

# 疫后经济二问：通胀还是通缩？

## ——2020年下半年通胀展望

### 核心观点

1、“猪周期”已见顶回落，下半年CPI下行趋势确定。2、PPI同比见底，但总需求不足低斜率修复的可能更大。3、供给（生产）修复快于需求，物价指数难以“水涨船高”，流动性“冗余”短期内较难反应到实体价格中去。

#### □ 猪周期大势已去，CPI迈向“0”时代

预计全年CPI同比+2.6%，其中下半年同比+1.5%。“猪周期”已见顶回落，下半年CPI下行趋势确定。猪肉需求回暖的情形下，预计三季度猪肉价格可能出现环比回升，不过由于去年基数太高，猪肉价格短暂回暖难以带动CPI上行。疫情同时冲击供需两端，但总体而言供给修复快于需求，非食品端价格亦无上行动力。由于2019年四季度猪肉高企的原因，今年四季度CPI同比有可能下打破1%。

#### □ 商品牛开启？PPI修复仍需满足一定条件

我们预计下半年工业品价格将呈现低斜率修复趋势，下半年PPI同比-2.0%，全年同比亦修复至-2%。PPI至暗时刻已过，原油价格触底回升，海外陆续重启经济，工业品价格有望阶段性修复，但目前看商品价格尚不具备快速上行的基础。其一，中国不搞大水漫灌强刺激，财政资金直达市县基层，主要是为了保就业、保市场主体；其二，新兴市场国家尚未有效控制疫情，印度等国新增确诊病例屡创新高，经济修复的不确定性较大；其三，发达经济体推动复工复产的进程也并非一帆风顺，且美国万亿基建刺激计划落地仍需时日，预计短期难以付诸实践。

#### □ 经济增长和物价指数双低，名义GDP有所回落

结合我们对今年CPI、PPI、实际GDP的判断，由于今年经济增长和物价指数双低，名义GDP回落已成定局，预计全年名义GDP同比增速为+3.3%，CPI、PPI成收敛之势，消费品和工业品价格相互对冲，Q2到Q4的GDP平减指数大概率保持平稳。随着复工复产逐渐推进，经济逐渐向合理增长区间靠拢，预计2020Q2~2020Q4名义GDP增速分别达到+3.6%、+6.3%、+6.3%。

#### □ 企业盈利转正可期，库存切换欲扬先抑

下半年，工业企业盈利保持渐进修复特征，一方面经济回暖有利于商品价格、工业生产和企业经营，另一方面一系列减税降费、降成本、创新货币政策工具等逆周期政策也将“呵护”盈利修复，考虑内需、外需与政策共振作用，我们认为工业企业盈利有望最早在Q4转正，库存周期或将最早在Q4开启主动补库。

分析师：李超

执业证书编号：S1230520030002

邮箱：lichao1@stocke.com.cn

联系人：张迪

邮箱：zhangdi@stocke.com.cn

### 相关报告

1《疫后经济一问：多少增长能稳住就业？》2020.06.22

报告撰写人：李超

数据支持人：张迪

风险提示：海外疫情防控不及预期；制造业投资超预期下行

## 正文目录

1. 猪周期大势已去，CPI 迈向“0”时代.....	3
2. 商品牛开启？PPI 修复仍需满足一定条件.....	5
3. 经济增长和物价指数双低，名义 GDP 有所回落.....	7
4. 企业盈利转正可期，库存切换欲扬先抑.....	8
4.1. 工企盈利渐进修复，转正可期最早 Q4.....	8
4.2. 库存切换，欲扬先抑；行业库存，因果分化.....	9

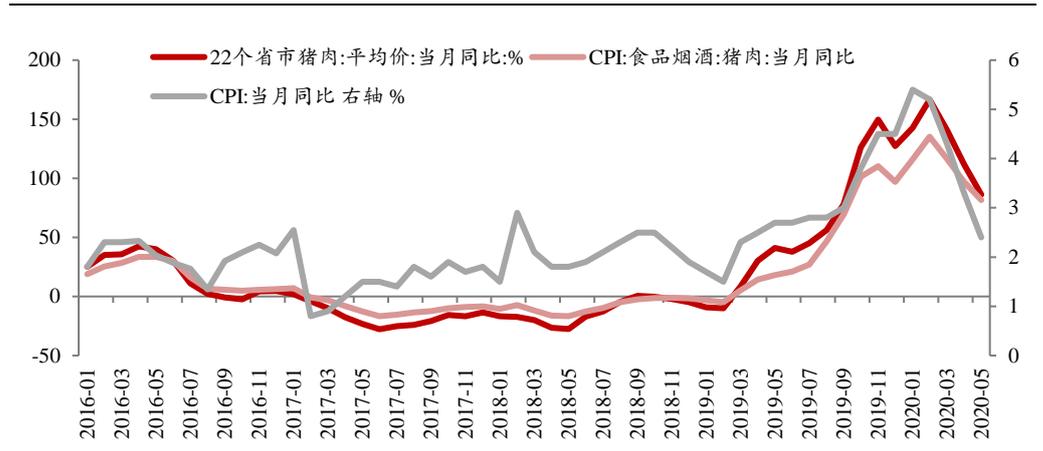
## 图表目录

图 1：2019 年夏季非洲猪瘟引发的“猪周期”已见顶回落.....	3
图 2：猪肉价格有企稳回升的迹象.....	3
图 3：仔猪价格相对较高.....	3
图 4：今年四季度 CPI 同比有可能下行破 1%.....	4
图 5：2019 年 Q4 以来 PPI 边际向好的局面被疫情打破.....	5
图 6：OPEC+原油减产实施，原油价格触底反弹.....	5
图 7：印度疫情仍在加速蔓延.....	6
图 8：美国复工之后，疫情有二次抬头之势.....	6
图 9：预计下半年工业品价格将呈现低斜率修复趋势，下半年 PPI 同比-2.0%.....	6
图 10：名义 GDP 回落，Q2~Q4 渐进修复.....	7
图 11：内需与库存周期.....	8
图 12：外需与库存周期.....	8
图 13：企业盈利与库存周期.....	9
图 14：外需依存度较高则易受外需冲击影响.....	9
图 15：受疫情冲击，不同行业库存走势分化.....	9

## 1. 猪周期大势已去，CPI 迈向“0”时代

“猪周期”已见顶回落，下半年 CPI 下行趋势确定。2019 年夏季非洲猪瘟引发供给大幅下降，猪肉价格高企，带动 CPI 一度上行破 5。中期来看，生猪产业链供给持续回暖，能繁母猪存栏和生猪存栏已连续数月增长，在去年猪价高基数的情形下，猪肉价格对 CPI 的拉动将逐渐趋弱。

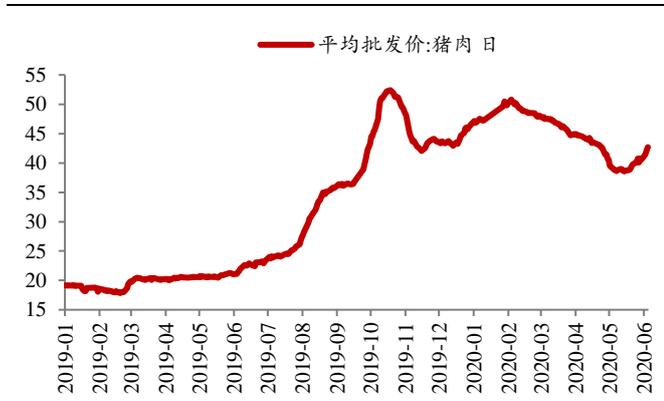
图 1：2019 年夏季非洲猪瘟引发的“猪周期”已见顶回落



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

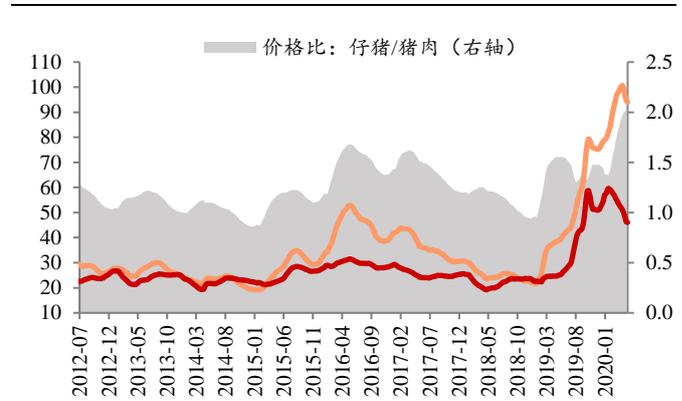
之后猪肉价格走势如何？我们预计今年下半年猪肉价格短期企稳回升，并在 8-9 月份达到高峰。从 6 月的高频数据来看，猪价有探底回升之势，我们认为，由于肉类需求的恢复速度将快于供给，猪肉价格三季度有望实现环比正增。需求方面，一般 Q3 进入猪肉消费旺季，而且疫情防控期间压抑的需求有望在夏季得到修复甚至部分补偿，对肉类消费形成有力支撑。供给方面，生猪存栏虽连续上升，但与去年猪瘟之前相比仍处于较低水平；仔猪价格保持在去年高位，中小农户的补栏意愿难以提振。预计三季度猪肉价格将出现环比回升，平均批发价有望回升 50 元左右。不过从同比角度看，猪肉价格的短暂回暖难以带动 CPI 上行。

图 2：猪肉价格有企稳回升的迹象



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

图 3：仔猪价格相对较高



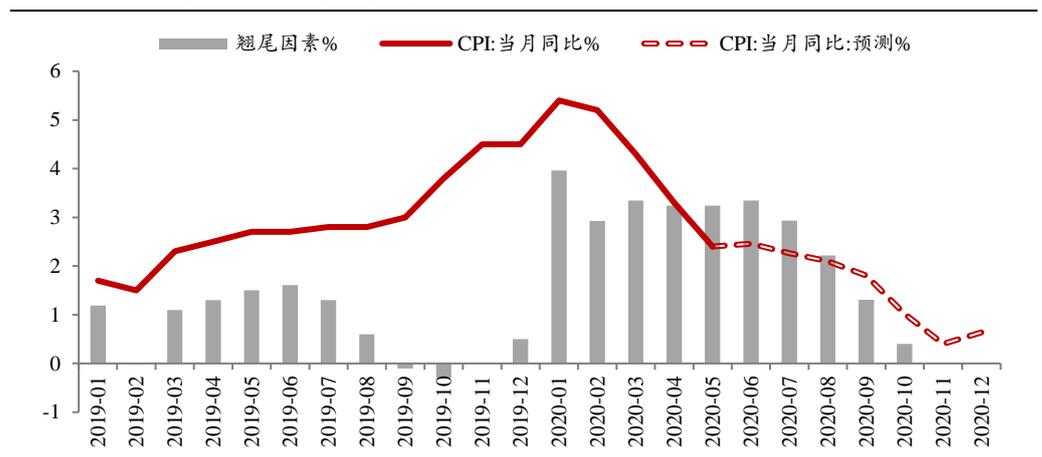
资料来源：Wind, 浙商证券研究所

除了猪肉以外，鲜菜、鲜果、主粮等其他食品价格下半年扰动 CPI 的可能性较低。今年气温略高于去年，且无大规模强降雨，有利于鲜菜和鲜果的生长、采摘、运输，菜果供给充分，价格大概率保持稳定。因疫情原因，多国限制粮食出口，农产品贸易受阻可能对粮价产生一定扰动，但我国水稻、小麦、玉米自给率都在 97%以上，主粮今年大规模涨价风险较低。

非食品端价格亦无上行动力。疫情同时冲击供需两端，但总体而言供给修复快于需求。目前常态化防控下的复工复产基本达成，物流恢复良好，供给端几乎不存在短板；但需求端恢复难以一蹴而就，一方面疫情尚未彻底结束，居民警惕心理和疫情防控措施的存在都将影响线下消费的复苏节奏；另一方面，疫情导致的企业利润滑坡和失业率高企将滞后地反应在居民的工资性收入中，对消费的修复有一定压制。6 月北京新发地出现区域性疫情复发，类似事件越是更多地发生，就越会拖累需求的复苏，而生产端受影响较小，总体而言非食品端价格无上涨动力。

综上，预计全年 CPI 同比+2.6%，其中下半年同比+1.5%。由于 2019 年四季度猪肉高企的原因，今年四季度 CPI 同比有可能下行破 1%。

图 4：今年四季度 CPI 同比有可能下行破 1%



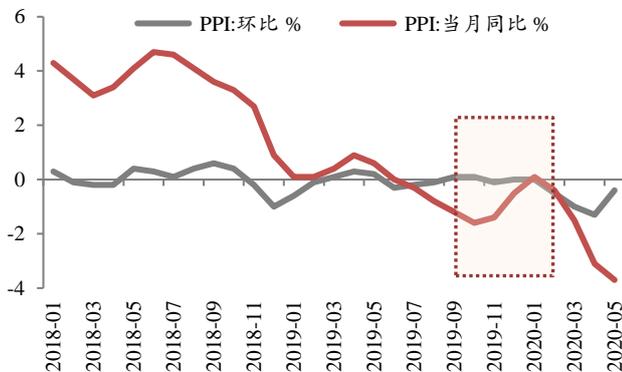
资料来源：Wind，浙商证券研究所

通胀因素影响趋弱，存款基准利率降息实施概率将增大。刘国强副行长在 4 月初谈及调整存款基准利率时表示，“要综合考虑物价水平、经济增长、内外平衡、货币贬值压力等因素”，目前来看通胀因素对于央行下执行货币政策的影响趋弱。6 月 17 日国常会提出推动金融系统向实体经济“合理让利” 1.5 万亿元，“让利”意味着银行业收入端的下降，那么成本端需要降息、降准等政策支持以体现“合理”二字。综上所述，存款基准利率降息实施概率将增大。

## 2. 商品牛开启？PPI 修复仍需满足一定条件

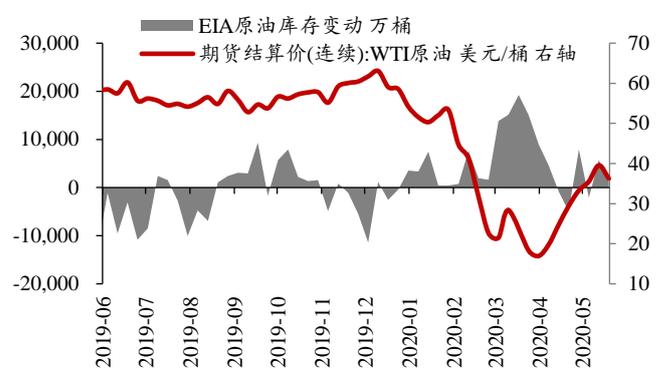
**PPI 至暗时刻已过，工业品价格有望阶段性修复。**新冠病毒来势汹汹，其传播速度和影响力不断刷新人们对它的认知，早期选择“被动抗疫”的国家最终都走向积极防控，全球经济活动按下暂停键，2019 年 Q4 以来 PPI 边际向好的局面被打破，负油价、负电价陆续出现。5 月份以来，随着 OPEC+ 减产协议达成，海外经济体陆续推动复工，工业品价格开始阶段性修复，未来 PPI 同比降幅有望收窄。一方面，中国率先复工复产，工业生产已恢复正常，且基建项目快速推进，对工业品需求有较强支撑；另一方面，二季度以来美欧日等发达经济体也陆续重启经济，海外经济体的需求修复也有助于 PPI 回升。

图 5：2019 年 Q4 以来 PPI 边际向好的局面被疫情打破



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 6：OPEC+ 原油减产实施，原油价格触底反弹



资料来源：Wind，浙商证券研究所

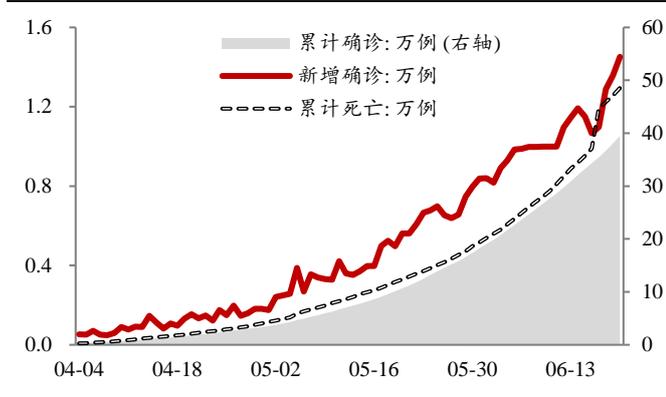
商品牛已开启？我们认为，商品价格伴随经济复苏开始修复，商品有望阶段性跑赢其他资产，但中期是否走出超预期大行情仍需要满足一定条件，目前看商品价格尚不具备快速上行的基础。

**其一，中国不搞“大水漫灌”、“大干快上”的强刺激。**今年两会没有提出具体的经济增长目标，而是以保障就业、抓好“六保”作为今年工作的着力点，表明了现阶段政府不会出台“大干快上”式的强刺激，而是引导财政、货币、投资等政策聚力支持稳就业、保民生，缓解中小企业经营压力，确保剩余贫困人口全部脱贫。与此同时，政府工作报告再次强调“房住不炒”，今年中国投资对冲的力度与 08 年的“四万亿刺激”有显著差异。

**其二，全球疫情至今未出现拐点，尤其新兴市场国家尚未有效控制疫情，**巴西、俄罗斯、印度目前分列累计确诊人数的 2-4 位。以印度为例，目前正在面临经济下行和疫情蔓延的双难选择：Q1 经济增长创金融危机以来的最低点，解除经济封锁之后，确诊病例却屡创新高，印度搞成功大规模基建的希望较小。

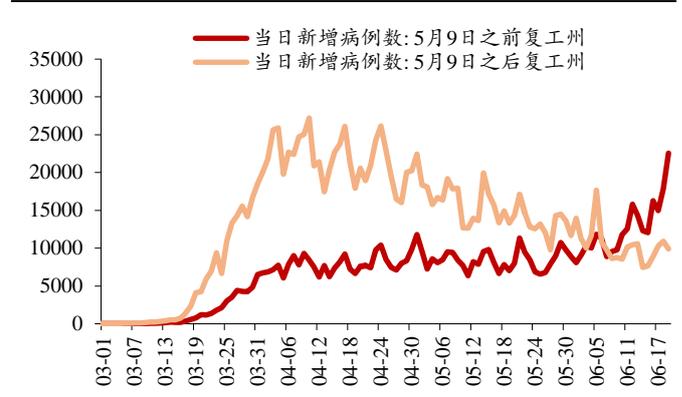
**其三，发达经济体推动复工复产的进程同样一波三折，**美国、英国、德国等国家在重启经济之后均出现了确诊病例再度上升的情况，不利于有效需求的修复。美国万亿基建计划如果落地，将对商品价格产生较大提振，不过共和党与民主党仍在相互博弈，真正落地尚待时日。

图 7：印度疫情仍在加速蔓延



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

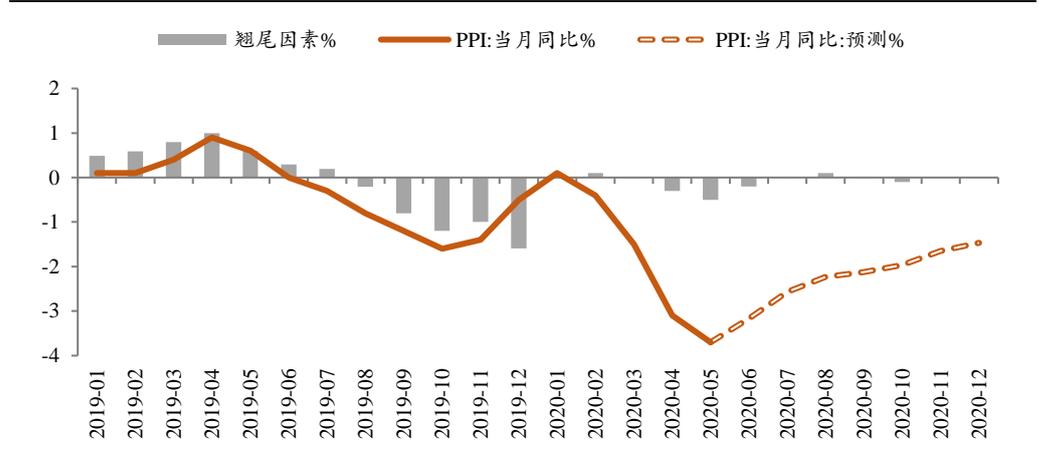
图 8：美国复工之后，疫情有二次抬头之势



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

综上所述，中国坚持“房住不炒”、不搞“大水漫灌”，美国基建刺激计划落地仍需时日，印度等新兴市场国家面临疫情防控和经济重启的两难困境，工业品总需求缺乏快速提振的动力，我们预计下半年工业品价格将呈现低斜率修复趋势，下半年 PPI 同比-2.0%，全年同比亦修复至-2%。

图 9：预计下半年工业品价格将呈现低斜率修复趋势，下半年 PPI 同比-2.0%



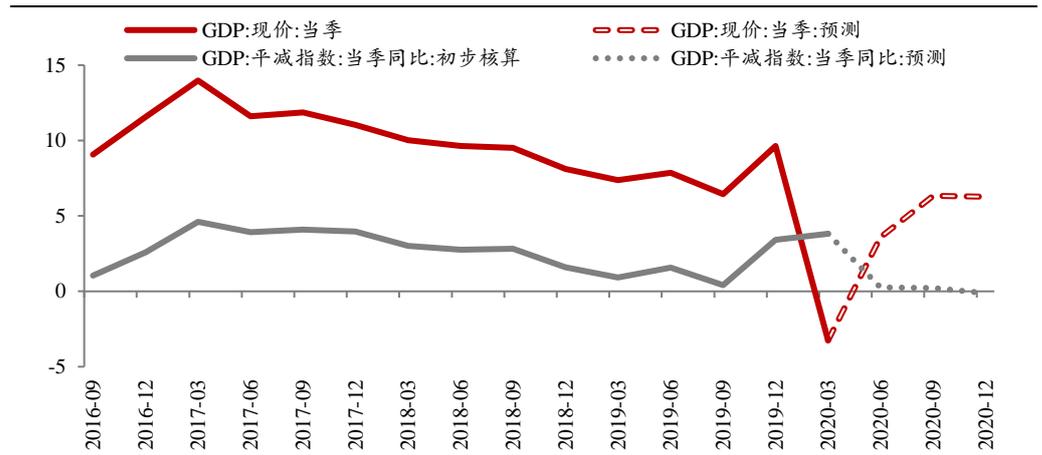
资料来源：Wind, 浙商证券研究所

### 3. 经济增长和物价指数双低，名义 GDP 有所回落

结合我们对今年 CPI、PPI、实际 GDP 的判断，由于今年 GDP、通胀双低，名义 GDP 回落已成定局，预计全年名义 GDP 同比增速为+3.3%。

CPI、PPI 成收敛之势，消费品和工业品价格相互对冲，GDP 平减指数大概率保持平稳，预计 Q2~Q4 分别为+0.3%、+0.2%、-0.1%。随着复工复产逐渐推进，经济逐渐向合理增长区间靠拢，预计 2020Q2~2020Q4 名义 GDP 增速分别达到+3.6%、+6.3%、+6.3%。

图 10：名义 GDP 回落，下半年修复至 6% 以上



资料来源：Wind，浙商证券研究所

M2 与社融增速明显高于名义 GDP 会引发“再通胀”吗？我们认为，现阶段的流动性冗余短期内较难反应到实体价格中去。其一，本轮逆周期政策坚持“房住不炒”、不搞“大干快上”，货币宽松主要是为了保就业和市场主体，投资的对冲力度不足将实体经济提振至供需过热的状态，一旦经济回归合理增长区间，政策目标会出现前瞻性变化，在 6 月 18 日的陆家嘴论坛中已出现类似论述。其二，海外央行货币宽松力度更强，但 IMF、世界银行、各国央行等主流机构均调低了近两年通胀的预期，因为疫情之后经济复苏的特点就是供给恢复快于需求，有效需求不足将拖累价格和利润修复的进程。

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\\_4353](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_4353)

