华泰证券 HUATAI SECURITIES

固定收益研究/动态点评

2019 年 12 月 10 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：创造历史还是虚惊一场》2019.12
2《固定收益研究：PMI 重回扩张区间，冬日的一抹亮色》2019.11
3《固定收益研究：继续补齐资管监管拼图》2019.11

被漠视的 CPI 走高，需提防的 PPI 反弹！

——2019 年 11 月通胀数据点评

核心观点

11 月 CPI 同比 4.5%，走高 0.7 个百分点，环比 0.4%，高于季节性。当月猪价“止涨”，CPI 环比涨幅较前 3 个月收窄。但猪瘟再次扩散，复养进程受干扰或加重后续供给压力。11 月 PPI 同比-1.4%，回升 0.2 个百分点，环比-0.1%。建材价格受地产与基建需求提振明显，后续关注“低库存+高产能利用率”下的“高价格弹性”。降低融资成本、缓解经济下行压力可能是当下央行的主要目标，但若 PPI 快速反弹对货币政策无疑是更大挑战。未来三个月基本面偏不利，但配置压力仍大，预计仍将维持区间震荡走势。

11 月 CPI 同比继续走高，但猪价回调导致环比涨幅收窄

11 月 CPI 同比 4.5%，走高 0.7 个百分点。CPI 环比 0.4%，环比涨幅回落但仍高于历史同期。核心 CPI 同比回落 0.1 个百分点。当月猪价“止涨”，CPI 环比涨幅已较前 3 个月明显收窄。其中 CPI 食品同比 19.1%，环比 1.8%。猪价环比 3.8%，由于猪肉环比权重提升，对 CPI 带动作用仍明显，好在涨幅温和避免过度冲高压力。替代效应带动牛羊肉价格继续上涨。鲜菜开启季节性涨价行情，阶段性增添了通胀压力。CPI 非食品同比 1%，环比持平。非食品分项环比表现均弱于历史季节性，体现猪肉涨价的挤出效应。

11 月 PPI 同比降幅收窄，建材涨价或预示基建反弹

11 月 PPI 同比-1.4%，回升 0.2 个百分点。环比-0.1%，回落 0.3 个百分点。其中 PPI 生产资料同比-2.5%，环比-0.2%。建材与农副产品环比涨幅高。建材价格受地产与基建产业链需求提振较为明显，印证地产施工活动旺势仍在，而基建投资反弹或已在酝酿阶段。农副产品受成本端走高影响，已持续 9 个月涨价。其他工业品类多数降价显著。PPI 生活资料同比 1.6%，环比 0.3%。分项中，仅食品环比涨 1.1%，受肉类价格持续上涨带动。

CPI：关注猪瘟二次扩散导致猪价再创新高风险

猪周期仍是主导明年 CPI 的核心。积极因素是，10 月能繁母猪存栏环比转正，明年下半年生猪出栏有望修复，猪周期也将真正步入下半场。但负面消息是，11 月猪瘟在东北、河南等地再次扩散。复养进程受干扰或加重后续供给压力，可能导致猪价再创新高。11 月猪价回落可能只是“中场休息”，12 月初猪价已拐头向上，新一轮攀升或已在蓄势阶段。2020 年 1 月或是本轮 CPI 峰值，2020 全年呈下行走势，猪价节奏决定 CPI3%以上的时间，油价等非食品或成为影响 CPI 形态的关键因素。

PPI：关注“低库存+高产能利用率”下的“高价格弹性”

虽然 PPI 尚未摆脱通缩现状，但后续快速反弹的风险更值得关注。其一，目前“库存向下”与“产能向上”的空间都处在极限压缩状态，需求改善或触发 PPI 向上的高弹性。其二，目前需求端已存在回暖迹象，国内基建发力的预期不断升温，外部主要经济体制造业 PMI 集体回暖。其三，12 月油价低基数是近期推动 PPI 同比走高的较确定性事件。后续因 OPEC+进一步减产、全球经济企稳等因素，还存在继续上行动能。

货币政策与市场启示

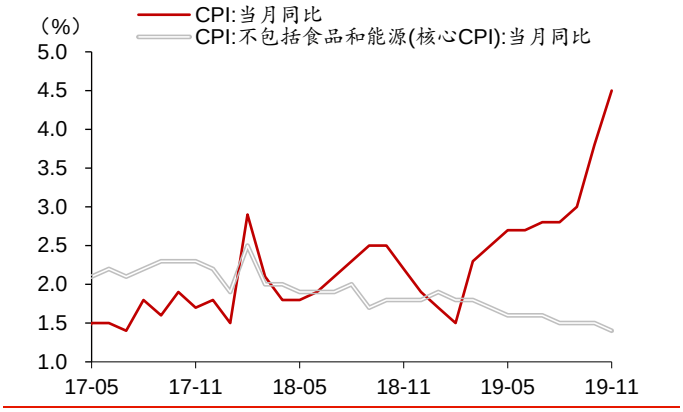
11 月央行相继下调了 MLF 与 OMO 利率，缓解了市场对于 CPI 走高的情绪扰动。降低融资成本、缓解经济下行压力可能是当下央行的主要目标。但如果后续 PPI 出现快速反弹，通胀全面扩散压力增大，对货币政策无疑是更大挑战。市场漠视 CPI 超预期，除了猪周期因素被充分预期之外，近期保险、摊余成本法基金、职业年金等配置压力对利率上行形成很强的压制作用。未来三个月基本面对利率债偏不利，但配置压力仍大，预计仍将维持区间震荡走势。当前利率水平赔率上下基本对称，建议多看少动。

风险提示：工业品价格反弹超预期、油价超预期上涨。

11 月通胀概览

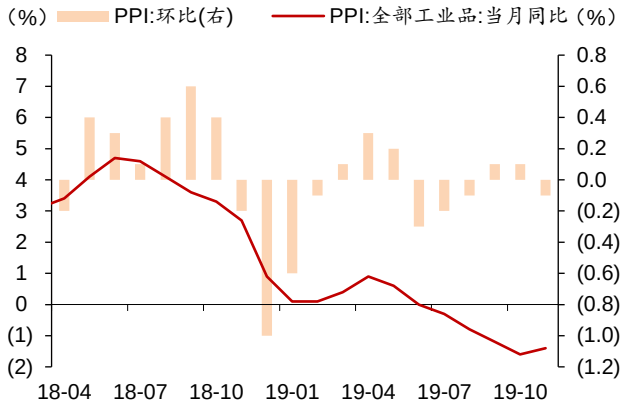
11 月 CPI 同比 4.5%，市场预期 4.3%，前值 3.8%；环比 0.4%。
11 月 PPI 同比-1.4%，市场预期-1.4%，前值-1.6%；环比-0.1%。
（市场预期为 Wind 一致预期）

图表1： CPI 走高，核心 CPI 回落



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表2： PPI 同比降幅收窄，环比回落



资料来源：Wind，华泰证券研究所

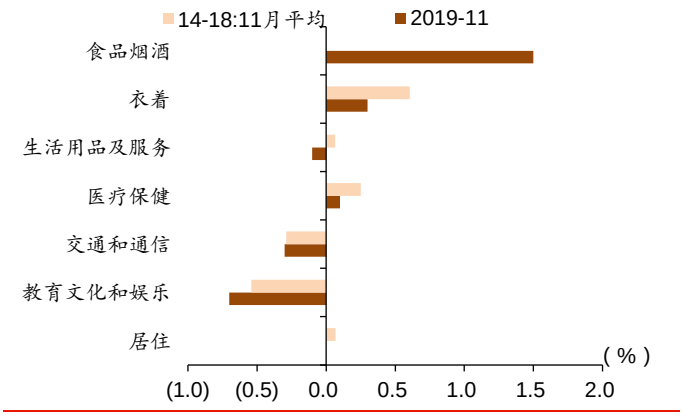
11 月 CPI 同比继续走高，但猪价回调导致环比涨幅收窄

11 月 CPI 同比 4.5%，较前值走高 0.7 个百分点，其中翘尾因素 0%。CPI 环比 0.4%，环比涨幅回落但仍高于历史同期水平（过去 5 年均值-0.1%）。核心 CPI 同比 1.4%，较前值回落 0.1 个百分点。CPI 同比走高部分由翘尾回升贡献。而当月猪价短暂止涨，CPI 环比涨幅已较前 3 个月明显收窄。

分项来看：

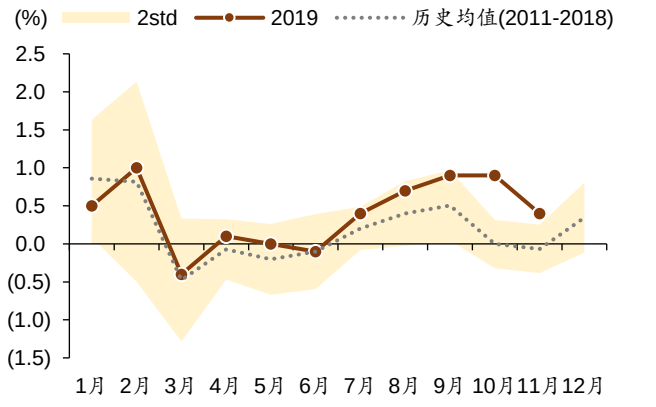
11 月 CPI 食品同比 19.1%，环比 1.8%（过去 5 年均值-0.4%）。其中 CPI 猪肉环比 3.8%，虽然 11 月高频猪价持续回落，但月均值仍略有走高。此外，由于 10 月猪价大涨导致 11 月猪肉环比权重提升，当月猪肉对 CPI 带动作用仍然明显，好在涨幅温和避免了 CPI 过度冲高的压力。此外，猪肉替代效应带动牛羊肉价格继续上涨。冬季生产与储运成本增加，鲜菜开启季节性涨价行情，由于较去年同期涨价早、幅度大，阶段性增添了通胀压力。

图表3： CPI 分项环比，仅食品烟酒高于季节性



资料来源：Wind，华泰证券研究所

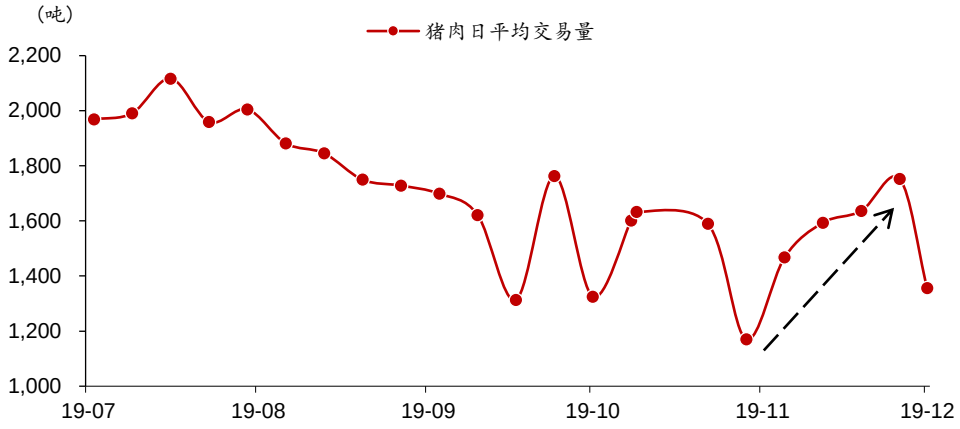
图表4： CPI 环比季节性



资料来源：Wind，华泰证券研究所

据农业部，11 月猪肉日均交易量持续攀升。意味着当月高频猪价回落主要因短期供给改善。背后存在三方面因素。其一，大型养猪场在政策指导下增加库存投放。其二，11 月份东北和河南等地出现了新一轮猪瘟疫情，个别地区出现加快出栏抛售现象。其三，随着猪价短期内见顶，部分前期压栏育肥的养殖户开始陆续出栏，助推了猪价回落。

图表5： 今年 11 月猪肉日均交易量不断放大



资料来源：农业部重点农产品市场信息平台，华泰证券研究所

11 月 CPI 非食品同比 1%，环比持平（过去 5 年均值 0%）。非食品分项环比表现均弱于历史季节性，体现猪肉涨价的挤出效应，即食品的刚性开支增加挤出了其他商品服务的消费。环比角度看，由于换季因素，服装价格略有上涨，11 月旅游淡季出行减少，机票、住宿等价格有所回落。

11 月 PPI 同比降幅收窄，建材涨价或预示基建反弹

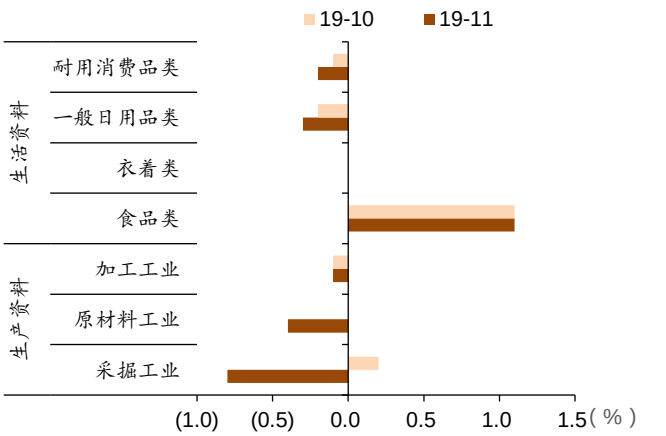
11 月 PPI 同比-1.4%，较上月回升 0.2 个百分点，其中翘尾因素约-1%。环比-0.1%，较上月回落 0.3 个百分点。

分项来看：

11 月 PPI 生产资料同比-2.5%，环比-0.2%。其中，采掘、原材料、加工工业环比分别为-0.8%、-0.4、-0.1%。分产品看，建材与农副产品环比涨幅高。建材价格受地产与基建产业链需求提振较为明显，印证地产施工活动旺势仍在，而基建投资反弹或已在酝酿阶段。农副产品受成本端走高影响，已持续 9 个月涨价。其他工业品类多数降价显著，反映需求不足、实体通缩压力的仍在。

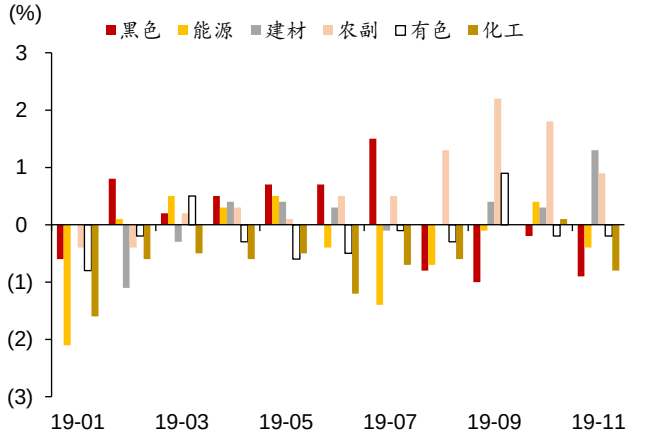
11 月 PPI 生活资料同比 1.6%，环比 0.3%。分项中，仅食品环比涨 1.1%，受肉类价格持续上涨带动。一般日用品与耐用品环比均有所降价，分别为-0.3%、-0.2%，PPI 指标也反映出食品涨价对其他工业部门的挤出效应。

图表6： PPI 分项环比



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表7： 11 月 PPIRM，建材与农副食品环比涨幅高



资料来源：Wind，华泰证券研究所

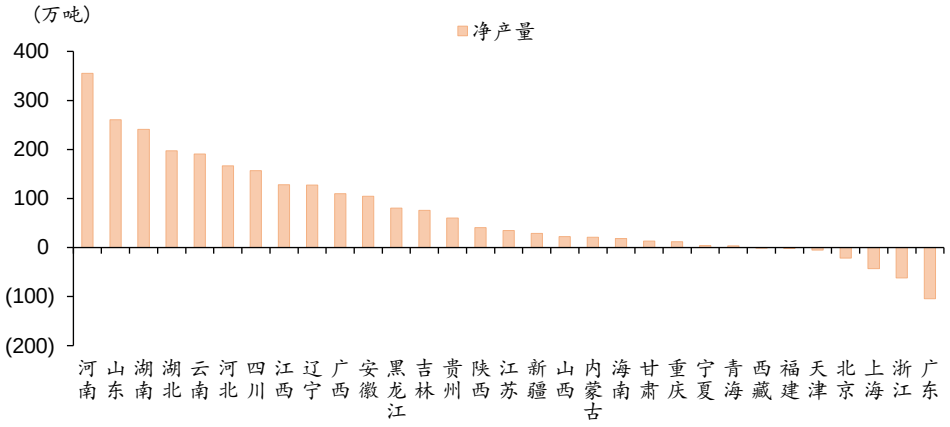
CPI：关注猪瘟二次扩散导致猪价再创新高风险

猪周期仍是主导明年 CPI 的核心。积极因素是，10 月能繁母猪存栏环比转正。我们此前推断，明年下半年生猪出栏有望修复，猪周期也将真正步入下半场。但负面消息是，11 月猪瘟在东北、河南等地再次扩散。复养进程受到扰动，后续猪价还有再创新高的风险。

据 11 月 22 日农业部新闻发布会介绍，自 2018 年 8 月 3 日我国报告第一例疫情至 2019 年 11 月 21 日，全国共报告发生 160 起非洲猪瘟疫情，共扑杀生猪 119.3 万头。**目前，全国仍有 2 个省 3 起疫情未解除封锁，**其余 29 个省份疫区已解除封锁。**非洲猪瘟病毒已在我国形成比较大的污染面，预计疫情将在我们国家继续呈点状发生。随着气温持续下降、各地生猪生产恢复发展、年底生猪调运增多，疫情发生风险会增高。**

河南和东北是生猪的主养区，复养进程受干扰或加重后续供给压力，可能导致猪价再创新高。从 2018 年的猪肉净产量看，河南居首，东北三省同样是主养区，四个省总产量占全国约 17.9%。疫情再现引发抢出栏可能是近期猪价回调的原因之一，同时也打断了这些地区的复养节奏和热情。这可能再次延长全国猪肉产能的恢复进程，并导致猪价再创新高。

图表8： 2018 年全国（其中 31 个省）猪肉净产量

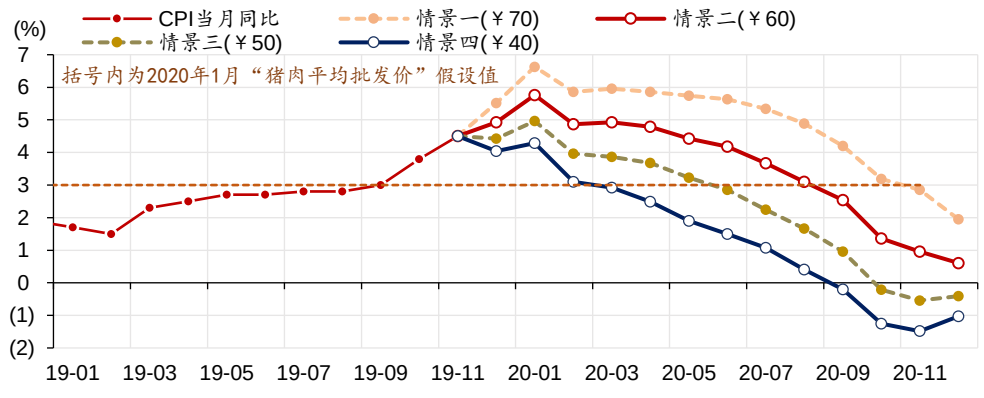


资料来源：Wind，华泰证券研究所

由于短期内生猪产能难以恢复，提前出栏等因素可能还会加大供求矛盾，11 月猪价回落可能只是“中场休息”，12 月初猪价已拐头向上，新一轮猪价攀升或已在蓄势阶段。

根据不同猪价路径假设测算出的 CPI 走势，目前仍保持这几点判断：**（1）2020 年 1 月是本轮 CPI 峰值，主要由于低基数与春节错期因素的叠加；（2）明年全年 CPI 呈下行走势，而猪价节奏决定了 CPI 在 3%以上停留的时间；（3）油价等非食品价格或成为明年影响 CPI 形态的关键因素。**

图表9： CPI 预测（2019 年 12 月-2020 年 12 月为预测值）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

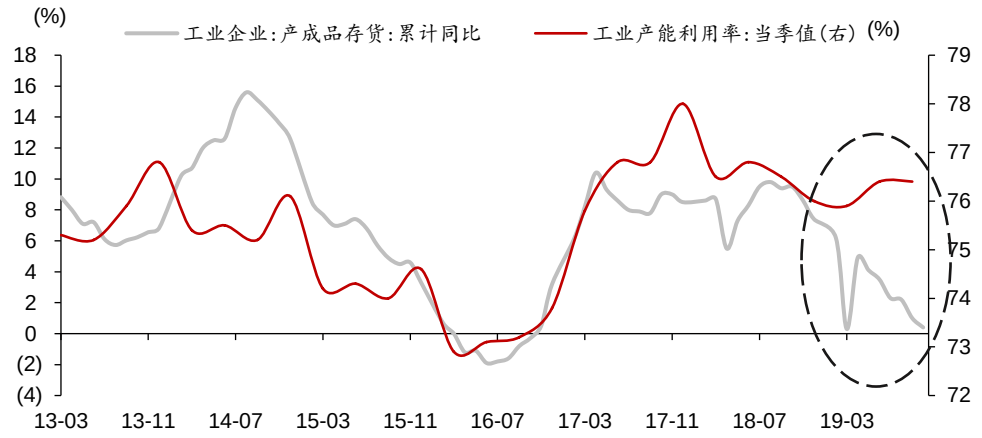
PPI：关注“低库存+高产能利用率”下的“高价格弹性”

虽然 PPI 尚未摆脱通缩现状，但后续快速反弹的风险更值得关注。其一，目前“库存向下”与“产能向上”的空间都处在极限压缩状态，若需求开始明显改善，或触发 PPI 向上的高弹性。甚至出现制造业扩产与库存周期回暖的共振表现。其二，目前需求端已经存在回暖迹象，国内基建发力的预期，随着政策造势已不断升温，12 月政治局会议又特别提出“加强基础设施建设”。外部主要经济体制造业 PMI 集体回暖，或反映外需开始改善。其三，12 月油价低基数是近期推动 PPI 同比走高的较确定性事件。后续因 OPEC+进一步减产、全球经济企稳等因素，还存在继续上行动能。

关注点一：低库存+高产能利用率=高价格弹性

本轮库存周期将在短期见底已是市场一致预期。主要在于：第一，本轮库存去化已接近 16 年以来历史底部，意味着进一步去库存的空间已经非常有限。第二，上游行业对需求的变化预期最为敏感，通常率先补库存。据统计局数据，上游采矿业的库存增速已经近 4 个月持续回升。第三，11 月 PMI 数据表现出“订单回暖、原材料库存回补、产成品库存继续去化”的特征。意味着，“主动去库存”或已切换至“被动去库存”阶段。历史经验显示，这一阶段伴随需求回暖，将在 1 个季度左右开始进入“主动补库存”。

图表10： 低库存叠加高能产能利用率



资料来源：Wind，华泰证券研究所

除了库存周期筑底有助于经济表现出韧性，当前“低库存与高产能利用率”的组合，存在高价格弹性的风险更值得警惕。本轮库存去化过程的特殊在于，产能利用率始终居高不下。

一方面，2016 年供给侧改革令工业过剩产能出清较为彻底。除了 2018 年环保政策倒逼下的技改投资，工业企业投资扩产的进度明显放缓，尤其是钢铁、煤炭等过剩行业在政策约束下只能够置换产能而不得新增产能。

另一方面，今年需求乏力但预期更弱。今年内外需求走弱是现实，但地产投资的韧性却一直强于社会各界的预期，尤其在地产政策持续收紧的背景下依然保持稳健增长。不同于去年土地购置费的支撑作用，今年建安成为房地产投资的主要拉动力，是对上游原材料形成真实需求的部分。在需求强于预期的情况下，库存持续去化而产能利用率处在高位，意味着企业对需求的预期过于悲观，产能维持在紧平衡状态而不愿扩张。

目前“库存向下”与“产能向上”的空间都处在极限压缩状态，若需求开始改善，将或触发工业品价格（PPI）向上高弹性。甚至出现制造业扩产与库存周期回暖的共振表现。

关注点二：需求回暖已有预兆

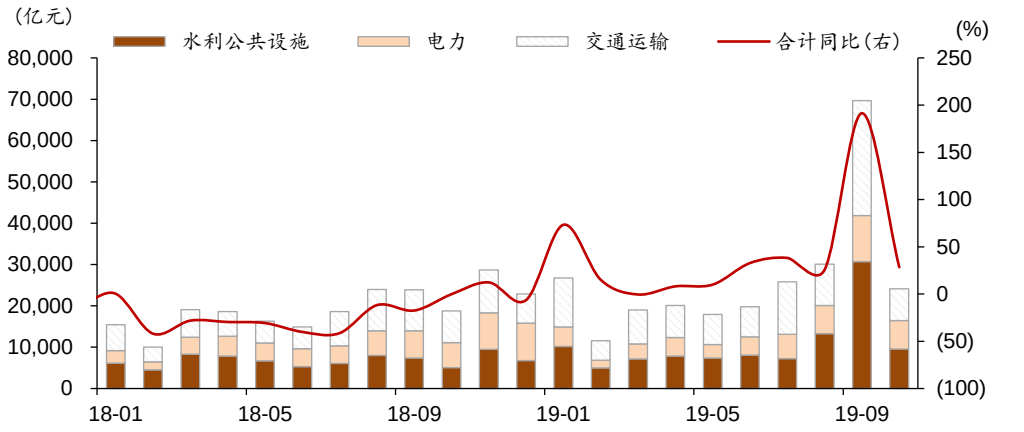
目前需求端已存在回暖迹象，加深了前述因素的担忧，PPI 可能出现反弹动能。

国内方面，基建发力的预期，随着政策造势已不断升温。今年 12 月份政治局会议又特别提出“加强基础设施建设”。

“地方专项债用作资本金+基建资本金要求下调”的组合，有助于改善缺少资本金问题，放大杠杆撬动配套融资。2018、2019 年基建投资受困于若干堵点而表现乏力，尤其存在项目缺少资本金的问题（详见 2019 年 12 月 9 日《基建的堵点与疏通》）。而今年国家从专项债政策调整、下调项目资本金限制等角度入手，避免资金闲置，改善资金来源。第一步，允许地方专项债资金可用作部分重大项目资本金。第二步，扩大专项债用作资本金范围、明确可用作资本金比例、确保资金聚力基建领域，并向“资金跟着项目走”的模式转变。第三步，调降基建类项目资本金比例要求，同时鼓励发行权益型工具筹措资本金。

明年初基建投资有望实现“开门红”。其一，专项债用作资本金政策的调整更加到位，“资金跟着项目走”的模式转变避免了资金闲置，明年有望进一步提高额度以释放政策红利。其二，相较于减税降费，明年财政预算可能更多向基建倾斜。其三，货币政策与政策性金融配合发力保障配套融资更加充分。9 月 PSL 在暂停了半年之后重新开始投放。其四，各地方项目上报已先行放量。其五，11 月 27 日，财政部提前下达 2020 年部分新增专项债务限额 1 万亿元。要求做好专项债券发行使用工作，早发行、早使用，确保明年初即可使用见效，确保形成实物工作量。

图表11： 基建项目加快上报预示基建投资反弹



资料来源：全国投资项目审批监管平台，华泰证券研究所

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_8460