宏观研究

通缩趋势已经明确

2020 年 05 月 12 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

《江浙地区的小微金融给我们什么启示》2020-03-20

《粤港澳大湾区制造业如何转型升级——粤港澳大湾区研究系列之 13》2020-03-25

《赤字、特别国债与消费驱动》2020-03-27

《52 的 PMI 意味着经济复苏吗》2020-03-31

《深圳如何建设先行示范区——粤港澳大湾区研究系列之 14》2020-03-31

投资要点

通缩趋势已经明确

PPI 的通缩压力将进一步加剧，而 CPI 的通缩压力将在数据上体现得更明显，通缩趋势已经明确。

一是今年 7 月起，CPI 的翘尾将下降到 3%以下。4 月 CPI 翘尾 3.2%，新涨价因素只有 0.1%，翘尾将继续是后续影响 CPI 同比的重要组成。根据计算，今年 5 月、6 月 CPI 翘尾依然有 3.2%和 3.3%，但 7 月开始快速回落。

二是海外疫情扩散对出口的影响还没有完全体现，5 月开始中国出口增速可能会明显回落，一些消费品在国内供过于求，从而有降价压力。

三是高社融对总需求的拉动可能有限。4 月金融数据亮眼，新增社融 3.1 万亿，其中贷款新增 1.7 万亿，均大超市场预期，这种信用周期再扩张的趋势，主要由政府基建和居民购房恢复驱动。但在就业压力下，消费报复性恢复难以持续。在不看好未来需求的情况下，企业增加资本开支的意愿也不足。4 月 M1 环比下降 4850 亿，M1 同比虽从 5.0%上升到 5.5%，但主要由翘尾推动（翘尾从 5.2%提高到 6.6%），且 M1-M2 剪刀差的跌幅扩大，企业拿到资金后的实际使用效率在下降。

在预期悲观的情况下，高社融对实体经济的拉动作用，可能要比经验规律显示的要弱得多，总需求可能持续低迷，这加大了通缩压力。

风险提示：

原油减产超预期

图表目录

图表 1： 7 月开始 CPI 翘尾将快速回落 4
图表 2： 中韩两国的新冠肺炎政府响应严厉指数 5

4 月 CPI 同比 3.3% ,较前值 4.3%明显回落 ,也低于市场预期的 3.7%。翘尾为 3.2%，新涨价因素为 0.1%。

交通物流恢复、天气转暖和生猪补栏，带动 4 月 CPI 环比下降 0.9%，跌幅明显大于前三年 4 月的均值 0%。CPI 食品项环比下降 3.0%，拖累 4 月 CPI 环比下降 0.7 个百分点。其中，天气转暖后鲜菜供应量增加，鲜菜项环比在 3 月下跌 12.2%的基础上，4 月继续下跌 8.0% ;能繁母猪存栏 2019 年 9 月见底后持续增加 ,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%，生猪补栏和猪肉供给增加，带动 CPI 猪肉项环比下跌 7.6%。

4 月 CPI 食品烟酒项同比 11.3%，影响 CPI 同比上涨 3.4 个百分点。猪肉项同比从 116.4%下滑到 96.9%，同比涨幅今年首次降到 100%以内，但猪肉仍是 CPI 的最核心支撑，拉动 CPI 同比上涨 2.36 个百分点，贡献率达 71.5%，甚至比 3 月的 64.9%还高。去年 4 月中旬水果价格开始暴涨，高基数下 CPI 鲜果项同比跌幅，从 3 月的 6.1%扩大至 10.5%。

除食品烟酒外的七大项，同比下降 0.1%。由于国际油价下跌，CPI 交通和通信项的同比，从-3.8%下滑至-4.9%，其中交通工具用燃料项同比从-14.6%大跌到-20.5%。CPI 其它用品和服务同比 4.8%，是除食品烟酒项外的七大项中同比涨幅最大的，可能和疫情之下，一些服务涨价有关。

4 月核心 CPI 同比 1.1%，较 2 月小幅回落 0.1 个百分点，创 2013 年有统计以来的次低，仅高于今年 2 月的 1.0%。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。

4 月 PPI 环比-1.3%，同比-3.1%，两者的跌幅都在扩大，表明工业品通缩加剧。和以往一样，波动主要由生产资料贡献，4 月它的环比、同比分别为-1.8%和-4.5%，而前值是-1.2%和-2.4%。

关于 PPI，我们需要关注两点：

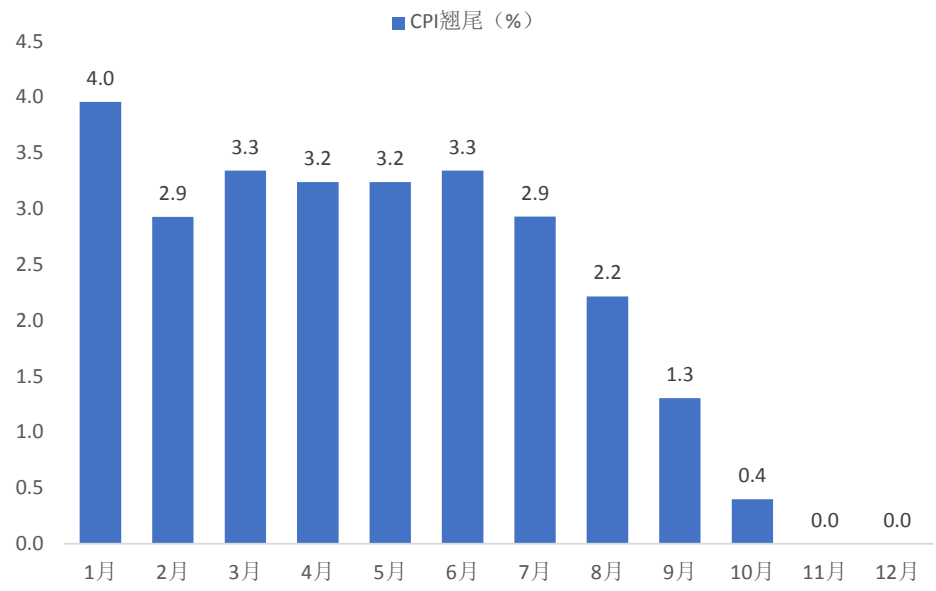
第一，4 月上游的采掘工业、原材料工业和加工工业，PPI 环比跌幅都在扩大。采掘工业 PPI 环比从-3.5%下滑到-7.2%，降幅最为明显，和油价下跌有一定关系。但 4 月生产资料价格跌幅的扩大，是在国内物流梗阻基本打通、地产和基建项目赶工期的情况下发生的，后续赶工期的需求消退、工业企业生产继续恢复，工业品供过于求的压力将进一步加剧。这也意味着，后面我们没必要担忧工业消费品带来的 CPI 通胀压力。

第二，需求不足可能是工业企业面临的长期问题。相比于需求，生产恢复得更快，根据 4 月采购经理调查 ,截至 4 月 25 日全国大中型企业复工率为 98.5% ,但高达 57.7%的调查企业反映订单不足，部分企业反映市场需求疲软，产品销售面临困难，订单回补尚需时日。往后看，外需最差的时候还没有到来，内需难以完全对冲外需下滑，订单不足可能会持续困扰着企业。

我们认为 ,通缩趋势已经明确 ,下一阶段物价的核心矛盾是防范通缩。前面分析过，PPI 的通缩压力将进一步加剧，而 CPI 的通缩压力将在数据上体现得更明显。

一是今年 7 月起，CPI 的翘尾将下降到 3%以下。4 月 CPI 翘尾 3.2%，新涨价因素只有 0.1%，翘尾将继续是后面影响 CPI 同比的重要组成。根据计算，今年 5 月、6 月 CPI 翘尾依然有 3.2%和 3.3%，但 7 月开始快速回落。

图表1：7 月开始 CPI 翘尾将快速回落



资料来源：Wind，粤开证券

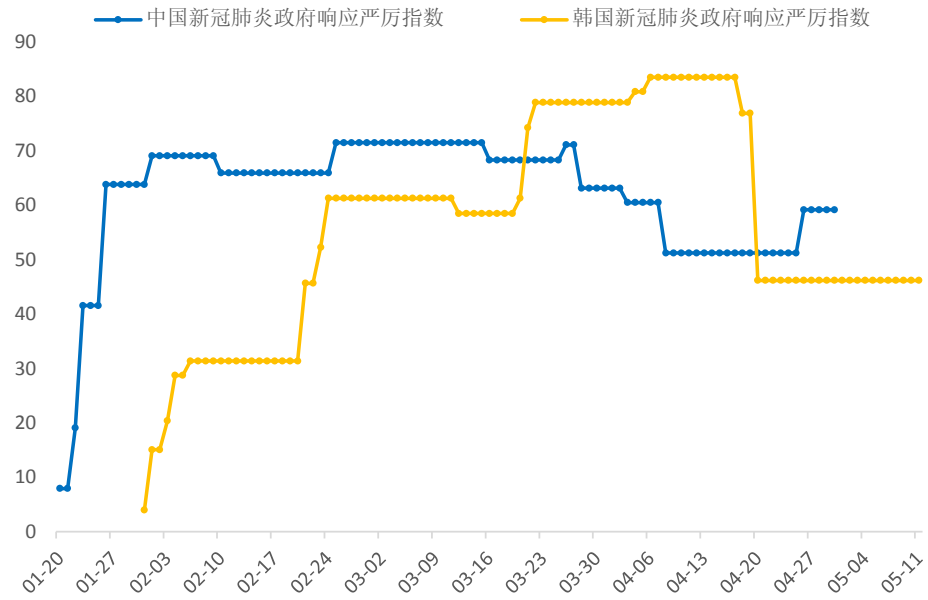
二是海外疫情扩散对出口的影响还没有完全体现，5 月开始中国出口增速可能会明显回落，一些消费品在国内供过于求，从而有降价压力。

以美元计价的 4 月出口增速 3.5% ,高于前值-6.6% ,也大幅高于市场预期的-16.5%。我们认为 ,除了口罩等医疗物资的推动外 ,更重要的是前期积压的订单在 4 月得到生产、运输和出口，后面这一点通过对比韩国出口可以清楚地看到。

同为出口导向型经济体，长期看中国和韩国的出口增速趋势大体一致。但今年 2 月-4 月，中国的出口增速分别为-17.1%、-6.6%和 3.5%，韩国的出口增速分别为 3.8%、-0.7%和-24.3%，一上一下，分化明显。

这种分化来源于中、韩两国应对新冠疫情的严厉程度不一样，从而对两国企业的生产、运输和出口的影响时点不一致。牛津大学根据关闭学校、限制国内人口流动、管控国际旅行等 11 个指标，对 77 个国家和地区应对新冠疫情的严厉程度进行评估，编制出各国和各地区的新冠肺炎政府响应严厉指数（COVID-19 Government Response Stringency Index）。

图表2：中韩两国的新冠肺炎政府响应严厉指数



资料来源：Hale, Thomas, Sam Webster, Anna Petherick, Toby Phillips, and Beatriz Kira (2020). Oxford COVID-19 Government Response Tracker, Blavatnik School of Government. Data use policy: Creative Commons Attribution CC BY standard，粤开证券

1 月 23 日武汉封城，除湖北外的多个省市自治区也限制居民自由活动。相比于中国，韩国的隔离和管控措施相对温和一些。因此，1 月下旬到 3 月下旬，韩国的新冠肺炎政府响应严厉指数要低于中国，对企业生产和运输的影响相对较小。

随着国内疫情的好转，相关管制措施开始放松。3 月 25 日湖北除武汉解禁，4 月 8 日武汉有序放开离汉通道，中国的新冠肺炎政府响应严厉指数开始下降并低于韩国，经济秩序开始逐步恢复。

2 月和 3 月韩国的应对措施相对较松，对出口企业的影响要小一些，因此这两个月韩国的出口增速比中国高。3 月下旬中国应对措施变得比韩国温和，前期积压的订单开始生产、运输和出口，这使得 4 月中国出口增速大超预期，并且远好于韩国的出口增速。

往后看，中国出口有较大压力。4 月 20 日韩国放松了管制，但 5 月前 10 日韩国出口同比增速，从前值-18.9%大跌到-46.3%。在生产、运输等供给方面的约束消退后，海外需求将成为影响两国出口的核心因素，5 月开始两国的出口增速大概率会明显回落。对中国而言，一些工业消费品供过于求的矛盾将进一步凸显，从而有降价压力。

第三，高社融对总需求的拉动可能有限。4 月金融数据亮眼，新增社融 3.1 万亿，其中贷款新增 1.7 万亿，均大超市场预期，这种信用周期再扩张的趋势，主要由政府基建和居民购房恢复驱动。但在就业压力下，消费报复性恢复难以持续。在不看好未来需求的情况下，企业增加资本开支的意愿也不足。4 月 M1 环比下降 4850 亿，M1 同比虽从 5.0%上升到 5.5%，但主要由翘尾推动（翘尾从 5.2%提高到 6.6%），且 M1-M2 剪刀差跌幅扩大，都反映了企业拿到资金后的实际使用效率在下降。

在预期悲观的情况下，高社融对实体经济的拉动作用，可能要比经验规律显示的要弱得多，总需求可能持续低迷，这加大了通缩压力。

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
上海	徐佳琳	021-51782249	13795367644	xujialin@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

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼粤开证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：www.ykzq.com