



价格数据点评

通胀中枢下行，警惕“债务通缩”压力加大

对债券市场来说，中期来看，我们认为 2019 年债券牛市的根基仍然牢固，随着广义配置需求的回升，久期策略与套息策略在今年均会较为拥挤，预计长端利率估值和信用债估值将从低估逐步走向泡沫化，曲线从牛陡向牛平演变。目前久期敞口与信用敞口相比较，由于长端利率已经有所下行，信用敞口相对价值更高，并且未来随着利率曲线的进一步平坦，信用敞口的价值也将持续提升。最大的潜在风险，是随着投资者策略上的趋同和资产价值的泡沫化，此时遭遇冲击时必然会出现一定程度的踩踏，导致市场有较大幅度的调整，整体市场波动预计加大。由于债券类资产的特殊性，资产泡沫的自我强化和持续性都比较差，因此 30BP-50BP 幅度的牛市调整几乎是每一轮都会出现的必然现象。年初以来，长端利率已经有了较大幅度的下行，CARRY 压缩明显，短期来看由于各类宽信用政策的落地，债券市场预计将受到情绪上的冲击；尽管海外市场流动性趋势边际向好，但我们认为政策利率的下调在短期内还将保持在观察期，缺乏利好支撑的情况下预计市场短期或将维持震荡调整。

- 本月 CPI 与 PPI 均有所回落，市场对于“通缩”的预期正在升温。核心通胀本月其实较前值稍有回升，同比增长 1.9%，但食品价格涨幅略弱于季节性。从高频数据看，19 年初菜价涨幅较为温和，猪肉价格由于供给增加价格反而有所下行，今年食品项暂未看到有能够支撑 CPI 中枢上行的迹象。由于去年春节在 2 月下旬，今年在 2 月初，春节错位的因素或将对 2 月份 CPI 数据略有拖累。
- PPI 同比回落至“0”附近基本符合市场的一致预期，环比仍然受到 12 月原油和黑色类商品价格下跌的滞后影响。目前 PPI 走势是市场最为重视的指标之一，19 年由于“去库存”、“去产能”政策对于价格的正面支撑逐渐淡化，影响 PPI 的主要逻辑为一系列的“稳增长”与“宽信用”的政策是否能够有效的带动需求。而下注在政策效果上将导致金融资产价格面临较大的不确定性，我们判断在弱需求趋势下 PPI 中枢整体下行将较为确定，但通常来说政策的托底效果易导致价格数据或波动加大。

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

固定收益研究

崔灼驹

(8610)66229367

zhuoju.cui@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517040001

朱启兵

(8610)66229359

qibing.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

事件:

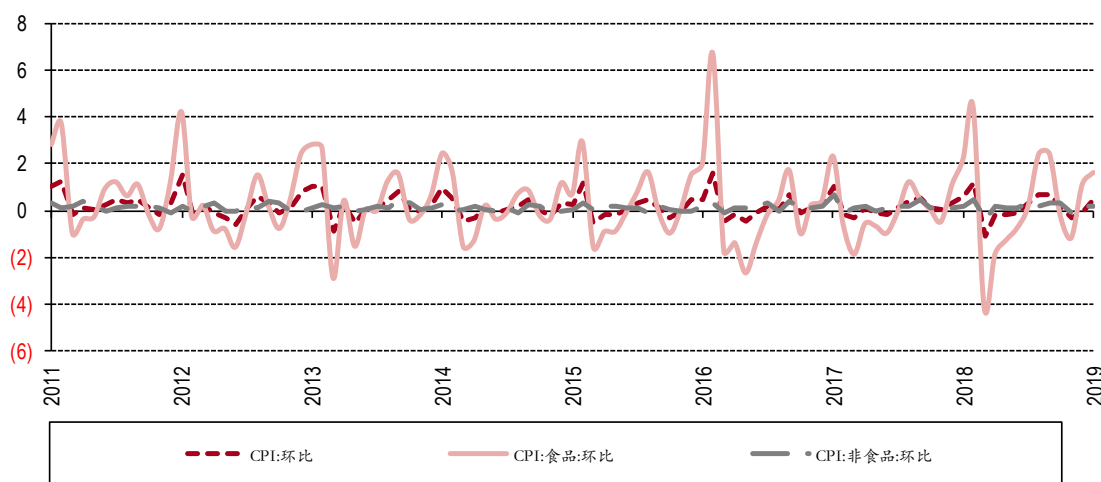
2月15日,统计局发布数据显示,2019年1月份,全国居民消费价格同比上涨1.7%。其中,城市上涨1.8%,农村上涨1.7%;食品价格上涨1.9%,非食品价格上涨1.7%;消费品价格上涨1.3%,服务价格上涨2.4%。全国工业生产者出厂价格同比上涨0.1%,环比下降0.6%;工业生产者购进价格同比上涨0.2%,环比下降0.9%。

食品价格环比上升1.6%,前值为环比增长1.2%;同比上涨1.9%,前值为上涨2.5%。今年春节在2月初,去年春节为2月下旬,因此春节错位的影响不大,食品价格涨幅略低于季节性。受天气寒冷和临近春节等因素影响,鲜菜价格环比上涨9.1%,同比上涨3.8%;鲜果价格环比上涨2.3%,同比上涨5.9%。猪肉价格环比下降1.0%,同比下降3.2%。从高频数据看,19年初菜价涨幅较为温和,猪肉价格由于供给增加价格反而有所下行,今年食品项暂未看到有能够支撑CPI中枢上行的迹象。

非食品方面,环比上升0.2%,前值为下降0.2%;同比为增长1.7%,与前值持平。受寒假和春节等影响,出行需求增加,飞机票、旅行社收费和长途汽车票价格环比分别上涨15.9%、6.4%和2.8%,合计影响CPI上涨约0.15个百分点。同时受到节日影响,部分服务价格环比上涨明显,家政服务、理发、车辆修理与保养价格分别上涨5.8%、5.4%和2.5%。居住类环比连续三个月持平,同比上涨2.1%。受成品油价格下调的影响,汽油和柴油价格环比分别下降3.7%和4.0%,同比下降6.2%和6.5%,对CPI非食品项目形成拖累。

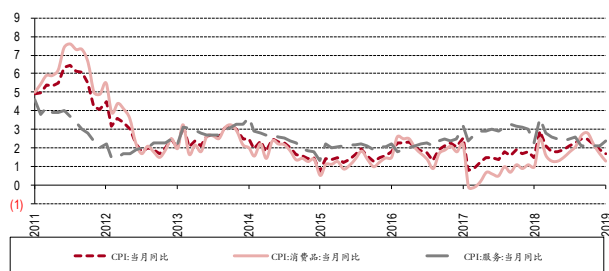
本月价格数据的焦点,主要集中在PPI的大幅回落之上。1月PPI环比下降0.6%,前值为下降1.0%,虽然仍维持负区间,但跌幅稍有收窄;PPI同比大幅回落至0.1%,PPI在1月份回落至“0”附近基本符合市场的一致预期。PPIRM环比下降0.9个百分点,与前置持平;同比涨幅回落至0.2%,前值为0.2%。生产资料下行仍较为明显,环比下降0.8%,同比自16年以来首次转负至-0.1%;生活资料环比持平,同比回落至0.6%。分上下游看,采掘工业、原材料工业和加工工业环比分别下行1.2%、下行1.5%和下行0.4%,环比跌幅有所收窄。主要行业中,价格环比降幅收窄的有石油和天然气开采业,下降6.1%,比上月收窄6.8个百分点;石油、煤炭及其他燃料加工业,下降4.5%,收窄3.1个百分点;黑色金属冶炼和压延加工业,下降2.0%,收窄2.3个百分点;化学原料和化学制品制造业,下降1.5%,收窄0.4个百分点。燃气生产和供应业出厂价格上涨1.3%,涨幅回落1.6个百分点。非金属矿物制品业出厂价格由升转降,下降0.2%。

图表 1. CPI 环比



资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 2. CPI 同比



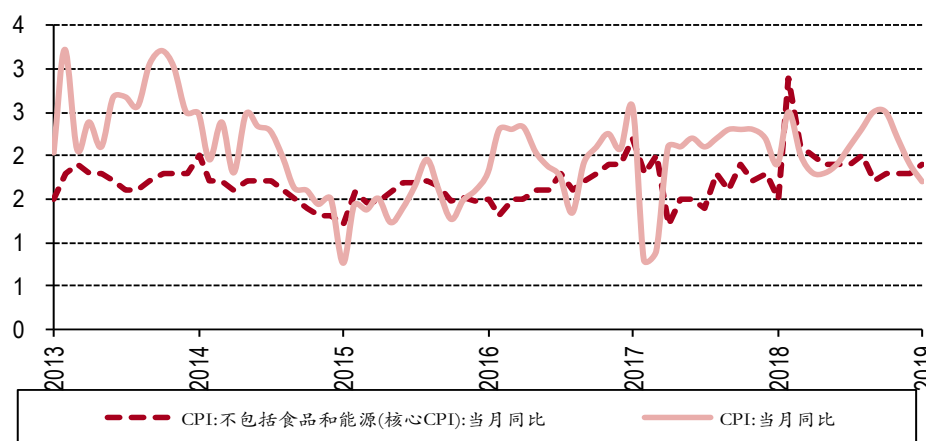
资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 3. PPI 同比



资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 4. 核心通胀



资料来源: 万得, 中银国际证券

点评:

本月 CPI 与 PPI 均有所回落, 市场对于“通缩”的预期正在升温。核心通胀本月其实较前值稍有回升, 同比增长 1.9%, 但食品价格涨幅略弱于季节性。从高频数据看, 19 年初菜价涨幅较为温和, 猪肉价格由于供给增加价格反而有所下行, 今年食品项暂未看到有能够支撑 CPI 中枢上行的迹象。由于去年春节在 2 月下旬, 今年在 2 月初, 春节错位的因素或将对 2 月份 CPI 数据略有拖累。

PPI 同比回落至“0”附近基本符合市场的一致预期, 环比仍然受到 12 月原油和黑色类商品价格下跌的滞后影响。目前 PPI 走势是市场最为重视的指标之一, 19 年由于“去库存”、“去产能”政策对于价格的正面支撑逐渐淡化, 影响 PPI 的主要逻辑为一系列的“稳增长”与“宽信用”的政策是否能够有效的带动需求。而下注在政策效果上将导致金融资产价格面临较大的不确定性, 我们判断在弱需求趋势下 PPI 中枢整体下行将较为确定, 但通常来说政策的托底效果易导致价格数据或波动加大。

随着 PPI 的下行，盈利的下降与实际债务的上升将导致 2019 年可能重新出现“债务-通缩”的担忧。“债务-通缩”理论实际上刻画的是信用收缩的过程，融资环境收紧将通过两条路径影响资产价格，一方面由于流动性紧张，实体部门出售资产、降低库存和减少投资等行为将加剧资产价格的下跌，另一方面资产价格下降，抵押融资的能力进一步恶化还将抑制实体经济远期的融资能力。在 2018 年再融资收紧后，实体经济出现的如加快土地开发转化为商品房库存、股权质押危机等现象，显示实体经济已经存在出售资产还债的情况，导致资产价格初现类似“债务-通缩”的迹象。但由于 2018 年价格环境尚且处在去产能、去库存后的“红利期”，“债务-通缩”的压力因此也尚未从金融资产领域大面积的扩张至商品领域。从库存的角度看，12 月份工业企业产成品库存增速下行至 7.4%，PMI 中产成品库存与原材料库存也持续位于荣枯线之下，且近期有加速下行的趋势，未来随融资环境紧张延续，实体经济可能步入主动去库存的阶段。

对于货币政策来说，由于债务通缩具备会自身反馈不断加剧的特质，历来就是货币政策防风险的底线，当出现这类压力时，货币政策以较为宽松的政策来对冲实际利率被动上升的诉求通常会相当强。未来可以期待的政策在数量层面有法定存款准备金率的进一步下调，19 年平均水平将向 10% 靠拢；更多“宽信用”的疏通政策也还会继续落地，重点需关注非标压缩的趋势是否出现边际变化；价格层面，OMO 利率在 19 年有下调空间，以引导广谱利率进一步下行。

对债券市场来说，中期来看，我们认为 2019 年债券牛市的根基仍然牢固，随着广义配置需求的回升，久期策略与套息策略在今年均会较为拥挤，预计长端利率估值和信用债估值将从低估逐步走向泡沫化，曲线从牛陡向牛平演变。目前久期敞口与信用敞口相比较，由于长端利率已经有所下行，信用敞口相对价值更高，并且未来随着利率曲线的进一步平坦，信用敞口的价值也将持续提升。最大的潜在风险，是随着投资者策略上的趋同和资产价值的泡沫化，此时遭遇冲击时必然会出现一定程度的踩踏，导致市场有较大幅度的调整，整体市场波动预计加大。由于债券类资产的特殊性，资产泡沫的自我强化和持续性都比较差，因此 30BP-50BP 幅度的牛市调整几乎是每一轮都会出现的必然现象。年初以来，长端利率已经有了较大幅度的下行，CARRY 压缩明显，短期来看由于各类宽信用政策的落地，债券市场预计将受到情绪上的冲击；尽管海外市场流动性趋势边际向好，但我们认为政策利率的下调在短期内还将保持在观察期，缺乏利好支撑的情况下预计市场短期或将维持震荡调整。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上；
增持：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

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_14248

