宏观研究

通缩加速

2020 年 06 月 10 日

分析师：李奇霖
执业编号：S0300517030002
电话：010-66235770
邮箱：liqilin@ykzq.com

分析师：张德礼
执业编号：S0300518110001
电话：010-66235780
邮箱：zhangdeli@ykzq.com

近期报告

《总需求不足才是核心矛盾》2020-05-15

《完善社会主义市场经济体制七大看点》2020-05-19

《粤港澳大湾区如何打造科技产业高地》2020-05-25

《看上去很美的 PMI》2020-05-31

《千年商都广州，如何出彩出新——粤港澳大湾区研究系列之 17》2020-06-04

投资要点

通缩加剧

在前期报告中，我们提示要防范通缩风险，并在 4 月的物价数据点评报告中，指出通缩趋势已经明确。站在当前这个时点，我们认为通缩的风险在进一步加剧。

首先，去库存仍然是企业面临的重点任务。4 月工业企业产成品存货累计同比，尽管从 14.9%下降到 10.6%，但仍然在两位数以上。如果再考虑到工业企业产成品库存是按价值统计的，会受价格的影响，在工业品通缩的情况下，工业品实际的库存规模，要比名义值高。

其次，目前的终端需求并不强。5 月官方 PMI 数据，呈现出生产强、库存下降、价格上涨的组合，这意味着短期的需求确实不弱。但需求恢复，主要由房地产和基建等贡献，消费和出口并不强，总的需求也很难说强劲。

最后，可贸易部门萎缩，劳动力向服务业转移，拉低服务价格的同时，灵活就业人数的增加，也会降低一些食品和工业消费品的价格。

风险提示：

原油减产超预期

图表目录

图表 1： 工业企业产成品存货同比尽管 4 月有所下滑，但仍然处于高位..... 4

5 月 CPI 同比 2.4%，相比于前值 3.3%明显回落，和 1 月的高点 5.4%下降了 3 个百分点。翘尾为 3.2%，新涨价因素为-0.8%，这是今年新涨价因素首次为负。

天气转暖和生猪补栏，带动 5 月 CPI 环比下降 0.8%，和前三年 5 月的均值-0.1%相比，明显要更低。CPI 食品项环比下降 3.5%，拖累 5 月 CPI 环比下降 0.78 个百分点。其中，生猪存栏量同比从 2019 年四季度的-27.5%大幅收窄至今年一季度的-14.4%，相关上市公司的生猪出栏数据显示二季度生猪出栏规模继续大幅回升，生猪补栏和猪肉供给增加，外加猪肉消费进入淡季，带动 CPI 猪肉项环比下跌 8.1%。此外随着气温回升，蔬菜进入快速生长期，市场供应充足，鲜菜价格环比继续下降 12.5%，降幅有所扩大。

5 月 CPI 食品烟酒项同比上涨 8.5%，影响 CPI 同比上涨 2.55 个百分点。猪肉项同比从 96.9%下滑到 81.7%，相比于 2 月的高点 135.2%下滑了 53.5 个百分点。尽管如此，猪肉仍然是 CPI 的最核心支撑因素，拉动 CPI 同比上涨 1.98 百分点，贡献率为 82.5%，高于 4 月的 71.5%。

去年 4 月中旬水果价格开始暴涨，当年 5 月 CPI 鲜果项的环比高达 10.1%。而今年 5 月水果价格基本平稳，鲜果项环比只有-0.8%，高基数下同比从-10.5%进一步下滑到-19.3%。

除食品烟酒外的七大项，同比下降 0.2%。5 月国际油价大幅反弹，布伦特原油期货活跃合约结算价，从 4 月末的 25.34 美元/桶，上涨到 5 月末的 34.89 美元/桶，涨幅达 37.8%。但在现行的国内成品油定价机制下，国际油价低于 40 美元/桶时，国内成品油价格不做调整。因此 5 月交通工具用燃料环比为 0.0%，基数因素影响下同比从-20.5%扩大至-22%。

国内疫情已基本得到控制，口罩等医疗物资的产能快速恢复，因此 5 月 CPI 医疗保健项环比从 0.2%收窄到 0.0%，同比从 2.2%下滑至 2.1%。

5 月核心 CPI 同比为 1.1%，较 4 月持平。反映了复工复产有序推进，但终端需求不足的矛盾，核心 CPI 同比可能持续处于低位。

5 月 PPI 环比降幅从-1.3%收窄至-0.4%，但受基数影响同比降幅扩大至-3.7%。和以往一样，PPI的波动主要由生产资料贡献，5月生产资料环比、同比分别为-0.5%和-5.1%，而前值分别是-1.8%和-4.5%。

从 5 月 PPI 数据，我们至少可以解读到以下三点信息。

第一，工业品的涨价集中在中上游。5 月黑色金属冶炼和压延加工业、非金属矿物制品业的 PPI 环比分别为 0.1%、0.6%，均较上月有所回升，和高频数据的趋势一致。这很大程度上是因为，目前国内的需求复苏，以房地产和基建为代表的固定资产投资，比消费和出口恢复得更快。4 月和 5 月的建筑业新订单指数分别为 53.2 和 58.0，比制造业和非制造业的新订单指数都要高得多。

第二，5 月 PPI 环比降幅收窄，和油价反弹有很大关系。5 月在国际油价反弹的带动下，石油和天然气开采业、石油煤炭及其他燃料加工业、化学原料及化学制品制造业 PPI 环比降幅分别收窄了 26.6、5.0、1.8 个百分点，是 5 月 PPI 环比改善的重要影响因素。

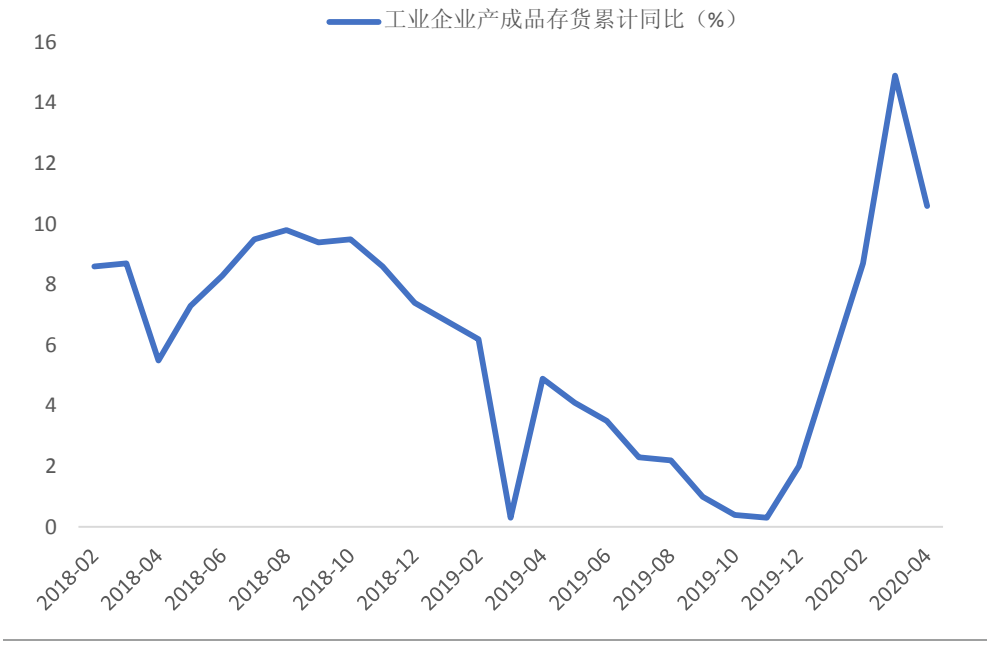
第三，工业消费品的需求羸弱。5 月生活资料 PPI 环比为-0.5%，其中耐用品 PPI 环比为-0.2%，连续第 8 个月为负值。反映了终端需求不足的情况下，工业消费品供给过剩的局面，并没有得到缓解，疫情冲击后甚至有加深的趋势。

在前期报告中，我们提示要防范通缩风险，并在 4 月的物价数据点评报告中，指出

通缩趋势已经明确。站在当前这个时点，我们认为通缩的风险在进一步加剧。

首先，去库存仍然是企业面临的重点任务。4 月工业企业产成品存货累计同比，尽管从 14.9%下降到 10.6%，但仍然在两位数以上。如果再考虑到工业企业产成品库存是按价值统计的，会受价格的影响，在工业品通缩的情况下，工业品实际的库存规模，要比名义值高。

图表1：工业企业产成品存货同比尽管 4 月有所下滑，但仍然处于高位



资料来源：Wind，粤开证券研究院

其次，目前的终端需求并不强。5 月官方 PMI 数据，呈现出生产强、库存下降、价格上涨的组合，这意味着短期的需求确实不弱。但需求恢复，主要由房地产和基建等贡献，消费和出口并不强，总的需求也很难说强劲。

去年 11 月到今年 1 月，市场对经济是否出现复苏有很多讨论，当时的制造业新订单指数在 51.2-51.4 之间小幅波动。今年在疫情冲击、需求冻结后，4 月和 5 月分别只有 50.2 和 50.9，制造业新订单的恢复节奏，比正常经济周期复苏阶段的初期还要慢。

最后，可贸易部门萎缩，劳动力向服务业转移，拉低服务价格的同时，灵活就业人数的增加，也会降低一些食品和工业消费品的价格。

根据统计，出口产业链直接和间接的就业人数 1.8 亿人，海外需求收缩，以及全球经济衰退后的贸易摩擦加剧，影响中国的可贸易部门就业，尤其是劳动密集型产业就业。可贸易部门岗位需求减少后，劳动力将以更为灵活的方式向服务业转移，比如兼职、从事个体经营等，这会拉低服务价格。

今年 9 月，CPI 同比预计将转负。7 月开始 CPI 翘尾将快速回落，从 7 月的 2.9%降低到 9 月的 1.3%，10 到 12 月则分别只有 0.4%、0.0%和 0.0%。今年 5 月的新涨价已经降到了-0.8%，如果后续供过于求的局面未能改善，CPI 环比继续弱于季节性，9 月 CPI 同比大概率将转负。

分析师简介

李奇霖，粤开证券首席经济学家、研究院院长，董事总经理，证书编号：S0300517030002。
张德礼，中央财经大学经济学硕士，2017 年 3 月加入粤开证券，现任首席宏观分析师，证书编号：S0300518110001。

研究院销售团队

北京 王爽 010-66235719 18810181193 wangshuang@ykzq.com

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。
本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入：相对大盘涨幅大于 10%；
增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；
持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；
减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；
中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。

免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司（以下简称“粤开证券”）提供，旨为派发给本公司客户使用。未经粤开证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于粤开证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。粤开证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“粤开证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

联系我们

广州市黄浦区科学大道 60 号开发区金控中心 21-23 层

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼 2 层

上海市浦东新区源深路 1088 号平安财富大厦 20 层

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10 层

网址：www.ykzq.com