

固定收益研究/动态点评

2020年09月09日

张继强 SAC No. S0570518110002
研究员 SFC No. AMB145
zhangjiqiang@htsc.com

芦哲 SAC No. S0570518120004
研究员 luzhe@htsc.com

张大为 SAC No. S0570119080165
联系人 zhangdawei@htsc.com

相关研究

- 1《固定收益研究：信用债周度跟踪》2020.09
- 2《固定收益研究：PMI 小幅回落，结构改善，预期不弱》2020.08
- 3《固定收益研究：信用债周度跟踪》2020.08

水涝扰动消退，CPI 重回下行通道

2020 年 8 月通胀数据点评

核心观点

8 月 CPI 同比 2.4%，较 7 月回落 0.3 个百分点，PPI 同比-2%，回升 0.4 个百分点。夏季水涝扰动消退，CPI 如期下行，食品价格开始成为推动 CPI 走低的关键因素。核心 CPI、CPI 非食品同比止跌，传递总需求回暖信号，但仍相对乏力，线下消费活动的恢复、消费信心的重建还需要过程。我们认为 CPI 不是年内货币政策敏感变量，房价等资产价格更值得关注。PPI 继续回暖，继续支撑企业盈利修复，短期仍集中在中上游。基建加码、外需复苏、疫苗有望投产叠加下的周期小共振是下半年值得关注的交易线索。

CPI 如期回落，食品价格拉低通胀

8 月 CPI 同比 2.4%，回落 0.3 个百分点，环比 0.4%。核心 CPI 同比 0.5%，持平于前值。夏季水涝扰动消退后，CPI 如期回到下行通道，食品价格开始成为推动 CPI 走低的关键因素。食品方面，环比蛋类(9.4%)、鲜菜(6.4%)涨幅偏高，猪肉(1.2%)涨势明显放缓。菜价与蛋价上涨均符合季节规律，鲜菜供给受台风水涝等扰动频繁，而蛋类在夏季产蛋率下降、储存时间缩短，两者往往自 9 月入秋后价格趋于回落。非食品方面，教育文娱、医疗保健、居住环比依然弱于季节性，其他用品服务、交通和通信环比较强。

PPI 继续回暖，有色黑色金属领涨

8 月 PPI 同比-2%，回升 0.4 个百分点，环比 0.3%。8 月 PPI 生产资料同比-3%，环比 0.4%。上游产品中，有色与黑色金属价格领涨，环比分别为 2.9%、1.6%，建材价格跌幅显著收窄。有色金属仍受供给因素扰动，以及金融投机助推。黑色与建材受益于国内水涝对建筑施工的不利影响消退，基建扩张叠加地产开工强劲，且疫苗有望投产带来试管玻璃的强劲需求。PPI 生活资料同比 0.6%，环比 0.1%，必选与可选消费涨跌分化，显示消费信心尚且不足，大额支出动力不强，同时企业也可能在加速库存去化。

猪价决定方向，CPI 或继续下行

年内 CPI 或步入快速下行期，明年再通胀压力依然可控。年内而言，非食品方面，消费信心的重建是个渐进过程。食品方面，水涝影响消退，生鲜供求格局或紧转松，在“价格走低、高基数、同比权重抬升”三重因素叠加下，猪肉分项有望进一步拉低 CPI。向明年看，1 月或是本轮 CPI 的低点，上半年有快速走高压力，但更多是基数扰动带来的形态变化。由于国内宏观政策相对克制、收入增长相对缓慢，再通胀压力预计可控。

基建外需共振，PPI 或继续回升

年内 PPI 或维持回升态势，明年上半年可能会加速冲高。年内而言，国内基建投资上行节奏有望加快、地产投资在高周转策略下韧性仍强，外需前景变得更为乐观。此外，我们认为疫苗有望在年底前问世，届时经济复苏信心强化，有利于支撑周期品表现。向明年看，上半年在基数扰动、产能约束、疫情消退的阶段，PPI 回升斜率或更为陡峭。

启示：经济渐进复苏，短期盈利改善仍集中在中上游

第一，核心 CPI、CPI 非食品同比止跌，传递总需求回暖信号，但仍是相对乏力的，线下消费活动的恢复、消费信心的重建还需要过程。第二，CPI 同比如期降至 2.4%且有望继续下行，年内控通胀目标没有太大压力，核心 CPI 显示总需求还不旺盛。通胀不是年内货币政策敏感变量，房价等资产价格更值得关注。第三，PPI 走高继续支撑企业盈利修复，短期仍集中在中上游。第四，通胀仍非当下核心变量，市场影响不大。基建加码、外需复苏、疫苗有望投产叠加下的周期小共振是下半年值得关注的交易线索。

风险提示：中美冲突升级、秋冬疫情二次暴发。

8 月通胀概览

8 月 CPI 同比 2.4%，市场预期 2.4%，前值 2.7%；环比 0.4%。

8 月 PPI 同比-2.0%，市场预期-2.0%，前值-2.4%；环比 0.3%。

(本文市场预期均指 wind 一致预期)

CPI 如期回落，食品价格拉低通胀

8 月 CPI 同比 2.4%，回落 0.3 个百分点，其中翘尾因素约 2.2%；CPI 环比 0.4%，环比回落且低于历史同期水平（过去 5 年均值 0.5%）。核心 CPI 同比 0.5%，持平于前值。夏季水涝扰动消退后，CPI 如期回到下行通道，食品价格开始成为推动 CPI 走低的关键因素。

分项来看：

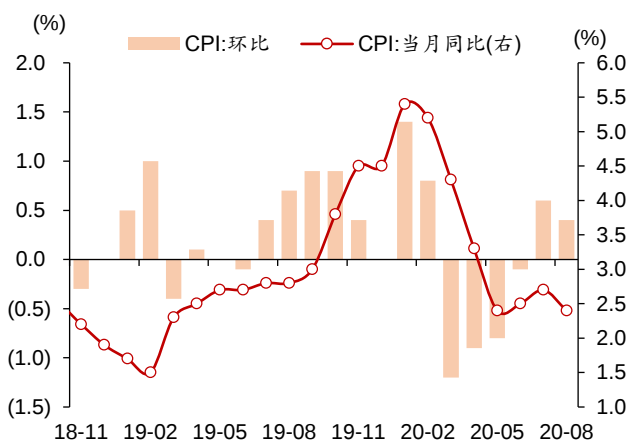
8 月 CPI 食品同比 11.2%，回落 2 个百分点，环比 1.4%（过去 5 年均值 1.8%）。

环比角度，蛋类（9.4%）、鲜菜（6.4%）涨幅偏高，猪肉（1.2%）涨势明显放缓。（1）菜价与蛋价上涨均符合季节规律，鲜菜供给受台风水涝等扰动频繁，而蛋类在夏季产蛋率下降、储存时间缩短，两者往往自 9 月入秋后价格趋于回落；（2）7-8 月高温高湿气候影响生猪育肥且易于暴发局部疫病，猪肉供给通常季节性偏紧并伴随涨价现象。今年 8 月猪价涨势收敛，或反映生猪存栏在较快改善；（3）粮价环比持平，流通环节的价格波动并未影响到居民端，但禽畜肉价格受饲料成本影响而略有上涨。同比角度，猪价涨幅收窄 33.1 个百分点，是拉低当月 CPI 同比的主要分项。

8 月 CPI 非食品同比 0.1%，回升 0.1 个百分点，环比 0.1%（过去 5 年均值 0.1%）。

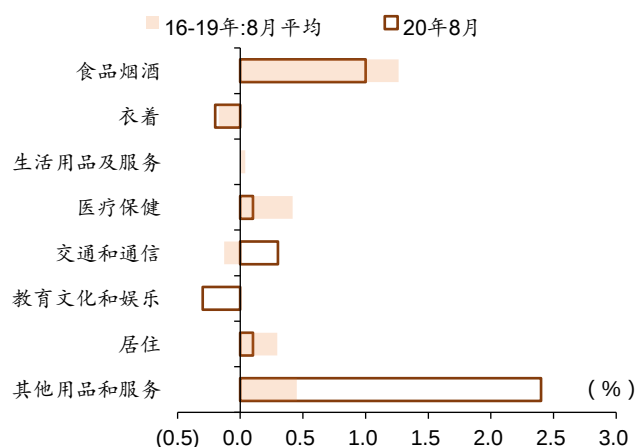
当月教育文娱、医疗保健、居住分项环比依然弱于季节性，其他用品服务、交通和通信环比较强。租房市场景气依然低迷，说明就业压力待解；旅游价格不振，疫情对于线下活动的影响依然显著；通信工具价格涨势明显，疫情期间电子产品需求持续较好、而原材料端存在供给阻力。

图表1：CPI 同比回落



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表2：CPI 环比分项



资料来源：Wind，华泰证券研究所

PPI 继续回暖，有色黑色金属领涨

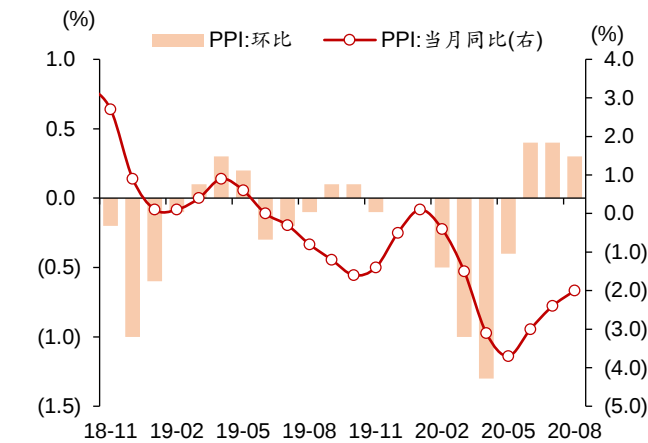
8月PPI同比-2%，回升0.4个百分点，其中翘尾因素约为0.1%；PPI环比0.3%。

分项来看：

8月PPI生产资料同比-3%，环比0.4%。上游产品中，有色与黑色金属价格领涨，环比分别为2.9%、1.6%，建材价格跌幅显著收窄。（1）有色金属仍受供给因素扰动，以及金融投机助推；（2）黑色与建材方面，国内水涝对建筑施工的不利影响消退，基建扩张叠加地产开工强劲，水泥价格触底反弹，螺纹钢价格韧性较强。而近期玻璃价格大涨除了地产竣工预期之外，也存在疫苗有望投产带来试管玻璃的强劲需求；（3）能源方面，油价涨势进一步放缓，OPEC+自8月起收缩减产规模，也或反映经济修复的斜率降低。

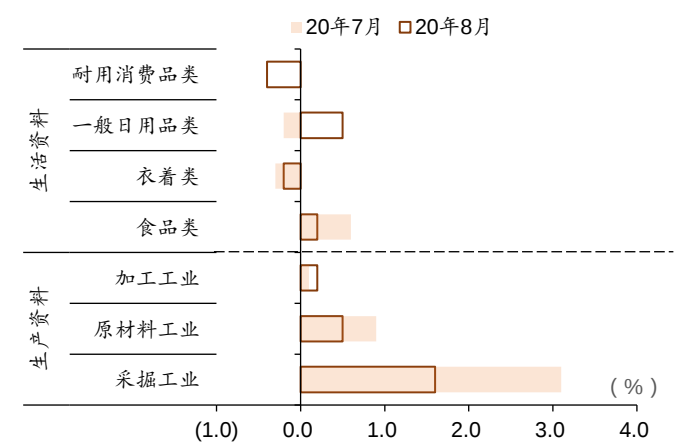
8月PPI生活资料同比0.6%，环比0.1%。日用品环比上涨0.5%、食品环比上涨0.2%，耐用消费品与衣着环比分别为-0.4%、-0.2%。必选与可选消费涨跌分化，显示消费信心尚且不足，大额支出动力不强，同时企业也可能在加速库存去化。

图表3：PPI 同比回升，环比涨幅收窄



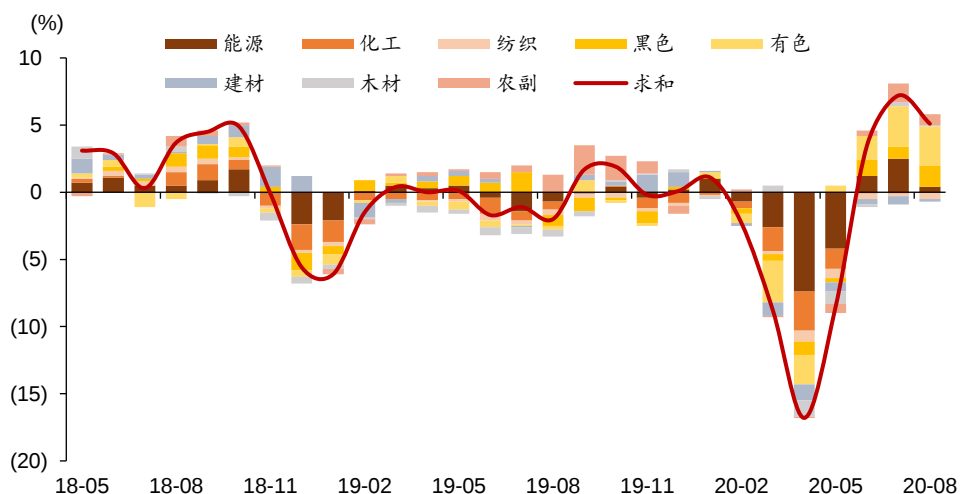
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表4：PPI 分项环比



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表5：上游产品价格，有色金属与黑色环比领涨（PPIRM 环比）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

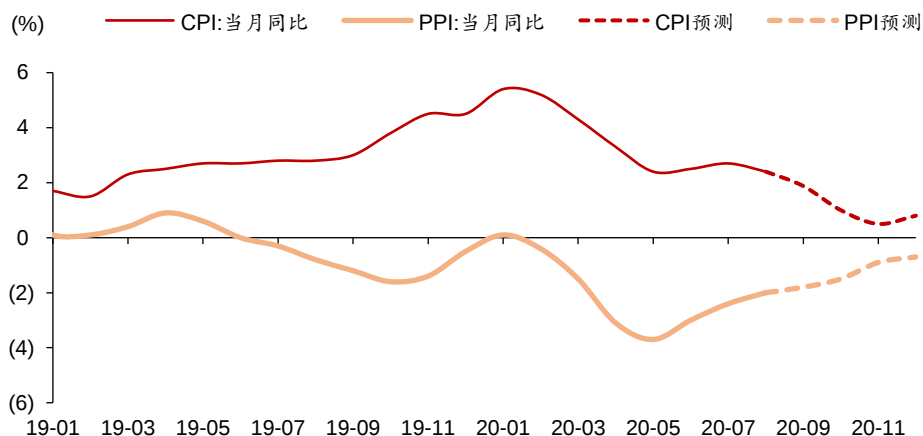
猪价决定方向，CPI 或继续下行

年内 CPI 或步入快速下行期，明年再通胀压力依然可控。年内而言，非食品方面，消费信心的重建是个渐进过程，服务业线下业态还未完全恢复、制造业库存依然偏高，终端涨价动力不足。食品方面，水涝影响消退，生鲜供求格局或紧转松，菜价继续上涨动力不强。更关键的是生猪产能持续恢复，根据农业部，截至今年 7 月全国生猪与能繁母猪存栏量分别连续 6 个月、10 个月环比正增长，在“价格走低、高基数、同比权重抬升”三重因素叠加下，猪肉分项有望进一步拉低 CPI。向明年看，1 月或是本轮 CPI 的低点、不排除负值的可能性，上半年有快速走高压力，但更多是基数扰动带来的形态变化。由于国内宏观政策相对克制、收入增长相对缓慢，再通胀压力预计可控。

基建外需共振，PPI 或继续回升

年内 PPI 或维持回升态势，明年上半年可能会加速冲高。年内而言，国内基建投资上行节奏有望加快、地产投资在高周转策略下韧性仍强，海外欧美等主要经济体 PMI 已相继重回扩张区间，外需前景变得更为乐观。此外，疫苗有望在年底前问世，届时经济复苏信心强化，有利于支撑周期品表现。向明年看，上半年在基数扰动、产能约束、疫情消退的阶段，PPI 回升斜率或更为陡峭。而 PPI 走弱的风险来自于，内部房地产投资在持续偏紧的政策环境中何时走弱、外部中美矛盾会否出现快速升级。

图表6：2020 年 CPI 与 PPI 同比预测



资料来源：Wind，华泰证券研究所

启示：经济渐进复苏，短期盈利改善仍集中在中上游

第一，核心 CPI、CPI 非食品同比止跌，传递总需求回暖信号，但仍是相对乏力的，从非食品分项中看出，线下消费活动的恢复、消费信心的重建还需要过程。

第二，CPI 同比如期降至 2.4% 且有望继续下行，年内控通胀目标没有太大压力，核心 CPI 显示总需求还不旺盛。通胀不是年内货币政策敏感变量，房价等资产价格更值得关注。

第三，PPI 走高继续支撑企业盈利修复，短期仍集中在中上游。第四，通胀仍非当下核心变量，市场影响不大。基建加码、外需复苏、疫苗有望投产叠加下的周期小共振是下半年值得关注的交易线索。

风险提示

1、中美冲突升级。目前美国国内矛盾较为突出，临近大选，美国转移内部矛盾的诉求可能导致中美冲突增多，对国内企业生产与 PPI 回暖带来不利影响。

2、秋冬疫情二次暴发。如果全球疫情二次暴发、疫苗研发投产进度未能有效遏制疫情发展，可能让全球经济再陷入衰退，通缩压力再次加大。

免责声明

分析师声明

本人，张继强、芦哲，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司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，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

本公司的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等

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_2647

