

2020年5月12日

【华西固收研究】供给加速恢复，油价、需求主导通胀下行

——4月通胀数据点评 20200512

事件概述：

5月12日统计局公布2020年4月通胀数据，CPI同比上涨3.3%，预期3.7%，前值4.3%；PPI同比下降3.1%，预期-2.6%，前值-1.5%。

分析与判断：

► 多项供给持续回暖，油价快速下跌，引导CPI全面回落。

从结构上来讲，本月CPI仍然延续了上月的风格，除医疗保健项外，其他品类的价格较上月相比均呈现出不同程度的下跌，其中下跌幅度最为明显的是食品烟酒项、交通和通信项，分别环比下降2.1%、1.2%，这也是驱动本月CPI超预期回落的主要因素。

食品烟酒方面的回落，主要源自于供给端的持续回暖，反映后疫情时期生产秩序的快速修复。相比于工业品生产而言，农产品、食品等的生产受疫情本身的影响较小，前期最大的限制在于区域交通的管制。因此，3月底以来，国内交通限制措施基本解除，食品烟酒等居民生活必需品的供应出现了快速的反弹。同时，前期影响CPI最主要的猪肉供给也在持续改善，3月份能繁母猪存栏量环比上升2.8%，增速持续扩大；4月份，猪肉项CPI同比增速大幅回落19.5pct，对CPI同比的拉动作用由3月份的2.79pct下降到2.36pct。此外，受气温回升，产量提高的影响，鲜菜、鲜果的价格也出现了一定幅度的下降，分别同比下降10.5%、3.7%，分别影响CPI下降0.10、0.02pct。

而交通和通信方面的回落则主要源自于国际原油价格。4月，布伦特DTT平均价格为18.51美元/桶，较3月大幅下降了41.92%。尽管发改委在4月未对成品油价格进行下调（已经触及到国内成品油调价机制的地板价），但相比于去年同期而言，国内油价仍然出现了较大幅度的下跌。根据统计局数据显示，截至4月底，95号、92号汽油以及柴油市场价较去年同期分别下降了26.83%、28.02%、18.99%。

剔除掉食品和能源后，核心CPI小幅走低，4月同比录得1.1%，较上月回落0.1pct。4月CPI同比涨幅中，翘尾因素影响约3.24pct，新涨价因素影响约0.1pct。

► 需求进入恢复周期，翘尾因素仍然偏高，CPI短期或仍在3%以上。

强供给的格局已经得到确认，下阶段CPI应主要关注需求方面的变化。我们认为，随着国内生活秩序的正常化，居民的消费将持续处于恢复周期之中，但从居家防疫状态到正常外出就餐、消费状态的切换仍然需要一定的时间，需求的恢复可能偏慢。

油价方面，同比去年可能仍会深度下跌，但跌幅有望较4月收窄。主要产油国减产计划的持续推进以及国内成品油调价机制决定了，国内油价环比来看继续下跌的可能性和幅度均有限。假设5月国内成品油市场价格与4月均价基本一致，则预计95号、92号汽油以及柴油价格同比将下跌24.19%、25.14%、17.86%，但由于去年5月油价低于去年4月水平，跌幅有望较4月收窄。因此油价对CPI同比的下拉作用可能略弱于4月份。

随着需求的缓慢修复，CPI环比的跌幅预计将保持收窄态势，5月新涨价因素预计与4月基本一致。而5月翘尾因素仍然高达3.24pct，与4月一致，决定了CPI在短期内可能难以向下突破3%。但下半年翘尾因素将逐步回落，CPI可能在下半年将持续走低。

► 油价和需求仍是主要风险，警惕PPI通缩风险。

PPI同比下降3.1%，降幅较上月扩大1.6pct，工业品通缩压力较大。生产资料价格同比下降4.5%，降幅扩大2.1pct，拉动PPI同比下跌3.31pct。生活资料价格同比上涨0.9%，较前月回落0.3pct，拉动PPI同比上涨0.23pct。生产资料中，上中游产品价格的下跌幅度显著超出了下游，采掘工业、原材料工业PPI降幅分别扩大了7.6、3.6pct。

PPI降幅的扩大，一方面来自于国际原油价格对油气行业的冲击。相比于居民消费品还需经过发改委价格调控，工业品对原油价格的波动更加敏感，传导也更加直接。4月份，与原油相关度较高的石油、煤炭及其他燃料加工业、

石油和天然气开采业、化学原料和化学制品制造业合计贡献了 PPI 环比近六成的跌幅。另一方面，国内工业品供需错位也是 PPI 持续走低的驱动因素之一。4 月份，用 PMI 分项数据“生产-新订单”构造的产需缺口指数已经达到了 3.5%，创下了 2012 年以来的新高，生产先于需求恢复的问题在工业品领域同样存在，被动增加了生产企业的库存压力。

考虑到整体需求改善（尤其是外需）的进度以及国际原油价格，PPI 仍然存在一定的下行压力。尽管 4 月出口数据出现了超预期的表现，但我们认为并不能表明当前外需出现了拐点。4 月防疫物资出口显著提升，拉动了整体出口数据改善；同时 4 月出口金额可能还包含了前期受疫情影响无法及时交付的订单。4 月份制造业 PMI 新订单指数的大幅回落或能更好地反映下一阶段外需的强度。原油价格可能会在产油国减产的带动下企稳，但大幅反弹的可能性不大，仍然将受制于疫情对需求的冲击。当然，在国内基建投资持续发力的带动下，与基建相关的工业品价格存在结构性反弹的可能。

投资策略：关注短期扰动带来的配置机会，长期基本面仍支持债牛。

通胀对债市的影响已经发生了改变，由此前的制约切换到了利好的逻辑上，但市场对通胀可能已经有了较为充分的预期，通胀在投资者定价框架中的权重可能不及此前。当前更应该关注四个因素：财政政策力度、需求改善幅度、利率债供给压力和投资者心理预期变化。

财政政策的具体发力程度需要等待两会给出最终答案。我们预计赤字率或在 3.6% 左右，全年专项债新增限额或在 3.7 万亿元左右，抗疫特别国债总规模或在 1 万亿元左右（不排除全年分批下达可能）。财政政策对债市的影响要通过两个途径来传导，一是利率债供给，二是对经济基本面的提振。供给方面，一万亿待发专项债决定了 5 月份利率债供给压力大于往年同期，但央行通常会释放流动性予以配合。若以降准降息的方式配合，则供给压力可能并不会对债市构成太大实质性影响；若以公开市场操作方式配合，则对债市存在一定的短期扰动。但我们认为，考虑到疫情对税收、政府性基金收入的影响，财政政策实际落地到经济基本面的作用可能不及市场预期，总需求偏弱可能仍然会支撑利率债行情。

投资者心理预期变化可能是短期债市投资者不容忽视的变量。当前市场多空分歧较大，经过连续多天的大幅度调整后，很有可能会出现一部分投资者多翻空的情况，叠加两会的召开、利率债供给放量等因素，可能会对短期债市产生进一步冲击。但货币政策全年保持较宽松态势应该是大概率事件，这是决定债市难以彻底走熊的根本性基础。

因此我们认为，短期债市扰动可能有所加大，但长期债牛仍有支持。建议投资者 5 月份可适当缩短久期，同时提高组合的流动性，以应对短期的扰动；待供给冲击和政策扰动过后，如果出现较大幅度的调整，可能是较好的配置机会。

风险提示

疫情存在因境外输入二次恶化的可能。

分析师：樊信江

邮箱：fanxj@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519100006

联系电话：010-59775359

分析师：颜子琦

邮箱：yanzq@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520010001

联系电话：021-20227900

研究助理：孙嘉伦

邮箱：sunjl@hx168.com.cn

联系电话：010-59775371

研究助理：张伟

邮箱：yanzq@hx168.com.cn

联系电话：010-59775334

【华西固收研究】2020年4月通胀数据一览

联系人：樊信江/颜子琦/孙嘉伦/张伟/杨锦明

图1: CPI同比回落1.0pct, PPI同比降幅扩大1.6pct

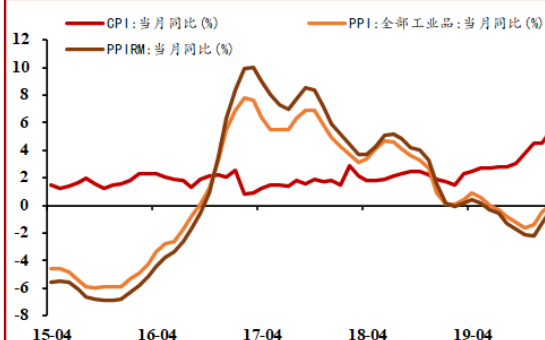


图2: CPI环比降幅收窄, PPI环比降幅扩大0.3pct

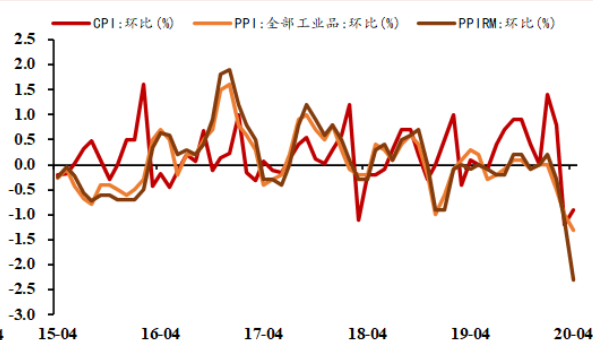


图3: CPI食品项同比上涨14.8%, 影响CPI同比上涨2.98pct

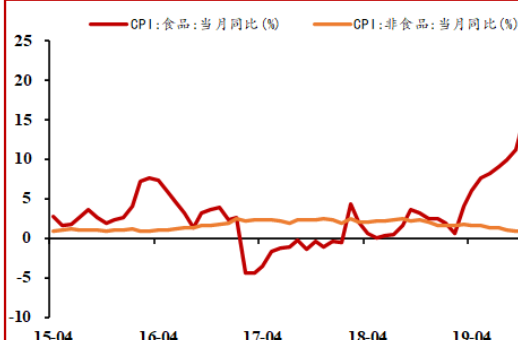


图4: 交通工具用燃料同比下降20.5%, 降幅持续扩大

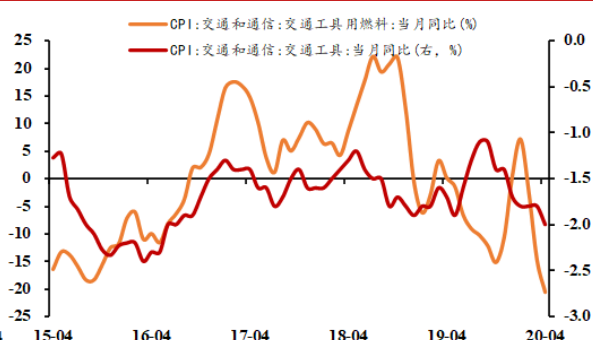


图5: 核心CPI同比回落0.1pct, 录得1.1%

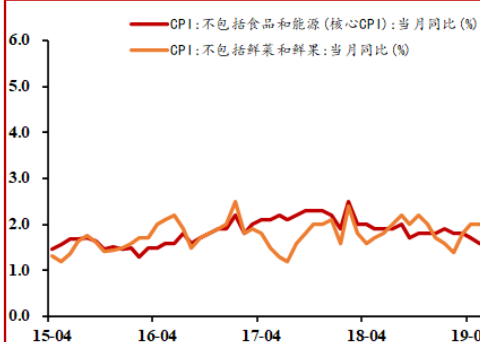


图6: 猪肉价格持续回落, 猪肉项同比录得96.9%

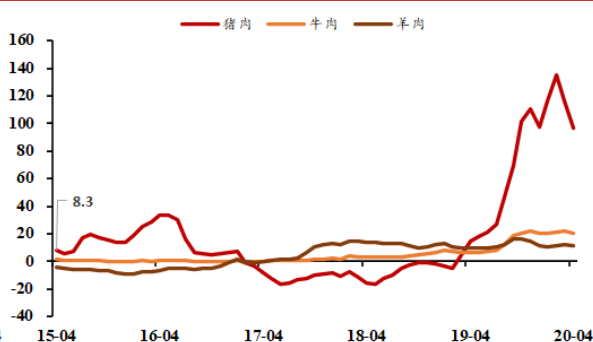


图7: 生产资料同比降幅扩大2.1pct, 生活资料小幅回落

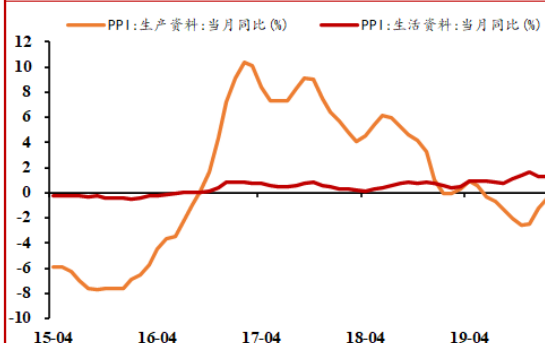
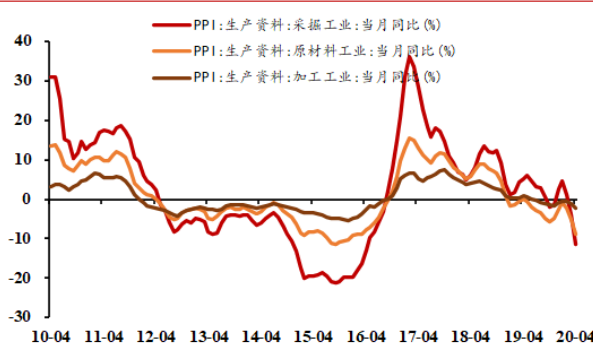


图8: 上中游工业品价格回落显著快于下游



资料来源：国家统计局，华西证券研究所

免责声明：本信息仅面向华西证券的专业机构投资者客户，仅供在新媒体背景下研究观点的及时交流。在任何情况下，本信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。华西证券及华西证券研究所也不对任何人因为使用本信息所引致的任何损失负任何责任。本信息内容的版权归华西证券所有，华西证券对本信息保留一切法律权利。未经华西证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。

分析师与研究助理简介

樊信江，固定收益方向首席分析师，CFA，清华大学工程管理硕士。2年证券研究经验，3年央企海外燃煤、燃机电站工程总承包开发及执行经验，2年国内基础设施融资租赁和PPP投资经验；曾任职于民生证券研究院，2019年加入华西证券。

颜子琦，新加坡南洋理工大学金融工程硕士，曾任卡耐基梅隆大学助理研究员。2019年加入华西证券研究所，主要从事债券交易、利率债、城投债、非标资产研究。

孙嘉伦：约翰霍普金斯大学金融硕士。2019年加入华西证券，主要参与产业债、境外债与地方政府债研究。

张 伟：对外经济贸易大学金融学硕士。2019年加入华西证券，主要参与可转债、财政政策、宏观经济研究。

分析师承诺

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，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资 评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

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_5227

