

国开证券
CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

年内通胀下行 再通胀效应或有限

分析师:

杜征征

执业证书编号: S1380511090001

联系电话: 010-88300843

邮箱: duzhengzheng@gkzq.com.cn

2020 年 7 月 30 日

内容提要:

上半年通胀低于预期,一方面肉价回落节奏快于市场预期,另一方面新冠疫情导致需求走弱、消费下降,叠加 PPI (尤其是原油价格) 快速大幅回落,整体通胀水平趋于下行。

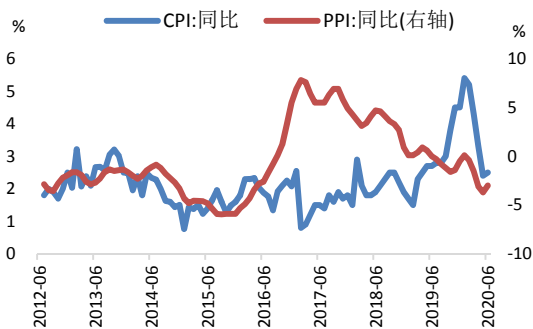
下半年新冠疫情的影响尚存,餐饮、娱乐等生活服务业全面恢复还需要一定时间,叠加 2019 年同期基数走高,短暂反弹后 CPI 继续下行。同时,虽然欧美国家陆续复工,但是否会导致二次大面积停工尚未可知,即使得到一定控制,需求仍或缓慢复苏, PPI 通缩趋势不改,但 2 季度可能是全年低点。

再通胀或在 2021 年有所显现但涨幅相对有限。从历史历次通胀的起因看,需求过热是最主要的原因而当前需求加速启动的迹象不明显。同时,本轮货币超发更多的以应急式政策为主,在经济反弹至正增长之后开启稳健操作,无论是国际对比还是与 2009 年对比都显示出一定的节制性,对通胀的拉升作用相对有限。

此外,值得注意的是,2009 年以来的历次宽松后通胀涨幅并未超预期上涨,一方面在于楼市吸收了大量流动性,另一方面房价上涨幅度客观但 CPI 指标设计中住房相关商品与服务因素或被低估导致 CPI 水平相对偏低。目前,政策层稳楼市、控房价的意图明显,虽然上半年居民中长期贷款仍然增加较多,但未来在政策预期引导下或趋于放缓,这部分资金流向何处、是否会引起结构性价格上涨是值得持续关注的。

风险提示: 央行超预期调控,食品价格超预期,贸易摩擦升温,金融市场波动加大,经济下行压力增大,国内外疫情超预期变化风险,中美关系全面恶化风险,国际经济形势急剧恶化,海外黑天鹅事件等。

CPI&PPI



南华工业品指数



相关报告

1. 《疫情对一季度经济影响超预期显著—2 月经济数据点评》
2. 《供给好于需求 内需仍需提振—3 月及一季度宏观经济数据点评》
3. 《供给边际放缓 需求修复较慢—5 月宏观经济数据点评》
4. 《经济修复上行 政策满而不溢—2020 年中期国内宏观经济展望》

目录

一、今年上半年通胀明显下行.....	3
1、CPI 见顶后快速回落，PPI 迅速进入通缩区间	3
2、主要特征及原因分析	3
二、年内通胀总体仍趋于下行.....	8
1、短期 CPI 反弹不改年内下行趋势	9
2、PPI 反弹但仍在通缩区间	15
3、通胀预期有所降温	20
三、再通胀或在 2021 年有所显现但涨幅或相对有限.....	21
1、历史上货币超发、需求过热与供给冲击均有可能推高通胀	21
2、本轮货币超发短期影响有限，中期或助推通胀	22
3、本轮国内宽松政策有节制，大水漫灌不会重演	25
4、贫富分化加剧或拖累整体消费需求	27
5、中长期老龄化趋势制约通胀上行	28
6、结论	29

图表目录

图 1：CPI 冲高回落	3
图 2：PPI 进入通缩区间.....	3
图 3：上半年食品价格环比表现大起大落	4
图 4：6 月餐饮业收入仍然同比大幅负增长	4
图 5：消费受疫情冲击较大	5
图 6：网购商品与服务尚未恢复至正常水平	5
图 7：本轮猪价与 CPI 同起同落	5
图 8：近期剔除肉类价格上涨后的 CPI 徘徊在零左右	5
图 9：今年 2-6 月非食品价格拖累整体 CPI.....	6
图 10：今年 2-6 月非食品子项价格跌多涨少	6
图 11：上半年 CRB 指数总体趋于回落.....	7
图 12：上半年 CRB 大宗商品同比趋于收缩	7
图 13：上半年供给减少推动铁矿石价格震荡上行	8
图 14：上半年原油价格波动性加剧	8
图 15：上半年 PPIRM 回落较多	8
图 16：上半年下游表现好于上游	8
图 17：能繁母猪存栏连续 8 个月环比改善	10
图 18：生猪存栏数逐步回归正常	10
图 19：生猪出栏数边际改善	11
图 20：猪肉产量同比增速触底回升	11

图 21: 上半年猪肉进口同比增加 1.4 倍	11
图 22: 上半年猪肉进口占国内产量比重已达 10.6%	11
图 23: 2004 年以来国内粮食实现十六连丰	12
图 24: 国内三大主粮产量稳中有升	12
图 25: 国内三大主粮自给率超过 97%	13
图 26: 近几年三大主粮库存保持较高水平	13
图 27: 2016 年后国内粮食价格低位波动	13
图 28: 当前国际粮价处于 2007 年以来的低位水平	13
图 29: 上半年除其他用品和服务外子项涨幅偏弱	14
图 30: 核心 CPI 走弱	14
图 31: 有数据以来房租首次同比负增长	14
图 32: 其他用品和服务价格涨幅较大但权重有限	14
图 33: OECD 预计 2020 年全球经济大幅下行	16
图 34: OECD 预计其 2021 年 4 季度失业率仍然较高	16
图 35: 上半年原油价格波动较大	19
图 36: 今年原油需求下降较多	19
图 37: 今年上半年原油供给严重过剩	19
图 38: 美国原油库存增长较快	19
图 39: 美国钻机数量下滑趋于平缓	19
图 40: 美国新钻油井降至近几年新低	19
图 41: 居民对未来物价上涨的预期有所回落	21
图 42: 预计物价上涨的居民比例为近年来低位水平	21
图 43: 需求上行对原油的拉升作用明显	22
图 44: 主要发达国家近 50 年通胀趋于下行	22
图 45: 美国 M2 同比涨幅创历史记录	23
图 46: 今年 3 月后美联储大幅扩表	23
图 47: 美国存款机构超额准备金大幅增加	24
图 48: 2008 年后全球通胀水平上冲有限	24
图 49: 2011 年后 CRB 趋于下行	24
图 50: 持续宽松政策对美国物价涨幅影响相对有限	24
图 51: 国内货币超发与 CPI 的关联关系并不稳定	25
图 52: 2017-2019 年社融增速高出 M2 约 3 个百分点	25
图 53: 2015 年后国内基尼系数有所反弹	28
图 54: 2009-2017 年高净值人群可投资规模增长较快	28
图 55: 全球人口增长率持续下降	28
图 56: 全球主要国家与经济体老龄化率持续上升	28
表 1: 今年上半年大宗商品价格均值变化 (单位: %)	6
表 2: 近 14 年猪肉价格同比波动情况	9
表 3: 多家机构下调 2020 年全球经济增长预测 (单位: %)	15
表 4: 世界银行: 2017-2022 年国际大宗商品价格情况(2010=100)	17
表 5: 世界银行: 2017-2022 年有色金属价格情况(单位: 美元/吨, 现价)	17

一、今年上半年通胀明显下行

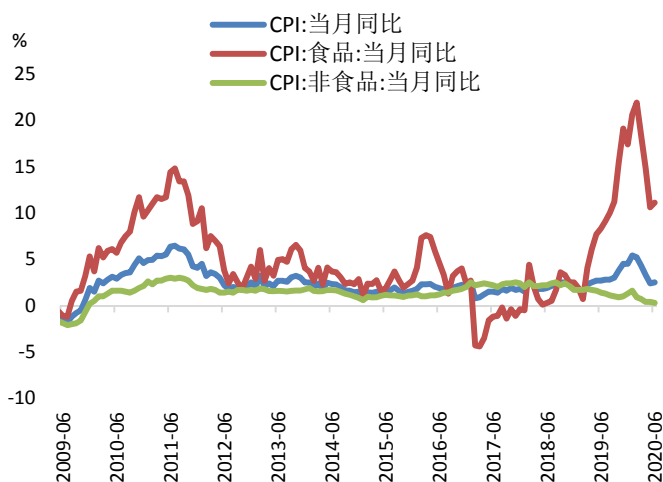
上半年通胀低于预期，一方面肉价回落节奏快于市场预期，另一方面新冠疫情导致需求走弱、消费下降，叠加 PPI（尤其是原油价格）快速大幅回落，整体通胀水平趋于下行。

1、CPI 见顶后快速回落，PPI 迅速进入通缩区间

CPI 见顶加速回落。上半年 CPI 累计同比上涨 3.9%，较 2019 年同期上升 1.7 个百分点。其中，食品烟酒价格同比上涨 12.2%，其他用品和服务上涨 5.0%，医疗保健上涨 2.2%，教育文化和娱乐上涨 2.0%，生活用品及服务上涨 0.1%；交通和通信回落 3.2%、居住和衣着均小幅回落 0.1%。在肉价大幅上涨、春节假期、新冠疫情等因素的强力推动下，今年 1 月 CPI 从 2019 年末的 4.5% 上行至 5.4%，成为近 99 个月的新高。此后一路下行，3-5 月更是以月均 0.9 个百分点加速回落至 2.4%，6 月因洪灾等原因小幅反弹至 2.5%。

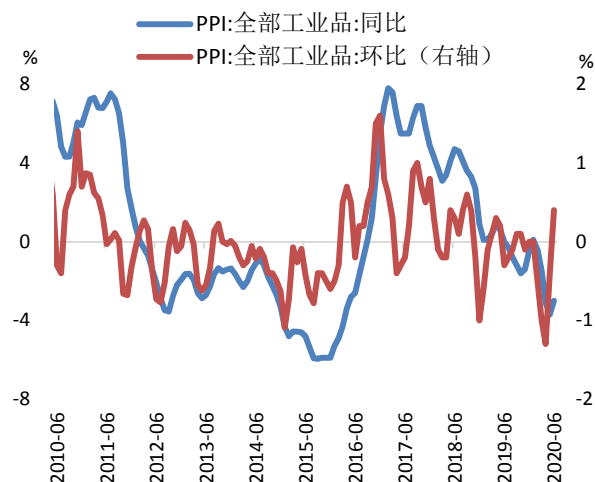
PPI 快速下行至通缩区间。上半年 PPI 累计同比下降 1.9%，PPIRM 同比下降 2.6%，分别较 2019 年同期回落 2.3、2.7 个百分点。其中，生产资料累计同比下降 3.0%，生活资料累计同比上涨 1.0%；燃料动力类（尤其是原油价格大跌）、化工原料类分别同比下跌 7.7%、8.0%，严重拖累整体水平。从走势上看，1 月 PPI 同比增长 0.1%，但自 2 月起进入通缩区间，4-5 月更是加速下滑至 -3.7%，6 月反弹至 -3.0%。

图 1：CPI 冲高回落



资料来源：Wind，国开证券研究部

图 2：PPI 进入通缩区间



资料来源：Wind，国开证券研究部

2、主要特征及原因分析

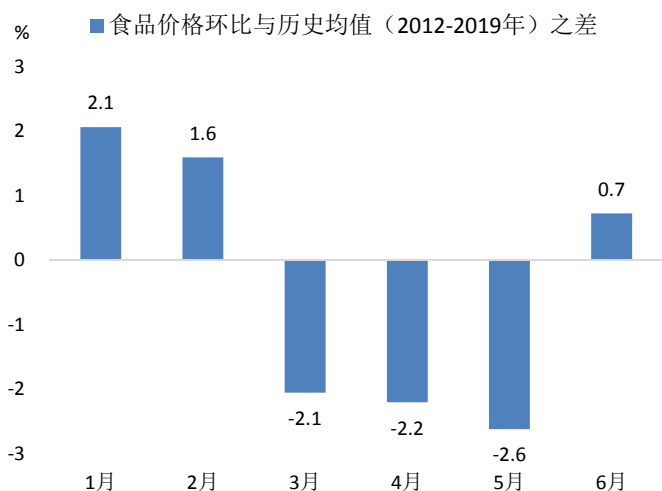
（1）CPI 波动主要受肉类价格及需求走弱影响较大

和历史上大多时期一致，今年上半年 CPI 走势主要受食品价格影响且波动明显加大，一方面季节性因素继续发挥影响，另一方面突发的疫情放大了上述波动性。上半年 CPI 环比表现总体低于历史（2011-2019 年，下同）均值，仅有 1 月高出季节性 0.6 个百分点，2 月持平，3-5 月则平均低于 0.7 个百分点。其中，1-5 月食品价格分别环比变动 4.4、4.3、-3.8、-3.0、-3.5 个百分点，与历史均值相比，1-2 月明显超出季节性表现，而 3-5 月以更大的幅度低于季节性增长。

1-2 月食品价格环比表现分别超出历史均值 2.1、1.6 个百分点，除去节日因素的推动外，新冠疫情对供给端的冲击大于需求端，突出表现在食品的生产、物流运输在疫情高发阶段受到较大影响。3-5 月食品价格环比表现分别低于历史均值 2.1、2.2、2.6 个百分点，除去前期高位自然回落因素外，疫情控制较好的情况下企业加快复工生产与物流逐渐通畅从而供给增大、疫情对需求有所抑制等因素加大了下行空间。

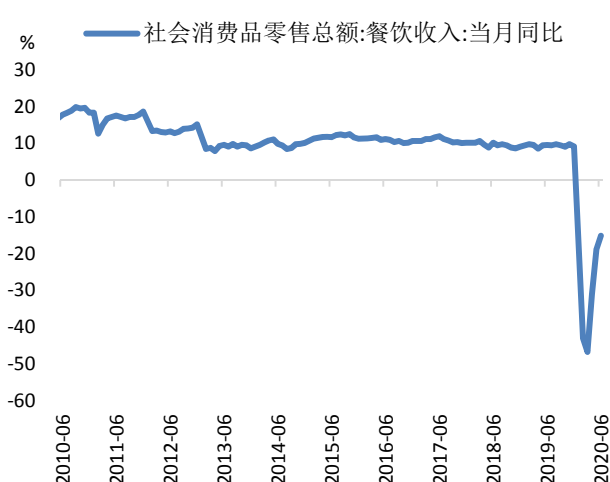
新冠疫情对需求抑制影响较大。一方面，疫情对餐饮业的冲击较大。目前而言，无论是从一些机构发布的高频数据看，还是从国家统计局公布的月度数据看，餐饮业仍未恢复至疫情前常态。另一方面，年初较长时间的居家办公以及隔离政策等导致对食品类、非食品类的需求双双下降，1-6 月社会消费品零售总额无论是累计增速还是单月增速仍然处于负值区间。不仅线下销售受到冲击，线上亦有影响，今年上半年网上商品和服务零售额同比增长 7.3%（前 3 个月持续负增长），较 2018 年（累计同比增长 23.9%，下同）与 2019 年（16.5%）大幅下降。需求低迷是导致 CPI 快速下行的主要原因。

图 3：上半年食品价格环比表现大起大落



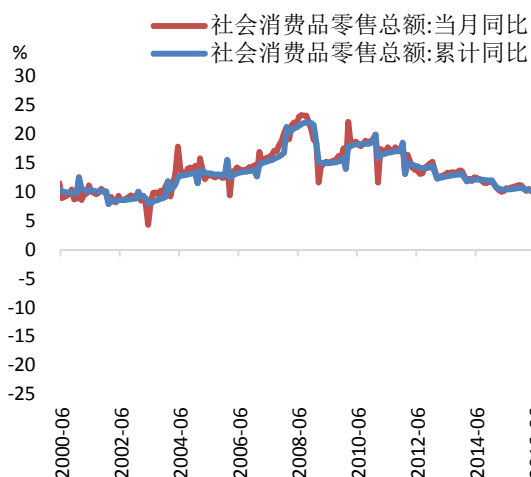
资料来源：Wind，国开证券研究部

图 4：6 月餐饮业收入仍然同比大幅负增长



资料来源：Wind，国开证券研究部

图 5：消费受疫情冲击较大



资料来源：Wind，国开证券研究部

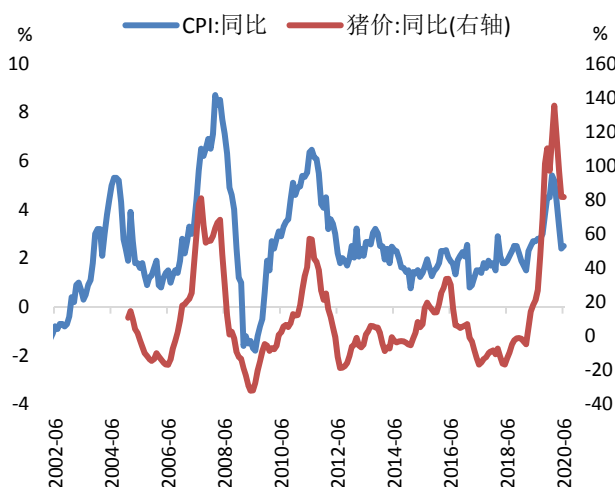
图 6：网购商品与服务尚未恢复至正常水平



资料来源：Wind，国开证券研究部

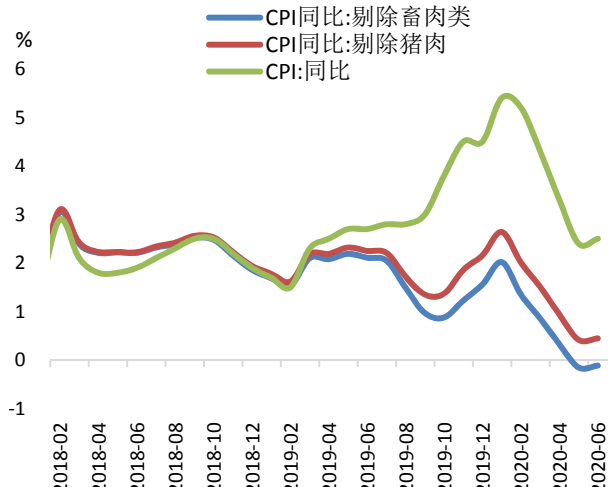
其中，畜肉（尤其是猪肉）价格同比增速大幅波动，是导致 CPI 波动加大的重要原因。剔除肉类价格上涨后的 CPI 在 5-6 月持续徘徊在零左右，显示出需求较为疲弱。今年 2 月畜肉类、猪肉价格分别同比增长 87.6%、135.2%，均达到有数据以来的最高水平。前期猪肉价格上涨，主要受猪周期与非洲猪瘟等因素影响，叠加 2019 年同期低基数、今年春节以及疫情阻碍生产与运输等因素影响，猪肉价格同比增速在今年 2 月达到峰值，对当月 CPI 的贡献率达到 61.3%。3 月后物流逐步恢复，猪肉供给边际增加，叠加前期肉价持续走高削弱了终端需求，肉价趋于回落。对 CPI 的拉动作用大幅减弱。环比方面，1-2 月猪肉价格连续上涨且强于季节性，3-5 月持续快速下跌且弱于季节性，6 月则在洪灾的影响下有所反弹。

图 7：本轮猪价与 CPI 同起同落



资料来源：Wind，国开证券研究部

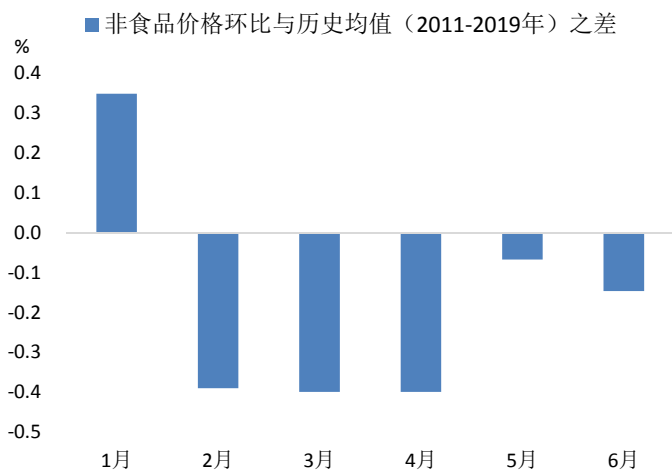
图 8：近期剔除肉类价格上涨后的 CPI 徘徊在零左右



资料来源：Wind，国开证券研究部

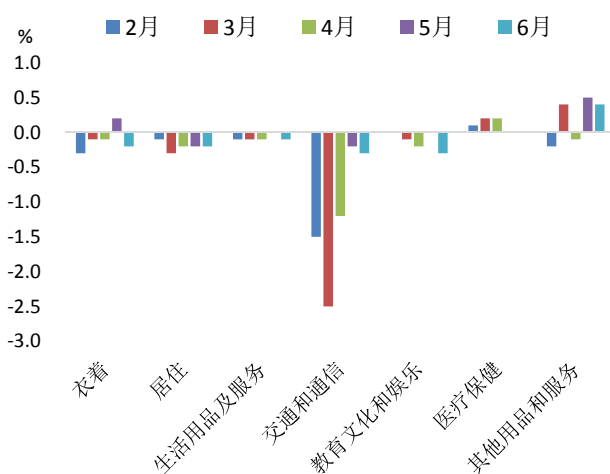
此外，非食品价格走势疲弱拖累 CPI。上半年月非食品子项价格跌多涨少，除了 1 月因疫情影响走高外，2-6 月均低于历史均值；而且 2-6 月除医疗保健、其他用品和服务价格有所反弹外，其他分项大多继续下跌。非食品价格走势偏弱，印证需求持续受到抑制。

图 9：今年 2-6 月非食品价格拖累整体 CPI



资料来源：Wind，国开证券研究部

图 10：今年 2-6 月非食品子项价格跌多涨少



资料来源：Wind，国开证券研究部

(2) PPI 触底反弹

年初以来，工业品与原材料价格走势大体上分为两个阶段：第一阶段是 1-4 月，工业品与原材料价格环比回落缘于疫情抑制需求以及美元指数上涨，叠加 2019 年同期基数持续走高，同比跌幅逐步加大，尤其是原油价格最大跌幅超过 60%，从而拖累 PPI；第二阶段是 5-6 月，海外重启复工、中国经济步入反弹、全球巨量刺激政策以及原油供给端收缩等因素提振商品市场，表现为大宗商品价格环比转正、同比跌幅收窄，推动 PPI 环比转正、同比触底反弹。

表 1：今年上半年大宗商品价格均值变化（单位：%）

	同比变化		环比变化	
	CRB 指数	Brent 原油	CRB 指数	Brent 原油
1 月	1.5	5.7	-1.5	-2.3
2 月	-6.0	-13.9	-5.9	-12.9
3 月	-24.3	-49.7	-18.5	-39.2
4 月	-35.9	-62.8	-13.5	-21.0
5 月	-30.2	-53.9	4.9	21.7
6 月	-22.7	-35.3	8.5	25.8

资料来源：Wind，国开证券研究部

上半年主要大宗商品跌多涨少且波动性加大。上涨主要受供给影响较大，如铁矿石，其1季度供给在澳洲飓风、巴西暴雨、Vale复产不及预期等因素影响下，整体发货量偏低，虽然2季度发货环比有所回升，但同比增长仍然受限。下跌品种主要受需求影响较大，尤其是原油，价格波动剧烈。1月初美伊冲突加剧、中美贸易谈判朝积极方向发展、沙特承诺加大减产力度以及全球主要产油国减产等因素利好油价，1月7日布伦特油价涨至68.91美元/桶并成为今年前7个月的峰值。1月下旬至2月底新冠病毒在国内蔓延，市场预计中国经济回落且原油需求也会随之减少，因此油价进入逐步回落通道，但这一段过程是缓慢的，2个月回落了不到20美元（3月4日为51.13美元/桶）。此后，新冠病毒在全球开始扩散，从欧洲到美国再到新兴市场国家，主要国家均出现不同程度的蔓延。全球原油需求前景黯淡，而同时3月的OPEC+大会未能达成减产协议（面临自4月起失效的危机）、沙特等产油国大幅降低原油售价导致供给端压力增大，期间沙特与俄罗斯之间的市场争夺战更是加剧了原油市场波动性。在供持续大于需的背景下，原油库存快速增长，油价加速下行，布伦特油价最低价格（剔除负油价）仅为19.33美元/桶，1个半月下降30多美元。5-6月，随着海外陆续复工，原油需求有所恢复，叠加OPEC加大减产力度，油价有所恢复。其中，5月OPEC+创纪录970万桶/日的减产行动正式落地，6月OPEC+又将这一减产规模延续至7月末。不过，由于原油库存数据持续高位，市场对于需求的忧虑仍存，加之重启复工后美国疫情有加剧之势，市场对疫情二次冲击经济与原油需求预期的忧虑利空油价，原油价格进入小幅震荡阶段。

图 11：上半年 CRB 指数总体趋于回落

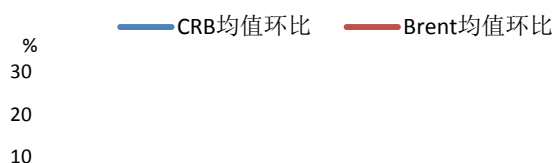
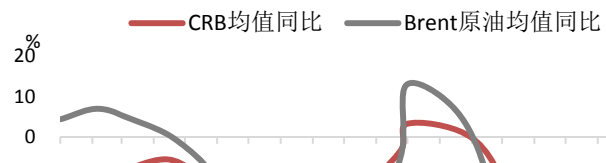


图 12：上半年 CRB 大宗商品同比趋于收缩



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_3397

