

2019年05月09日

4月通胀数据点评：通胀继续反弹，对利率冲击有限

固收点评

华鑫证券 研究发展部

证券分析师：

吴笛

执业证书编号：S1050518070002

电话：021-54967707

邮箱：wudi@cfsc.com.cn

联系人：

池钟辉

电话：021-54967801

邮箱：chizh@cfsc.com.cn

华鑫证券有限责任公司

研究发展部

地址：上海市徐汇区肇嘉浜路750号

邮编：200030

电话：(86 21) 64339000

网址：<http://www.cfsc.com.cn>

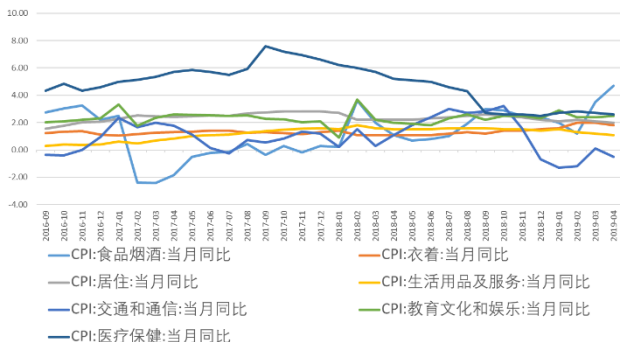
事件：统计局今日公布4月通胀数据，4月CPI同比增2.5%，前值2.3%。4月PPI同比增0.9%，前值0.4%。

- **非食品类价格小幅下降，猪肉和鲜菜推动食品类价格上涨明显。**CPI同比上涨2.5%，其中食品价格上涨6.1%，继续大幅上行，较3月上行2个百分点，是拉动CPI同比增长的主要因素。非食品价格同比上涨1.7%，与3月相比小幅回落0.1个百分点。食品类中，猪肉和鲜菜鲜果蛋类价格上涨明显，其余分项多数持平或小幅上涨。受到猪瘟因素以及生猪存栏量大幅下降的影响，猪肉供需不平衡加剧，猪肉价格从上个月的5.1%继续大幅回升至14.4%，拉动CPI同比0.31个百分点。鲜菜价格从3月的16.2%继续上行至17.4%，同比增速维持在较高的水平，对4月CPI上涨贡献明显，影响CPI上涨约0.43个百分点。4月鲜果价格也上行2.9个百分点至11.9%，影响CPI上涨约0.22个百分点。非食品类中，除了旅游分项小幅上涨，其他主要分项同比增速都有所回落。交通工具用燃料同比增速下行3.1个百分点至0.2%。
- **4月CPI继续反弹，未来个别月份可能超预期。**4月CPI中翘尾因素为1.3%，新增涨因素与3月持平为1.2%，未来2个月或受到翘尾因素，CPI有持续攀升的可能性。4月CPI同比较3月小幅增长，部分受到翘尾因素的影响，但猪肉价格攀升或是主因。目前，油价对CPI的推动力还不是很明显，因此4月CPI没有超预期。未来如果猪油共振，CPI个别月份可能会大超预期。但从全球PMI和OECD综合领先指标显示全球的需求仍偏弱，石油价格难以持续攀升，NYME轻质原油期货价格从4月末以来已经有小幅回落。因此，CPI持续超预期的可能性不大。且总需求偏弱的情况下，难以形成各项价格的全面上涨趋势。从环比数据来看，CPI环比由负转正。其中，食品类环比下行0.1%，非食品类环比上行0.1%。CPI环比具体分项中，猪肉价格环比增长1.6%，上涨0.4个百分点，拉动CPI环比上涨0.04个百分点，鲜菜价格环比下降4.5%，较上月降幅扩大，水产类环比上涨0.5%，蛋类环比上涨2.7%，较上月改善。CPI非食品类环比方面，交通工具用燃料环比下行0.4%，大幅下行4个百分点。但旅游价格环比从-9.6%上行至1.50%，属于正常季节性回升。
- **PPI环比和同比涨幅扩大。**出厂者价格环比涨0.3%，同比涨0.9%，分别较上月提高了0.2和0.5个百分点；购进者价格环比跌0.1%，同比涨0.4%，前值分别为0%和0.2%。环比来看，生产资料价格上涨0.4%，较上月提高0.2个百分点，生活资料价上涨0.2个百分点，比上月提高0.2个百分点。
- **房地产和基建复苏支撑黑色系同比上行。**在主要行业中，同比涨幅扩大的有黑色金属矿采选业，同比涨10.6%，较上月提高4.8%；黑色金属冶炼及压延加工业，同比涨2.4%，较上月提高3.9%；烟草制品业，同比涨3.0%，币上月提高2.2%。降幅收窄的有有色金属矿采选业，同比降1.6%，比上月收窄0.8%；有色金属冶炼及压延加工业，同比降0.4%，比上月收窄0.7%，化学原料及化学制品制造业，同比降1.9%，比上月收窄0.6%。汽车制造业、

煤炭开采和洗选业同比小幅上涨。

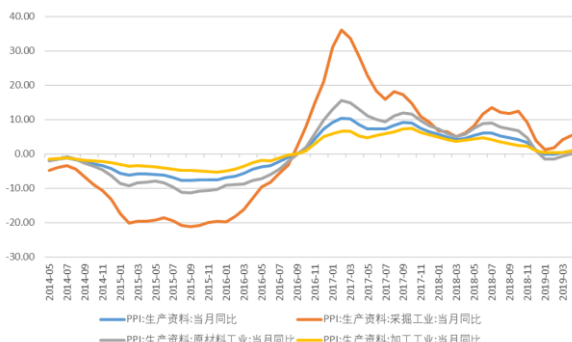
- **PPI 同比上半年高点已现，年底转负风险仍存。**4 月份 PPI 同比增速回升，含有的翘尾因素为约较上月提高 0.2%，环比增速也由 0.1% 提高到 0.3%。4 月份美国轻质原油涨幅 5.54%，美国对伊朗制裁升级之后最高触及 66.6%，国内基建和房地产建安投资的反弹对黑色系有较强支撑，但从翘尾因素来看，上半年 PPI 同比高点已过。全年来看，地缘政治和供给收缩导致的原油价格上行持续性存疑，全球总需求回落的趋势逐渐明晰。尤其在下半年，面临负面的翘尾因素冲击较为明显，下半年同比转负的风险仍未解除。
- **通胀数据整体符合预期，我们认为今年存在部分产品价格的结构性和结构性上涨，但不存在全面性通胀，5 月长端利率以下行为主。**从猪肉的供给指标来看，2019 年年内猪肉价格有上涨的压力，在一定程度上会对 CPI 形成上涨的动力。我们认为 CPI 个别月份可能有上涨幅度超预期的可能，届时对利率会有形成干扰，但整体来看通胀可控。近期猪肉和油价等产品价格的上涨主要来自供给冲击，从国内外需求来看，今年的主要风险是需求不足而非过剩，因此我们认为难以见到全面的通胀回升。货币政策因通胀而转向的可能性不大，未来 CPI 对利率仅在个别时点上有短期冲击。短期来看，利率下行的有利因素正在增加，主要是市场对中美谈判进程的长期性再次被市场所认识，我们认为 4 月份数据整体不及预期的概率较大，将对宏观反弹的预期产生修正。并且在宏观数据验证了下行压力之后，货币政策仍然存在再次边际转松的可能，仍维持 5 月份 10 年期国债波动下限 3.2% 的判断。
- **风险提示：宽信用进程超预期，资金面超预期收敛**

图表 1 CPI 具体分类同比 (%)



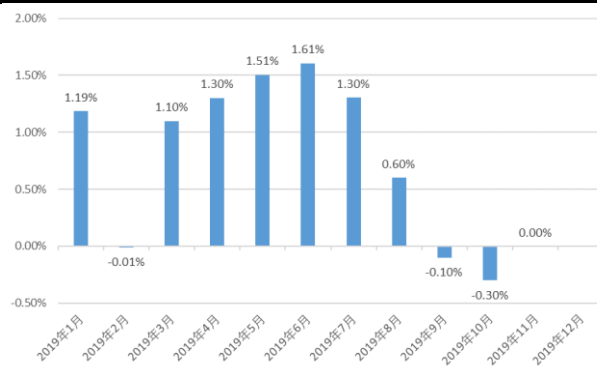
资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

图表 3 PPI 生产资料同比 (%)



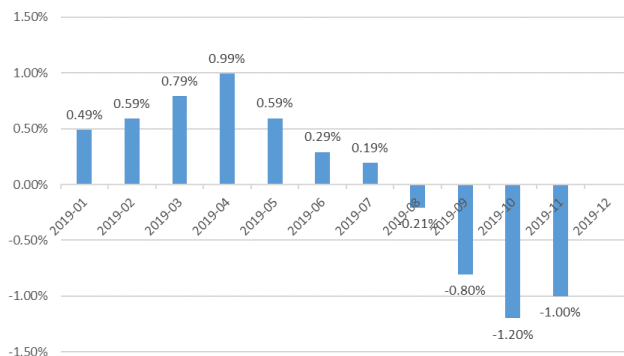
资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

图表 2 CPI 翘尾因素



资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

图表 4 PPI 翘尾因素



资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

分析师简介

吴笛：2016 年加入华鑫证券，主要研究和跟踪领域：利率债。

华鑫证券有限责任公司投资评级说明

股票的投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深 300 指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%—15%
3	中性	(-)5%— (+)5%
4	减持	(-)15%— (-)5%
5	回避	<(-)15%

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。

行业的投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深 300 指数涨幅
1	增持	明显强于沪深 300 指数
2	中性	基本与沪深 300 指数持平
3	减持	明显弱于沪深 300 指数

以报告日后的 6 个月内，行业相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。

免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券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。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

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_12688

