

固定收益研究/动态点评

2019年10月15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: 非标范围终于明确》2019.10
- 2 《固定收益研究: 峰回路转现缓和》2019.10
- 3 《固定收益研究: 听其言更要观其行》2019.10

实需与食品“冰火两重天”

——2019年9月通胀数据点评

核心观点

9月CPI同比3%，走高0.2个百分点，环比0.9%，高于季节性。821国常会部署“稳猪价”后，政策措施密集出台短暂平抑了猪价涨势，环比涨幅收窄，但肉类联动涨价现象愈演愈烈，我们测算明年1月CPI挑战4%，全年呈下行走势。9月PPI同比-1.2%，回落0.4个百分点。耐用消费品环比涨0.1%，较上月显著提速，或反映消费需求边际改善。国内经济下行压力仍大，PPI通缩问题值得担忧，逆周期调控政策仍有加码必要性。CPI破3心理影响大，货币政策取向可能以结构性为主。预计央行加大PSL投放力度，政策性银行为专项债项目提供配套融资，撬动资金杠杆助力基建。

9月CPI同比达3%，肉类联动涨价是主要拉动力

9月CPI同比3%，走高0.2个百分点，环比0.9%，高于历史同期水平。核心CPI同比持平于上月。其中，CPI食品同比11.2%，环比3.5%。“821国常会”部署“稳猪价”后，政策措施的密集出台短暂平抑了猪价涨势，环比涨幅收窄，但肉类联动涨价现象愈演愈烈。蔬菜与鲜果环比降价，表现弱于季节性，前期高菜价刺激扩种意愿、今年旱涝灾害弱于去年同期等因素叠加下，菜价果价同比继续大幅走低。CPI非食品同比1%，环比0.2%。其中，服务类分项普遍涨价，食品端涨价继续向服务价格传导。

9月PPI同比回落，耐用品涨价或反映消费边际改善

9月PPI同比-1.2%，回落0.4个百分点，环比0.1%。其中，生产资料同比-2%，环比持平。农副产品环比2.2%涨幅仍大，黑色环比-1%降幅显著。农副产品持续受成本端走高影响，已持续7个月涨价。9月中旬沙特石油设备遭袭引发国际油价上涨，但后续未出现升级发酵，需求不足导致油价重新回落。生活资料同比1.1%，环比0.5%。耐用消费品环比涨0.1%，较上月提速0.6个百分点，或反映消费需求边际改善。

CPI展望：2020年1月挑战4%，全年呈下行走势

客观上猪肉供求矛盾的进一步加剧，导致10月猪价涨势再次扩大。基于对猪肉价格走势预测，测算显示10月CPI同比微升至3.1%，而2020年1月可能是本轮CPI压力最大时点，在翘尾与春节因素叠加下或挑战4%。虽然本轮猪周期仍或在高位维持较长时间，但今年猪价基数逐月走高决定了明年CPI同比的压力会逐步缓解。测算显示，1月高点过后，全年CPI将持续走低，但下行节奏值得关注（CPI仍可能连续多月运行在3%以上），肉类联动涨价与地缘政治引发油价上行的风险值得警惕。

PPI展望：实体通缩压力仍在，年末或因低基数提振

目前PPI呈现实体通缩现象。全球增长动能不足导致大宗商品需求疲弱。外需不足与关税层层加征导致出口承压，房地产融资政策强收紧，投资增速下移的方向难改。居民消费与制造业投资逆势回暖的阻力较大。PPI通缩与工业企业盈利增长不足的现状还难以好转，本轮库存周期仍处在主动去库存阶段。预计10月PPI同比继续下探，年末PPI因油价低基数或存在提振。但政策中性情况下，预计到2020年中PPI仍维持低迷态势。

货币政策启示

经济下行压力仍大，PPI通缩问题值得担忧，逆周期调控政策仍有加码必要性，以确保2020年实现GDP翻番目标。眼前CPI破3%的压力本质源于供给端，解决思路是保障供应而非抑制总需求，但破3对心理影响大，或提高通胀预期，货币政策取向可能以结构性为主。9月份金稳委两次召开会议，强调加大逆周期调节力度。预计央行将加大PSL投放力度，政策性银行为专项债项目提供配套融资，撬动专项债资金杠杆助力基建投资。

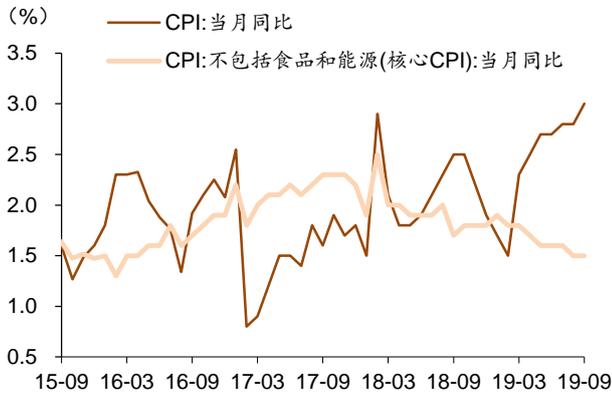
风险提示：肉类联动涨价超预期、地缘政治引发油价快速上涨。

9月通胀概览

9月CPI同比3%，市场预期2.8%，前值2.8%；环比0.9%。

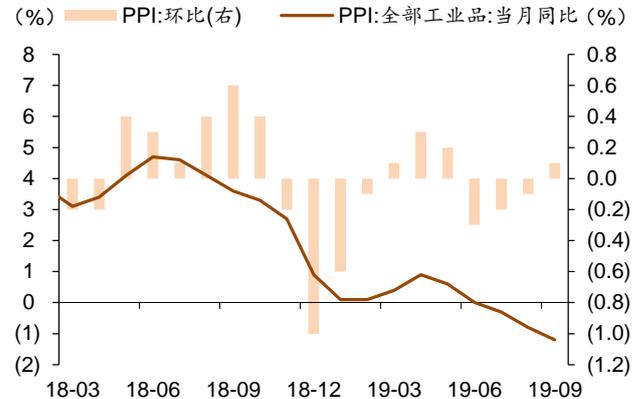
9月PPI同比-1.2%，市场预期-1.3%，前值-0.8%；环比0.1%。

图表1：CPI走高，核心CPI走平



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表2：PPI同比下行，环比回升



资料来源：Wind，华泰证券研究所

9月CPI同比达3%，肉类联动涨价是主要拉动力

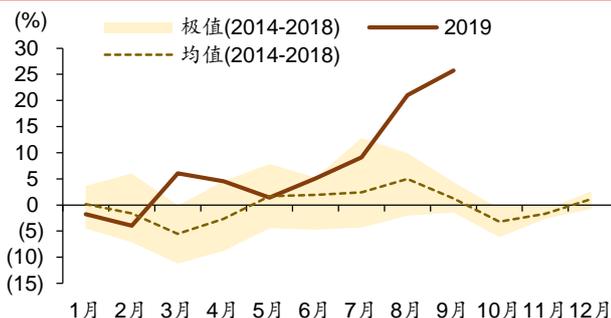
9月CPI同比3%，较上月走高0.2个百分点，其中翘尾因素约-0.1%。CPI环比0.9%，环比走高且高于历史同期水平（过去5年均值0.5%）。核心CPI同比1.5%，持平于上月。

分项来看：

9月CPI食品同比11.2%，环比3.5%（过去5年同期均值1.1%）。肉类环比涨幅仍普遍高于季节性表现。“821国常会”部署“稳猪价”后，各部委密集出台生猪养殖扶持政策，同时加快进口与储肉投放。政策措施的密集出台暂时平抑了猪价涨势，环比较前月收窄3.4个百分点，但涨幅仍高。而肉类持续联动涨价的现象愈演愈烈，加剧了通胀压力。蔬菜与鲜果环比降价，表现弱于季节性，对通胀起到对冲降温效果。前期高菜价刺激扩种意愿、今年旱涝灾害弱于去年同期等因素叠加下，菜价果价同比继续大幅走低，分别较上月降11、16.3个百分点。

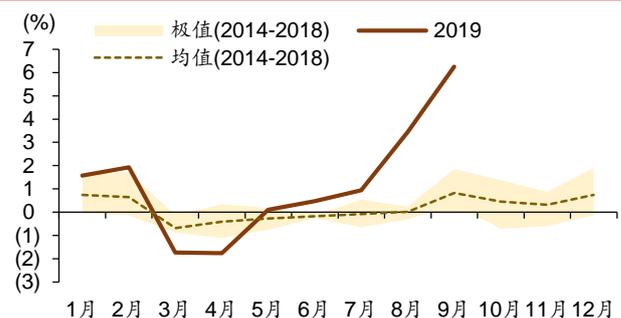
9月CPI非食品同比1%，环比0.2%（过去5年同期均值0.3%）。其中，服务类分项普遍涨价，食品端涨价继续向服务价格传导。其他用品和服务环比0.9%，自6月份以来环比涨幅持续超出历史季节性。而教育、衣着环比涨价、旅游降价等现象受暑期结束与换季因素影响，符合季节性表现。

图表3：猪肉价格环比表现（农业部：平均批发价）



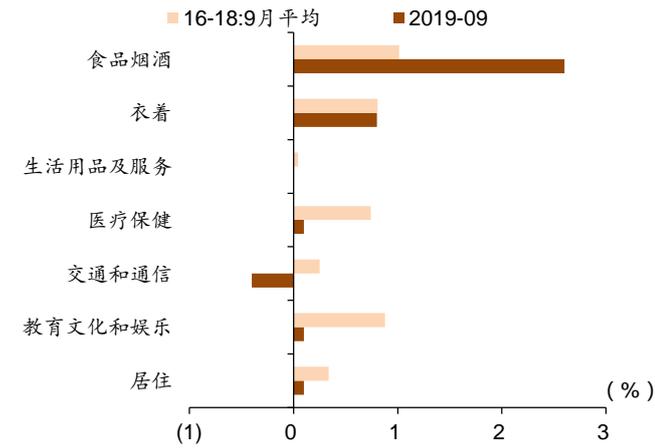
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表4：牛肉价格环比表现（农业部：平均批发价）



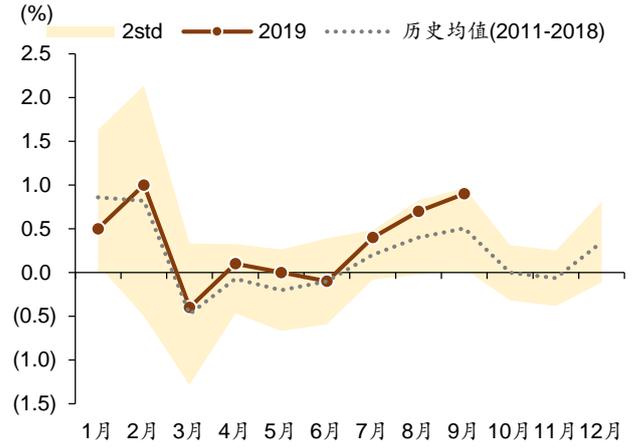
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表5: CPI分项环比, 食品烟酒显著高于季节性



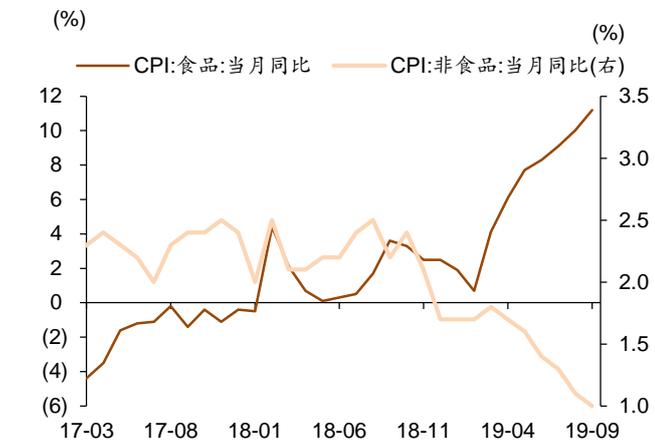
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表6: CPI环比季节性



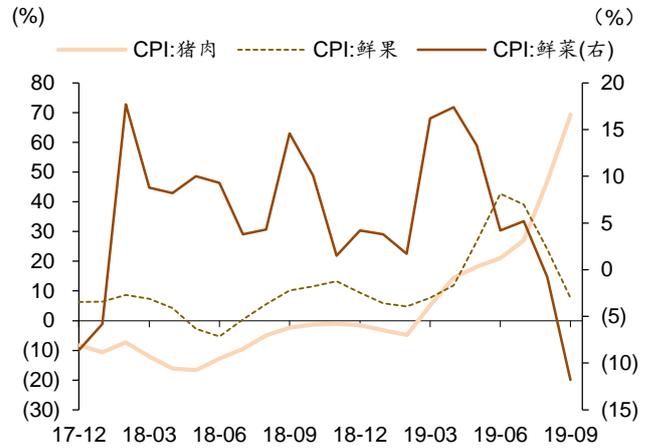
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表7: CPI食品与非食品同比剪刀差继续走扩



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表8: CPI猪肉同比走高、鲜菜鲜果同比回落



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

9月PPI同比回落, 耐用品涨价或反映消费边际改善

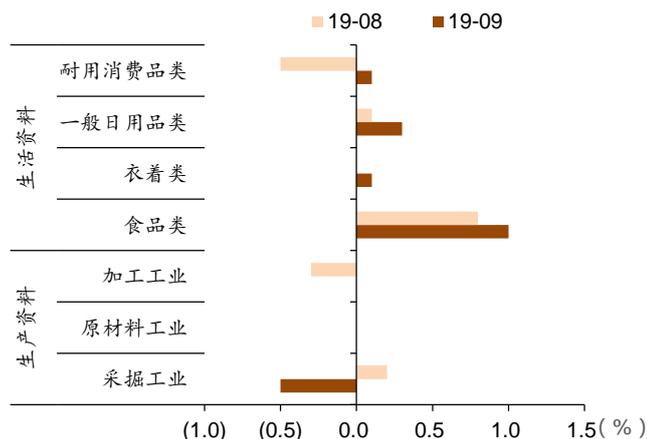
9月PPI同比-1.2%，较上月回落0.4个百分点，其中翘尾因素约-0.8%。环比0.1%，环比较上月走高0.2个百分点。

分项来看：

9月PPI生产资料同比-2%，环比持平。其中，采掘环比-0.5%，原材料、加工工业环比持平。分产品看，农副产品环比2.2%涨幅仍大，黑色环比-1%降幅显著。农副产品持续受成本端走高影响，已持续7个月涨价。9月中旬沙特石油设备遭袭引发国际油价上涨，但后续恐袭事件未出现升级发酵，且产能较快恢复、全球需求不足导致油价重新回落。

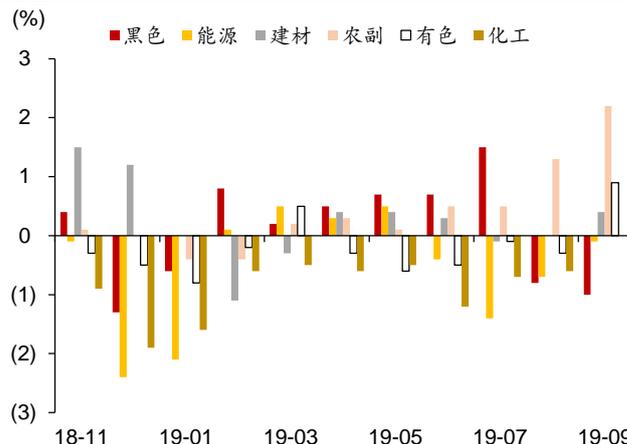
9月PPI生活资料同比1.1%，环比0.5%。分项中，食品环比大幅涨1%，受肉类持续快速涨价带动。耐用消费品环比涨0.1%，一般消费品环比涨0.3%。耐用品环比较上月提速0.6个百分点，或反映消费需求边际改善。

图表9: PPI分项环比



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表10: 9月PPIRM, 农副食品环比涨幅高

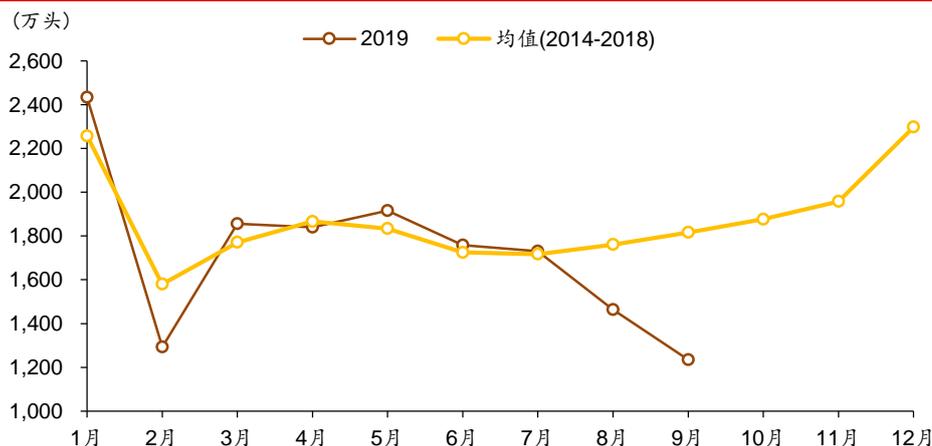


资料来源: Wind, 华泰证券研究所

CPI展望: 2020年1月挑战4%, 全年呈下行走势

我们对猪周期的看法是, 当前供求格局仍在趋紧阶段, 本轮猪周期高位运行或将延续至2020年下半年。去年8月非洲猪瘟疫情引发国内生猪与能繁母猪存栏快速下降, 猪肉产能被动收缩。生猪存栏决定的是半年以内的猪肉供给, 而养殖周期决定了能繁母猪存栏变化影响未来10-15个月左右的猪肉供给。我们认为, 今年上半年的涨价行情主要因存量生猪供给趋紧, 但自8月份以来可能切换至因母猪存栏下降, 导致生猪供给无法衔接的阶段, 这意味着供求矛盾短期内还会继续演化。我们以“规模以上生猪定点屠宰企业屠宰量”历史均值衡量猪肉需求, 今年值衡量目前供给, 可以看到8、9月份供求缺口开始显著扩大, 两个月生猪累计缺口近900万头。而猪肉进口难以弥补缺口, 历史上我国猪肉净进口占比国内消费量最高仅达3.5%。但政策扶持、猪瘟疫情缓解、养殖盈利扩大等因素下, 养殖户的补栏热情已处在修复阶段(9月母猪存栏环比降幅收窄6.3个百分点), 母猪存栏量有望在四季度企稳。根据周期时间推断, 生猪出栏的恢复可能要在2020年下半年甚至年末出现, 在此之前猪价仍可能维持高位运行。

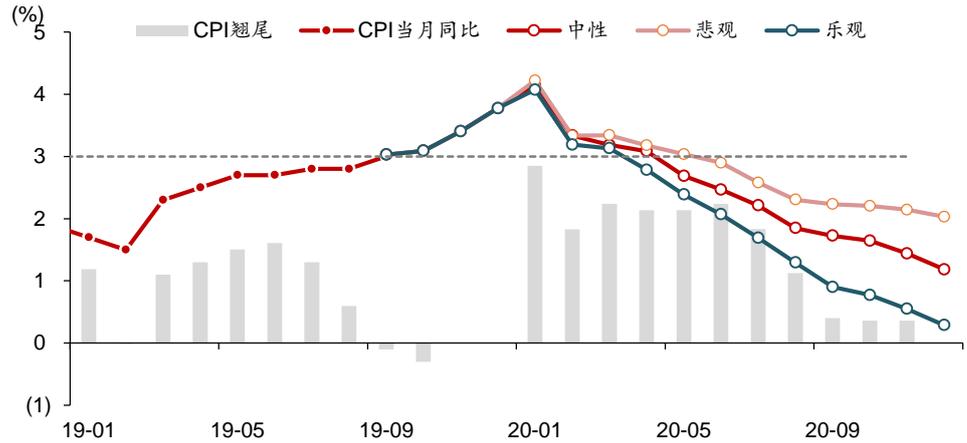
图表11: 猪肉供求缺口放大(规模以上生猪定点屠宰企业屠宰量)



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

客观上猪肉供求矛盾的进一步加剧, 导致10月猪价涨势再次扩大。基于对猪肉价格走势的预测, 测算显示10月CPI同比微升至3.1%, 而2020年1月可能是本轮CPI压力最大时点, 在翘尾与春节因素叠加下或挑战4%。虽然本轮猪周期仍或在高位维持较长时间, 但今年猪价基数逐月走高决定了明年CPI同比的压力会逐步缓解。我们测算显示, 1月高点过后, 全年CPI将持续走低, 但下行节奏值得关注(CPI仍可能连续多月运行在3%以上), 肉类联动涨价与地缘政治引发油价上行的风险值得警惕。

图表12: CPI 测算 (2019年10月-2020年12月为测算值)

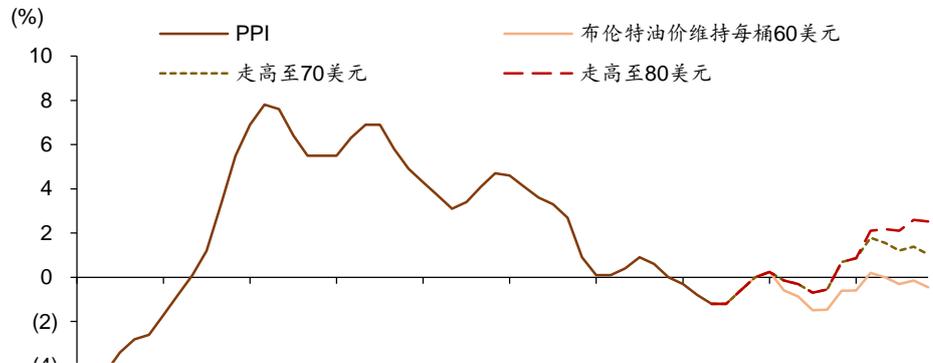


资料来源: Wind, 华泰证券研究所

PPI 展望: 实体通缩压力仍在, 年末或因低基数提振

虽然 CPI 压力显著, 但目前 PPI 却呈现实体通缩现象。全球增长动能不足导致大宗商品需求疲弱。10 月 IMF 新任总裁演讲中指出, 贸易摩擦正在导致全球经济同步放缓, 全球贸易增长几乎停滞。在外需不足与前期美国对华关税层层加征的背景下, 我国出口继续承压 (9 月美元计出口同比回落 2.2 个百分点至 -3.2%)。而房地产融资政策强收紧, 地产投资增速下移的方向难改, 经济上行空间被制约。居民消费与制造业投资反映经济内生动力, 在下行周期中逆势回暖的阻力较大。因而, **PPI 通缩与工业企业盈利增长不足的现状还难以好转, 本轮库存周期仍处在主动去库存阶段。预计 10 月 PPI 同比继续下探, 年末 PPI 因油价低基数或存在提振。但政策中性情况下, 预计到 2020 年中 PPI 仍维持低迷态势。**

图表13: PPI 测算 (2019年10月-2020年12月为测算值)



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_9661



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn