

旬度经济观察

——通胀扰动趋弱，权益市场积极

韦志超¹ 袁方(联系人)²

2020 年 1 月 10 日

内容提要

12 月猪价大幅回落减轻了 CPI 持续上行的压力，同期受经济阶段性企稳的影响，非食品以及工业品价格出现小幅回升。

考虑到今年 CPI 面临的高基数以及逐步恢复的猪肉供应，CPI 将呈现前高后低的走势，1 月份 CPI 同比高点在“5”左右。

年初以来地方政府专项债加速发行，基建相关领域的资金投向显著提升，但在地方政府隐性债务控制始终偏严的背景下，基建增速回升的幅度可能相对有限。

去年 12 月以来，受经济预期改善以及流动性边际宽松的影响，国内权益市场整体表现积极，成长和周期类涨幅居前。在利率环境稳中有降，企业盈利保持稳定的背景下，权益市场的上涨有望延续。

风险提示：（1）贸易摩擦加剧；（2）地缘政治风险

1 高级宏观分析师，weizc@essence.com.cn，S1450518070001

2 yuanfang@essence.com.cn，S1450118080052

一、专项债提前发行，基建增速有望回升

2019 年 11 月财政部提前下达今年一季度地方政府债务限额 1 万亿（含一般债和专项债限额），今年年初继四川首发专项债后，广东、山东、江西、河南等多数省份也开始发行地方债。截至 1 月 8 日，21 个省市已经公布发行计划，1 月份专项债预计发行 6000 多亿元，较去年同期大幅提升 5000 亿左右，发行节奏显著提前。

从专项债投向来看，由于去年 9 月国常会明确要求专项债资金不得用于土储和棚改相关项目，今年专项债主要用于基建领域（占比过半），比如城乡基建、轨道交通、收费公路等。

此外，专项债用作资本金方面，云南、辽宁专项债用作资本金的比例均接近 20%，显示去年 9 月国常会关于专项债做资本金的相关政策正在落地。

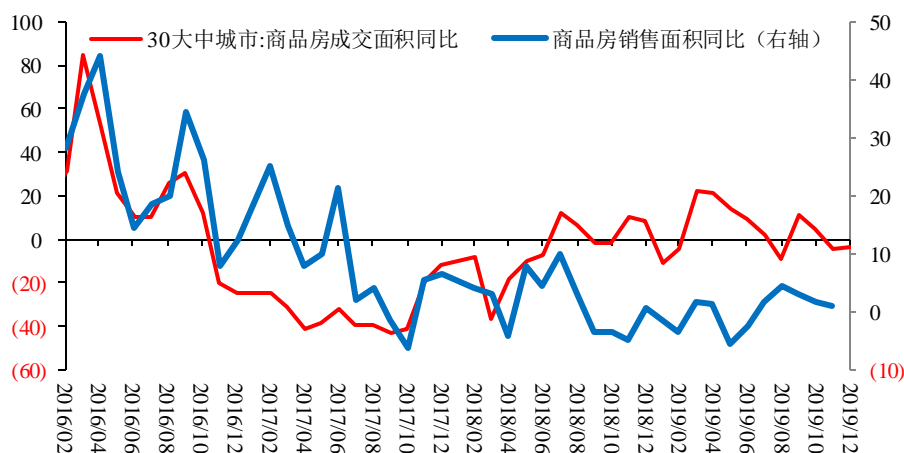
整体来看，一季度专项债的提前发行有助于基建增速的回暖，但在地方政府隐性债务控制始终偏严的背景下，基建增速回升的幅度可能相对有限。去年一季度，在地方政府专项债提前发行，信贷大幅恢复的背景下，基建增速维持温和，地方政府对加杠杆增加基建支出的意愿偏弱，今年看起来这一情况仍在延续。

最新公布的 12 月三十大中城市商品房成交面积同比-3.7%，较上月小幅回升 0.6 个百分点。

去年以来，无论是 30 大中城市还是全国的地产销售增速均在 0 附近震荡，与此同时，房价环比也窄幅波动，这反映出“因城施策”在全国范围逐步发挥作用。受房住不炒政策的影响，地方政府在面对房价上涨压力时，通过收紧户籍、信贷政策以及提升交易成本等方法抑制房价快速上涨；房地产市场的走向往往又与地

方财政、经济密切相关，当地方房价面临下行压力时，政府也会通过户籍、信贷政策平抑房价的下跌。因此最终在数据层面反映为，全国的房价和销售的波动显著减弱。预计这一模式在今年仍将延续。

图1：商品房销售面积和30大中城商品房成交面积同比，%



数据来源：Wind，安信证券

二、猪价环比回落，CPI短期走平

12月PPI环比0，较上月小幅回升0.1个百分点；PPI同比-0.5%，较上月大幅回升0.9个百分点。

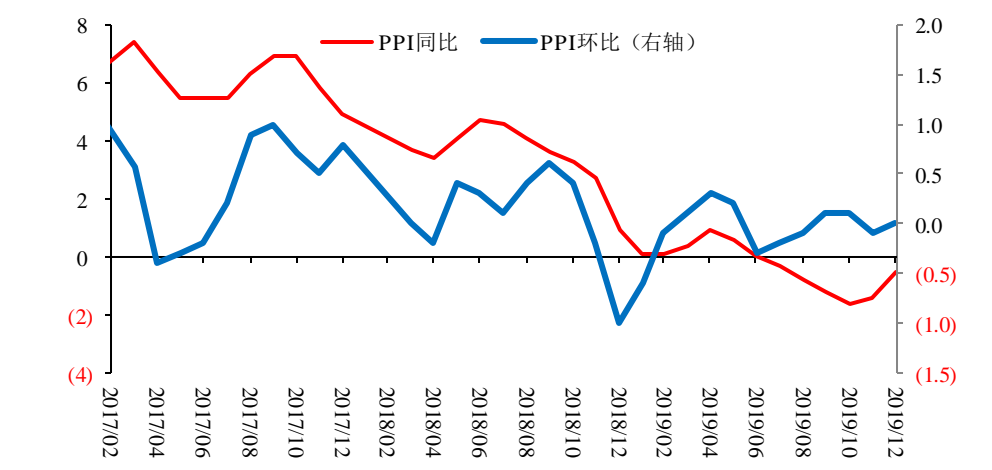
分项来看，石油和天然气开采、石油加工行业、化学纤维制造、有色金属矿采选、黑色金属冶炼和加工业涨幅改善居前，而农副食品加工、纺织业、运输设备制造业、汽车制造业表现低迷。合并来看，PPI环比的小幅改善主要来自供改组的抬升，而非供改组价格仍持续下行。

观察同期的南华工业品价格指数，水泥、螺纹、焦炭、铜等大宗商品价格持续走强，显示经济的需求端阶段性回暖，支撑国内经济短期回暖的力量可能主要源于地产和出口，在房地产补库存进入中后期的背景下，经济回暖的持续性存疑。

过去一年，PPI 同比呈现前高后低的走势，PPI 环比也出现中枢下移。经济基本面的持续走弱是压制 PPI 的主要原因。

展望今年，宏观经济下行的压力仍然较大，PPI 同比受基数效应的影响，在一季度可能回升至零附近，但全年仍将处于通缩区间，与之相应的权益市场周期板块的盈利或许难有持续改善。

图2：PPI 同比和环比，%

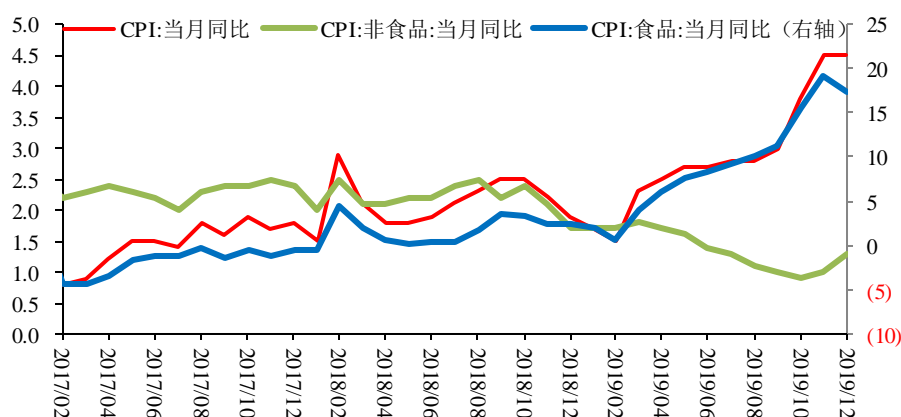


数据来源：Wind，安信证券

12 月 CPI 同比 4.5%，核心 CPI 同比 1.5%，两者均与上月持平。

拆解看，非食品分项小幅高于历史水平，而食品分项环比表现显著低于历史均值，进而使得整体 CPI 环比低于季节性。

图3: CPI 食品和非食品同比, %



数据来源: Wind, 安信证券

食品分项中,猪肉价格环比大幅回落,是拉低食品分项乃至整个CPI的主要力量。11月以来随着生猪、母猪存栏的逐步恢复,猪价上涨显著放缓,CPI上行的压力趋于缓解。与此同时,牛羊肉、水产品价格的表现也显著弱于季节性。此外,鲜菜、鲜果涨跌互现,无明显趋势。

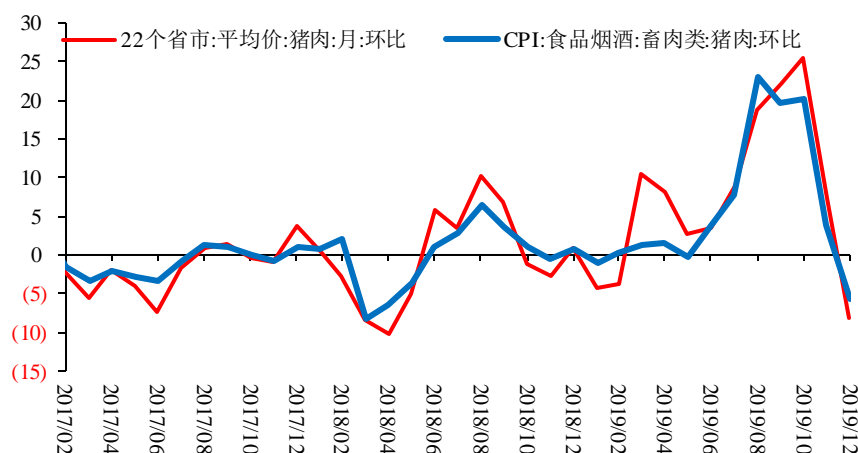
非食品分项中,受原油价格上涨的影响,交通和通信表现强于季节性。而衣着、生活用品及服务、医疗保健出现不同程度的回落。

回顾过去一年,核心CPI中枢持续下移,这反映出经济的需求端在持续走弱。在此背景下,CPI在四季度的大幅上行体现出猪价上涨的显著影响。央行在面对这一结构性通胀时,货币政策的出台也与07、11年全面通胀时期形成鲜明对比。

近期美伊关系的快速变化引发原油价格大幅波动,历史上中东局势的动荡,OPEC协议的调整往往会对短期原油价格形成冲击。从当前的情形来看,美国和伊朗的表态相对克制,冲突进一步升级的可能性较低。目前原油市场整体供需平衡,原油价格也处于历史均值附近,油价趋势上行的迹象并不明显。

往后看，在经济下行压力仍然较大的背景下，未来核心 CPI 可能持续承压，CPI 的走向可能更多取决于猪肉价格的变化。考虑到今年 CPI 面临的高基数以及逐步恢复的猪肉供应，CPI 将呈现前高后低的走势，1 月份 CPI 同比高点在“5”左右。

图4：CPI 中猪价环比和 22 省市猪价环比，%



数据来源：Wind，安信证券

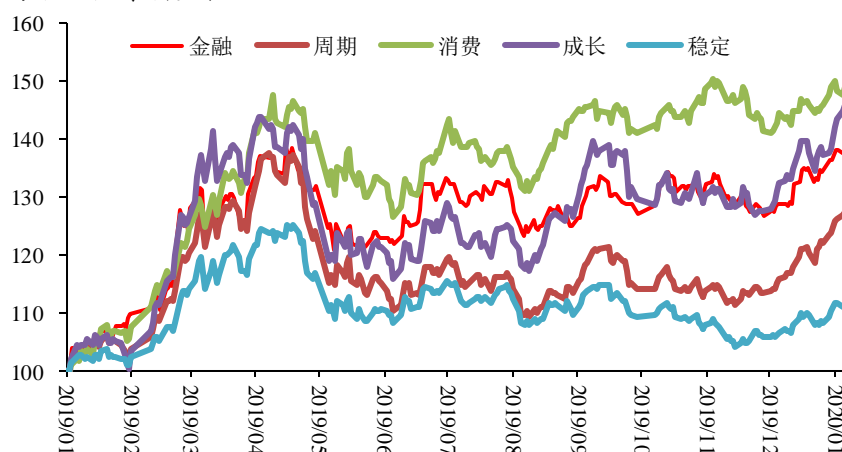
三、经济预期短期改善，权益市场表现积极

去年 12 月以来，受经济预期改善以及流动性边际宽松的影响，权益市场整体表现积极。分板块看，成长和周期类涨幅居前。成长板块在去年年初，8-9 月中旬这两个时间段均涨幅领先，这与该板块景气度高，市场预期较好密切相关。而周期板块的大幅上涨则反映出市场对经济基本面预期在逐步改善。

回顾过去一年权益市场的表现，国内信贷环境的恢复、中美关系的阶段性缓和以及海外央行货币政策的转向，共同推动股市从低位反弹，上证综指全年涨幅 22%，沪深 300 涨幅 36%。消费、成长类涨幅领先，周期和稳定类相对落后，这反映出经济基本面对股市的影响。伴随去年宏观经济的持续走弱，与基本面相关度较高的企业盈利受到压制，其市场表现也受到相应的影响。

从这个角度来看，近期经济的阶段性企稳对周期板块的反弹形成支撑，周期反弹的持续性更多取决于未来宏观经济的走向。我们倾向于认为，随着地产库存回补的结束，今年地产投资面临下行的压力，而外需的逐步改善以及与此相关的制造业投资回暖可能会部分对冲这一力量，整个宏观经济难言企稳，相应的周期板块表现可能难以持续领先。从节奏上来看，去年 12 月的经济数据可能表现稳定，今年最新的经济数据在三月中旬公布，在此期间，经济预期的改善或许将延续。

图 5：分板块股票指数表现

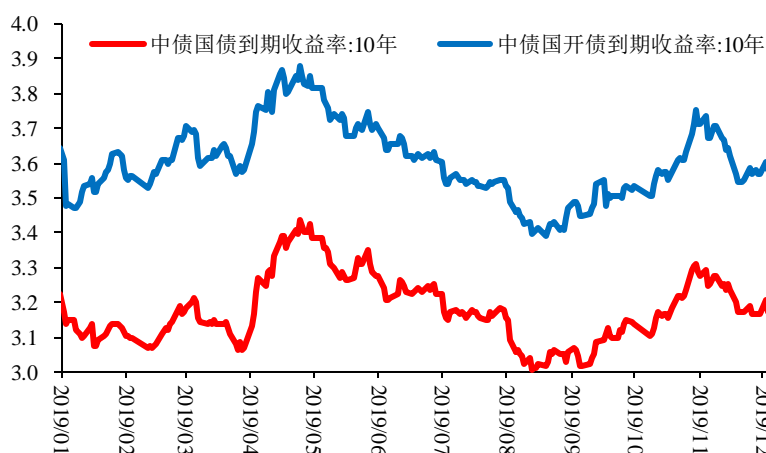


数据来源：Wind，安信证券

过去一年利率债市场整体呈现震荡格局，经济基本面在去年一季度阶段性企稳、CPI 在四季度初超预期上行均对收益率带来显著冲击，这些因素与基本面趋势走弱，流动性宽松的影响形成对冲。

当前通胀对债市的影响趋于减弱，一季度需关注信贷投放以及经济基本面的变化情况，收益率的趋势下行可能需等待一季度以后。

图6: 10年国债和国开债收益率, %



数据来源: Wind, 安信证券

近期公布的数据显示 12 月外汇储备 31079 亿美元, 较上月轻微回升, 这主要源于非美货币走强带来的外储估值提升。近期受贸易战阶段性缓和、中国经济预期改善的影响, 人民币汇率持续升值, 北上资金持续流入, 主权债 CDS 费率低位徘徊, 投资者对中国资本市场的信心和偏好进一步提升。

随着中美第一阶段协议的签署、国内经济的阶段性企稳以及美国经济的走弱, 人民币汇率短期可能仍有升值的空间。但站在全年来看, 美国经济的表现可能好于中国, 国内货币政策的宽松仍将延续, 人民币或许面临小幅贬值的压力。

图7: 人民币兑美元汇率

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_7846

