

宏观观点评

货币超发会引发通胀吗？——兼评 5 月物价数据

事件：5 月 CPI 同比 2.4%，预期 2.7%，前值 3.3%；PPI 同比 -3.7%，预期 -3.2%，前值 -3.1%。

1、5 月 CPI 同比涨幅续降与后疫情时代供需矛盾缓解、猪肉生产恢复降低结构性通胀、季节性因素有关。5 月 CPI 同比增长 2.4%，涨幅较 4 月缩窄 0.9 个百分点；食品项同比增长 10.6%，涨幅缩窄 4.2 个百分点，非食品项同比增长 0.4%，涨幅持平前值。剔除食品和能源的核心 CPI 同比增长 1.1%，涨幅持平前值。**1) 食品项反应供需稳的特点：**一是鲜菜环比下降 12.5%，主因鲜菜上市供给增加；二是畜肉类环比下降 5.7%，其中猪肉环比降 8.1%，主因疫后产能恢复，特别是生猪生产恢复，同时猪肉消费进入淡季。同比看，猪肉价格同比上涨 81.7%，涨幅较 4 月缩窄 15.2 个百分点，随着生猪存栏的恢复（能繁母猪存栏同比连续 6 个月降幅收窄），结构性通胀明显缓解。**2) 非食品项环比结束“三连负”，体现后疫情需求恢复，但总体仍低于季节性。**5 月非食品环比 0%（此前三个月为 -0.2%、-0.4%、-0.2%），较近 5 年同期均值低 0.08 个百分点。5 月交通通信、文娱价格等环比降幅收窄，反映后疫情时代服务消费整体恢复。其中，5 月原油价格环比上涨带动交通工具燃料环比降幅缩窄 7.3 个百分点至 0%，但受地板价机制保护，国内成品油价格尚难涨价，交通工具燃料环比仍低于近 5 年同期均值 2.64 个百分点。与季节性规律相差较大的另一项是旅游价格，5 月旅游价格环比 0%，较过去 5 年均值上升 1 个百分点，这与过去几年旅游价格 4 月高 5 月低的规律不相符，原因可能在于今年五一假期延长，且部分出游受疫情影响由 4 月推迟到 5 月。

2、5 月 PPI 环比降幅缩窄，反映需求改善。5 月 PPI 同比下降 3.7%，降幅扩大 0.6 个百分点；PPI 环比下降 0.4%，降幅缩窄 0.9 个百分点。受基数较高和年内翘尾的影响，5 月 PPI 环比可能比同比更能反映需求改善的总体情况。分行业看：**1) 石化产业链价格明显修复。**5 月布伦特油价环比上涨 22%，对应石油和天然气开采 PPI 环比下降 9.1%，降幅收窄 26.6 个百分点，此外石油燃料加工、化学制品、化学纤维等 PPI 环比降幅缩窄 1-5 个百分点。**2) 第二，黑色、有色金属矿采选、冶炼及压延加工业 PPI 环比由负转正，反映了基建、房地产等投资的恢复。****3) 纺织、造纸等行业 PPI 环比小幅改善。**以上三点反映了 5 月需求端的总体修复。不过，需注意农副产品加工业、医药制造、电子设备 PPI 环比涨幅较 4 月下降，这些行业在疫情期间均降价较小甚至涨价，5 月的变化可能反映了后疫情时代的价格回归。继续提示中美摩擦和海外疫情可能对通用设备、电子设备等出口导向型行业造成影响。

3、货币超发 vs 经济下行，我们会面临通缩还是通胀？2020 年政府工作报告要求今年 M2 和社融增速高于 2019 年，再结合今年名义 GDP 增速的下滑，货币可能超发 5 个百分点以上（这里指 M2-GDP 同比），市场担忧是否会引起通胀。我们认为我国短期面临的主要还是通缩问题，长期需警惕通胀风险，但尚不能断言一定会引发通胀。

1) 物价本质反映的是供需关系，短期经济增速仍低于潜在增速，面临通缩风险。第一，“产出-物价”菲利普斯曲线表明，当现实经济增长率高于潜在经济增长率时，物价存在上涨压力，反之亦然。计量角度，采用 H-P 滤波法计算我国当前产出缺口为负；机理角度，疫情短期给经济造成巨大冲击，经济增速仍未恢复至潜在水平，指向我国面临实际的“通缩”压力。事实上，2018 年初至今核心 CPI 下行趋势仍未逆转。第二，猪肉供给逐步增加之后，结构性通胀有望得到缓解，下半年猪价下行过快甚至可能会引起 CPI 同比的较快下行。**2) 从货币数量论角度，货币超发可能伴随着通货膨胀，不过能否引发通胀还取决于其他条件：**第一，若超发的货币滞留一部分在银行，并部分流入房地产和股票市场，则对通胀将产生一定抑制；第二，在不发生严重的财政赤字货币化的情况下，高通胀可能性不大；第三，受人口老龄化、技术进步放缓、资本存量增速下降等影响，中国的潜在经济增速趋于下降，需求型通胀可能性下降；第四，油价的持续低迷也一定程度上抑制通胀。不过，需要注意四季度之后若实际经济增速超过潜在增速，政策继续宽松确实可能造成资产泡沫和高通胀风险。

4、后续 CPI 和 PPI 将如何走？CPI：根据高频数据，6 月鲜菜、肉禽、鲜果等小幅降价，米面油、水产品较为稳定，油价环比提升，由此得到的 6 月 CPI 同比持平 5 月的 2.4%，三季度可能回落至 2% 以下，年底至 1% 左右。PPI：6 月初生产资料价格指数环比小幅回升，再考虑近期油价、南华工业品指数、CRB 工业原料指数均持续回升，内需修复，6 月 PPI 同比将好于 5 月，目前预测在 -3.2% 左右。预计 6 月至年底 PPI 同比将逐渐回升，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，四季度当月同比仍在 -1% 甚至 -2% 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

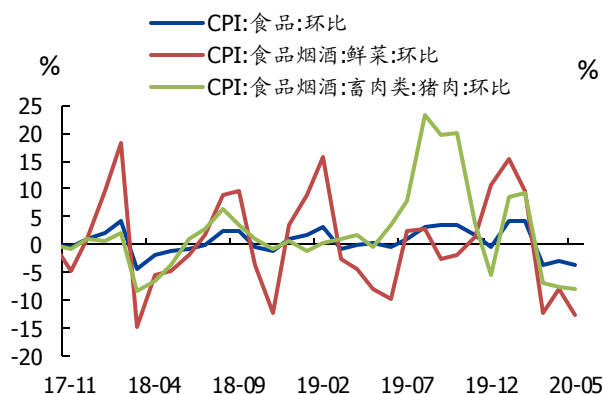
邮箱：hening@gszq.com

相关研究

- 1、《欧美复工约 6 成，关注价格上涨—国内外高频半月观》2020-06-07
- 2、《修复与背离—5 月 PMI 的 4 大信号》2020-05-31
- 3、《务实，不折腾—<2020 年政府工作报告>9 信号》2020-05-22
- 4、《从预期差看供需变化——兼评 4 月物价数据》2020-05-12
- 5、《央行一季度货币政策报告的 7 大信号》2020-05-10
- 6、《全面评估粮食涨价的可能性与影响——兼评 3 月通胀》2020-04-11
- 7、《农产品通胀 PK 能源通缩，物价怎么走？大类资产呢？》2020-03-10

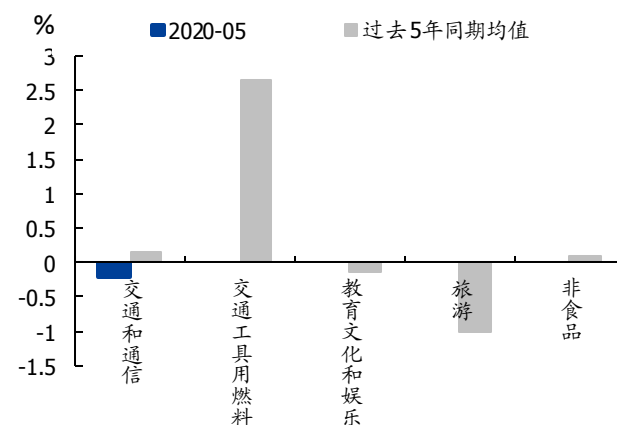


图表 1: 5月鲜菜、猪肉价格环比大幅下滑



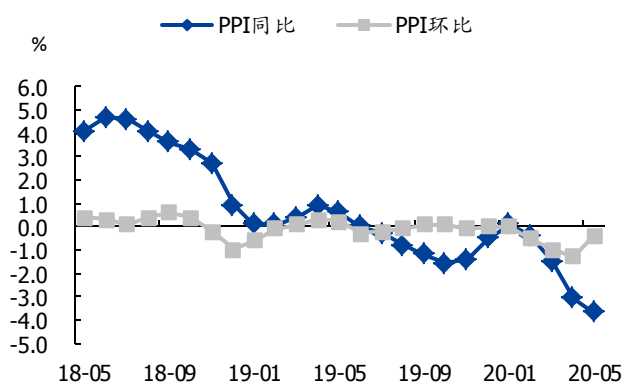
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 2: 5月CPI非食品项重点分项环比变化



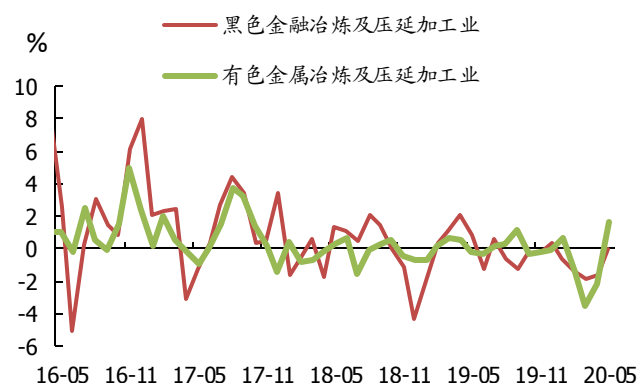
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 图中未显示蓝柱部分表示数据为 0

图表 3: 相较于同比, 5月PPI环比更能反映需求改善



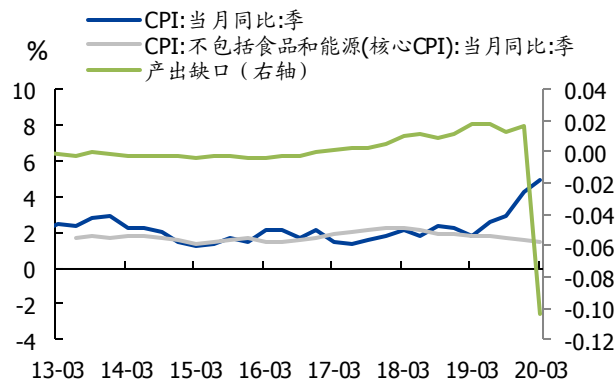
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 4: 5月有色、黑色价格回升指向投资恢复较好



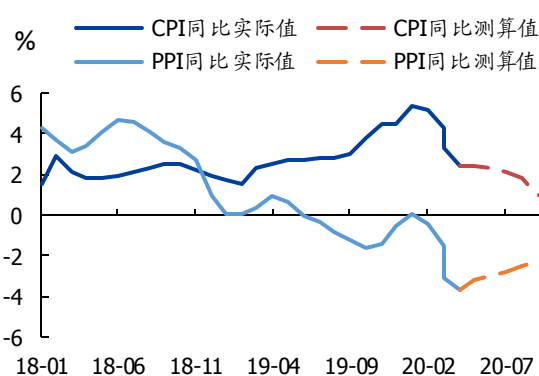
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 5: 产出缺口与通胀的关系



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 6: CPI, PPI 预测



资料来源: Wind, 国盛证券研究所测算

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_4580

