

2020年2月9日

【华西固收研究】疫情或至通胀再度下行，关注经济增长预期差

——1月通胀数据点评 20200209

事件概述：

2月9日统计局公布2020年1月通胀数据，CPI同比上涨5.4%，预期4.8%，前值4.5%；PPI同比上涨0.1%，预期0.2%，前值-0.5%。

分析与判断：

► 春节错位叠加新冠疫情推升CPI读数超预期。

1月份CPI读数的涨幅远超此前市场预期，且多个细分项目均表现为上涨（8个一级子项目中，除衣着、居住和生活用品及服务外，其余科目均有较明显上涨）。我们认为造成这种格局的主要原因是春节错位引起的季节性扰动，以及新冠疫情导致的供给冲击。

一方面，2020年春节处于1月下旬，居民大多会在1月中旬开始置办年货，需求量较大，而2019年春节则处于2月上旬，需求端的错位导致了同比增速计算基数较低；历史数据也表明，在春节发生错位的年份，春节当月CPI均会出现较大幅度的上涨。另一方面，本次新冠疫情于1月份开始在局部地区开始扩散，1月22日进入爆发期，部分管制措施对供给端造成了一定冲击；但我们认为，由于疫情的爆发节点在1月的下旬，其对1月CPI的影响较为有限。

从主要的类别来看，食品、非食品项，消费品、服务项，核心CPI等均出现了一定幅度的上涨。其中食品项、消费项涨幅较大，同比增速分别较前月提升了3.2、1.3pct，体现了出春节前置办年货（新冠疫情爆发主要在1月22日，农历腊月二十八之后，对年货置办影响较小）对需求的影响。

► 猪价涨幅再创新高，油价保持快速上升。

需求抬升的影响如期反映在猪肉价格之中，同比、环比均有大幅回升。2020年1月，CPI猪肉项同比、环比增速分别录得116.0%、8.5%，较前月分别提升了19.0、14.1pct，且价格经过2019年12月份短暂的环比负增长后重回正增长区间。相应地，猪肉项对CPI同比、环比的拉动作用分别为2.76、0.39pct，较前月分别提升0.42、0.66pct。供给端，由于春节导致部分数据的披露时间延后，无法准确把握猪肉供给变化。但根据华储网显示，2020年1月共向市场投放中央储备冻猪肉10万吨，延续了此前投放力度，因此我们预计猪肉进口力度仍然较大，生猪养殖保持此前趋势，供给端整体或无较大变化。猪肉价格的大幅上涨，或与春节导致的需求端抬升有较大的关系。此外，鲜菜项同比增速亦出现了6.3pct的提升，我们认为与春节需求变化和冬季产量下降相关。

除猪肉、鲜菜以外，能源价格的上涨值得关注。交通工具用燃料项同比上涨7.2%，较前月提升6.6pct，延续了自2019年11月以来的回升态势。统计局表示，受前期成品油调价影响，汽油和柴油价格分别上涨2.7%和3.0%。

► 春节扰动即将消除，油价暂时无碍，关注疫情对总需求的下拉作用。

1月份CPI的超预期上行主要归因于春节的错位以及需求的短期抬升，对后续走势影响将从2月份开始逐渐弱化。猪肉仍然是接下来一段时间需要重点关注的对象，尽管储备冻肉的投放力度预计将继续加大，但疫情对已经处于恢复阶段的生猪养殖或再度产生冲击。而当前各地的交通限制措施仍然较多，对于猪肉、果蔬等的运输预计将产生一定的影响，食品供给端或将承压。油价方面，国际原油价格自1月中旬起开始下降，国内成品油价格也在2月4日相应下调，因此预计2月石油价格将开始边际回落，油价对通胀的影响暂时无需过度担心。

未来一段时间，新冠疫情或是影响CPI的关键因素。疫情的出现对供给和需求两方面均会产生冲击，最终的影响需要视供需相对的强弱程度而定。参考2003年，非典爆发期间CPI的上行趋势被终止，并出现了边际的放缓和回落，表明非典对需求端的冲击要大于供给端。考虑到疫情期间，居民将主动减少外出就餐、购物、旅游等非必要消费，政府在特殊时期也会对相关物品的价格采取必要的管制，因此我们预计疫情对CPI整体将产生偏向下拉的作用。

► 上游产品价格涨幅居前，推动 PPI 小幅回升。

PPI 同比回升 0.1%，由负转正，较上月提升 0.6pct，略低于市场预期。生产资料价格同比下降 0.4%，降幅收窄 0.8pct，拉动 PPI 同比下跌 0.27pct。生活资料价格同比上涨 1.3%，与前月持平，拉动 PPI 同比上涨约 0.35pct。生产资料中，上中下游均有回升，但上游的采掘工业回升幅度明显较大，同比增长 4.7%，较上月大幅回升 2.1pct。石油和天然气开采业同比涨幅提升 11.7pct，石油、煤炭及其他燃料加工业同比增速由负转正，提升 6.4pct，或受到前期石油价格走高驱动。

从 PPI 同比增速的归因来看，工业品价格反弹仍然偏弱。1 月份 PPI 同比上涨的 0.1% 均为 2019 年翘尾因素导致，新涨价因素为 0，表明 PPI 仍然没有出现实质性的改善。同时，春节放假也导致了 1 月生产周期较短，对 PPI 有一定的拖累作用。新冠疫情爆发时间偏后，大部分生产企业已经处于放假状态，因此我们认为疫情对 1 月份 PPI 的影响较小。

展望后期，PPI 或将再度面临负增长的压力。一方面，石油价格已经出现了一段时间的回落，油价对 PPI 的带动效果将逐渐弱化。另一方，即使中央近期已经表态要在疫情防控的同时做好复工复产工作，但各地社区网格化管理措施不断趋严，复工的客观条件仍然受限；交通限制仍未全面解除，2 月 8 日全国铁路、道路、水路、民航发送旅客数量比去年同期下降 84%，仍未出现显著拐点。复工率较低在一定程度上决定了工业品的需求将有所减弱。参考非典导致 2003 年 4-6 月 PPI 当月同比累计下行 3.3pct，我们认为本次疫情或将导致 PPI 再度面临较大的负增长压力。

投资策略：通胀对债市扰动或将弱化，关注经济增长层面预期差。

总体来看，受疫情影响，PPI 将继续承压，重新进入下行区间，CPI 在总需求的下拉作用下大概率将下行，猪肉、石油对 CPI 的扰动可能进一步减小。同时受情绪面影响，市场对通胀的关注度或将逐渐让位于经济增长相关数据，因此通胀对债市的扰动或将弱化。考虑到本次疫情爆发时点和宏观经济所处周期位置，疫情对经济基本面的冲击将大于 2003 年非典，不排除 3 月中旬公布的 1-2 月经济数据低于市场预期的可能性。政策层面大概率将出台相应的对冲措施，货币政策存在降准降息的可能性，除去 2 月 3 日对逆回购利率 10BP 的下调外，我们预计全年仍有 15BP 左右的降息空间以及 1% 的降准空间。因此，我们认为当前的格局仍然对债市存在利好，继续看好利率债行情，10 年国债收益率有望下探至 2.7%。由于目前尚处于数据真空期，且政策端短期必然聚焦疫情防控本身，逆周期调节发力或在二季度开始，短期债市表现可能较为平淡，但若出现回调建议积极把握预期差带来的投资机会，关注有超额利差的政策性金融债，建议把握长久期国开债收益率超额下行机会。

风险提示

疫情发展可能超预期。

分析师：樊信江

邮箱：fanxj@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519100006

联系电话：010-59775359

分析师：颜子琦

邮箱：yanzq@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520010001

联系电话：021-20227900

研究助理：孙嘉伦

邮箱：sunjl@hx168.com.cn

联系电话：010-59775371

研究助理：张伟

邮箱：yanzq@hx168.com.cn

联系电话：010-59775334

【华西固收研究】2020年1月通胀数据一览

联系人：樊信江/颜子琦/孙嘉伦/张伟/杨锦明

图1：CPI大幅上涨0.9pct远超预期，PPI小幅回升0.1pct

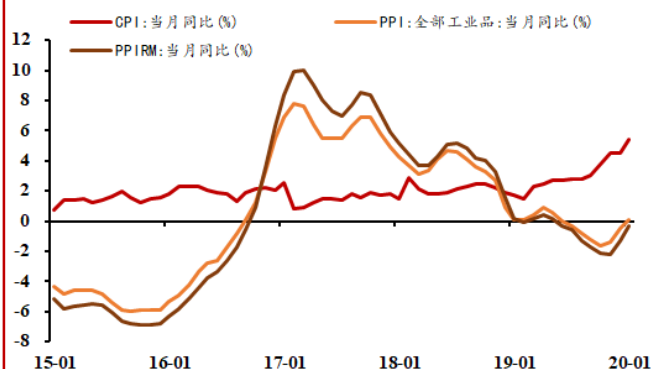


图2：CPI环比大幅提升1.4pct，PPI/PPIM环比增速持平

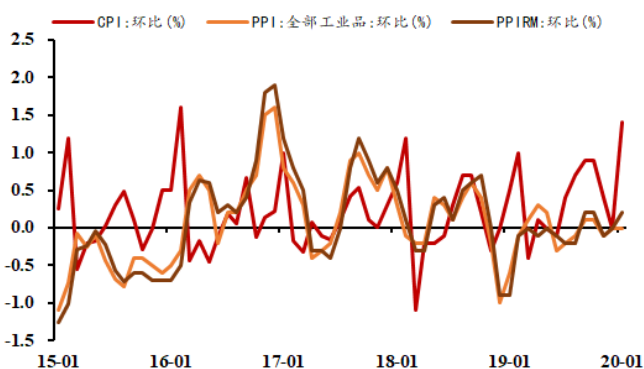


图3：CPI食品项同比录得20.6%，继续保持快速提升

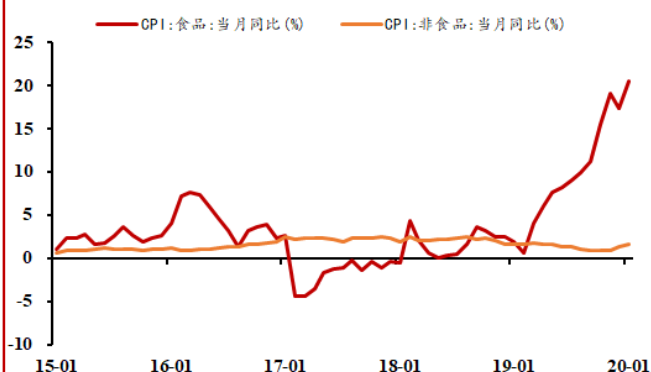


图4：交通工具用燃料同比继续大幅回升，警惕猪油共振

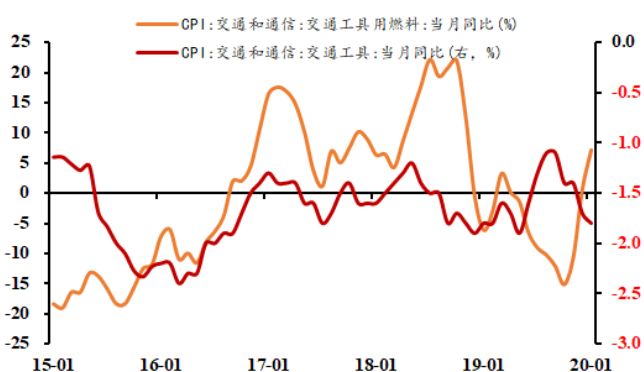


图5：核心CPI同比小幅回升0.1pct，录得1.5%

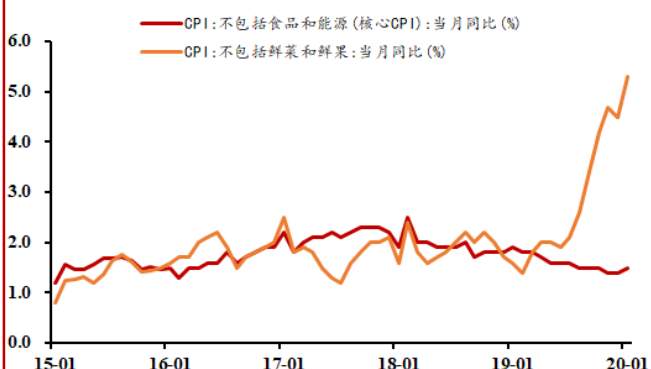


图6：猪肉项同比录得116%，涨幅再创新高

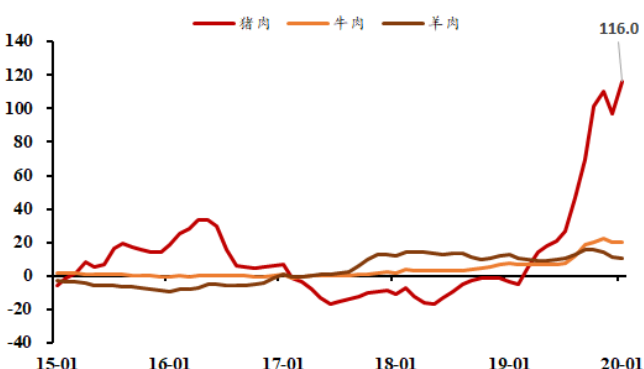


图7：生产资料降幅收窄0.8pct，生活资料增速较上月持平

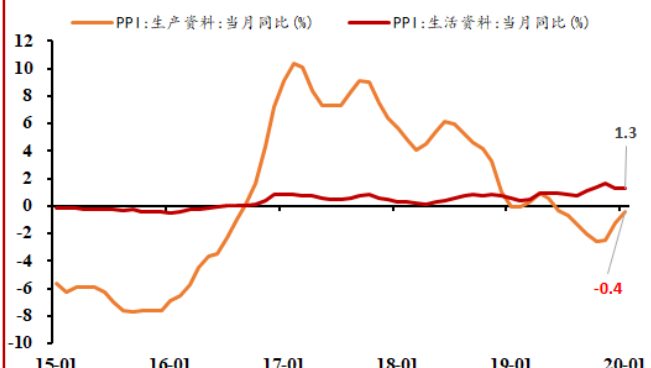
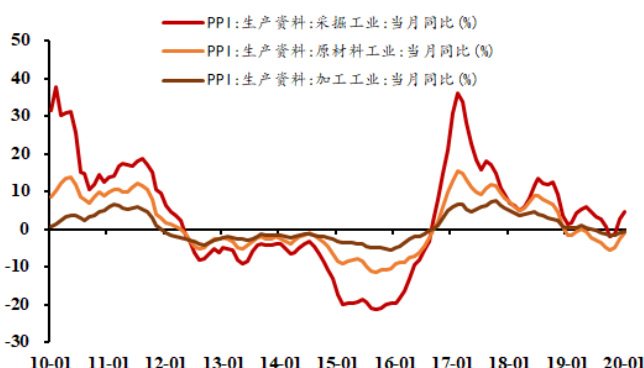


图8：上中游PPI同比继续保持回升趋势



资料来源：国家统计局，华西证券研究所

免责声明：本信息仅面向华西证券的专业机构投资者客户，仅供在新媒体背景下研究观点的及时交流。在任何情况下，本信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。华西证券及华西证券研究所也不对任何人因使用本信息所引致的任何损失负任何责任。本信息内容的版权归华西证券所有，华西证券对本信息保留一切法律权利。未经华西证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。

分析师与研究助理简介

樊信江，固定收益方向首席分析师，CFA，清华大学工程管理硕士。2年证券研究经验，3年央企海外燃煤、燃机电站工程总承包开发及执行经验，2年国内基础设施融资租赁和PPP投资经验；曾任职于民生证券研究院，2019年加入华西证券。

颜子琦，新加坡南洋理工大学金融工程硕士，曾任卡耐基梅隆大学助理研究员。2019年加入华西证券研究所，主要从事债券交易、利率债、城投债、非标资产研究。

孙嘉伦：约翰霍普金斯大学金融硕士。2019年加入华西证券，主要参与产业债、境外债与地方政府债研究。

张伟：对外经济贸易大学金融学硕士。2019年加入华西证券，主要参与可转债、财政政策、宏观经济研究。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

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_7361

