引发国内生猪与能繁母猪存栏快速下降，猪肉产能被动收缩。生猪存栏决定的是半年以内的猪肉供给，而由于生猪存在养殖周期，能繁母猪存栏变化影响未来 10-15 个月左右的猪肉供给。今年上半年的涨价行情主要受生猪短缺驱动，但目前可能切换至因母猪存栏下降，导致生猪供给无法衔接的阶段，这意味着后续供求矛盾仍可能继续恶化。

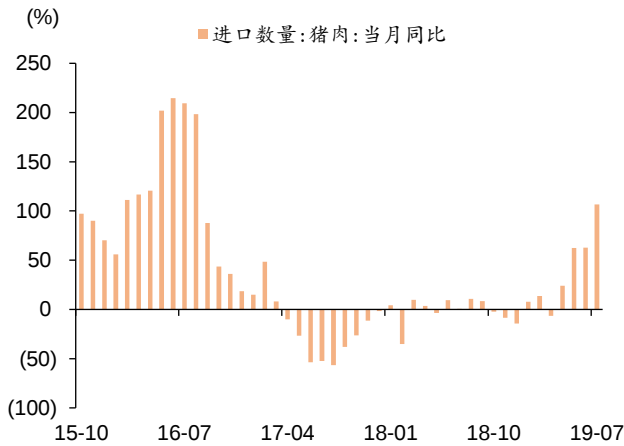
图表11： 生猪与母猪存栏仍在收缩过程



资料来源：Wind，华泰证券研究所

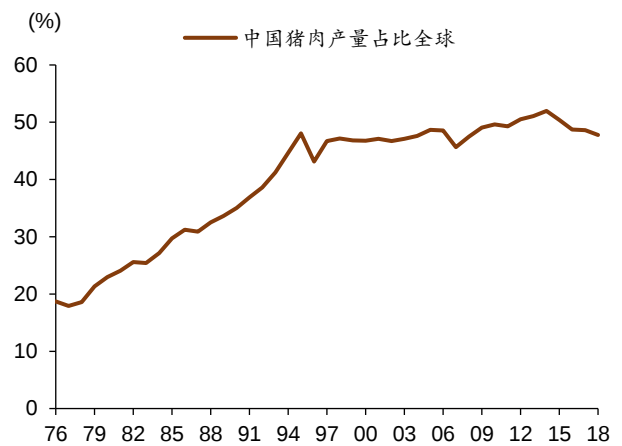
进口难以弥补猪肉供求缺口。自 5 月份以来，我国猪肉进口量保持 60% 以上同比增速，7 月进口量同比达 106.7%。但未能阻止猪肉涨价步伐。据美国农业部数据，历史上我国猪肉净进口占比国内消费量最高仅达 3.54%，主要在于我国猪肉产量占比全球产量近半（2018 年为 47.8%），相当于美国猪肉产量近 5 倍（2018 年为 4.5 倍）。因此进口对于我国猪肉需求只是杯水车薪。

图表12： 7 月猪肉进口同比达 107%



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表13： 我国猪肉产量占比全球产量近半



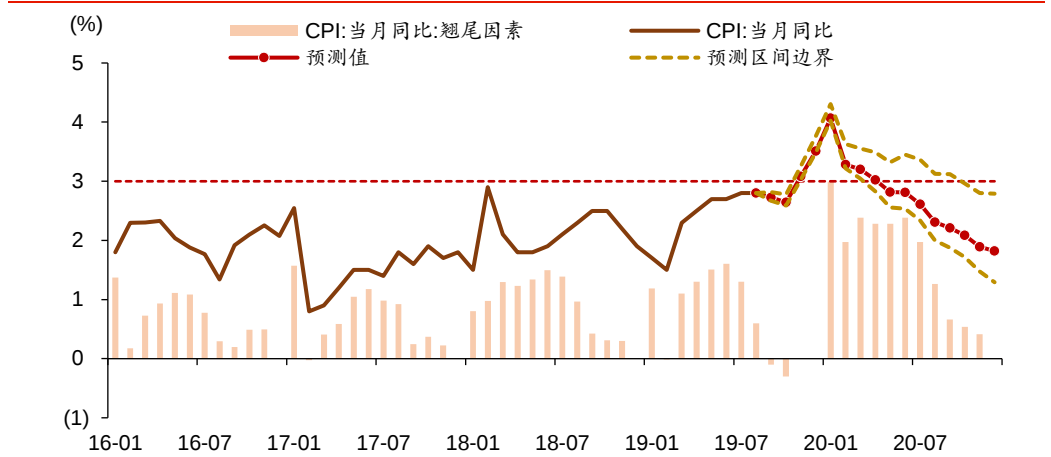
资料来源：USDA，华泰证券研究所

近期生猪养殖政策频出，但养殖周期制约，短期内产能难以恢复。为落实 8 月 21 日国常会精神，近期各部委对生猪养殖扶持政策密集出台。养殖用地方面，允许生猪养殖用地使用一般耕地，作为养殖用途不需耕地占补平衡。取消超出法律法规的生猪禁养、限养规定。保险方面，暂时将能繁母猪保险保额从 1000-1200 元增加至 1500 元、育肥猪保险保额从 500-600 元增加至 800 元。补贴方面，支持生猪养殖场自动饲喂、环境控制、疫病防控等农机装备购置。信贷方面，开展生猪活体抵押贷款试点等。预计政策支持下，母猪存栏有望在下半年企稳回升，根据周期时间推断，生猪出栏的增加可能要在 2020 年下半年甚至年末出现，进而本轮猪周期或对 CPI 持续构成较大威胁。

下半年通胀展望：CPI 与 PPI 或先下后上

CPI 方面：供求失衡格局演化下，8 月份猪价上涨节奏明显加快，也带动其他肉类需求较快提升。而猪肉供求矛盾仍在恶化阶段，意味着肉类普涨现象在下半年或将延续，也意味着猪周期对 CPI 的拉动作用已不仅限于猪肉自身的权重。蔬菜由于上半年菜价偏高刺激菜农扩种意愿，下半年表现可能偏弱，因今年苹果增产，水果价格或延续降势。我们测算显示，9、10 月份随翘尾因素大幅走低，CPI 同比可能保持平稳甚至略降，预计 9 月 CPI 同比 2.7%。但 11 月起 CPI 或较快走高，12 月 CPI 同比值突破 3% 的风险较大。

图表14：CPI 测算



资料来源：Wind，华泰证券研究所

PPI 方面：由于中美占全球经济份额高，且处于全球产业链分工的中枢位置，意味着中美贸易关系恶化会外溢拖累外部经济体。9、10、12 月中美互加关税逐步落地，对全球经济的负面影响还有待渐进体现。10 月欧洲政局不稳、英国尚存在硬脱欧风险，或对脆弱的经济形成进一步冲击。国内虽然近期各方对地方专项债提前下发的期待较高，但我们在 9 月 9 日报告《地产债限额机制及如何加力提效？》中测算，按 6000 亿元新增规模、3 倍财政杠杆、50%投向基建，多拉动基建投资 2.8 个百分点。然而房地产领域融资政策收紧下，地产投资增速下移方向难改，经济上行空间被制约。总需求不足的宏观环境中，PPI 尚缺乏企稳复苏动力，但 12 月份因油价低基数或存在短暂转正的可能。

图表15：PPI 测算



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_10183

