

固定收益研究/动态点评

2020年08月10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》2020.08
- 2《固定收益研究：中性态度溢于言表》2020.08
- 3《固定收益研究：资管新规过渡期延长的喜与忧》2020.08

从CPI与核心CPI背离看趋势与扰动

2020年7月通胀数据点评

核心观点

7月CPI同比2.7%，较6月回升0.2个百分点，PPI同比-2.4%，回升0.6个百分点。CPI连续两个月回升，但仍主要系水涝等短期因素带来的食品价格扰动与油价上涨助推，不构成趋势，核心CPI走弱更显示消费需求乏力。猪肉在“价格走低、高基数、‘同比权重’抬升”因素叠加下，有望在8-10月较快拉低CPI。PPI或在下半年维持回升态势。我们认为CPI不是年内货币政策敏感变量，房价更值得关注，PPI走高则支撑企业盈利修复。基建加码与外需复苏叠加下的周期小共振是下半年值得关注的交易线索。

CPI回升不构成趋势，消费需求仍待改善

7月CPI同比2.7%，较6月回升0.2个百分点，环比0.6%。核心CPI同比0.5%，较6月下降0.4个百分点。CPI连续两个月回升，但仍主要系水涝等短期因素带来的食品价格扰动与油价上涨助推，不构成趋势。食品方面，7月猪肉（10.3%）、鲜菜（6.3%）、蛋类（3.1%）环比涨幅较大。非食品方面，衣着、教育文娱、医疗保健、房租分项环比均显著弱于季节性，显示消费需求乏力，尤其旅游、房屋租赁市场景气度较弱，而受油价与食品价格上涨推动，水电燃料、交通燃料和其他服务价格表现出韧性。

PPI延续回暖态势，有色与能源领涨

7月PPI同比-2.4%，回升0.6个百分点，环比0.4%。PPI生产资料同比-3.5%，环比0.4%。有色金属与能源价格涨幅领先，环比分别扩大至3%、2.5%；铜铝等有色金属价格已高于疫情之前、同比转正，存在南美疫情等供给侧抑制因素，金融投机也起到助推作用。建材价格有所走弱，环比跌幅扩大至-0.6%，主要受水泥拖累，南方水涝发展对建筑施工用料带来较大阻力。PPI生活资料同比0.7%，环比0.1%，仅食品系成本因素涨价，非食品类生活物资仍处在降价去库存的阶段，下游消费品制造业盈利或承压。

南方水涝渐消退，CPI或继续下行

近两个月CPI回升主要系水涝等短期因素干扰，不足以改变年内CPI逐季走低的趋势。非食品方面，在失业率较高、低收入增速的约束下，终端消费需求尚难以在短期内显著膨胀，大宗原材料自上而下沿产业链的成本传导仍有阻力。食品方面，南方水涝渐退，对生鲜供给影响逐步弱化。而生猪产能有序恢复。猪肉在“价格走低、高基数、‘同比权重’抬升”三方面因素叠加下，有望在8-10月较快拉低CPI。

基建与外需共振，PPI或震荡回升

近两个月PPI走高存在供求两方面因素，下半年仍有望维持回升态势。国内方面，水涝对建筑施工的不利影响消退，财政资金投放将加快，基建投资或进入扩张期，而较高的失业率与外部不确定性可能会约束国内宏观政策的退出节奏，继续支持周期品的复苏表现。海外方面，欧美等发达经济体PMI已相继回到扩张区间，近期全球疫情拐点隐现，疫苗进展也相对积极。我们预计下半年在外需与基建投资向上共振的过程中，PPI有望维持回升态势，秋冬疫情二次暴发与中美冲突演化是PPI回落的潜在风险点。

启示：消费依然乏力，短期盈利改善集中在中上游

第一，核心CPI继续走弱，终端居民消费依然乏力，工业品价格持续回暖，但沿产业链向下的成本传导存在阻力。第二，CPI全年中枢控制在3.5%的目标之下预计没有太大压力，核心CPI更弱，通胀不是年内货币政策敏感变量，房价更值得关注。第三，PPI走高继续支撑企业盈利修复，短期集中在中上游。第四，CPI与PPI回升，但核心CPI走低，市场影响不大。基建加码与外需复苏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。

7 月通胀概览

7 月 CPI 同比 2.7%，市场预期 2.6%，前值 2.5%；环比 0.6%。

7 月 PPI 同比-2.4%，市场预期-2.4%，前值-3%；环比 0.4%。

(本文市场预期均指 Wind 一致预期)

CPI 回升不构成趋势，消费需求仍待改善

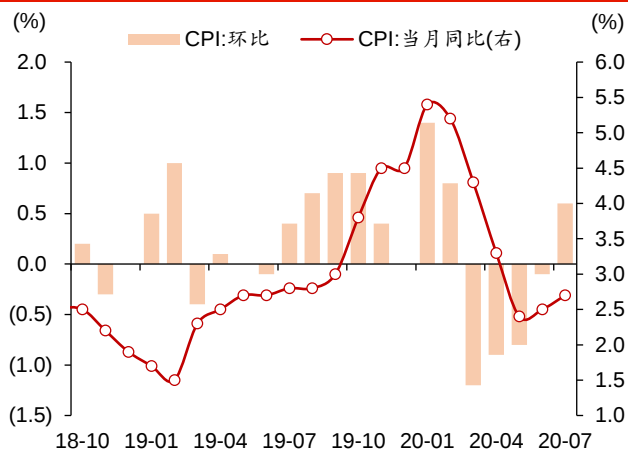
7 月 CPI 同比 2.7%，回升 0.2 个百分点，其中翘尾因素约 2.9%。CPI 环比 0.6%，环比回升且高于历史同期水平（过去 5 年均值 0.3%）。核心 CPI 同比 0.5%，较前值下降 0.4 个百分点。CPI 连续两个月回升，但仍主要系水涝等短期因素带来的食品价格扰动、与油价上涨助推，不构成趋势。而核心 CPI 继续走弱，非食品 CPI 细项显示出终端消费需求依然乏力。

分项来看：

7 月 CPI 食品同比 13.2%，回升 2.1 个百分点，环比 2.8%（过去 5 年均值 0.3%）。环比角度，猪肉（10.3%）、鲜菜（6.3%）、蛋类（3.1%）涨幅较大。猪肉方面，一是餐饮业加快恢复带动猪肉采购量增长，二是南方水涝影响生猪调运，三是近期国内局部疫情抑制居民冻肉消费，导致国家投放冻储肉的调节作用受限、且进口有所放缓。蔬菜仍主要受南方水涝影响。鸡蛋涨价因高温提高了储存成本并且影响产蛋量。同比角度，猪肉与鲜菜涨幅较 6 月分别扩大 4.1、3.7 个百分点，是推高当月 CPI 同比的主要分项。

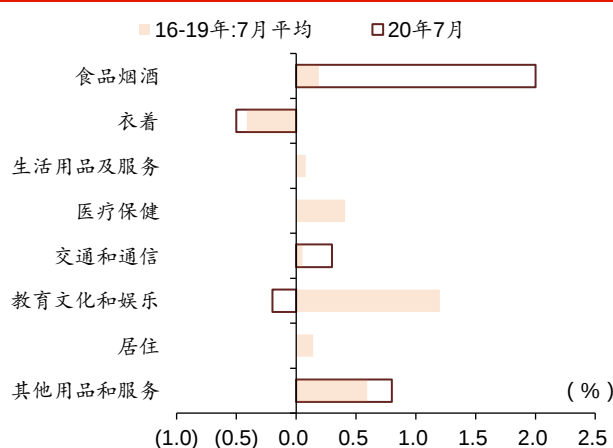
7 月 CPI 非食品同比持平，回落 0.3 个百分点，环比持平（过去 5 年均值 0.2%）。当月衣着、教育文娱、医疗保健、居住（房租）分项环比均显著弱于季节性，交通和通信、其他用品服务环比较强。（1）受油价与食品价格上涨推动，水电燃料、交通燃料和其他服务价格表现出韧性；（2）7 月暑期是传统旅游旺季，今年疫情导致境内外旅游需求均不佳，环比显著弱于季节性；（3）7 月同样是高校学生毕业、租房市场需求旺盛的关键节点，而今年 7 月房租环比持平，或说明居家待业增多，稳就业压力仍大。

图表1：CPI 同比回升，环比转正



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 延续回暖态势，有色与能源领涨

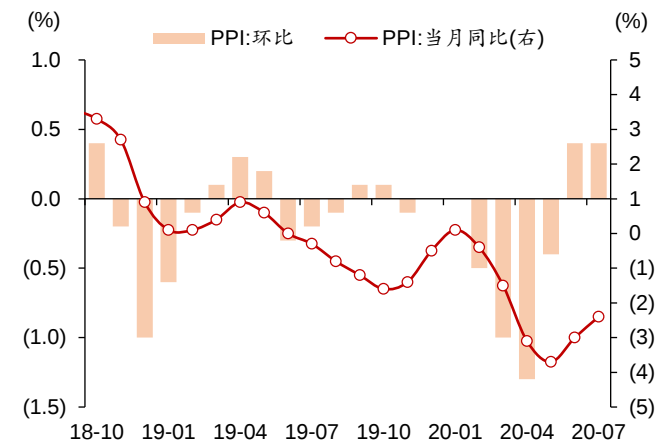
7月PPI同比-2.4%，回升0.6个百分点，其中翘尾因素约为0。环比0.4%。

分项来看：

7月PPI生产资料同比-3.5%，环比0.4%。上游产品中，有色金属与能源价格涨幅领先，环比分别扩大至3%、2.5%；建材价格有所走弱，环比跌幅扩大至-0.6%。（1）铜铝等有色金属价格已经高于疫情之前、同比转正。考虑到当前全球宏观环境尚弱于疫情前的状态，近期有色上涨存在南美疫情导致的供给侧抑制因素，而从期货非商业净多头持仓规模增长来看，金融投机也对有色涨价起到助推作用。（2）建材价格主要受水泥拖累，7月中上旬南方水涝极致发展对建筑施工用料带来较大阻力，而玻璃由于室内安装作业，价格继续走强，也或意味7月份地产投资较基建继续占优。

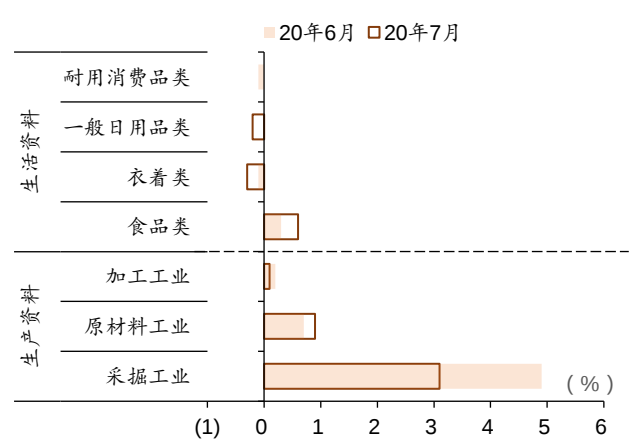
7月PPI生活资料同比0.7%，环比0.1%。食品环比上涨0.6%、耐用品环比持平，衣着与一般日用品环比分别为-0.3%、-0.2%。（1）食品涨价仍系成本上涨的影响，是短期因素。（2）非食品类生活物资仍处在降价去库存的阶段，反映终端消费依旧乏力，下游消费类制造业盈利可能承压。

图表3：PPI 同比回升，环比持平前值



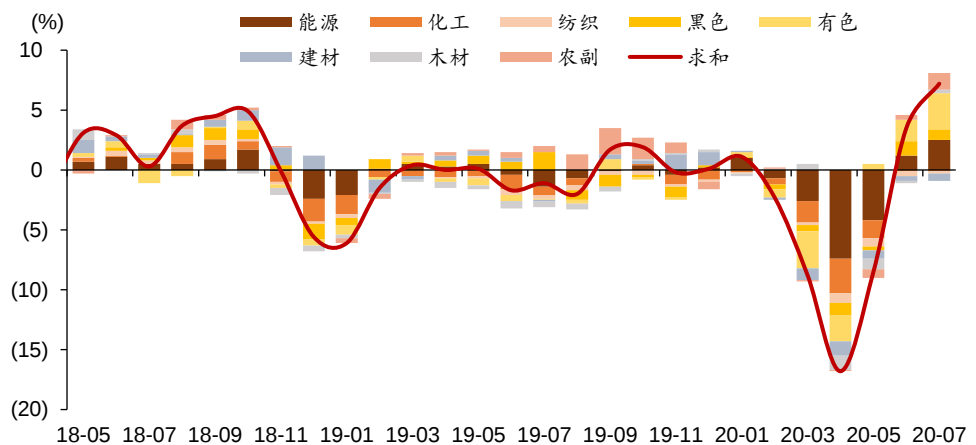
资料来源：Wind，华泰证券研究所

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，有色金属与能源环比领涨（PPIRM 环比）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

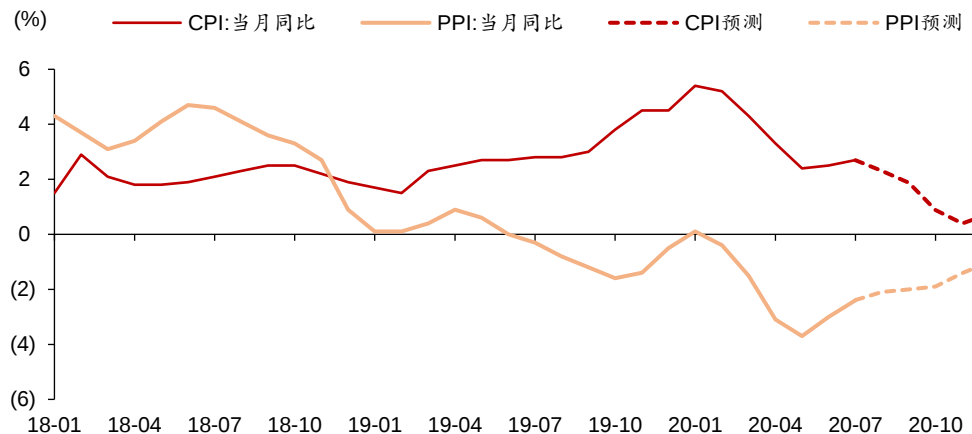
南方水涝渐消退，CPI 或继续下行

近两个月 CPI 回升主要系水涝等短期因素干扰，不足以改变年内 CPI 逐季走低的趋势。非食品方面，在失业率较高、低收入增速的约束下，终端消费需求尚难以在短期内显著膨胀，大宗原材料自上而下沿产业链的成本传导仍有阻力。食品方面，南方水涝渐退，对生鲜供给影响逐步弱化。而生猪产能有序恢复，8 月 7 日，农业部有关负责人表示下半年猪肉供应将持续改善，价格再继续大幅上涨的可能性不大。猪肉在“价格走低、高基数、‘同比权重’抬升”三方面因素叠加下，有望在 8-10 月较快拉低 CPI。

基建与外需共振，PPI 或震荡回升

近两个月 PPI 走高存在供求两方面因素，下半年仍有望维持回升态势。国内方面，水涝对建筑施工的不利影响消退，财政在注重实效的要求下加快资金投放，基建投资或进入扩张期，黑色系及建材价格弹性有望增强。此外，较高的失业率与外部不确定性可能会约束国内宏观政策的退出节奏，继续支持周期品的复苏表现。海外方面，欧美等发达经济体 PMI 已相继回到扩张区间，近期全球疫情拐点隐现，疫苗进展也相对积极，工业需求扩张的乐观情绪已在金银比价快速收敛中体现。我们预计下半年在外需与基建投资向上共振的过程中，PPI 有望维持回升态势，秋冬疫情二次暴发与中美冲突演化是 PPI 回落的潜在风险点。

图表6：CPI 与 PPI 同比预测



资料来源：Wind，华泰证券研究所

市场启示：消费依然乏力，短期盈利改善集中在中上游

第一，核心 CPI 继续走弱，终端居民消费依然乏力。目前经济景气的改善主要依赖投资拉动，体现在工业品价格持续回暖，但沿产业链向下的成本传导存在阻力。

第二，我们预计 CPI 全年中枢落在 2.5%~3%，控制在 3.5% 的目标之下没有太大压力，核心 CPI 更弱，通胀不是年内货币政策敏感变量，房价更值得关注。

第三，PPI 走高继续支撑企业盈利修复，短期集中在中上游。行业数据来看，7 月份有色金属、黑色金属、石油煤炭、化工等价格同比涨幅扩大。此外，中游医疗设备、工程机械、交通设备等行业的需求改善仍相对明确，下游可关注地产竣工相关消费品。

第四，CPI 与 PPI 齐步回升，但核心 CPI 走低，加上非当下核心变量，市场影响不大。基建加码与外需复苏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_3303

