



宏观研究

防范通缩风险

2020年04月10日

投资要点

分析师：李奇霖

执业编号：S0300517030002

电话：010-66235770

邮箱：liqilin@y kzq.com

分析师：张德礼

执业编号：S0300518110001

电话：010-66235780

邮箱：zhangdeli@y kzq.com

近期报告

《江浙地区的小微金融给我们什么启示》

2020-03-20

《粤港澳大湾区制造业如何转型升级——

粤港澳大湾区研究系列之 13》2020-03-25

《赤字、特别国债与消费驱动》

2020-03-27

《52 的 PMI 意味着经济复苏吗》

2020-03-31

《深圳如何建设先行示范区——粤港澳大

湾区研究系列之 14》2020-03-31

防范通缩风险

工业品通缩压力持续，劳动力从可贸易部门向非贸易部门转移拉低服务价格。食品项中，粮食对 CPI 的影响不大，鲜菜和鲜果由于季节性规律，通常也不会带来一个季度以上的 CPI 通胀，猪肉价格高位运行但波动下降，从同比角度看猪价对 CPI 的影响将趋弱。

当前物价的核心矛盾是通缩而不是通胀，而通缩的背后是无数人的生计问题。政策需加快逆周期调节，通过财政扩张稳定总需求，以消费券补贴居民消费、对受疫情影响严重的特定地区和特定行业定向支持等方式，尽快恢复经济。

风险提示：

海外疫情失控



图表目录

图表 1：随着交通物流恢复和天气转暖，3 月 CPI 环比超季节性回落	3
图表 2：疫情海外扩散，加剧中国出口压力.....	4

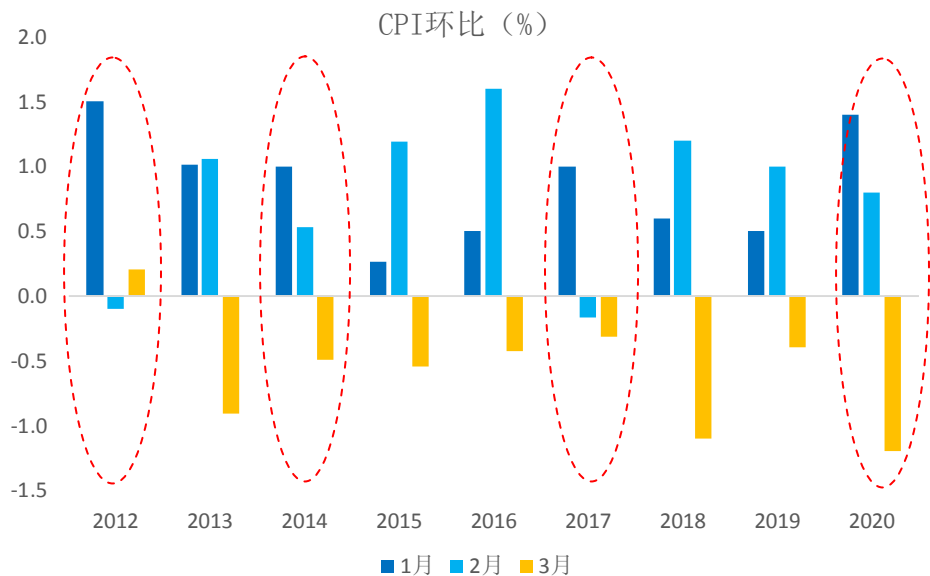


3月CPI同比4.3%，低于前值5.2%，也低于市场预期的4.7%。翘尾为3.3%，新涨价因素为1.0%。

随着交通物流恢复和天气转暖，食品价格补跌，带动3月CPI环比超季节性回落。一般来说，春节所在月份是消费需求的高峰，因此春节所在月份的CPI环比一般都会明显上行，此后开始回落。2012年以来有四次春节落在1月，前三次2月的CPI环比都较当年1月环比明显下跌。

今年由于新冠疫情阻碍了交通运输，2月环比仍然高达0.8%，远超前三次的均值0.1%。疫情好转后物流梗阻逐步打通，叠加天气转暖，3月食品等的价格补跌，CPI环比下降1.2%，比前三个相似年份的3月CPI环比均值低了1个百分点。

图表1：随着交通物流恢复和天气转暖，3月CPI环比超季节性回落



资料来源：Wind，粤开证券

3月食品价格环比为-3.8%，前值4.3%。导致CPI波动较大的猪肉、鲜菜和鲜果这三个分项，CPI环比分别从2月的9.3%、9.5%和4.8%，变为-6.9%、-12.2%和-0.2%。

3月CPI食品烟酒项同比13.6%，影响CPI同比上涨4.1个百分点。食品项中，猪肉同比从135.2%下降至116.4%，但仍是CPI的最核心支撑，拉动CPI同比2.79个百分点，贡献率为64.9%。鲜菜项环比下跌12.2%，同比也从10.9%下跌至-0.1%。

除食品烟酒外的七大项，同比上涨0.1%。因国际油价下跌，交通和通信项的CPI同比，从-1.6%下滑至-3.8%。其它用品和服务CPI同比5.3%，一方面是因为低基数，另一方面可能与疫情之下，一些服务涨价有关。

3月核心CPI同比1.2%，较2月的低点1.0%小幅回升，驱动因素是复工复产有序推进，供需结构阶段性好转。但从3月官方PMI和高频指标看，当前经济动能羸弱，核心CPI同比的反弹可能不具有持续性。

3月PPI环比-1.0%，同比-1.5%，工业品通缩加剧。和以往一样，波动主要由生产资料贡献，3月它的同比、环比分别为-2.4%和-1.2%。

从PPI的数据中，我们需要关注三点：

第一，去年四季度开始的经济弱复苏被疫情中断，疫情一季度主要影响内需，二季



度疫情海外扩散对出口和产业链的影响将明显体现。企业应对复苏主动补的库存现在成为了负担,后续有比较强的去库存诉求,工业品的通缩还将持续。据此我们也可以推断,在总需求企稳反弹并带动工业品库存去化之后,工业企业生产才有可能完全恢复。

第二,库存压力下,3月上游的采掘工业、原材料工业和加工工业,环比跌幅都在扩大。这意味着即使后续终端需求恢复,也无需担忧工业消费品带来的CPI通胀压力。何况在当前杠杆率高位、外需环境恶化、对增长和收入预期不乐观的情况下,报复性的消费和投资均难以持续。

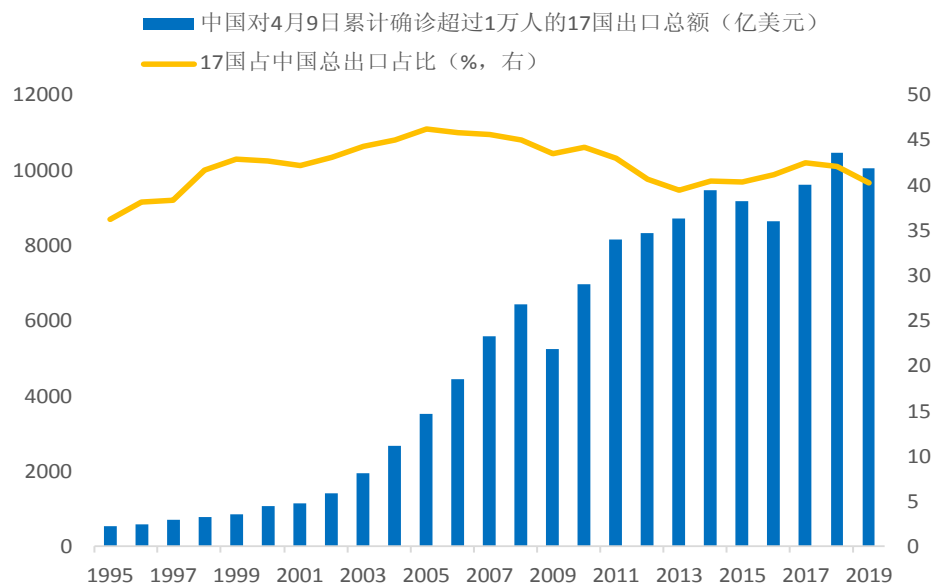
第三,油价暴跌缓解了企业的成本压力。北京时间4月9日晚上关于减产协议的消息频出,导致国际油价震荡,后续需要关注OPEC+是否会达成阶段性减产协议。但无论是否达成减产协议,可以确定的是全球经济陷入衰退后,联合减产越来越脆弱,2020年油价中枢将大幅低于2019年。

不过按照现行国内成品油定价机制,如果国际油价长期低于40美元/桶,国际低油价对国内CPI和PPI的影响有限。

我们认为,尽管CPI同比仍在3%以上,但下一阶段物价的核心矛盾是防范通缩而不是通胀。

第一,工业品通缩将进一步加剧。目前工业企业核心的问题是库存积压和产能过剩,疫情海外扩散进一步加剧了这种压力。截至北京时间4月9日,除中国外共有17国累计确诊病例数超过1万人,中国对这17国的出口占总出口的比例多年在40%以上。海外疫情扩散拖累中国出口,今年出口增速大概率会低于2009年的-16.0%。

图表2:疫情海外扩散,加剧中国出口压力



资料来源:Wind,粤开证券

当务之急是扩大内需拉动总需求,但地方政府、居民和企业部门的杠杆率都处于高位,逆周期调节只有靠财政扩张,这很难对冲其它需求放缓。

第二,可贸易部门萎缩,劳动力向服务业转移,拉低服务价格。出口产业链直接和间接的就业人数1.8亿人,海外需求收缩,以及全球经济衰退后的贸易摩擦加剧,影响中国的可贸易部门就业,尤其是劳动密集型产业就业。可贸易部门岗位需求减少后,劳动力将以更为灵活的方式向服务业转移,比如兼职、从事个体经营等,这会拉低服务价



格。

第三，粮食对 CPI 的影响不大，也无需屯粮。近期部分国家，如越南、埃及等宣布禁止粮食等农产品出口，引起了粮食是否会推动 CPI 通胀的讨论。我们认为，即使是全球化倒退、粮食贸易量下降，对国内 CPI 通胀的影响也很有限，因为中国的主粮基本靠自给自足。2019 年小麦、稻谷、玉米这三大主粮的消费量分别为 1.11 亿吨、2.03 亿吨和 3.08 亿吨，进口量分别为 370 万吨、326 万吨和 470 万吨，进口依存度分别只有 3.3%、1.6%和 1.5%。如果真的爆发大规模粮食禁运，中国大概率也会出台政策鼓励和引导种植主粮，因此无需担忧粮价大涨。

第四，鲜菜、鲜果短期可能推升 CPI 同比，但由于它们价格有季节性规律，通常不会带来一个季度以上的 CPI 通胀。

鲜菜和鲜果的 CPI 同比波动大，但它们的环比具有季节性规律。这种规律一是来自于天气对种植和运输的影响，二是来自于需求的短期变化，比如春节期间蔬菜和水果的消费增加等。鲜菜和鲜果的价格短期可能出现超季节性的变化，但在一个季度内通常会回归正常，比如 2018 年夏天寿光洪灾后的蔬菜价格，以及 2019 年春天海南、广东等水果产区遇严寒天气后的水果价格，都符合这样的规律。因此，判断 CPI 的中长期趋势时，无需担忧蔬菜和鲜果这些农产品是否会导致通胀或者通缩。

第五，猪肉价格会继续高位运行，但波动会下降，而且由于高基数，同比将趋于回落。

中国生猪养殖长期以散养为主，这种供给分散的市场接近完全竞争，结果是猪肉价格波动大且具有明显的周期性，即我们通常说的猪周期。非洲猪瘟彻底改变了中国的生猪养殖格局，其病毒的高传染性、高致死率使得中小型养殖场不堪一击，防疫标准大大提高了生猪养殖门槛。

这导致的结果，一是生猪存栏可能长期处于低位，二是行业集中度提高后，大型养殖场可以采取反周期的补栏策略，比如价格处于猪周期顶部时减少补栏，而处于底部时增加补栏，这种和散养户“追涨杀跌”的差异化策略可以平抑生猪供给和猪肉价格波动。

总的来说，工业品通缩压力持续，劳动力从可贸易部门向非贸易部门转移将拉低服务价格。食品项中，粮食对 CPI 的影响不大，鲜菜和鲜果由于季节性规律，通常也不会带来一个季度以上的 CPI 通胀，猪肉价格高位运行但波动下降，从同比角度看猪价对 CPI 的影响将趋弱。

当前物价的核心矛盾是通缩而不是通胀，而通缩的背后是无数人的生计问题。政策

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_5944

