

2016 年 3 月 10 日

宏观

固定收益研究组

陈健恒

分析师，SAC 执业证书编号：
S0080511030011
SFC CE Ref: BBM220
chenjh@cicc.com.cn

范阳阳

分析师，SAC 执业证书编号：
S0080514040001
Yangyang.Fan@cicc.com.cn

不是通胀，预计二季度 CPI 加速回落

2 月通胀数据点评

事件

2 月 CPI 同比增长 2.3%，PPI 同比下降 4.9%。

评论

2 月 CPI 同比上涨 2.3%，高于市场预期，主要是蔬菜价格大幅上涨推升通胀；2 月 PPI 同比下降 4.9%，基本符合市场预期，黑色和有色产品对工业品价格形成支撑。短期来看，蔬菜价格下降速度较慢，3 月 CPI 同比降幅或有限，但二季度以后加速回落的可能性大；低库存继续支撑工业品价格，PPI 同比增速或将逐步回升，工业品通缩也将继续改善。尽管受到短期扰动，但通胀的趋势仍然是向下。考虑经济仍在下行，而二季度工业改善空间有限，货币仍需要继续放松，收益率向下空间仍较大。

具体而言：

1、蔬菜上涨大幅推升通胀

今年 1 月下旬寒流天气大幅推升蔬菜价格，今年 2 月下旬以后蔬菜价格逐步有所回落，但回落幅度仍然较弱，整个 2 月蔬菜平均价较 1 月平均价大幅上涨 29.9%，对通胀形成大幅带动。我们估计剔除蔬菜的 CPI 同比上涨约 1.5%，不含蔬菜的通胀仍处于相对低位。受春节因素影响，2 月猪肉价格环比涨幅较大，水产品 and 水果也季节性上涨，对通胀也形成一定贡献。非食品方面，服务价格环比涨幅弱于考虑春节后的季节性，服务价格同比出现回落；房租价格环比涨幅有所扩大，衣着价格季节性下跌，部分服务价格受春节影响涨幅较大。就 3 月来看，蔬菜价格下降仍然较慢，这可能导致通胀下行低于预期，初步预计 3 月 CPI 同比降至 2% 附近。

2、工业品通缩有所改善

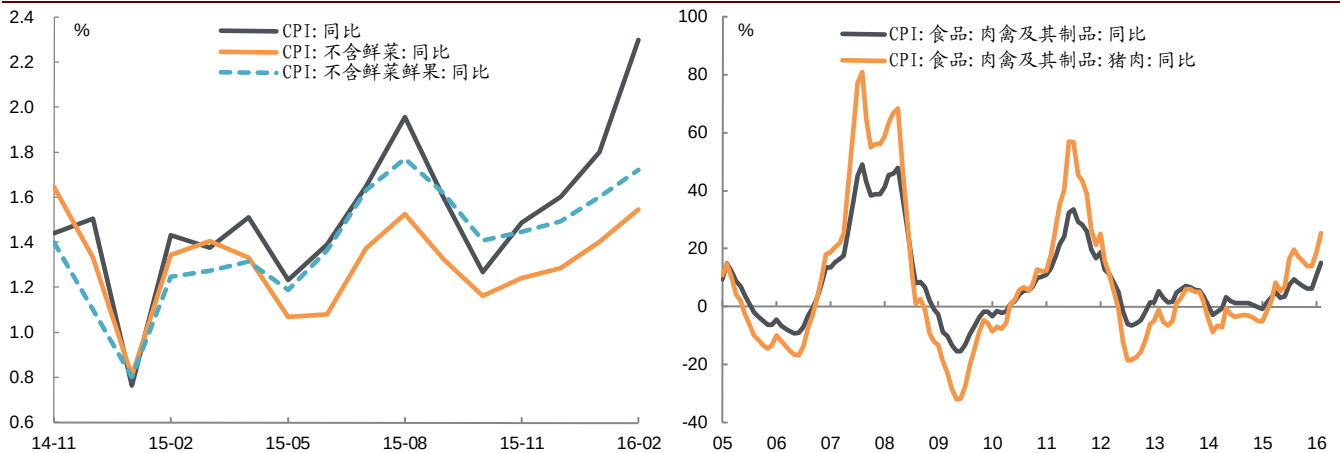
黑色方面，尽管钢材价格上涨企业盈利改善，但钢厂复产面临资金等各种困难，钢材产出增加不明显，钢厂和贸易商库存持续较低，这继续支撑钢材价格上涨，铁矿石价格则受益于复产预期而大幅上涨，内矿业受到一定支撑；有色方面，供给收缩继续支撑有色金属价格强势，铝受益于国内电解铝减产，锌受益于国外矿山减产；能化方面，煤炭企业长期亏损导致减产增加，从煤矿到港口动力煤库存均处于低位，低库存支撑价格企稳，2 月国际原油价格有所回升，但国内原油和成品油出厂价滞后降幅较大。就 3 月来看，黑色价格涨幅扩大，有色价格小幅上行，能化价格加速上涨，预计 3 月 PPI 环比转正，同比增速或升至 -4.4% 附近，工业品通缩继续改善。

3、二季度通胀或加速回落

受今年 1 月下旬寒流天气影响，蔬菜价格出现大幅异常上涨，导致整个一季度通胀处于相对高位。不过，剔除蔬菜的通胀仍处于低位，随着蔬菜价格逐步下降，通胀将受到向下拖累，当然具体节奏目前仍不好把握。就二季度而言，重点关注两点，一是猪肉价格，二是居住价格。春节过后猪肉价格仍处于高位，这主要可能是春节前生猪大量出栏的结果，从去年下半年补栏情况来看，3~4 月生猪出栏仍难以显著增加，但 5 月以后供给将逐步改善，猪肉价格继续上涨空间较为有限。受房价上涨带动，最近房租价格开始上涨，但考虑城市间分化，全国房租整体上涨有限，不会对通胀形成明显带动。预计短期通胀仍受蔬菜支撑，但二季度通胀可能加速回落。

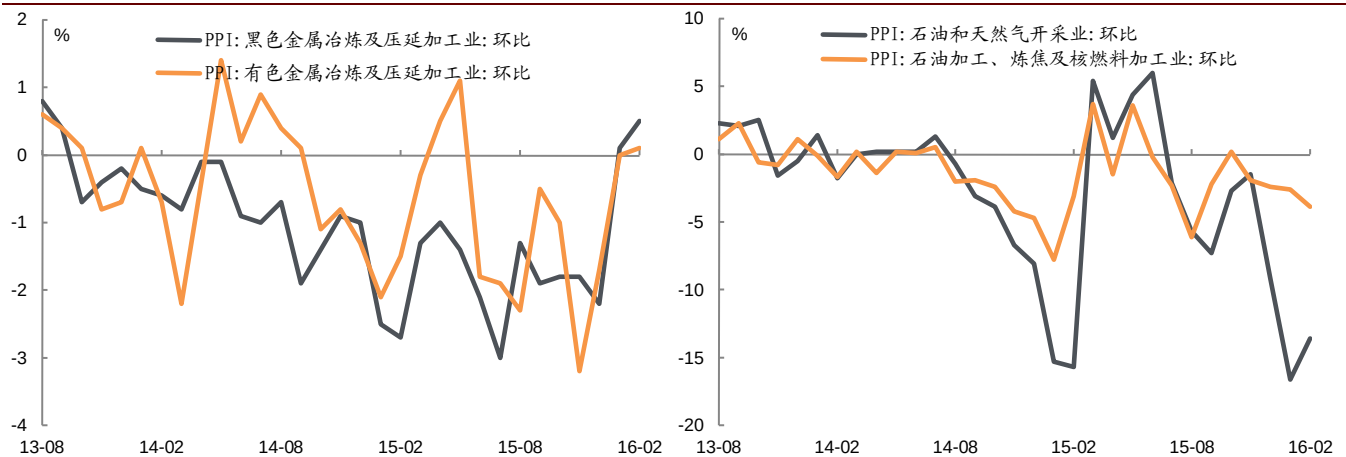


图表 1: 不含蔬菜的 CPI 同比仍在低位 (左), 猪肉价格上涨对通胀形成一定带动 (右)



资料来源: CEIC, 万得资讯, 中金公司研究

图表 2: 黑色金属和有色金属价格逐步回升 (左), 能源产品价格继续大幅下降 (右)



资料来源: CEIC, 万得资讯, 中金公司研究



法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中国国际金融香港证券有限公司的销售交易代表。本报告作者的香港证监会中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。本报告无意也不应，以直接或间接的方式，发送或传递给任何位于新加坡的其他人士。

本报告由受金融市场行为监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访问 http://research.cicc.com/disclosure_cn，亦可参见近期已发布的相关个股报告。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V150707

编辑：张莹



北京

中国国际金融股份有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司
深圳市福田区深南大道7088号
招商银行大厦25楼2503室
邮编: 518040
电话: (86-755) 8319-5000
传真: (86-755) 8319-9229

上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

Singapore

China International Capital Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

United Kingdom

China International Capital Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

上海德丰路证券营业部

上海市奉贤区德丰路299弄1号
A座11楼1105室
邮编: 201400
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 6887-5123

南京汉中路证券营业部

南京市鼓楼区汉中路2号
亚太商务楼30层C区
邮编: 210005
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞
蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

宁波扬帆路证券营业部

宁波市高新区扬帆路999弄5号
11层
邮编: 315103
电话: (86-0574) 8907-7288
传真: (86-0574) 8907-7328

北京科学院南路证券营业部

北京市海淀区科学院南路2号
融科资讯中心A座6层
邮编: 100190
电话: (86-10) 8286-1086
传真: (86-10) 8286-1106

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

武汉中南路证券营业部

武汉市武昌区中南路99号
保利广场写字楼43层4301-B
邮编: 430070
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

云浮新兴东堤北路证券营业部

云浮市新兴县新城镇东堤北路温氏科技园服务
楼C1幢二楼
邮编: 527499
电话: (86-766) 2985-088
传真: (86-766) 2985-018

福州五四路证券营业部

福州市鼓楼区五四路128-1号恒力城办公楼
38层02-03室
邮编: 350001
电话: (86-591) 8625 3088
传真: (86-591) 8625 3050

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

大连港兴路证券营业部

大连市中山区港兴路6号
万达中心16层
邮编: 116001
电话: (86-411) 8237-2388
传真: (86-411) 8814-2933

长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号
证券大厦附楼三楼
邮编: 410001
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8446-2455

