

**李超** 执业证书编号: S0570516060002  
研究员 010-56793933  
lichao@htsc.com

**朱洵** 执业证书编号: S0570517080002  
研究员 021-28972070  
zhuxun@htsc.com

**相关研究**

- 1《宏观: 财政发力提效, 需关注下半年空间》  
2019.05
- 2《宏观: 未来进出口形势仍面临下行压力》  
2019.05
- 3《宏观: 市场需修正联储降息的乐观预期》  
2019.05

## 通胀和 PPI 均平稳上行

### 4 月通胀数据点评

#### 4 月 CPI 同比+2.5%略低于市场预期, 预计二季度通胀继续平稳上行

4 月通胀环比+0.1%、同比+2.5%，同比如期继续上行，但比我们预期、Wind 一致预期均低 0.1 个百分点。猪周期开始回升，我们预计猪肉 CPI 可能持续出现较大幅度同比正增长，维持对今年 CPI 中枢上行到+2.5%的中性预测，高点可能在年中附近、低于+3%。在猪周期已确认开始回升的背景下，“猪油共振”情形是我们最担心的宏观风险，猪肉价格未来的上行速率可能取决于猪肉消费和供给失衡的幅度、以及各大养殖主体对当前较低的生猪库存的补充速度，而中东地区沙特-伊朗、以色列-伊朗的地缘冲突仍可能成为油价短期快速上涨的风险因素。

#### 4 月猪肉 CPI 环比、同比涨幅均较前值扩大

4 月猪肉 CPI 同比+14.4%，涨幅较前值(+5.1%)扩大；环比涨幅为+1.6%，略高于前值(+1.2%)。非洲猪瘟疫情使得存栏过度去化，推动猪价持续上涨。不过，我们认为仔猪价格受补库需求直接驱动，对能繁母猪当前的低存栏量较敏感，而生猪价格还受终端需求综合影响，猪肉价格上涨会推升替代肉类的需求，故仔猪的涨价弹性可能明显高于生猪和猪肉。同时，由于牛羊鸡肉对猪肉消费的替代性逐渐增强（国人消费端对牛羊肉的偏好上升），同时大中型生猪养殖企业在猪价上行、利润回升的环境下或加大补栏，这些因素可能一定程度上缓和猪价对通胀的上行威胁。

#### 4 月 PPI 同比+0.9%，需重视环保因素对 PPI 的正面影响

4 月 PPI 环比+0.3%、同比+0.9%。我们在 1 月 20 日外发的《CPI 和 PPI 剪刀差倒挂意味着什么》当中，预计全年 PPI 中枢为+0.5%，这一预测高于大部分市场主体，目前我们仍然维持该预测。对于未来影响 PPI 表现的主因素，我们认为市场目前未完全预期环保政策对 PPI 的正向拉动；今年是环保新一轮“3+1”督查的开篇之年，仍需重视环保工作的推进对相关行业——如上游原材料、化工、造纸的正向影响。我们认为受环保对化工等领域的影响（如关停整改等），PPI 环比可能受到提振，二三季度大部分月份 PPI 环比可能为正，年内 PPI 同比增速的季度节奏也可能是逐渐回升。

#### 预计全年名义 GDP 增速较去年回落，但季度节奏可能是逐渐小幅回升

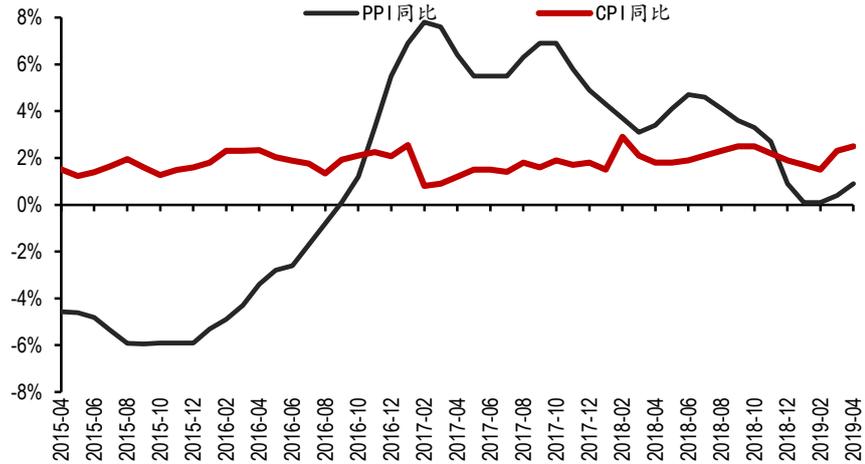
结合我们对今年通胀、PPI、实际 GDP 的判断，我们认为尽管今年通胀中枢可能较去年上行，但 PPI 中枢较 2018 年的回落幅度可能更大，2019 全年 GDP 平减指数和名义 GDP 增速可能较 2018 年继续回落。但在季度节奏上，由于通胀和 PPI 都可能是上行趋势，而经济增长表现出一定的韧性，我们预计 Q2-Q4 实际经济增速持平为+6.3%，而二季度至四季度名义 GDP 增速可能小幅回升。2018 全年名义 GDP 增速为+9.8%，2019Q1 名义 GDP 增速为+7.8%，我们预计 2019Q2~2019Q4 名义 GDP 增速分别为+8%、+8.1%、+8.2%，全年名义 GDP 增速预计为+8%。

#### 猪周期触底回升有望进一步推升食品价格中枢

4 月 CPI 构成中，食品烟酒类同比+4.7%，增速较前值上行 1.2 个百分点，主要受猪肉价格影响；衣着类同比+1.8%，增速较前值回落 0.2 个百分点；居住类同比+2%，增速回落 0.1 个百分点；生活用品服务同比+1.1%，增速回落 0.1 个百分点；交通通信类同比-0.5%，增速回落 0.6 个百分点；教育文娱同比+2.5%，增速较前值高 0.1 个百分点；医疗保健同比+2.6%，增速回落 0.1 个百分点。我们对今年非食品 CPI 均值的中性预测为+1.6%（2018 年为+2.1%），中性预测今年食品 CPI 均值为+5.8%（2018 年为+1.8%），最主要的新涨价因素仍可能是猪周期的回升。

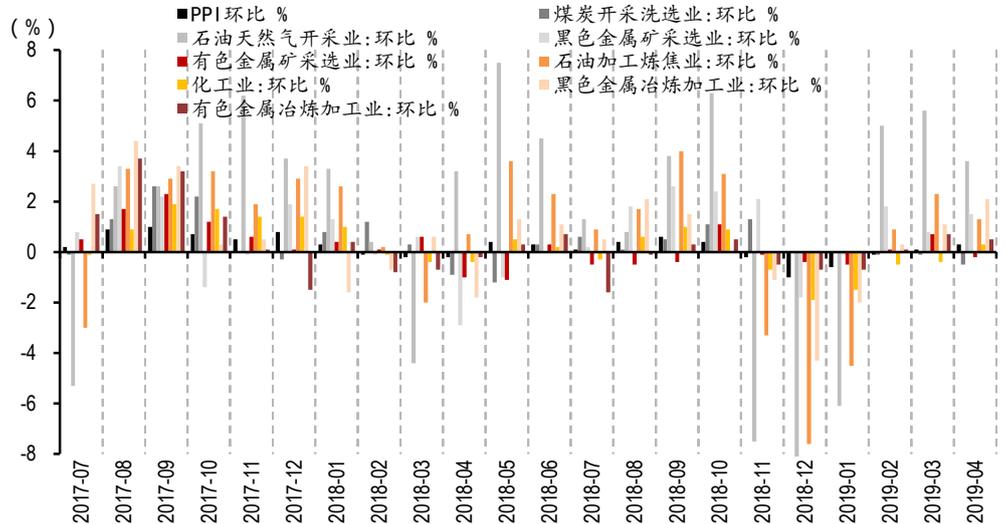
风险提示：猪周期超预期反弹、催生通胀上行超预期的风险，进而导致货币政策调整幅度超预期。

**图表1：2019年4月份PPI和CPI同比增速均继续平稳上行**



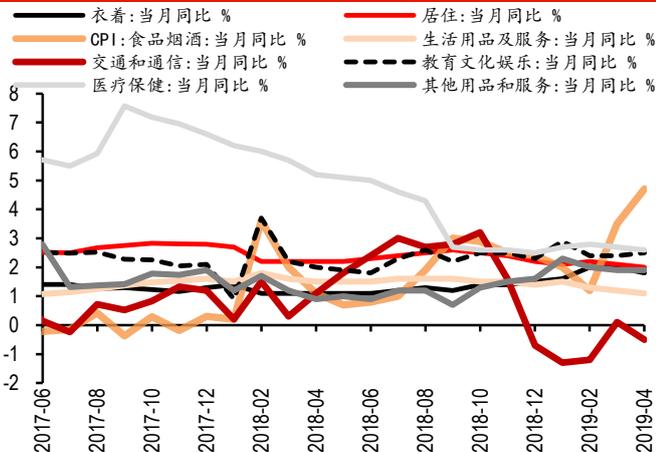
资料来源：Wind，华泰证券研究所

**图表2：2019年4月，PPI上中游行业环比表现持续较强**



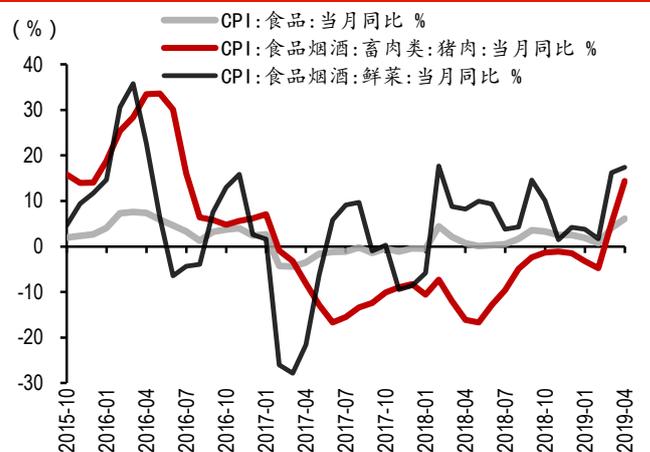
资料来源：Wind，华泰证券研究所

**图表3：CPI各大类价格同比增速 %**



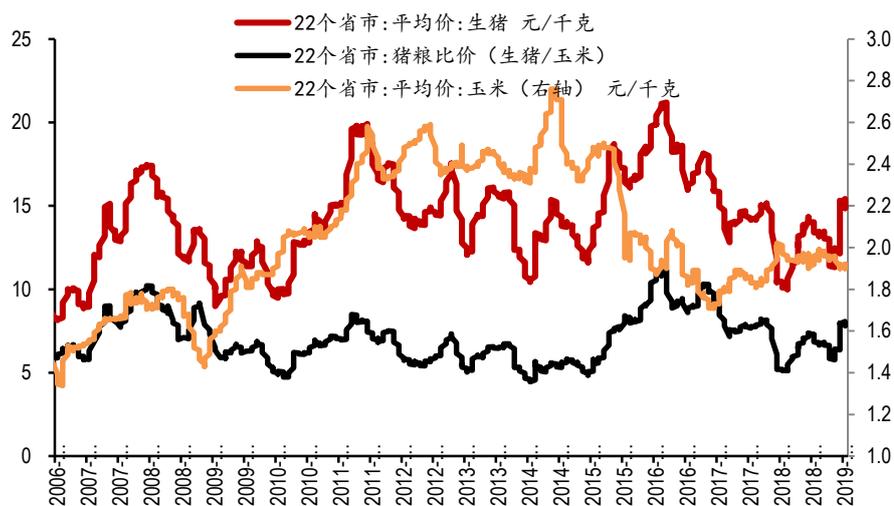
资料来源：Wind，华泰证券研究所

**图表4：猪肉价格同比涨幅扩大**



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表5：生猪价格和猪粮比均继续上行



资料来源：Wind，华泰证券研究所

风险提示：受猪周期因素影响，通胀上行速度可能超预期，货币政策可能超预期收紧，对资本市场和实体经济产生超预期负面冲击。

## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

— 报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

— 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

### 公司评级体系

— 报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

— 投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

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\\_12663](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_12663)

