

旬度经济观察

——分化的通胀，弱势的市场

袁方¹

2021年5月11日

内容提要

4月通胀延续了此前分化的走势。当前偏紧的供需格局推动大宗商品价格持续上涨，而居民部门消费活动的恢复依旧缓慢，这一格局在二季度有望延续。

这一分化的通胀或许难以引发货币政策的系统性收紧，这意味着权益市场仍处于中期的估值修复之中，单边向下的概率较低。

长期而言，考虑到供应层面的长期出清、疫情对资本存量的冲击、以及碳中和对成本的推升，大宗商品价格或将经历中枢抬升的过程，这一过程对周期板块估值的影响值得思考。

风险提示：（1）疫情发展超预期；（2）地缘政治风险

¹ 宏观分析师，yuanfang@essence.com.cn，S1450520080004

一、全球需求恢复带动出口走强

4月我国美元计价出口同比增速32.3%，两年几何平均增速为16.8%，较上月上升6.5个百分点，与去年4季度的水平接近，处于近三年高点。

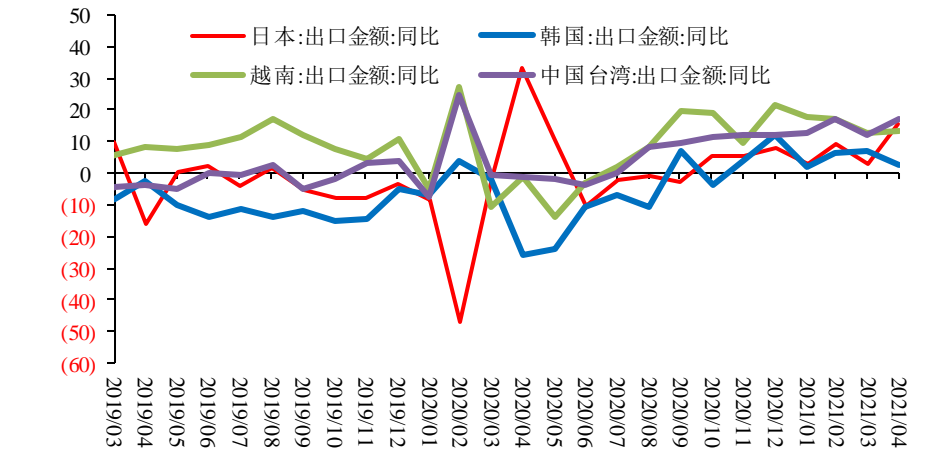
分地区看，我国对美国、日本、欧盟等发达经济体的出口均出现回升，对东盟、巴西、俄罗斯等新兴经济体的出口也普遍走强。周边地区出口数据表现也不弱，中国台湾、日本出口回升，越南出口大致持平，韩国出口偏弱。

与中国出口数据表现一致的是全球制造业数据，4月全球制造业PMI上行，新兴市场和发达市场的制造业双双走强，工业活动的加速恢复带动全球贸易复苏，这一力量主导了4月中国出口的变化。

分产品看，4月医疗器械、纺织纱线、中药材等疫情防控相关物资的出口增幅较大，这与印度、日本的疫情扩散有关。此外，服装、家具、机电产品等产品的出口持续回升，显示了全球需求恢复的广泛影响。

合并来看，二季度全球需求仍处于扩张的趋势之中，这一过程推动中国出口维持在较高水平，也对大宗商品价格形成支撑。但下半年随着美国群体免疫的实现，供应层面加速恢复，服务消费重新替代商品消费，中国的出口以及全球工业品价格将面临向下的压力。

图1: 日本、韩国、中国台湾和越南出口同比, %



数据来源: Wind, 安信证券

2021年数据使用两年几何平均

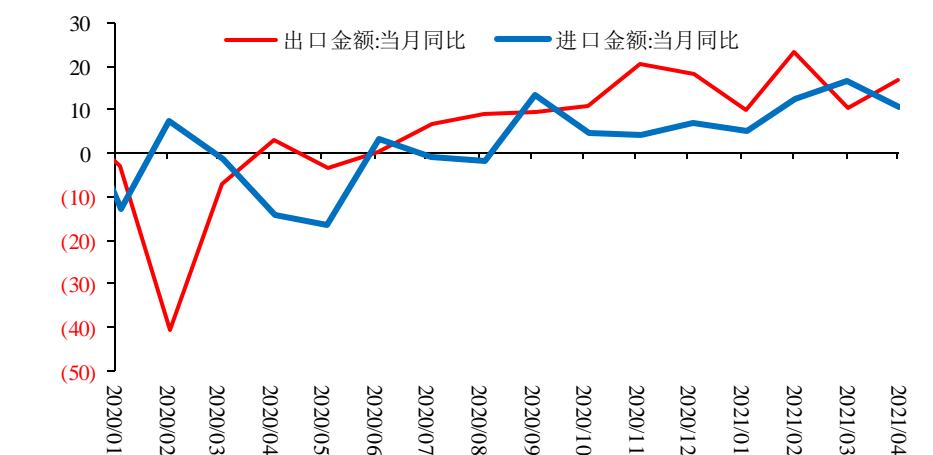
4月进口同比增长43.1%，两年几何平均增速为10.7%，较上月大幅下降6个百分点。

分地区看，中国从美国、欧盟、日本、东盟进口均有大幅回落。

分产品看，大豆、钢材、原油等均出现大幅回落，铁矿砂进口小幅抬升，黑色链条整体需求旺盛。

往后看，随着疫情短期冲击以及相关隔离政策影响的消退，国内需求在二季度有望经历反弹，这将对进口数据形成短期支撑，而下半年随着需求的回落，进口数据将呈现中枢下移的态势。

图2: 进口和出口同比, %



数据来源: Wind, 安信证券

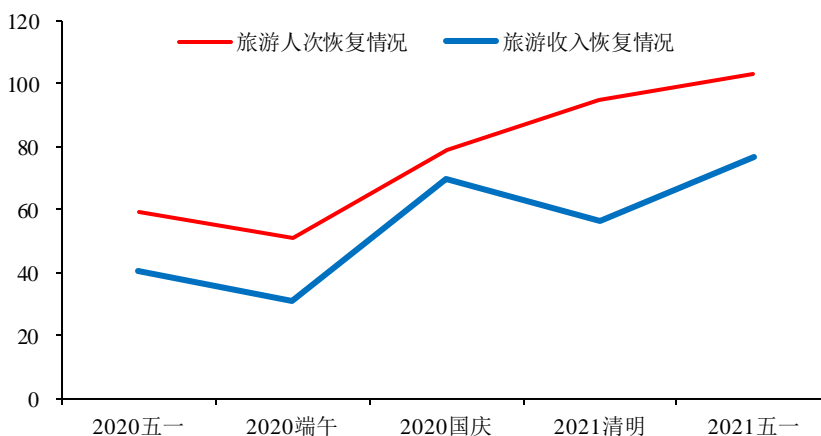
2021年数据使用两年几何平均

按文旅部统计,“五一”假期国内出游人次与疫情前同比增长 3.2%,但与 2016-2019 年同期的两位数增速相比仍有不小差距;旅游收入仅恢复至疫情前同期的 77%。

旅游的量价数据反映出外出消费和旅游服务业的复苏尚在进行中,但这一领域的恢复整体偏弱,这可能与居民部门较高的预防性储蓄有关。尽管国内疫情控制较好,但居民仍处在疫情冲击后期心有余悸的阶段,预防性储蓄的释放仍较缓慢,拖累了可支配收入回升,进而对消费的恢复形成抑制。

往后看,伴随消费和制造业投资的反弹,第二季度的经济增速有望回升。但考虑到预防性储蓄长时间内的存在,经济新的均衡水平较疫情前或有明显下降。

图3: 五一假期出游情况, %



数据来源: Wind, 文旅部, 安信证券

二、分化的通胀格局延续

4月PPI环比为0.9%，较上月回落0.7个百分点；PPI同比6.8%，较上月大幅上行2.4个百分点。

分项来看，PPI环比的回落主要集中在石油链条，而有色、煤炭的开采价格以及黑色金属冶炼及压延环比大幅回升，计算机、医药等下游行业也出现同步回升。

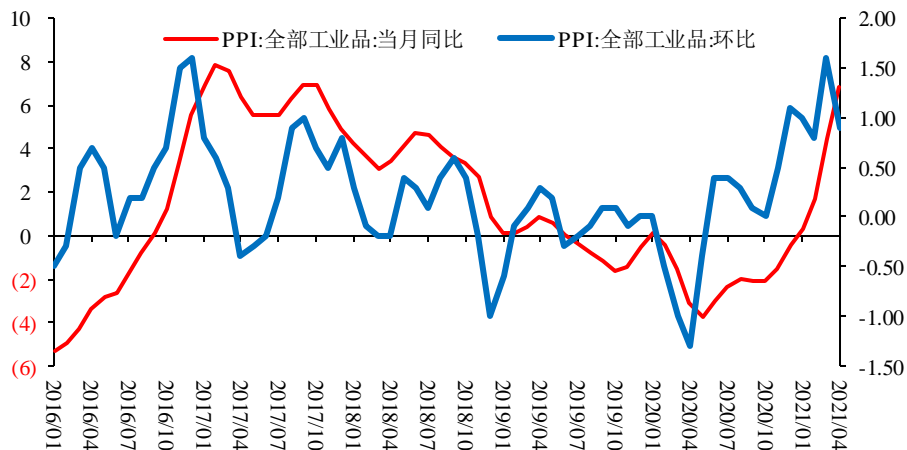
整体而言，工业品价格表现较强，螺纹钢、煤炭、焦炭、铁矿石等国内定价的黑色品种涨幅居前，全球定价的铜等有色品种涨幅其次，而原油价格表现变弱。这或许反映出在工业品整体供需偏紧的背景下，国内需求在二季度的恢复在对大宗商品价格形成拉动，我们预计5月份PPI同比的高点将在8%附近。

下半年随着疫情的控制，供应层面的响应将逐步释放，服务消费将重新替代商品消费，这一过程将压制大宗商品价格的表现。

不过考虑到工业品供应层面的长期出清，以及碳中和对生产成本的推升，本轮大宗商品价格回落的底部和中枢将出现明显抬升，下半年的PPI同比中枢或将超过6%。

因此合并来看，当前大宗商品价格的抬升短期之内受供需矛盾的影响，长期之内供应层面的影响将推动大宗商品价格中枢上行，这一长期趋势的确立或将对周期板块的估值带来重构。

图4: PPI 同比和环比, %

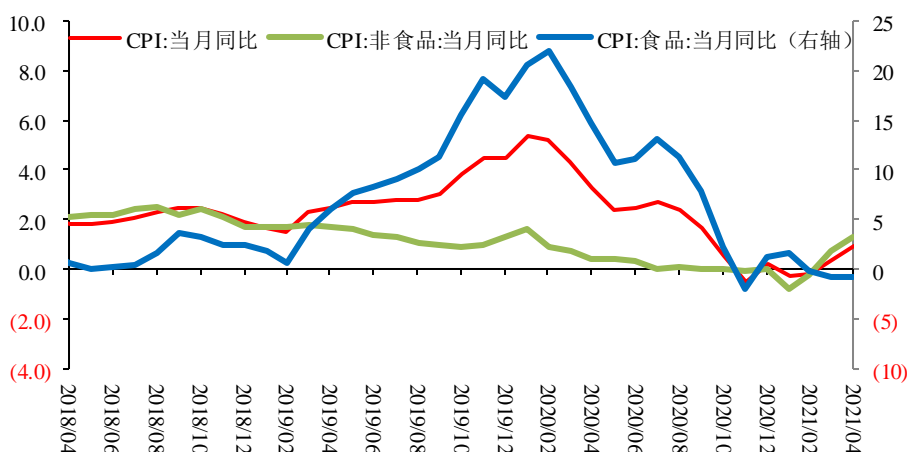


数据来源: Wind, 安信证券

4月CPI同比0.9%，较上月回升0.5个百分点；核心CPI同比0.7%，较上月回升0.4个百分点。

拆解看，食品分项表现低于历史水平，而非食品分项环比表现略强于历史均值，进而推动CPI环比整体与季节性大致持平。

图5: CPI、非食品和食品同比, %



数据来源: Wind, 安信证券

食品分项的走弱主要源于猪肉价格回落的拖累，猪肉价格的走弱更多反映出生猪供应恢复的影响，这一影响将在今年持续，并对整体 CPI 形成拖累。粮食、鲜菜、鲜果的价格也略低于季节性。

非食品价格的上升主要集中在交通和通信领域、以及教育文化和娱乐领域，前者价格上涨主要反映了油价上涨的滞后影响，而后者的价格回升是疫情控制、服务型消费回暖的结果。其他服务分项大致持平。

从核心 CPI 以及五一消费数据来看，尽管国内疫情得到有效控制，但居民仍处于心有余悸的阶段，预防性储蓄的释放整体缓慢，这一情形拖累了居民部门收入的回升，进而使得消费活动的恢复相对缓慢。

考虑到核心通胀的弱复苏以及猪肉价格的趋势回落，未来两个月 CPI 将温和回升至 1% 以上。

整体而言，4 月通胀延续了此前分化的格局，考虑到预防性储蓄的持续存在，消费活动恢复的节奏将相对温和。在这一背景下上游企业的利润有望进一步改善，而央行系统性收紧货币信贷的可能性较低。

三、经济持续复苏，通胀情绪抬升

受大宗商品价格上涨以及通胀预期升温的影响，5 月权益市场估值承压，上证综指和沪深 300 指数均出现下跌。消费和成长板块受挫，周期板块表现亮眼。

当前权益市场的焦点在于通胀未来如何演绎以及货币政策的可能应对。我们倾向于认为本轮大宗商品价格的上涨更多是一次性的，当前供需错配的格局主要由疫情导致。未来随着疫情的控制，供应层面的响应将逐步释放，服务消费将重

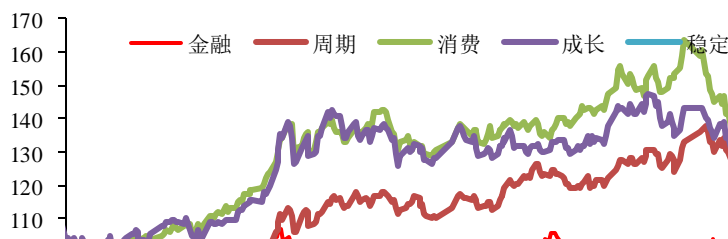
新替代商品消费，这一过程将压制大宗商品价格的表现，这一情形可能将在今年下半年发生。

本轮大宗商品价格回荡过后，考虑到供应层面的长期出清，以及碳中和对成本的推升，我们倾向于认为大宗商品价格在长期之内将经历中枢抬升的过程，这一过程对周期板块估值的影响值得思考。

而短期而言，二季度中国以及海外主要国家需求处于同步恢复的周期之中，与此同时疫情在部分国家的反复、国内环保政策的推进都对供应形成扰动，这一背景下大宗商品价格有望维持强势，并对周期板块盈利形成支撑。

由于经济整体恢复偏慢，劳动力市场较弱，以及猪肉价格趋势向下，PPI的上行很难引发CPI的全面上行，因此这种一次性且分化的通胀很难引发货币政策的系统性收紧，这意味着权益市场仍处于中期的估值修复之中，单边向下的概率较低。

图6: 分板块股指表现



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_19510

