

核心 CPI 连续向下，PPI 进入快速修复通道

——2020年7月CPI和PPI数据点评兼债市观点

固定收益简报

◆ 事件

2020年8月10日国家统计局公布数据显示，2020年7月CPI同比上涨2.7%，涨幅比6月上升0.2个百分点；CPI环比上升0.6%，6月为下降0.1个百分点；PPI同比下降2.4%，降幅比6月收窄0.6个百分点；PPI环比上涨0.4%，增速与6月持平。

◆ 点评

1、短期供给因素致CPI连续向上，需求因素并不强

7月CPI同比增速为2.7%，与6月相比增速上升0.2个百分点，同比增速连续两个月回升。与上月类似，CPI回升是短期供给因素带来的，需求影响并不强：猪肉和蔬菜受到洪涝、天气影响价格上涨，新涨价影响约为-0.2个百分点，核心CPI从4月开始则走向下降通道。

8月猪肉和蔬菜价格呈企稳回落迹象，后续供给对物价的影响将逐步消去，影响物价走势还是要看需求整体的改善情况。

2、PPI同比降幅继续收窄，基本可以确定进入快速修复阶段

7月PPI同比下降2.4%，连续6个月处于负值区间，但降幅比6月收窄0.6个百分点。从最近几个月PPI走势来看，基本可以确认5月同比-3.7%应该近期的低点，6月PPI可能已进入触底反弹通道，7月表现则确认PPI后续将进入快速修复阶段。分项来看，生产资料价格的改善是PPI显著修复的主要原因。

疫情出现以来，PPI经历了大致以下几个阶段：2-4月为加速下降，5月则进入到减速下降模式，6月开始触底反弹。展望后续，上周国际油价有所回升，国内生产已经恢复到较高水平，工业产品需求逐步改善，7月出口则继续现超预期表现，基本可以判断PPI进入快速修复阶段，后续向上的高度和速度则取决于经济复苏的情况。

◆ 债市观点

年中中央政治局会议、二季度货币政策执行报告、易纲行长专访中关于货币政策的表述均预示着后续货币政策将更加强调“适度”“合理”“精准”。后续债市收益率没有持续向下的基础，但货币政策也需继续推动综合融资成本明显下降，从而为稳企业保就业以及经济中长期发展提供更有利环境，这也将制约收益率高点的位置，我们维持债市“上有顶下有底”震荡走势观点。

风险提示

境外疫情蔓延较快，国内再现零星病例；美国大选之年，话题与摩擦预料亦将持续不断；经济复苏加快，但仍有一定的不确定性。

分析师

张旭 (执业证书编号：S0930516010001)
010-58452066
zhang_xu@ebsecn.com

危玮肖 (执业证书编号：S0930519070001)
010-58452070
weiwx@ebsecn.com

邬亮 (执业证书编号：S0930518040003)
010-58452047
wuliang16@ebsecn.com

联系人

李枢川
010-58452065
lishuchuan@ebsecn.com

相关报告

经济复苏加快，后续消费是不确定项——
2020年二季度经济数据点评兼债市观点
..... 2020-7-15

PPI自上而下分析框架的构建与下半年展望
——通胀再研究系列之二
..... 2020-7-14

为何我们需要特别关注PPI？——通胀再
研究系列之一
..... 2020-7-14

经济复苏不盲目乐观——利率债2020年
下半年投资策略
..... 2020-6-9

对特别国债的几点思考——从政策看利率
债系列之七
..... 2020-5-14

财政赤字货币化的内涵与日美两国实践—
—从政策看利率债系列之六
..... 2020-5-14

基本面复苏的起点、支撑与政策选择——
从基本面看利率债系列之二
..... 2020-4-9

事件

2020年8月10日国家统计局公布数据显示,2020年7月CPI同比上涨2.7%,涨幅比6月上升0.2个百分点;CPI环比上升0.6%,6月为下降0.1个百分点;PPI同比下降2.4%,降幅比6月收窄0.6个百分点;PPI环比上涨0.4%,增速与6月持平。

点评

1、短期供给因素致CPI连续向上,需求因素并不强

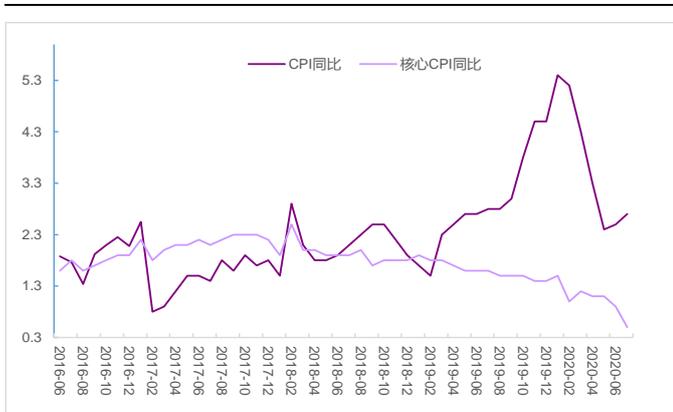
2020年7月CPI同比增速为2.7%,与6月相比增速上升0.2个百分点,同比增速连续两个月回升。2020年7月CPI环比上升0.6%,6月为下降0.1%,5月是下降0.8%,环比连续4个月边际上出现改善。与上月类似,CPI回升是短期供给因素带来的,需求影响并不强:

从供给层面来看,7月食品价格同比上涨13.2%(涨幅扩大2.1个百分点),影响CPI上涨约2.68个百分点,可见影响7月CPI上升的主要是食品项。从食品项分解来看,7月多地洪涝灾害对生猪调运产生了一定影响,猪肉供给偏紧使得价格环比上涨10.3%(涨幅比6月扩大6.7个百分点),而受不利天气影响鲜菜价格环比上涨6.3%(涨幅比6月扩大3.5个百分点)。这些因素更多的是短期供给因素。

从需求角度来看,根据统计局的测算,在7月份2.7%的同比涨幅中,去年价格变动的翘尾影响约为2.9个百分点,新涨价影响约为-0.2个百分点(比6月收窄0.6个百分点),新涨价因素仍然较低,验证消费需求整体还不是太强,尚处在修复改善之中。

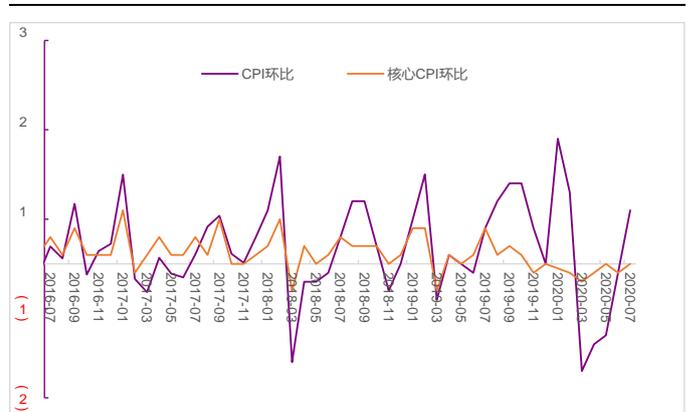
核心CPI方面是从需求角度观察物价比较好的指标。7月核心CPI同比上涨0.5%,比上月下降0.4个百分点,连续2个月下降。今年2月,核心CPI创2013年1月有该项数据统计以来新低后,3月核心CPI有所回升,4月开始则走向下降通道,7月核心CPI同比比3月下降了0.7个百分点,也验证了目前需求整体并不太强。

图1:本月CPI同比继续向上,则核心CPI连续下降



资料来源:wind,光大证券研究所 纵轴:%

图2:CPI环比连续5个月改善



资料来源:wind,光大证券研究所 纵轴:%

图 3: CPI 同比增速中新涨价因素连续 3 个月处于负值

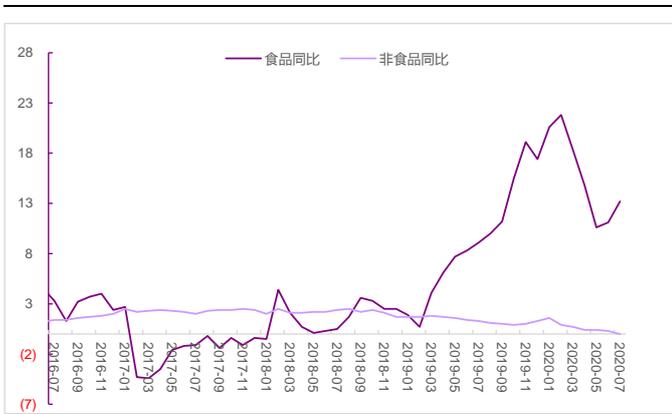


资料来源: wind, 光大证券研究所 纵轴: %

食品价格上升是影响 CPI 增速回升最主要因素。7 月份, 食品价格同比增长 13.2% (连续 2 个月上升), 影响 CPI 同比上涨 2.68 个百分点; 环比上涨 2.8%, 影响 CPI 环比上涨 0.62 个百分点。7 月非食品价格同比增长 0, 与上月相比下降 0.3 个百分点, 仍处在下降通道; 环比增长 0 (6 月为下降 0.1%)。

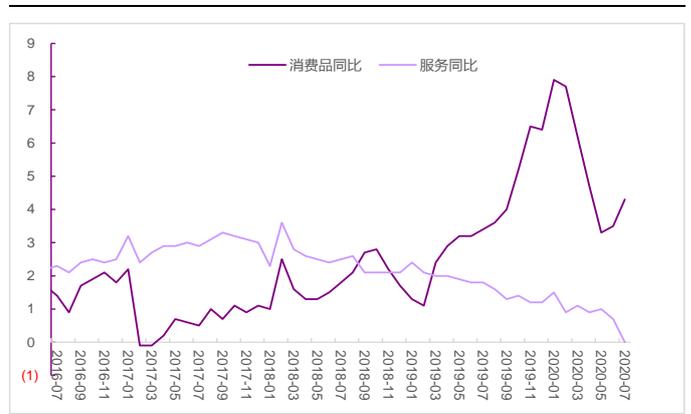
消费品价格稍有回升但服务价格再次回落。消费品价格 2020 年 7 月同比增长 4.3%, 比上月上涨 0.8 个百分点; 服务价格同比增长 0, 增速比上月下降 0.7 个百分点, 连续两个月回落, 整体仍处在下降通道, 本月加速回落。

图 4: 食品同比继续回升, 非食品仍在回落



资料来源: Wind, 光大证券研究所 纵轴: %

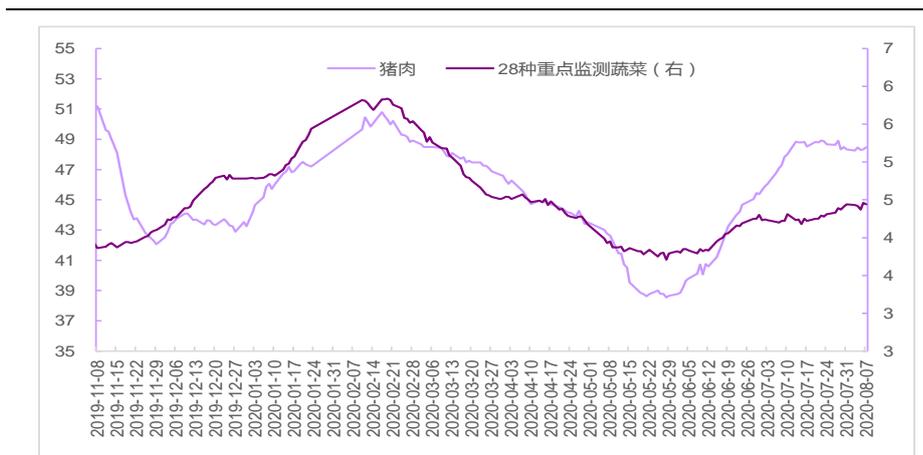
图 5: 服务价格同比继续 2 个月下降



资料来源: Wind, 光大证券研究所 纵轴: %

春节以后, 随着供给端的影响逐步减弱, 猪肉和蔬菜价格持续走低。但 6 月之后供给因素影响在多重作用下卷土重来, 但影响力度比去年减弱不少。展望后续, 8 月猪肉和蔬菜价格呈企稳回落迹象, 也验证供给影响是短期因素, 后续对物价的影响将逐步消去, 影响物价走势还是要看需求整体的改善情况。从目前核心 CPI 的走势来看, 消费需求的改善尚有一定的不确定性。整体来看, 预计 8 月开始 CPI 同比增速将重新进入回落通道, 4 季度随着翘尾效应的消去, CPI 同比增速将下一台阶。

图 6：8 月以来猪肉和蔬菜价格呈企稳回落迹象



资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：元/公斤

注：数据截至 2020 年 8 月 7 日

2、PPI 同比降幅继续收窄，基本可以确定进入快速修复阶段

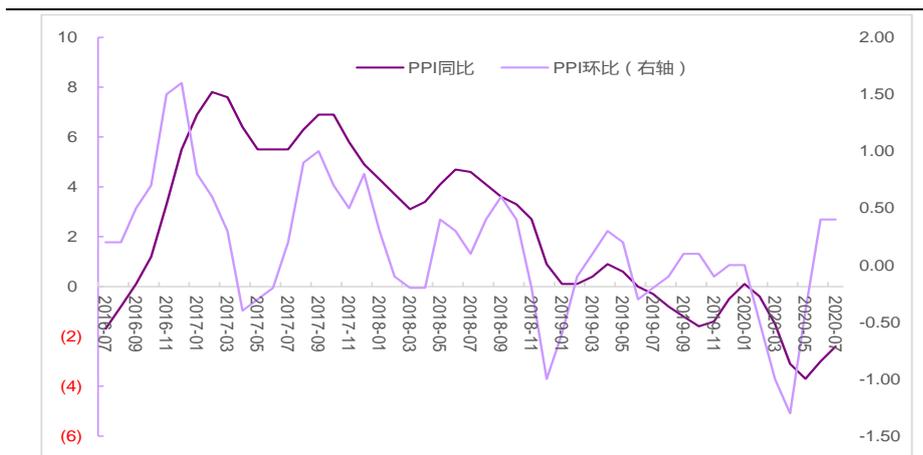
2020 年 7 月 PPI 同比下降 2.4%，连续 6 个月处于负值区间，但降幅比 6 月收窄 0.6 个百分点。从最近几个月 PPI 走势来看，基本可以确认 5 月同比 -3.7% 应该近期的低点，从 6 月开始，PPI 已经进入到触底反弹通道，后续将进入快速修复阶段。

根据测算，PPI 同比降幅中，去年价格变动的翘尾影响约为 0（6 月为 -0.2 个百分点），新涨价影响约为 -2.4 个百分点（6 月为 -2.8 个百分点），扣除翘尾因素，收窄幅度为 0.6 个百分点（6 月为 0.4 个百分点）。2020 年 7 月 PPI 环比上涨 0.4%，增速与上月持平。无论从同比还是环比来看，7 月 PPI 均有较为显著的修复。

分项来看，生产资料价格的改善是 PPI 显著修复的主要原因。同比来看，7 月生产资料价格同比下降 3.5%，降幅比上月收窄 0.7 个百分点（连续两个月降幅收窄），影响 PPI 总水平下降约 2.56 个百分点（上月为影响 PPI 总水平下降约 3.11 个百分点）；生活资料价格同比上涨 0.7%，涨幅与上月持平。7 月 PPI 同比增速降幅收窄主要来自生产资料价格的改善。生产资料中各分项均在改善，7 月采掘、原材料、加工三项的同比增速分别下降 7.1%、6.9% 和 1.8%（6 月分别为下降 10.5%、8.5% 和 2.0%），均处在连续改善通道。环比来看，生产资料和生活资料价格分别上涨 0.5% 和 0.1%。

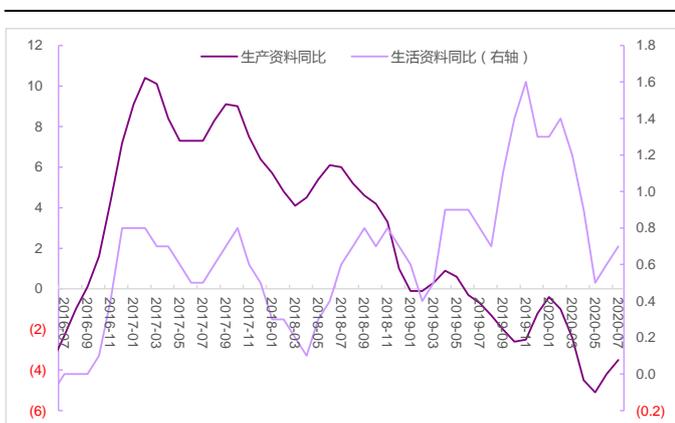
回溯 PPI 走势的变化，去年四季度，PPI 环比窄幅波动，10 月后降幅逐步回升，显示有触底回升迹象。疫情的出现则将 PPI 重新推入下降通道。疫情出现以来，PPI 经历了大致以下几个阶段的发展：2-4 月为加速下降（同比分别为 -0.4%、-1.5% 和 -3.1%，分别比上月变动 -0.5、-1.1、-1.6 个百分点）；5 月则进入到减速下降模式（同比为 -3.7%，比上月变动 -0.6 个百分点）；6 月 PPI 初步判断进入触底反弹通道，7 月表现则确认 PPI 后续将进入快速修复阶段（6-7 月同比分别为 -3%、-2.4%）。展望后续，上周国际油价有所回升，国内生产已经恢复到较高水平，工业产品需求逐步改善，7 月出口则继续超预期表现，基本可以判断 PPI 进入快速修复阶段，后续向上的高度和速度则取决于经济复苏的情况。

图 7: PPI 触底反弹确认, 基本可以判断进入快速修复阶段



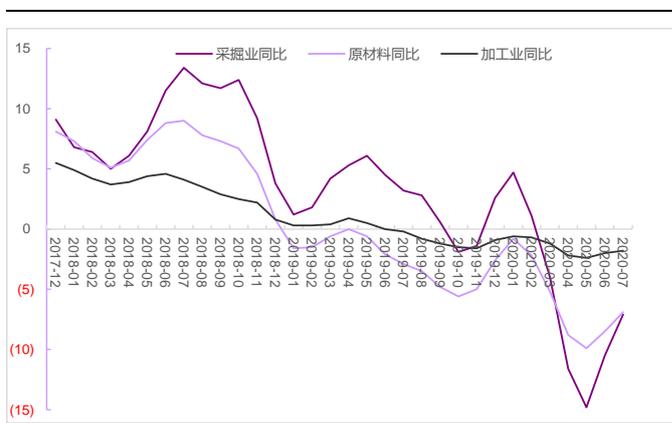
资料来源: Wind, 光大证券研究所 纵轴: %

图 8: 7 月生产、生活资料同比增速均继续回升



资料来源: wind, 光大证券研究所 纵轴: %

图 9: 生产资料价格各分项同比连续 2 个月改善



资料来源: wind, 光大证券研究所 纵轴: %

3、债市观点

基本面方面, 各项指标都指示经济复苏处于快速通道。政策层面, 7 月 30 日年中中央政治局会议召开, 要求“货币政策要更加灵活适度、精准导向, 保持货币供应量和社会融资规模合理增长, 推动综合融资成本明显下降”, 这一表述与 4 月中旬政治局会议中关于货币政策的表述“运用降准、降息、再贷款等手段, 保持流动性合理充裕, 引导贷款市场利率下行”有一定的差

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_3295

