PPI 延续下行态势，工业品通缩加剧

投资咨询业务资格：
证监许可【2011】1289 号
研究院 FICC 组
研究员
蔡劭立
☎ 0755-82537411
✉ caishaoli@htfc.com
从业资格号：F3063489
投资咨询号：Z0014617

联系人
彭鑫
☎ 010-64405663
✉ pengxin@htfc.com
从业资格号：F3066607

事件：

中国 3 月 PPI 同比下降 1.5%，环比下降 1.0%。

点评：

1、3 月 PPI 延续下行态势，工业品通缩压力进一步加剧

从生产资料端看，PPI 同比降 2.4%，跌幅较上月扩大 1.4 个百分点；从生活资料端看，PPI 同比增 1.2%，涨幅较上月收敛 0.2 个百分点。

分行业看，在 30 个主要行业中，PPI 同比涨幅较上月扩大的有 7 个，持平的有 1 个，下滑的有 22 个；PPI 环比涨幅较上月扩大的有 7 个，持平的有 1 个，下滑的有 22 个。工业品价格下行压力加剧，行业盈利能力明显转弱。

2、3 月商品相关行业 PPI 强弱排序为：农产品＞有色商品=黑色商品＞能化商品

从黑色商品相关行业看，黑色金属矿采选业表现强势，PPI 同比增 6.6%，但涨幅较上月有所收窄；黑色金属冶炼和压延加工业、煤炭开采和洗选业明显转弱，PPI 同比分别降 3.9%和 3.6%。

从有色商品相关行业看，有色金属矿采选业表现偏强，PPI 同比增 2.1%，但涨幅较上月有较大收敛；有色金属冶炼和压延加工业明显转弱，PPI 同比降 3.5%。

从农产品相关行业看，农副食品加工业表现强势，PPI 同比增 6.7%，但涨幅较上月小幅收敛。

从能化品相关行业看，化学纤维制造业表现疲软，PPI 同比降 12.4%，降幅较上月继续扩大；石油、煤炭及其他燃料加工业、化学原料和化学制品制造业、纺织业、橡胶和塑料制品业、纺织服装和服饰业 PPI，均出现不同程度同比下行。

3、疫情全球拐点尚不明朗，原油价格低位震荡，4 月 PPI 或继续处于底部“通缩”区间

新冠肺炎疫情继续肆虐全球，欧美主要国家经济大概率陷入衰退，新兴国家亦或面临疫情风暴袭击，我们尤其要关注原料类商品供给地区，如巴西、印度、秘鲁、智利和东盟。

彭博最新消息显示，沙特、俄罗斯及其他 OPEC+国家在本周四的会议上，达成临时性协议，将减产 1000 万桶/日。更多磋商，将在周五的 G20 能源部长会议上进行。会议代表称，所有 OPEC+成员国将在 5 月、6 月期间减产 23%；沙特、俄罗斯将在 5 月、6 月双双将产油量降至 850 万桶/日；6 月以后，减产规模将缩减至 800 万桶/日，但无论如何，OPEC 都会在 6 月份再次开会。

但是，外媒预计原油的需求萎缩规模在 2000 万桶/日，以目前的减产政策来看，原油依然

处于供大于求的状态，原油价格仍将在相对低位徘徊。在输入性通缩的压力下，加之国内消费短期难以恢复正常，预计 4 月国内能化品价格维持下行态势。此外，按《石油价格管理办法》，若国际油价低于 40 美元/桶，国内成品油价格，按 40 美元固定，加上正常加工利润核算。因此，后期原油若继续下行，对国内 PPI 的直接冲击也将有限，但将持续拖累国内化工品价格。

国内下游建筑活动方面，基建项目已大量启动，但因缺少砂石等原料、农民工到位率不足，3 月下游房建项目启动仍慢，预计 4 月份可得到显著改观。在黑色、有色商品最主要的消费下游，房地产正常复工、基建发力的情况下，预计 4 月黑色、有色商品价格或出现小幅度的修复性反弹。

为对冲全球疫情对国内经济的伤害，国家仍在持续推出宽松的货币政策和更加积极的财政政策，存在继续降准降息、减税降费和发行 2-4 万亿特别国债的可能性。考虑到疫情对国内消费伤害较大，修复时间较长；外需或进一步低迷，出口将处于艰难时刻；拉动投资将成为必选项，4 月部分工业品或出现小幅度的需求反弹。但中长期来看，国内周期经济整体向下的概率较大。

综上所述，我们认为，4 月 PPI 或继续处于底部“通缩”区间。

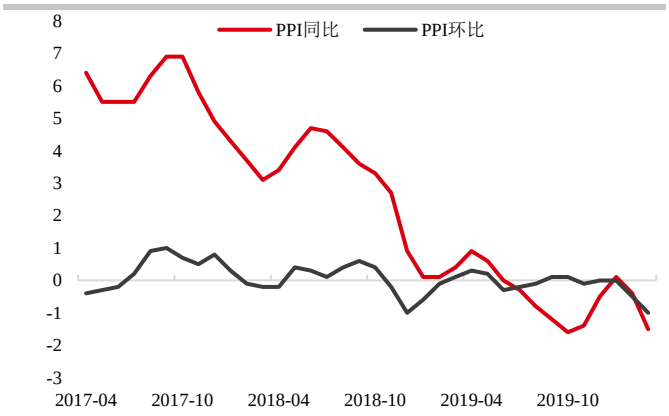
3 月 PPI 延续下行态势，工业品通缩压力进一步加剧

中国 3 月 PPI 同比下降 1.5%，环比下降 1.0%。

从生产资料端看，PPI 同比降 2.4%，跌幅较上月扩大 1.4 个百分点；从生活资料端看，PPI 同比增 1.2%，涨幅较上月收敛 0.2 个百分点。

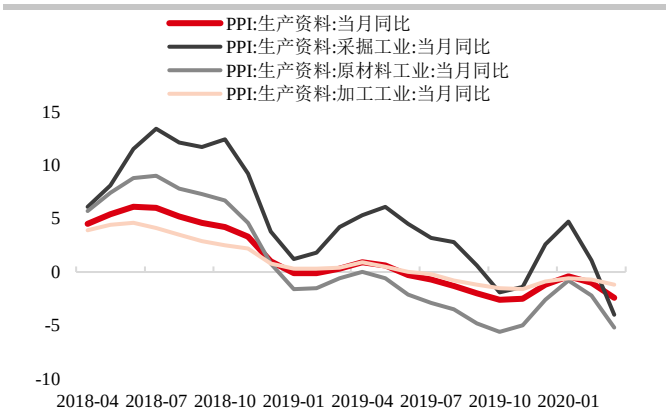
分行业看，在 30 个主要行业中，PPI 同比涨幅较上月扩大的有 7 个，持平的有 1 个，下滑的有 22 个；PPI 环比涨幅较上月扩大的有 7 个，持平的有 1 个，下滑的有 22 个。工业品价格下行压力加剧，行业盈利能力明显转弱。

图 1：PPI 同比及环比　　单位：%



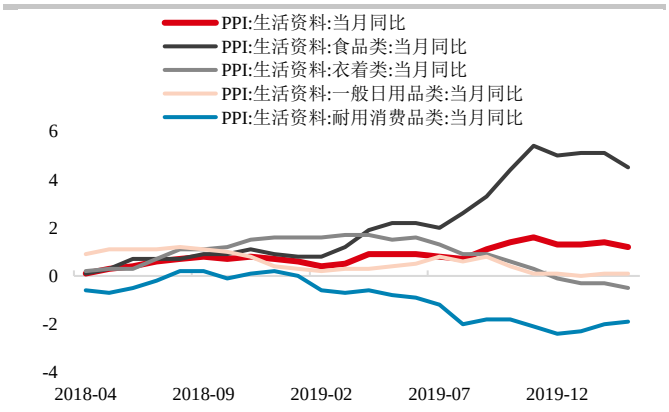
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 2：PPI 生产资料同比及其分项　　单位：%



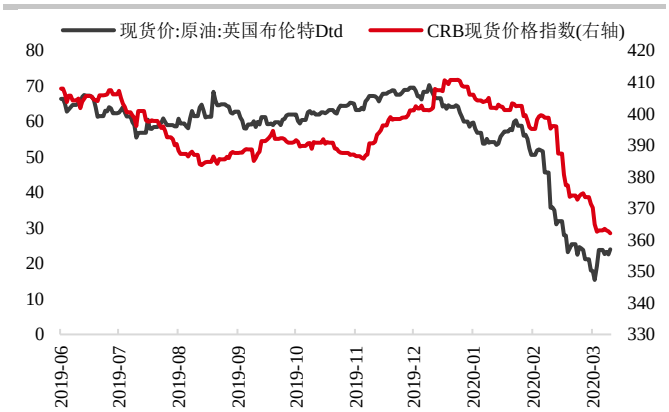
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 3:PPI 生产资料同比及其分项　　单位:%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 4：原油及 CRB 商品现货价格指数趋势　　单位：无



数据来源：Wind 华泰期货研究院

3 月商品相关行业 PPI 强弱排序为：农产品＞有色商品=黑色商品＞能化商品

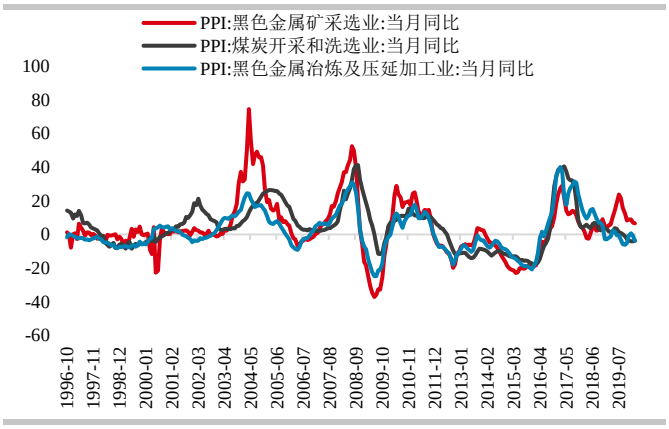
从黑色商品相关行业看，黑色金属矿采选业表现强势，PPI 同比增 6.6%，但涨幅较上月有所收窄；黑色金属冶炼和压延加工业、煤炭开采和洗选业明显转弱，PPI 同比分别降 3.9%和 3.6%。

从有色商品相关行业看，有色金属矿采选业表现偏强，PPI 同比增 2.1%，但涨幅较上月有较大收敛；有色金属冶炼和压延加工业明显转弱，PPI 同比降 3.5%。

从农产品相关行业看，农副食品加工业表现强势，PPI 同比增 6.7%，但涨幅较上月小幅收敛。

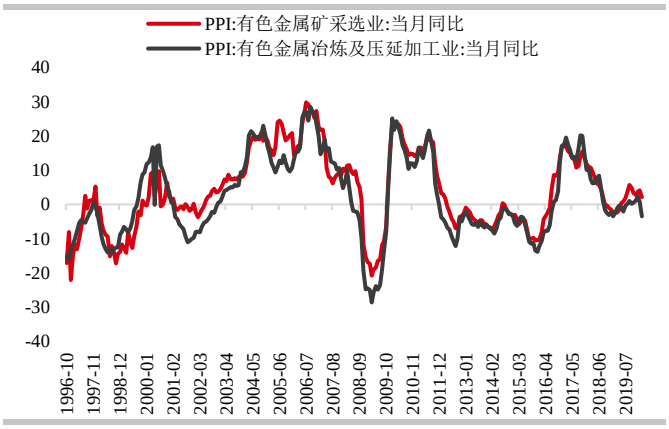
从能化品相关行业看，化学纤维制造业表现疲软，PPI 同比降 12.4%，降幅较上月继续扩大；石油、煤炭及其他燃料加工业、化学原料和化学制品制造业、纺织业、橡胶和塑料制品业、纺织服装和服饰业 PPI，均出现不同程度同比下行。

图 5：黑色商品相关行业表现　　单位：%



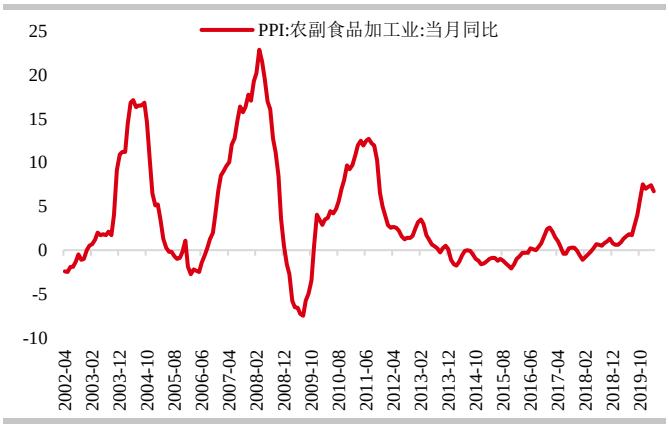
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 6：有色商品相关行业表现　　单位：%



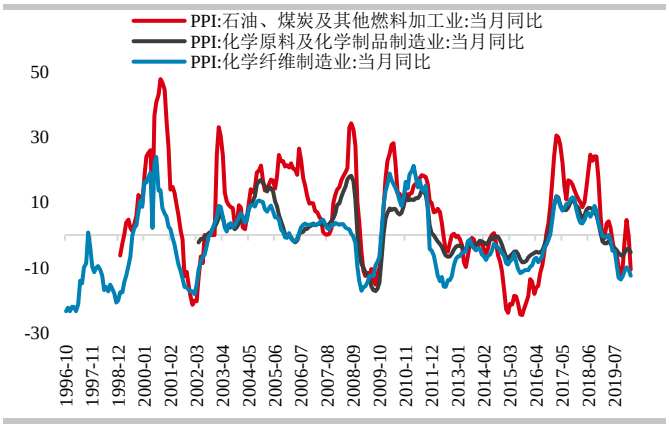
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 7：农产品相关行业表现　　单位：%



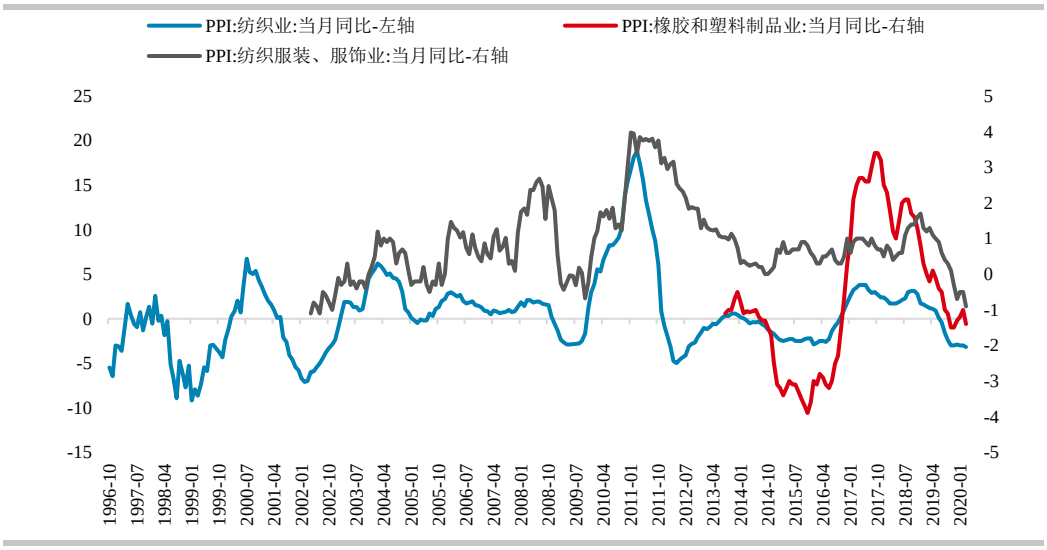
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 8：能化品相关行业表现（一）　　单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 9：能化品相关行业表现（二） 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

疫情全球拐点尚不明朗，原油价格低位震荡，4 月 PPI 或继续处于底部“通缩”区间

新冠肺炎疫情继续肆虐全球，欧美主要国家经济大概率陷入衰退，新兴国家亦或面临疫情风暴袭击，我们尤其要关注原料类商品供给地区，如巴西、印度、秘鲁、智利和东盟。

彭博最新消息显示，沙特、俄罗斯及其他 OPEC+国家在本周四的会议上，达成临时性协议，将减产 1000 万桶/日。更多磋商，将在周五的 G20 能源部长会议上进行。会议代表称，所有 OPEC+成员国将在 5 月、6 月期间减产 23%；沙特、俄罗斯将在 5 月、6 月双双将产油量降至 850 万桶/日；6 月以后，减产规模将缩减至 800 万桶/日，但无论如何，OPEC 都会在 6 月份再次开会。

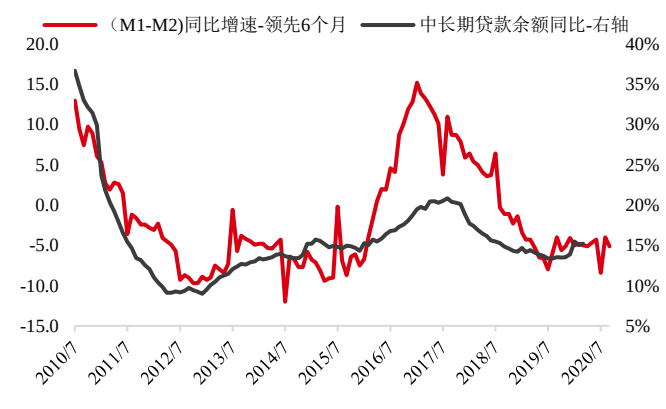
但是，外媒预计原油的需求萎缩规模在 2000 万桶/日，以目前的减产政策来看，原油依然处于供大于求的状态，原油价格仍将在相对低位徘徊。在输入性通缩的压力下，加之国内消费短期难以恢复正常，预计 4 月国内能化品价格维持下行态势。此外，按《石油价格管理办法》，若国际油价低于 40 美元/桶，国内成品油价格，按 40 美元固定，加上正常加工利润核算。因此，后期原油若继续下行，对国内 PPI 的直接冲击也将有限，但将持续拖累国内化工品价格。

国内下游建筑活动方面，基建项目已大量启动，但因缺少砂石等原料、农民工到位率不足，3 月下游房建项目启动仍慢，预计 4 月份可得到显著改观。在黑色、有色商品最主要的消费下游，房地产正常复工、基建发力的情况下，预计 4 月黑色、有色商品价格或出现小幅度的修复性反弹。

为对冲全球疫情对国内经济的伤害，国家仍在持续推出宽松的货币政策和更加积极的财政政策，存在继续降准降息、减税降费和发行 2-4 万亿特别国债的可能性。考虑到疫情对国内消费伤害较大，修复时间较长；外需或进一步低迷，出口将处于艰难时刻；拉动投资将成为必选项，4 月部分工业品或出现小幅度的需求反弹。但中长期来看，国内周期经济整体向下的概率较大。

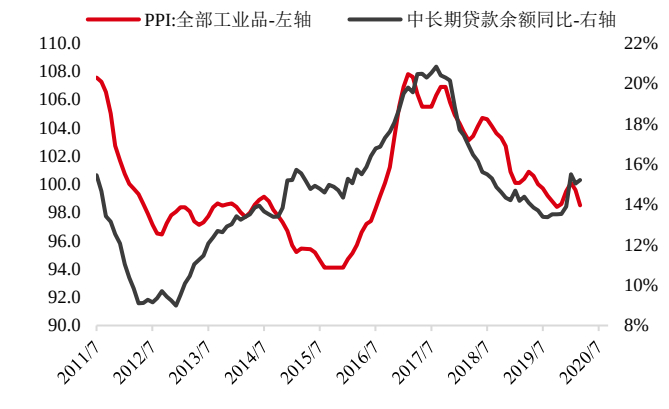
综上所述，我们认为，4 月 PPI 或继续处于底部“通缩”区间。

图 10：货币向信贷传导路径（领先半年） 单位：%



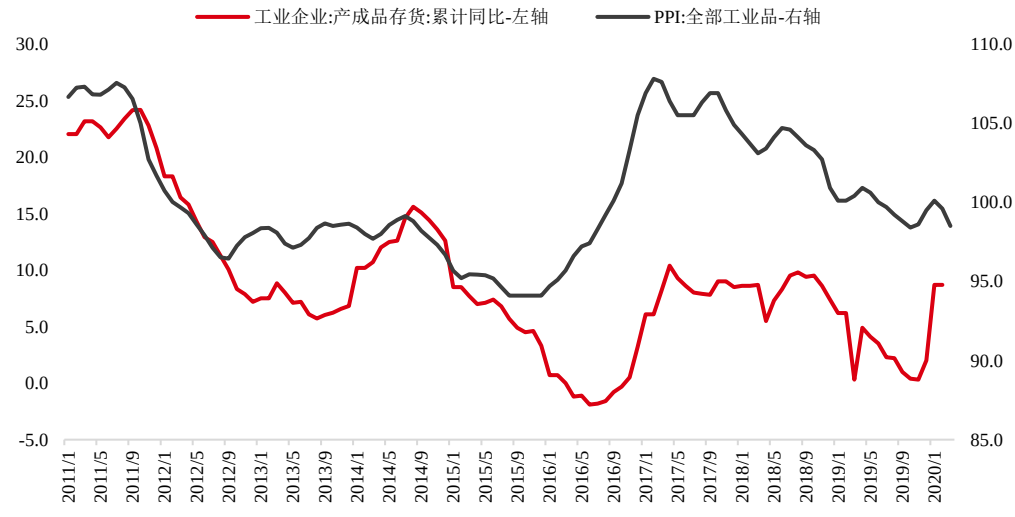
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 11：信贷向工业品价格传导路径(同步) 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 12：工业品价格向工业企业产成品库存传导（同步） 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

公司总部

地址：广东省广州市越秀区东风东路761号丽丰大厦20层

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com