

固定收益研究/动态点评

2020年01月09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

张大为
联系人 zhangdawei@htsc.com

相关研究

1《固定收益研究: 面对降准新年红包, 股比债兴奋》2020.01

2《固定收益研究: PMI 维持扩张, 弱复苏继续》2019.12

3《固定收益研究: 统一监管落地, 力度没有幻想》2019.12

视线从猪到油, 但政策重心尚难逆转

——2019年12月通胀数据点评

核心观点

2019年12月CPI同比4.5%, 持平前值, 环比0%, 弱于季节性。食品价格方面, 猪价回调对抵菜价冲高, 非食品仅“交通和通信”分项因汽柴油调价而强于季节性。12月PPI同比-0.5%, 回升0.9个百分点, 环比0%。其中建材价格涨幅较高, 或受益于基建需求升温, 消费品表现疲软, 总需求还有待修复, 下游产商降价去库存的意愿较强。目前猪肉矛盾或逐步化解, 油价风险正在酝酿发酵, 但地缘政治扰动并非需求改善, 对内部政策冲击有限。目前政策重心是稳增长, 债市震荡市的根基没有动摇。

12月CPI同比止涨, 猪价回调对抵菜价冲高

12月CPI同比4.5%, 持平于前值。CPI环比0%, 弱于季节性。其中, CPI食品同比17.4%, 环比-0.4%, 受猪价、蛋价下跌拖累、鲜菜涨幅较高。当月供应加速压制了猪价涨势, 一方面出栏猪的单重增加, 另一方面, 政府储备与进口猪肉也陆续投放。猪肉也带动替代产品价格涨势放缓或下跌。而由于今年春节较早, 蔬菜季节性涨价也同步提前, 造成较高的同比涨幅, 阶段性增添了通胀压力。CPI非食品同比1.3%, 环比0.1%。仅交通和通信涨价强于季节性, 主因为国际油价上涨, 国内汽柴油跟随调价所致。

12月PPI同比走高, 建材涨价、消费品疲软

12月PPI同比-0.5%, 回升0.9个百分点。环比0%。其中, 生产资料同比-1.2%, 环比0%。上游产品中, 建材环比涨幅较高, 能源与黑色金属略有涨价, 而化工与农副产品降幅显著。建材等非金属制品正处在“低库存与高产能利用率”状态, 同时受益于基建投资需求升温, 已连续两个月价格反弹走高。能源与黑色价格也受益于基建改善的大背景。农副产品则随当月肉类价格同步回调。生活资料同比1.3%, 环比-0.2%。分项均不同程度回落, 反映出总需求仍有待修复, 下游生产商降价去库存的意愿较强。

猪肉矛盾或逐步化解, 油价风险正酝酿发酵

春节前猪肉供求仍在趋紧, 但节后猪价有望进入筑顶阶段。预计上半年猪价可能高位徘徊, 年中随着生猪出栏恢复步入下行阶段。同比角度, 全年前高后低, 下半年大概率转负并对CPI造成向下拉力。国际原油正处于供求趋紧阶段, 供给端面临美伊冲突加剧、OPEC+深化减产与美国页岩油产能放缓等压力, 需求端全球经济复苏初现端倪又可能提振原油需求。但地缘政治问题对油价的短期扰动并不体现需求改善, 对内部政策冲击有限。

通胀启示: CPI与PPI或双双高开, 其后路径再次分化

对CPI而言, 猪价掀起的波澜正在逐步平息, 但油价上涨或导致CPI下行遇阻。我们预计, 2020年CPI下行趋势的方向未变, 但上半年依然高悬在3%以上并略有波动, 下半年或加速回落。对PPI而言, 短期油价上行与低基数带动PPI反弹是大概率事件。我们预计, 2020年PPI在1-2月出现高起点, 3-5月因高基数仍有小幅回落压力, 下半年走势主要取决于全球经济修复的持续性, 低点与中枢有望高于2019年。

货币政策启示: 重心仍在稳增长, CPI风头将过, PPI增变数

最近“经济下、通胀上”这种类滞胀格局仅是表象, 政策重心无疑是经济增长。“灵活适度”给予货币政策更大自由度。价格信号反映出总需求仍偏弱, 虽然CPI或继续高企并在1月冲高, 在总需求不足情况下, 预计货币政策的重心还不会转向, 债市震荡市的根基尚未动摇。变数在于油价和大宗商品价格可能扰动PPI。股市面临的环境偏有利, 债市偏中性、小有扰动。关键是PPI的反弹幅度, 如果在2%以内, 股市尤其是上游行业可能视为利好。如果超过该水平, 股、债可能才会怀疑货币政策取向会否调整。

风险提示: 美伊冲突升级导致油价过快上涨、猪疫再次扩散。

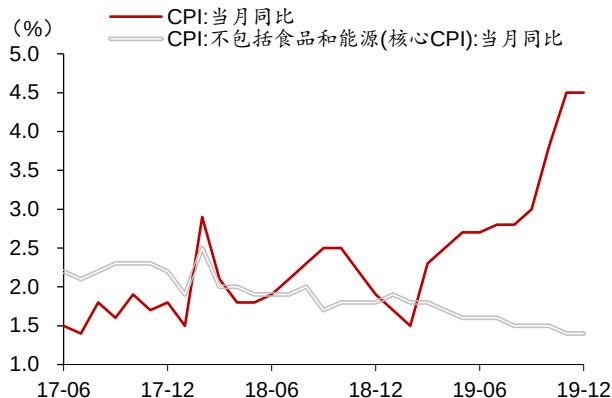
12 月通胀概览

12 月 CPI 同比 4.5%，市场预期 4.7%，前值 4.5%；环比 0%。

12 月 PPI 同比-0.5%，市场预期-0.3%，前值-1.4%；环比 0%。

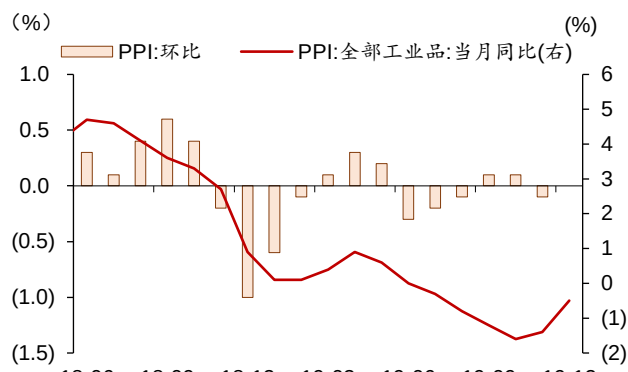
(市场预期为 Wind 一致预期)

图表1: CPI 与核心 CPI 持平前值



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表2: PPI 同比降幅收窄, 环比持平



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

12 月 CPI 同比止涨, 猪价回调对抵菜价冲高

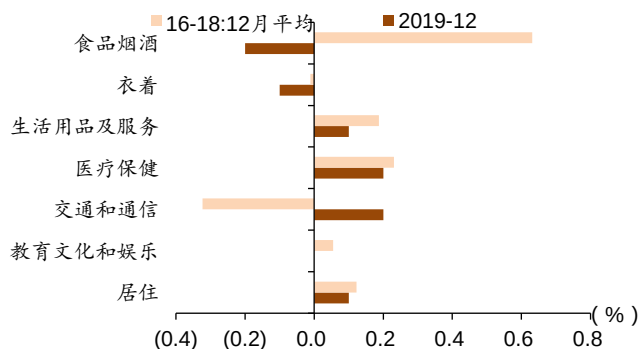
12 月 CPI 同比 4.5%，持平于前值。全年累计同比 2.9%，创下 2011 年以来新高，但基本实现了当年的政府预期目标。CPI 环比 0%，环比回落且低于历史同期水平（过去 5 年均值 0.3%）。核心 CPI 同比 1.4%，持平于前值。

分项来看：

12 月 CPI 食品同比 17.4%，环比-0.4%（过去 5 年均值 1.1%）。当月食品价格受猪价、蛋价下跌拖累、鲜菜涨幅较高。CPI 猪肉环比-5.6%。供应加速压制了猪价涨势，据农业部，12 月集贸市场猪肉零售交易量环比增长 11.7%。其一，据农业部于康震局长介绍，12 月出栏猪的单重明显增加，即部分前期压栏育肥的养殖户开始陆续出栏。其二，政府储备、进口猪肉陆续投放。在猪肉带动下，其他禽畜蛋类价格涨势放缓或下跌。CPI 鲜菜环比 10.6%。当月初全国多地遭受强寒流而产量受抑，月末双节增加需求，而高价反季蔬菜也陆续上市，导致上市菜价整体较高。此外，由于今年春节较早，季节性上涨的时间也同步提前，造成较高的同比涨幅，阶段性增添了通胀压力。

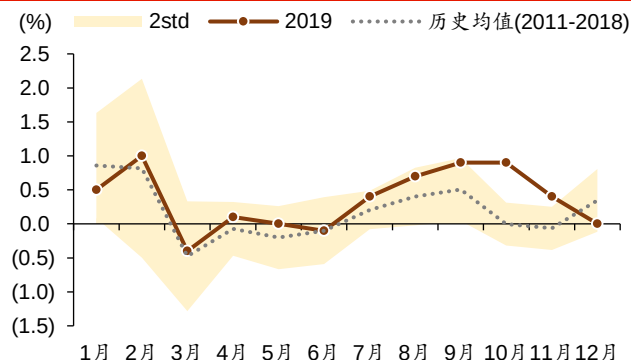
12 月 CPI 非食品同比 1.3%，环比 0.1%（过去 5 年均值 0%）。非食品中，“交通和通信”分项涨价强于历史季节性，主因为国际油价上涨，国内汽柴油跟随调价所致。其中液化石油气价格上涨 4.0%，汽油和柴油价格上涨 1.4%。其他分项基本符合季节性涨价规律，但整体上涨幅偏弱，体现内需依然乏力。

图表3: CPI 分项环比, 食品烟酒显著低于季节性



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

12月PPI同比走高，建材涨价、消费品疲软

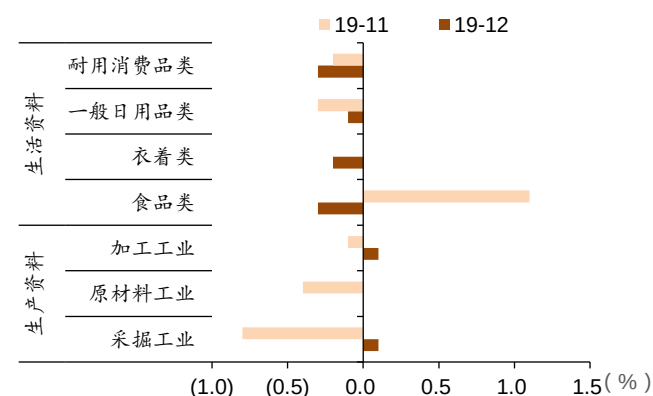
12月PPI同比-0.5%，较上月回升0.9个百分点。环比0%，较上月回升0.1个百分点。

分项来看：

12月PPI生产资料同比-1.2%，环比0%。其中，采掘、原材料、加工工业环比分别为0.1%、0%、0.1%。上游产品中，建材环比涨幅较高，能源与黑色金属略有涨价，而化工与农副产品降幅显著。建材等非金属制品正处在典型的“低库存与高产能利用率”状态，同时受益于基建投资需求升温，已连续两个月价格反弹走高。能源与黑色价格也受益于基建改善的大背景。农副产品价格则随当月肉类价格同步回调。

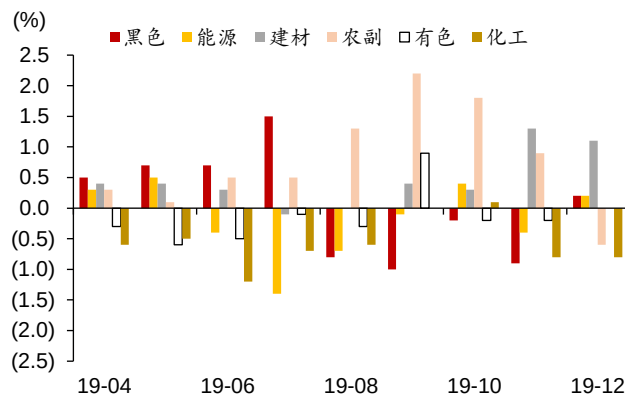
12月PPI生活资料同比1.3%，环比-0.2%。分项价格均不同程度回落，反映出总需求仍有待修复，下游生产商降价去库存的意愿较强。

图表5：PPI分项环比



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表6：12月PPIRM，建材环比涨幅高



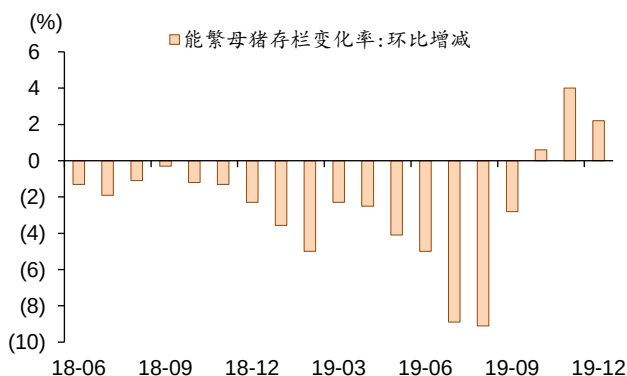
资料来源：Wind，华泰证券研究所

猪肉矛盾或逐步化解

春节前猪肉供求仍在趋紧，但节后猪价有望进入筑顶阶段。今年春节提前，猪肉需求高峰将在1月份到来，意味着短期猪价还有攀升压力。高频数据显示，元旦之后猪肉重启涨价行情。但短期猪价压力已在市场预期之内，而政府前期的保供稳价措施正逐步显效，猪价有望在节后止涨，进入筑顶阶段。据1月8日农业部新闻发布会，一方面，生猪产能持续恢复，全国能繁母猪存栏已连续3个月环比正增长。另一方面，疫情防控成效较好，全国仅剩云南一省尚未解除疫情封锁。

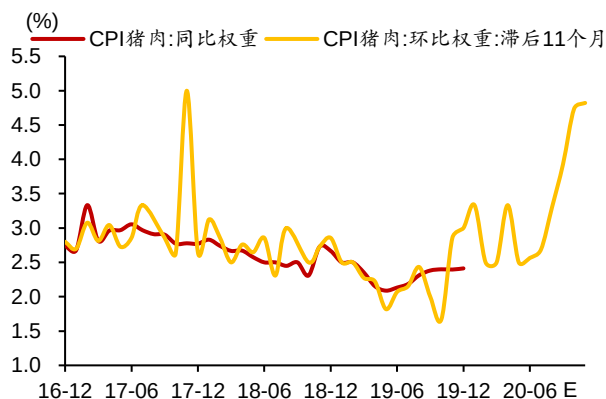
我们预计，若冬季猪疫没有再次扩散，节后猪肉缺乏涨价动力，上半年可能在高位徘徊，而年中随着生猪出栏持续恢复，猪价也将步入下行阶段。同比角度，全年前高后低，下半年大概率转负，而猪价的同比权重前低后高，因此下半年猪价将对CPI造成显著向下拉力。

图表7：能繁母猪存栏自2019年10月起环比正增长



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表8：2020年下半年猪肉同比权重大幅抬升



资料来源：Wind，华泰证券研究所

油价风险正酝酿发酵

国际原油正处于全球需求修复与 OPEC+ 深化减产的供求趋紧阶段，而美伊冲突升级又给油价“添把火”，引发冲高风险，近期油价对通胀乃至经济的负面冲击都更值得关注。但地缘政治对油价的短期扰动，同样非需求带动，对内部政策冲击有限。

供给方面，地缘冲突、OPEC+ 减产、页岩油产能放缓的三重矛盾交织

矛盾一：1 月 3 日，美军无人机对伊拉克巴格达国际机场发动空袭，导致包括伊朗“圣城旅”指挥官苏莱曼尼在内的多人死亡，美伊冲突迅速激化，对全球原油供给产生较大威胁。

第一，伊朗是主要产油国，尽管受美国制裁后产量已大幅降低，根据 EIA 数据，截至 19 年 9 月仍有 210 万桶的日均产量，占全球产量与出口量均在 2% 左右，短期内弥补伊朗的产能缺口仍有难度。第二，伊朗可能控制国际石油运输要道——霍尔木兹海峡。霍尔木兹海峡是波斯湾石油运往世界各地的唯一海上通道。根据 EIA 数据，2018 年该海峡的日均原油流量达 2100 万桶，相当于全球石油出口量的 46%、消费量的 21%。而霍尔木兹海峡正处于阿拉伯半岛和伊朗南部之间，易于受到伊朗的控制和干预。第三，油价上涨预期可能诱使其他产油国囤货居奇，导致油价螺旋式上涨。第四，如果冲突升级演化为战争，也会客观影响中东其他产油国的生产运输。

图表9：霍尔木兹海峡是波斯湾石油运往世界各地的唯一海上通道



资料来源：Google 地图，华泰证券研究所

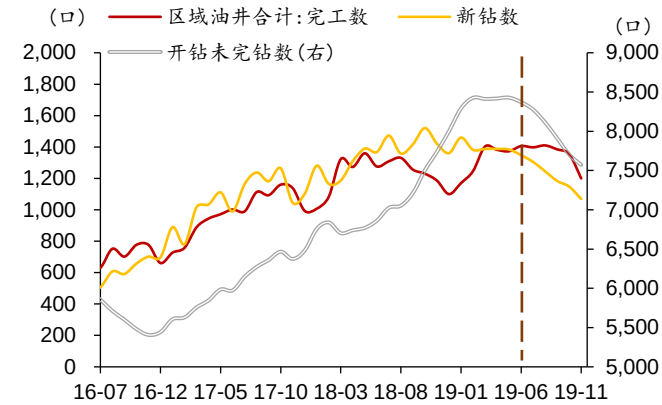
矛盾二：2019 年 12 月 6 日，第 17 届 OPEC 与非 OPEC 产油国部长级监督委员会(JMMC)会议，OPEC+就 2020 年一季度深化减产达成一致，同意从 1 月起每日额外减产 50 万桶（达每日 170 万桶），3 月再召开会议决定之后的减产计划。

美伊事件事发突然，而 OPEC+ 深化减产尚处于启动初期，后续减产计划存在三种可能：其一，在 3 月之前维持减产协议不变，则原油日均产量还将继续下降。其二，OPEC+ 紧急协商，取消日均 50 万桶的深化减产计划。但这还并不足以弥补伊朗的产能缺口。其三，OPEC+ 完全停止减产甚至增产，以维护全球原油供给、稳定油价。考虑到 2019 年底油价加重了 OPEC 成员国的财政预算平衡压力，因此立即增产稳定油价并不符合产油国的自身利益，但随着油价上涨，可能激发扩产冲动。预计 3 月会议前仍会维持减产计划，其后逐步降低减产目标。也意味着一季度原油供给端压力较大。

矛盾三：2019 年 6 月以来，美国未完井总数停止增长，当月完井数已开始超过新钻井数，意味着 2020 年页岩油产量的增长可能放缓。

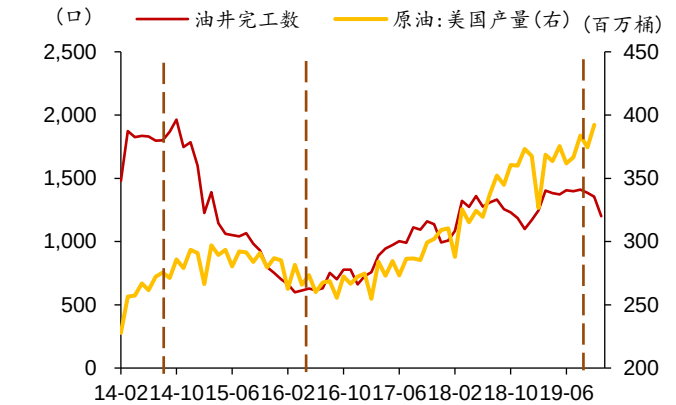
近年来美国页岩油成为全球原油的主要增量，压制了油价上涨空间，目前美国原油产量已位列世界第一，对全球原油供求平衡起到了重要的稳定作用。但近几个月美国完工油井数量有所下降，意味着产量也或停止增长，难以弥补可能面临的原油供给缺口。

图表10: 美国未完井总数停止增长



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表11: 美国原油产量或停止增长

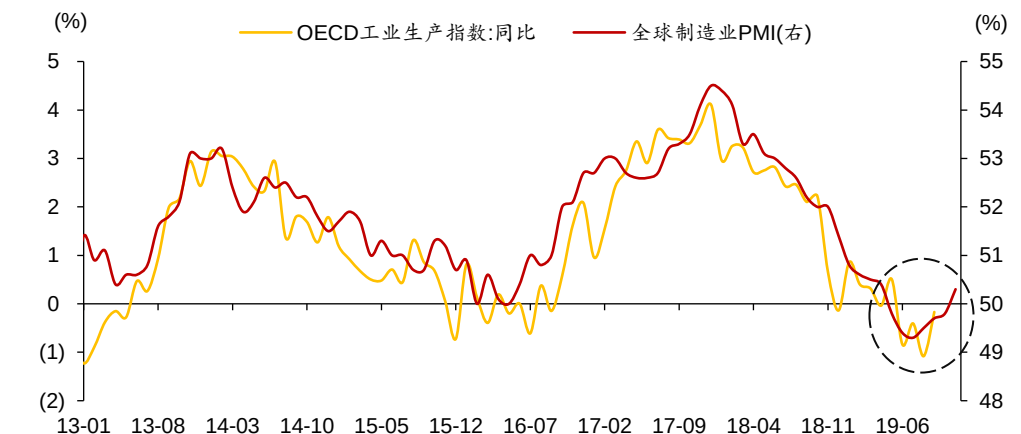


资料来源: Wind, 华泰证券研究所

需求方面, 全球经济复苏初现端倪, 国内基建投资也或迎来高起点

自 2018 年贸易摩擦升温以来, 全球产业链出现梗阻, 需求放缓、预期不振打压企业生产, 尤其全球汽车行业销售低迷对传统工业造成了较大拖累。2019 年初各国央行陆续开启货币宽松潮, 下半年对经济的托底作用逐步显效。二季度起德国制造业订单增速企稳, 三季度 OECD 工业生产指数见底修复、全球制造业 PMI 开始趋势性回升。国内制造业 PMI 也已连续两个月重返扩张区间, 而 2020 年 1 月起专项债的大量发行使用或推动基建投资高速增长。种种迹象都预示了全球经济可能逐渐步入修复阶段, 将会提振原油需求。

图表12: 全球经济可能逐渐步入修复阶段

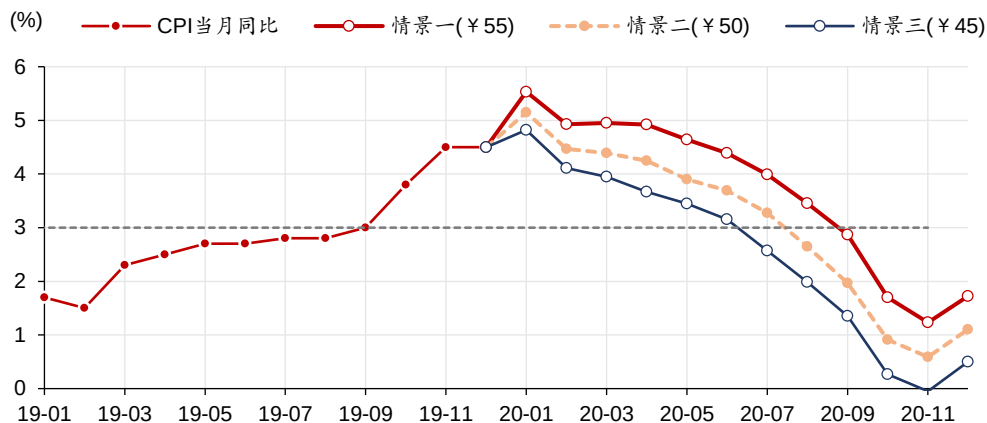


资料来源: Wind, 华泰证券研究所

通胀启示：CPI 与 PPI 或双双高开，其后路径再次分化

对 CPI 而言，猪价掀起的波澜正在逐步平息，但油价上涨或导致 CPI 下行遇阻。首先，2020 年 1 月 CPI 同比是猪价、油价与低基数等因素的共振时点，或出现 CPI “高起点”，预计在 5% 左右。其次，上半年猪肉同比可能下行缓慢，而若油价持续走高无疑制约 CPI 的下行节奏，其他非食品价格也在成本与预期的扰动下存在走高风险，CPI 有可能在高位区间出现波动。最后，下半年 CPI 同比主要受猪价拖累，大概率会快速走低。我们预计，2020 年 CPI 下行趋势的方向未变，但上半年依然高悬在 3% 以上并略有波动，下半年或加速回落。

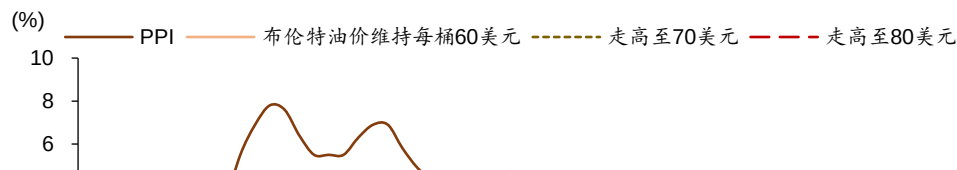
图表13： 2020 年 CPI 预测



资料来源：Wind，华泰证券研究所

对 PPI 而言，短期油价上行与低基数带动 PPI 反弹是大概率事件。工业品“低库存+高产能利用率”组合下的高价格弹性是潜在风险，外需回暖与国内逆周期发力基建可能触发相关领域的工业品涨价，增强 PPI 的韧性。而美伊冲突演变的不确定性，对油价与全球经济的扰动，导致了 PPI 路径的复杂性。在冲突不向外围扩散的基础上，我们预计，2020 年 PPI 在 1-2 月出现高起点，3-5 月因高基数仍有小幅回落压力，下半年走势主要取决于全球经济修复的持续性，低点与中枢有望高于 2019 年。

图表14： 2020 年 PPI 预测



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_7870

