

固定收益研究/动态点评

2019年04月11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

相关研究

- 1《固定收益研究：明泰转债：周期品种，铝加工龙头》2019.04
- 2《固定收益研究：鼎胜转债：锂电风口，铝箔龙头》2019.04
- 3《固定收益研究：司尔转债：麦田守卫，磷肥龙头》2019.04

猪价上行开启，CPI 压力渐显

——2019 年 3 月通胀数据点评

3 月通胀观点

3 月 CPI 同比 2.3%，较上月回升 0.8 个百分点，CPI 环比-0.4%高于季节性。PPI 同比 0.4%，回升 0.3 个百分点。通胀如期上行，而读数并未超出市场预期。但猪价、油价均上涨背景下也没有消除市场对通胀走高的担忧。利率债刚刚进入投资价值区域（国开十年期活跃券 3.8%-4.0%，十年期国债 3.3%-3.55%）。但不利消息仍偏多，包括 CPI 继续走高，资金面扰动等，银行、保险等存在欠配问题但对利率水平认同度不高，震荡市中机会和空间是跌出来的，在适度调整之后二季度关注预期差小机会。

3 月 CPI 同比走高因猪价上行与菜价居高不下

CPI 食品同比 4.1%，环比-0.9%。猪肉、鲜菜分项环比显著高于季节性。生猪存栏快速下降导致供给偏紧，猪周期上行如约而至。2 月中下旬南方持续低温阴雨影响鲜菜生长，造成冬春菜衔接断茬。节后鲜菜价格居高不下，同比涨幅达 16.2%。蛋类、水产品环比同比下降拖累 CPI 食品项。CPI 非食品同比 1.8%，环比-0.2%。其中，教育文娱、交通通信、生活用品与服务是主要拖累项。因节后出行人数减少，CPI 旅游、交通工具分项环比分别-9.0%、-1.6%。务工人员返城增加劳动力，家庭服务、交通工具使用和维修分项环比分别-2.6%、-2.1%。旅游、服务降价明显主因季节性因素。

3 月 PPI 环比转正受原油持续涨价拉动

PPI 生产资料同比 0.3%，环比 0.2%。能源、黑色、有色价格环比上涨。OPEC+减产导致国际油价自年初以来持续上涨，黑色价格走高或反映基建投资加快，与 3 月 PMI 建筑业活动环比走高印证。分行业看仍是石油、黑色、有色产业链环比涨价明显。PPI 生活资料同比 0.5%，环比持平。因生猪涨价，肉制品价格有所上涨。衣着类、一般日用品、耐用品环比略有下跌。一方面节后消费需求季节性回落，另一方面反映居民终端需求仍疲弱，核心耐用品汽车销量同比仍在负增长区间。

4 月通胀展望：CPI 回升至 2.5%，PPI 达年内高点

展望 4 月，猪价上行动能或略有弱化。3 月上旬涨价过快引发居民肉食需求向替代品转移，供求曲线向左侧重新平衡。而近日涨价放缓或激发冻肉企业释放供给，平抑涨价动能。随春菜供给增加，菜价至年中将季节性回落，但下行较迟导致同比仍为正贡献。结合翘尾预计 4 月 CPI 同比继续上行至 2.5%。3 月国际油价环比继续上行，对 PPI 仍有滞后托升。3 月 21 日江苏响水化工园区爆炸事件引发化工品价格快速上涨，4 月 1 日《江苏省化工行业整治提升方案（征求意见稿）》进一步催生供给收缩预期下的涨价行情。结合翘尾预计 4 月 PPI 同比上行至年内高点。

CPI 与 PPI 或渐背离，货币政策进入效果观察期

CPI 方面，去年养殖亏损与 8 月爆发的非洲猪瘟导致生猪存栏快速下降，本轮猪周期上行将推动 CPI 走高，测算显示二季度与年末通胀压力明显。PPI 方面，全球经济仍在走弱过程，IMF 下调今年全球增长预期至 09 年金融危机以来最低水平。国内基建逆周期加码，但销售拿地预示房地产投资或放缓拖累总需求，意味 PPI 仍是下行探底过程。预计 PPI 同比二季度逐渐步入通缩区间。短期内 CPI 随猪周期上行带来更多是市场情绪的扰动，总需求没有显著好转的情况下，年内通胀尚难以推动货币政策大幅转向。而央行去年几个担忧出现缓解，货币政策短期进入效果观察期。

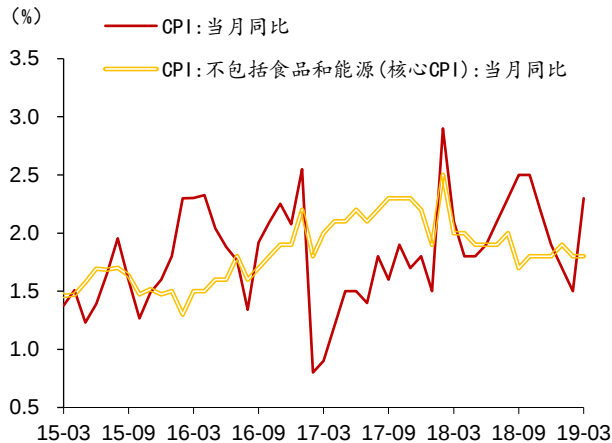
风险提示：猪周期上行超预期，油价上涨超预期。

3 月通胀概览

3 月 CPI 同比 2.3%，市场预期 2.3%，前值 1.5%；环比-0.4%。

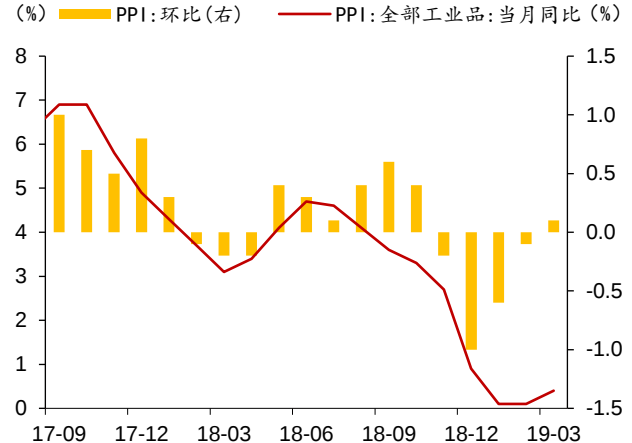
3 月 PPI 同比 0.4%，市场预期 0.4%，前值 0.1%；环比 0.1%。

图表1: CPI 上行, 核心 CPI 走平



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表2: PPI 同比上行, 环比转正



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

3 月 CPI 同比走高因猪价上行与菜价居高不下

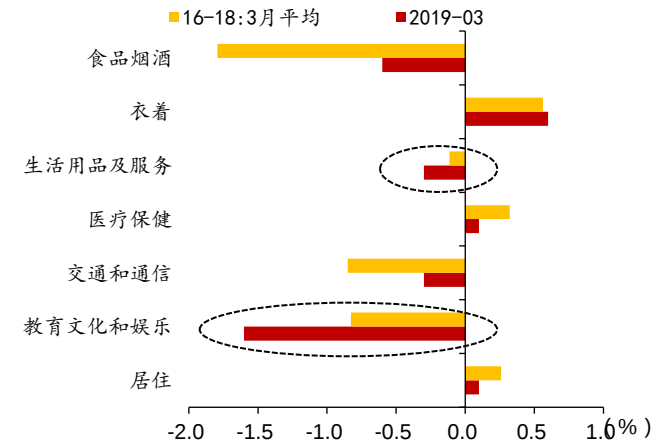
3 月 CPI 同比 2.3%，较上月回升 0.8 个百分点，其中翘尾因素约 1.1%。CPI 环比-0.4%，环比回落但高于历史同期水平（过去 5 年均值-0.6%）。核心 CPI 同比 1.8%，持平上月，食品与能源拉升当月 CPI 同比。

分项来看:

3 月 CPI 食品同比 4.1%，环比-0.9%（过去 5 年均值-2.2%）。猪肉、鲜菜分项环比显著高于季节性，是拉动 CPI 走高的主因。猪肉分项环比 1.2%。一方面，生猪存栏快速下降（农业农村部数据显示，近 3 个月累计下降 14.1%）导致供给偏紧，猪周期上行如约而至。另一方面，能繁母猪存栏持续下降制约后续产能，引发涨价预期。因此部分屠宰、冷冻企业收储白条猪，恶化供求矛盾，推升涨价动能。鲜菜分项环比-2.6%。2 月中下旬南方持续低温阴雨影响鲜菜生长，造成冬春菜衔接断茬。节后鲜菜价格居高不下，同比涨幅达 16.2%。蛋类、水产品环比分别-5.1%、-3.6%，同比分别-1.9%、-3.0%拖累 CPI 食品项。

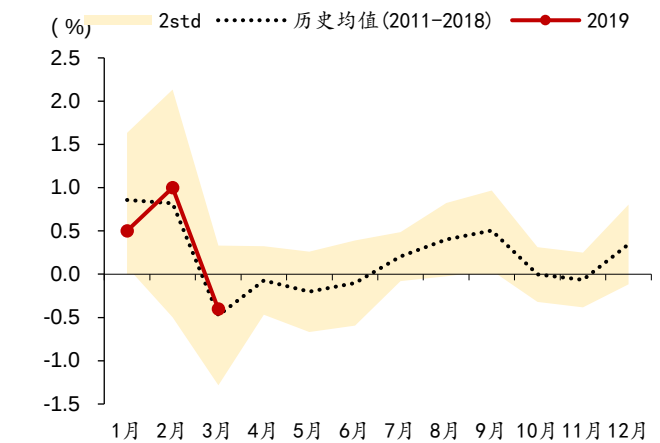
3 月 CPI 非食品同比 1.8%，环比-0.2%（过去 5 年均值-0.1%）。其中，教育文娱环比-1.6%、交通通信环比-0.3%、生活用品与服务环比-0.3%，是拖累当月非食品 CPI 主要分项。因节后出行人数减少，机票、旅行费和宾馆等价格下降，CPI 旅游、交通工具分项环比分别-9.0%、-1.6%。务工人员返城增加劳动力，家庭服务、交通工具使用和维修分项环比分别-2.6%、-2.1%。而发改委 3 月初调升汽柴油价格，交通用燃料价格环比上涨 3.6%。整体上看，旅游、服务降价明显，3 月 CPI 非食品环比降价主因季节性因素。

图表3: CPI 分项环比, 教育文娱、生活用品服务显著低于季节性



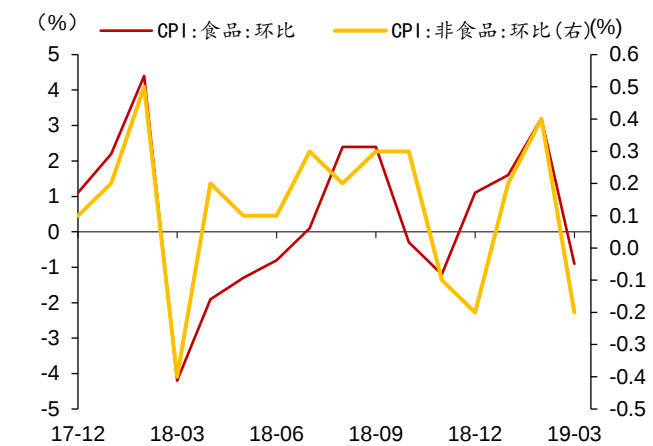
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表4: CPI 环比季节性



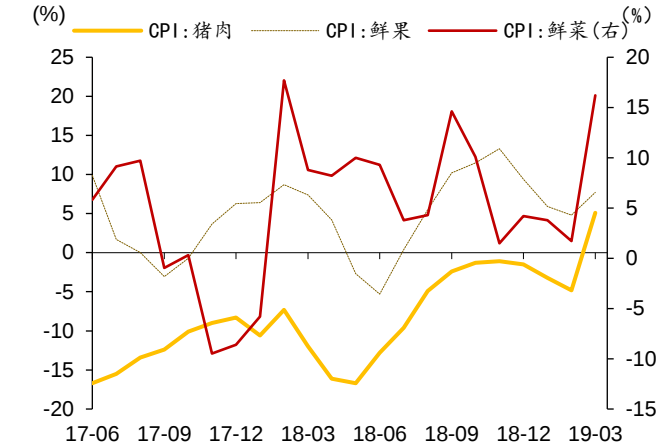
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表5: CPI 食品与非食品环比回落



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表6: CPI 主要食品项同比均有所回升



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

3 月 PPI 环比转正受原油持续涨价拉动

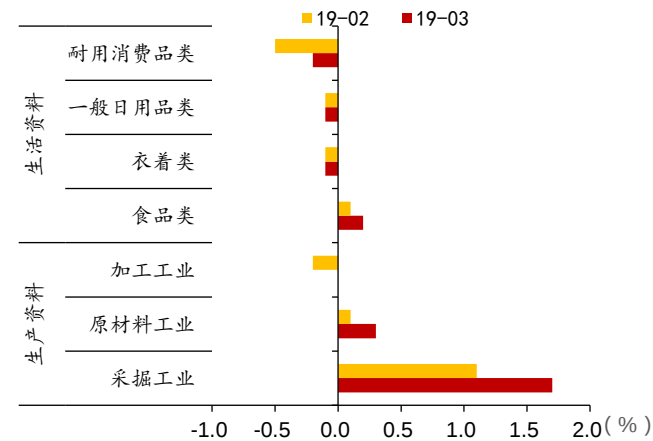
3 月 PPI 同比 0.4%，较上月回升 0.3 个百分点，其中翘尾因素约 1.0%。环比 0.1%，结束四个月的环比负增长。

分项来看：

3 月 PPI 生产资料同比 0.3%，环比 0.2%。其中，采掘、原材料、加工工业环比分别为 1.7%、0.3%、0%。分产品类别看，能源、黑色、有色环比上涨。OPEC+减产导致国际油价自年初以来持续上涨，黑色价格走高或反映基建投资加快，有色价格走高或反映地产施工竣工较强，与 3 月 PMI 建筑业活动环比走高印证。分行业来看，仍是石油、黑色、有色产业链环比涨价明显。上游石油天然气开采、黑色、有色矿采选业环比分别 5.6%、0.8%、0.7%，中游石油煤炭等燃料加工业、黑色、有色冶炼加工业环比分别 2.3%、1.1%、0.7%。构成当月 PPI 环比主要托升因素。

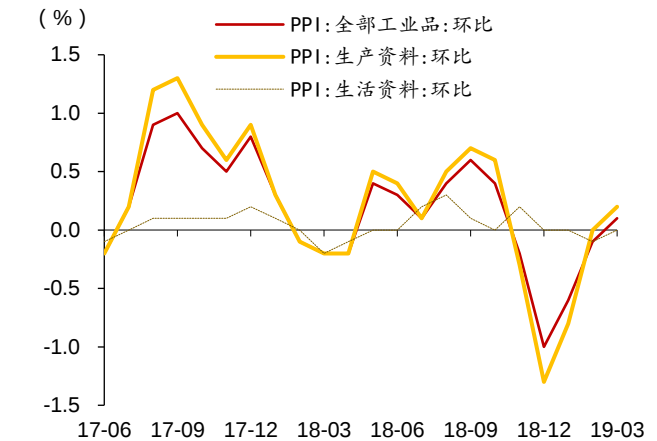
3 月 PPI 生活资料同比 0.5%，环比持平。其中，食品环比 0.2%。因生猪涨价，肉制品价格有所上涨。衣着类、一般日用品、耐用品环比分别-0.1%、-0.1%、-0.2%。一方面节后消费需求季节性回落，另一方面反映居民终端需求仍疲弱。核心耐用品汽车销量同比仍在负增长区间（3 月广义乘用车零售销量同比-12%）。

图表7: PPI 分项环比



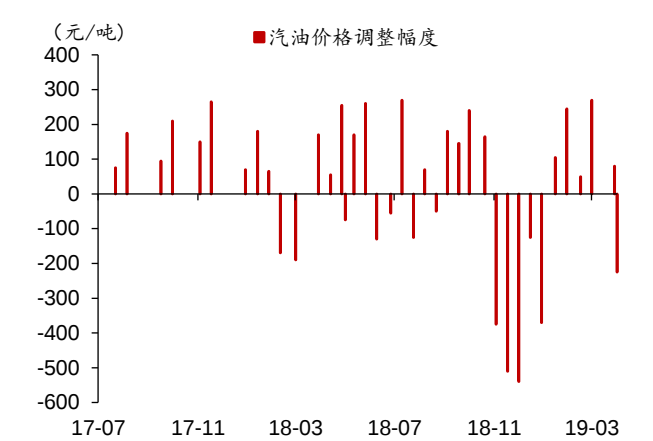
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表8: PPI 生产、生活资料环比转正



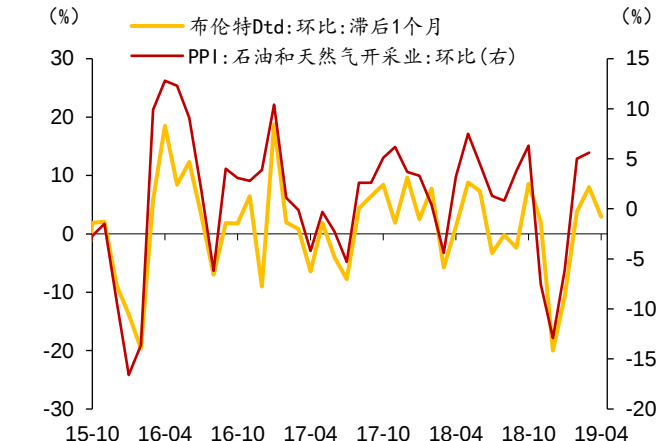
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表9: 3 月发改委汽柴油价格上调



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表10: 国内油价对国际原油存在 1 个月左右滞后



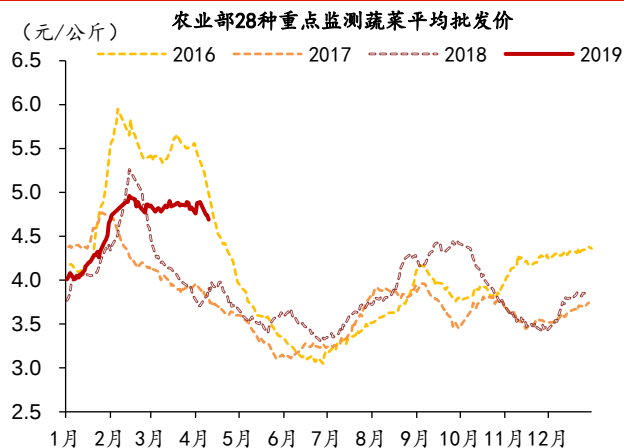
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

4 月通胀展望: CPI 回升至 2.5%, PPI 达年内高点

展望 4 月, 猪价上行动能或略有弱化。从高频 22 省猪肉均价看, 3 月下旬猪价上行速度有所放缓。上月涨价过快引发居民肉食需求向替代品转移, 供求曲线向左侧重新寻找平衡。而近日涨价放缓有助于激发冻肉企业释放供给, 进一步平抑涨价动能, 预计环比涨幅回落。随春菜上市供给增加, 菜价至年中将季节性回落, 但今年下行较迟导致同比仍为正贡献。结合翘尾因素, 预计 4 月 CPI 同比继续上行至 2.5%。

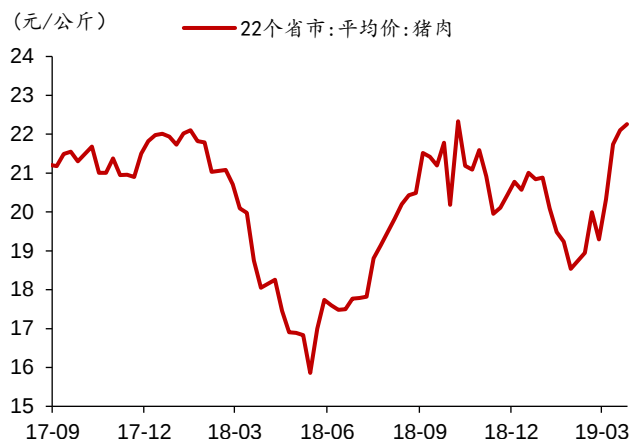
3 月国际油价环比继续上行, 对 PPI 仍有滞后托升。3 月 21 日江苏响水化工园区爆炸事件引发化工品价格快速上涨, 4 月 1 日《江苏省化工行业整治提升方案(征求意见稿)》进一步催生供给收缩预期下的涨价行情。受益于基建投资加码、原材料补库加快等因素, 3 月下旬以来南华工业品、金属等价格指数也较快上行。而增值税下调或引发降价效应仍待观察。结合翘尾因素, 预计 4 月 PPI 同比上行至年内高点。

图表11: 菜价高居不下



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表12: 猪周期上行如约而至



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

CPI 与 PPI 或渐背离，货币政策进入效果观察期

CPI 方面，去年养殖亏损与 8 月爆发的非洲猪瘟导致生猪存栏快速下降，本轮猪周期上行将推动 CPI 走高，我们测算显示二季度与年末通胀压力明显（详见报告《CPI：猪价掀波澜？》）。PPI 方面，全球经济仍在走弱过程，4 月 IMF 下调今年全球增长预期至 09 年金融危机以来最低水平。国内基建逆周期加码对上游工业品或存支撑，但前期销售、拿地预示房地产投资或放缓拖累总需求，意味着 PPI 仍是下行探底过程。预计 PPI 同比二季度逐渐步入通缩区间。

PPI 通缩背后的总需求下行压力或强于猪周期引发的 CPI 走高风险，决定货币政策偏松取向还不会根本逆转。从近期两会传达的政策信号看，小微民企的生存困境与就业压力是年内宏观政策重点，背后对应的也是稳定总需求目标。我们认为，短期内 CPI 随猪周期上行带来更多是市场情绪的扰动，总需求没有显著好转的情况下，年内通胀尚难以推动货币政策大幅转向。（详见报告《央行的纠结：价格信号看哪个？》）

货币政策短期进入政策效果观察期，不急于加码。我们在 2 月份判断货币政策已经进入政策效果观察期，让现有政策发挥作用（详见报告《进入政策效果观察期——2018 年四季度货币政策执行报告点评》）。央行去年的几个担忧都出现了缓解，一方面 M2 与社融增速出现了企稳回升；另一方面，股权质押风险缓解、中美贸易摩擦取得进展，一二线房价蠢蠢欲动、股市明显估值修复，货币政策进一步放松的紧迫性明显降低。

投资启示

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_13241

