

宏观点评

从预期差看供需变化——兼评4月物价数据

事件: 4月CPI同比3.3%，预期3.7%，前值4.3%；PPI同比-3.1%，预期-2.6%，前值-1.5%。

关注点 1: 预期差反映疫情对供需的扰动，警惕未来预期差可能对债市造成的影响。 4月CPI同比和PPI同比均低于市场预期，其实2020年前4个月物价的实际表现与市场预期之差有所放大，背后反映的是新冠疫情这一“前所未有”的冲击给经济带来了较大的不确定性。我们定义统计局公布的CPI和PPI当月同比与wind预期值之差为“预期差”，取绝对值并做2016年以来均值，得到今年1-4月的CPI预期差高于2016年以来预期差均值0.28个百分点，PPI为0.04个百分点。

CPI与PMI结合来看，当下宏观经济恢复处于供给末端期，后续应主要加大需求端刺激。以预期差较大的CPI为例，今年1-2月CPI预期差显著为正，表明春节错月和疫情限制供给的影响超过了市场预期；今年3-4月CPI预期差显著为负，可能指向疫情之后猪肉等食品供给恢复超预期，而需求的恢复却不及预期。这一点从PMI中也可以看到。4月PMI生产指数（下滑0.4个百分点）下滑幅度小于PMI新订单（下滑1.8个百分点），指向需求较供给压力更大；同时PMI产成品库存指数回升0.2个百分点，指向生产恢复和需求不足可能已经造成了部分产品积压。由此看来，后续政策可能需要在需求层面加码刺激，Q2有望继续降准降息，实施更大力度财政投放，基建、消费等刺激举措更可期。

需要注意的是，未来物价预期差可能对债市造成影响。 鉴于猪肉产能逐渐恢复、全球经济面临衰退风险，市场预期后续CPI将持续走低，甚至跌至0或负值；PPI也将持续通缩，为货币宽松和长端利率下行打开空间。我们大体认同这一观点，但通缩深度或存较大不确定性。疫情扰动之后，需求将逐步恢复，假设5月之后CPI、PPI环比回归近5年均值，那么CPI将逐步回落至2%以下，PPI可能持续通缩至年底，节奏上Q3以后回升，但尚不存在深度通缩的基础。当前长端利率可能已经部分price in市场对未来CPI和PPI走弱的预期，而真实的需求恢复幅度将取决于海外疫情演化和两会确定的政策力度，一旦超预期可能持续成为债市牛陡向牛平转化的阻力。

关注点 2: CPI反映服务消费仍承压。 4月CPI同比超预期下行总体反映了疫情之后供需矛盾的缓解，生产恢复加大了供给。结构方面有三大特点：一是食品价格环比下降3%，除粮食环比涨价0.4%之外，鲜菜、猪肉、鲜果环比均有不同程度下降，与扩大生猪生产和鲜菜的季节性供应有关。二是受油价下跌影响，4月交通工具燃料环比大幅下降7.3%，过去5年同期均值为0.07%。三是从非食品环比价格分化看，服务消费仍承压。4月烟草、衣着等实物消费环比持平或下滑0.1%；居住、交通通信、文娱等服务消费环比下滑0.2%-1.2%。其中，旅游价格环比下滑1.1%，较过去5年均值下滑2.3个百分点。

关注点 3: PPI反映工业部门恢复节奏已有分化。 4月PPI同比下降3.1%，降幅扩大1.6个百分点；PPI环比下降1.3%，降幅扩大0.3个百分点，总体反映了疫情冲击工业品需求和油价下跌的影响。疫情演化至今，各行业恢复已现分化：第一类是受油价下跌影响，价格明显走低的石化产业链。石油和天然气开采PPI环比下降35.7%，较前值下滑18.7个百分点，此外石油燃料加工、化学制品、化学纤维等PPI环比降幅均较3月扩大。第二类，黑色、有色金属冶炼及压延加工业PPI环比降幅收窄，可能反映了基建、房地产等投资的恢复，这也与4月企业中长期融资需求修复相呼应。第三类，通用设备、电子设备等先进制造业4月PPI环比与3月持平，反映这些出口导向型行业可能尚未受到海外疫情的冲击，与4月出口数据也呼应，不过仍提示5-6月出口可能的下滑。

关注点 4: 未来CPI和PPI怎么走？ 根据高频数据，5月鲜菜、肉禽、水产品、鲜果等食品价格进一步下降，油价环比提升，由此得到的5月CPI同比降至2.9%。5月初生产资料价格指数环比小幅回升，再考虑近期油价持续回升，内需修复，5月PPI同比可能降幅收窄（目前预测-3.1%至-3.6%）。全年节奏维持此前判断，即CPI前高后低，PPI前低后高。具体看，预计6月CPI持平或略高于5月，下半年逐步回落至2%以下。PPI低点可能在5-7月，后续逐渐回升，但考虑到疫情加大全球衰退风险，全年PPI可能均在通缩区间，年底当月同比仍在-1%以下。

风险提示: 全球经济衰退超预期，政策执行力度不及预期。

作者

分析师 熊园

执业证书编号: S0680518050004

邮箱: xiongyuan@gszq.com

研究助理 何宁

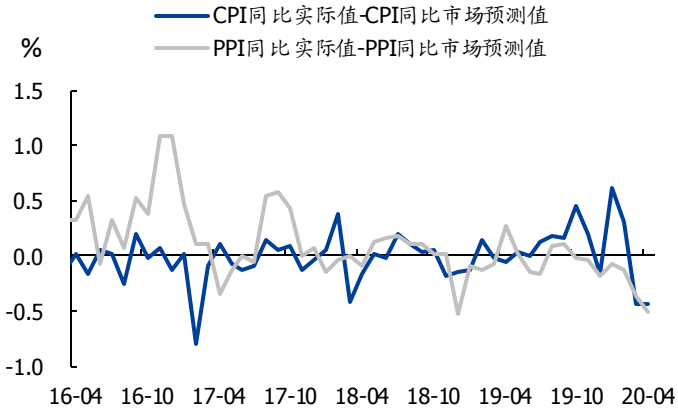
邮箱: hening@gszq.com

相关研究

- 1、《4月信贷社融超预期的背后》2020-05-11
- 2、《央行一季度货币政策报告的7大信号》2020-05-10
- 3、《出口链条的4大跟踪变量——兼评4月贸易数据》2020-05-07
- 4、《三重博弈来临——五一宏观8大看点》2020-05-05
- 5、《全面评估粮食涨价的可能性与影响——兼评3月通胀》2020-04-11
- 6、《农产品通胀PK能源通缩，物价怎么走？大类资产呢？》2020-03-10

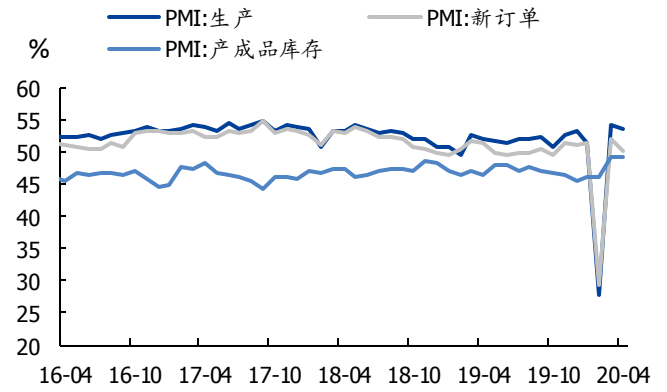


图表 1: 疫情以来物价预期值与实际值差距扩大



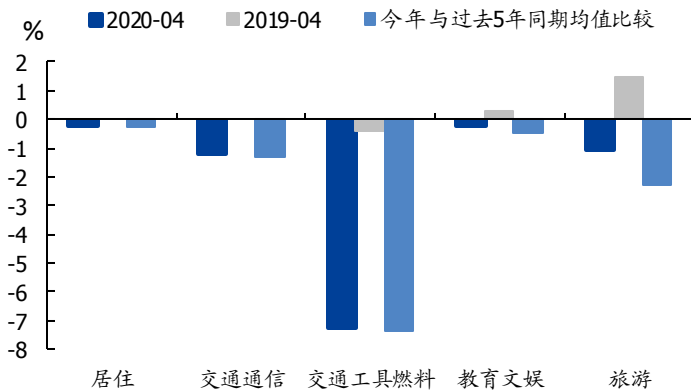
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 2: 当下供给端恢复好于需求端



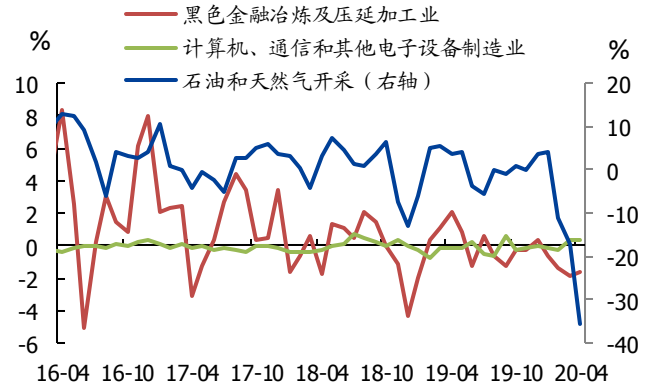
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 3: CPI 非食品反映服务消费仍承压 (图中为环比数据)



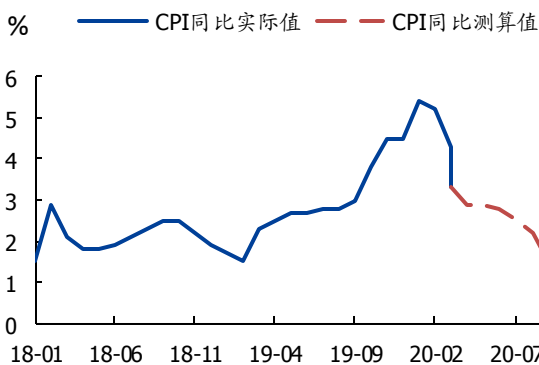
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 4: PPI 反映疫情之后工业部门恢复已现分化 (图为环比数据)



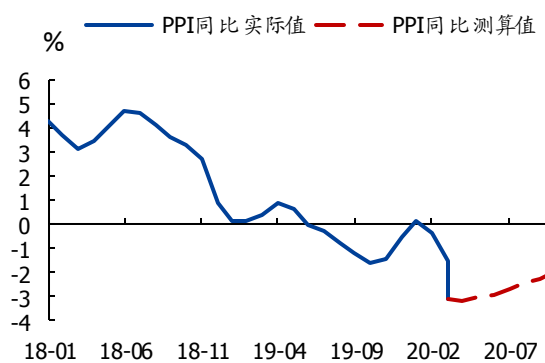
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 5: CPI 总体将趋于回落



资料来源: Wind, 国盛证券研究所测算 注: 5月数据根据高频测算, 6-12月结合翘尾和过去5年同期环比。

图表 6: PPI 可能面临较长时间的通缩



资料来源: Wind, 国盛证券研究所测算 注: 5月数据根据高频测算, 6-12月结合翘尾和过去5年同期环比。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告所涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

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_5215

