

2020年8月10日

# 【华西固收研究】核心 CPI 大幅走低，油价影响或将放缓

## ——7月通胀数据点评 20200810

### 事件概述：

8月10日统计局公布2020年7月通胀数据，CPI同比上涨2.7%，预期2.6%，前值2.5%；PPI同比下降2.4%，预期-2.4%，前值-3.0%。

### 分析与判断：

► 洪灾冲击食品供给，油价持续回升，核心CPI创历史最低水平。

本月CPI的8个一级子项目中，两项同比增速提升，一项持平，五项回落。其中食品烟酒项价格的上涨是7月CPI增速回升的核心因素，7月同比增速录得10.2%，较前月提升2.1pct。而受国际原油价格持续回暖的影响，交通和通信项也保持着明显的降幅收窄趋势。

食品烟酒项中，最主要的上涨驱动因素为鲜菜和畜肉类价格，与南方洪灾有较大的关系。需求方面，除新疆、大连等在7月仍有新增确诊病例的地区外，其他区域餐饮业处在有条不紊的复苏过程中，对食品的需求在持续回暖。而相关产品的供给却有所收紧，今年南方洪涝灾害严重程度高于往年，部分地区如鄱阳湖水情甚至超过1998年，对长江中下游的养殖、种植业产生了一定的冲击。而本次受灾严重的四川、湖南、湖北、江西、安徽、江苏、贵州、浙江等地的猪肉产量约占全国的41%，江苏、四川、湖北、湖南蔬菜产量约占全国的25%。洪灾冲击叠加养殖户面对价格上涨的惜售行为，推升了猪肉价格的二次回弹，7月猪肉项CPI同比上涨85.7%，环比上涨10.3%，较前月分别提升4.1、6.7pct。鲜菜项CPI7月同比上涨7.9%，涨幅扩大3.7pct。

而国际原油价格尽管在7月放缓了回升的斜率，但仍然带动了国内油价的上涨，尤其是国内柴油价格在7月中旬见底回升，结束了自去年9月以来的降价周期。截至7月底，95、92号汽油以及柴油价格分别较6月底环比上涨4.15%、4.49%、0.07%；从同比来看，95、92号汽油7月均价同比降幅分别收窄0.34、0.78pct，柴油同比降幅仍在走扩。但值得注意的是，去年7月中旬-9月底国内油价处于上涨的周期中，或将导致8-9月油价对CPI同比的拖累再度加大。

此外，7月核心CPI同比仅录得0.5%，较前月回落0.4pct，创下记录（2013年）以来的最低水平，表明剔除掉能源和食品这两项波动比较大的因素后，国内整体消费的复苏程度相对有限。

► 食品上涨趋势预计放缓，油价降幅收窄或遇瓶颈，CPI预计重归下行趋势。

从短期来看，影响CPI的主要因素仍然是猪肉、蔬菜和油价，短期对CPI的拉升作用预计放缓。猪肉和蔬菜方面，由于南方洪灾已经基本得到控制，相关生产在有序恢复，预计将在一定程度上改善7月供需失衡的状态。尤其是蔬菜生产周期偏短，对CPI的影响预计将在9月结束。而生猪尽管养殖周期相对偏长，但目前北方地区的出栏积极性有所提升，养殖户惜售情绪将在洪灾结束的影响下得到缓解，叠加去年同期高基数影响，猪肉价格的涨幅预计也将有所放缓。根据猪易数据监测显示，生猪价格在8月5日左右已经开始下跌，终结了自7月下旬以来的上涨行情。油价方面，随着国际原油价格不断逼近3月暴跌前的水平，其上涨速度预计将有一定程度的放缓，而同时去年8-9月国际、国内油价均处于上行状态，基数抬升+涨价放缓将共同限制国内油价降幅的进一步收窄。

从中期来看，南方洪灾对粮食价格的影响可能尚未得到释放。一方面，粮食的生产周期偏长，南方部分第一季水稻在洪灾前已经完成收割，对当季粮食供应冲击有限。另一方面，我国对粮食安全重视程度高，储备粮的投放可以平抑当季粮食价格波动。但如果南方第二季水稻的种植受到较大影响，或将导致中期粮食价格的上涨。

整体来看，无论是生猪养殖，还是粮食、蔬菜种植，亦或是国际油价，其未来的波动幅度相对去年的基数而言均较

为有限，难以构成影响全年 CPI 走势的主要变量。未来如果不发生疫情的二次爆发，CPI 将大概率由翘尾因素来主导，食品、油价影响边际上的变化。而自 8 月起，CPI 同比的翘尾因素将开始加速回落，8-10 月分别为 2.22%、1.3%、0.4%，11 月将提前归零。因此，全年 CPI 仍然将保持持续下行的态势。

► 油价上涨仍是 PPI 回升主因，洪灾导致建筑相关价格承压。

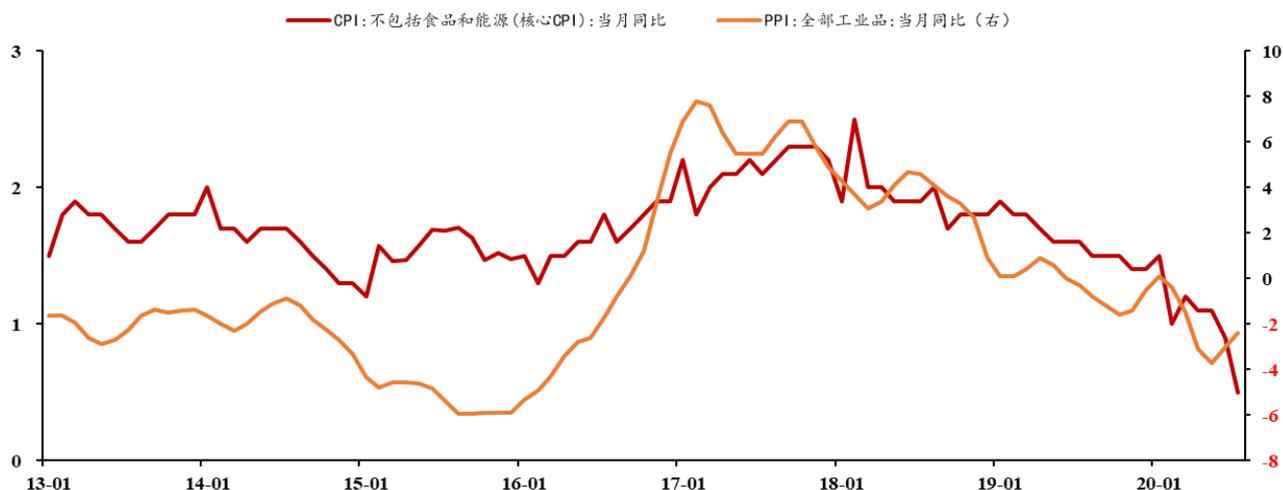
PPI 同比下降 2.4%，降幅较前月收窄 0.6pct。生产资料价格同比下降 3.5%，降幅收窄 0.7pct，拉动 PPI 同比下跌 2.56pct。生活资料价格同比上涨 0.7%，较前月回升 0.1pct，拉动 PPI 同比上涨约 0.19pct。本月 PPI 数据表现出两大特点：一是上游价格回升幅度显著高于下游；二是能源相关产品价格回升，建筑相关产品价格回落。

生产资料的结构数据中，上游采掘工业同比降幅收窄 3.4pct，中游原材料工业收窄 1.6pct，而下游的加工工业仅收窄 0.2pct。另外，7 月工业生产者出厂价格（PPI）的环比增速与前月持平，录得 0.4%，而工业生产者购进价格（PPIRM）环比增速较前月提升 0.5pct 录得 0.9%，与 7 月 PMI 数据中原材料购进价格、产成品价格走势一致。上下游价格走势的分化，一方面可能是因为油价上涨引起了成本上升，另一方面或与洪灾对采掘类企业的冲击更大有关。无论如何，进出厂价格剪刀差的收窄，将压缩制造业企业的利润空间，或将进一步影响制造业投资以及扩大生产的意愿。

分行业看，与此前能源、黑色共振上行不同，7 月为油价单方面主导了 PPI 同比降幅的收窄，与南方洪灾对基建的影响有一定的关系。煤炭开采和选洗业、石油和天然气开采业、石油煤炭及其他燃料加工业价格同比降幅分别收窄 1.9、11.3、4.6pct。而与建筑相关的黑色金属矿采选业同比增速由正转负，回落 1.8pct，充分反映了基建等行业生产受洪灾影响短期放缓的现状。

我们认为，短期内 PPI 的反弹趋势或将存在一定的不确定性。如上文所述，油价或将继续保持回升，但基数效应导致增速的快速上行将告一段落，对 PPI 的拉动作用预计将有所放缓，而油价恰恰是前期驱动 PPI 反弹的最关键因素。但与此同时，南方洪灾消退、专项债加速发行等因素有望带动基建投资重新回归，黑色系产品的价格下跌可能在短期内得到遏制，将成为后续拉升 PPI 的主要动力。此外，从历史数据来看，核心 CPI 与 PPI 的波动趋势具有高度的相关性，需警惕核心 CPI 反映出的内需不足对 PPI 的影响。

图 1：核心 CPI、PPI 的波动趋势相关度较高（单位：%）



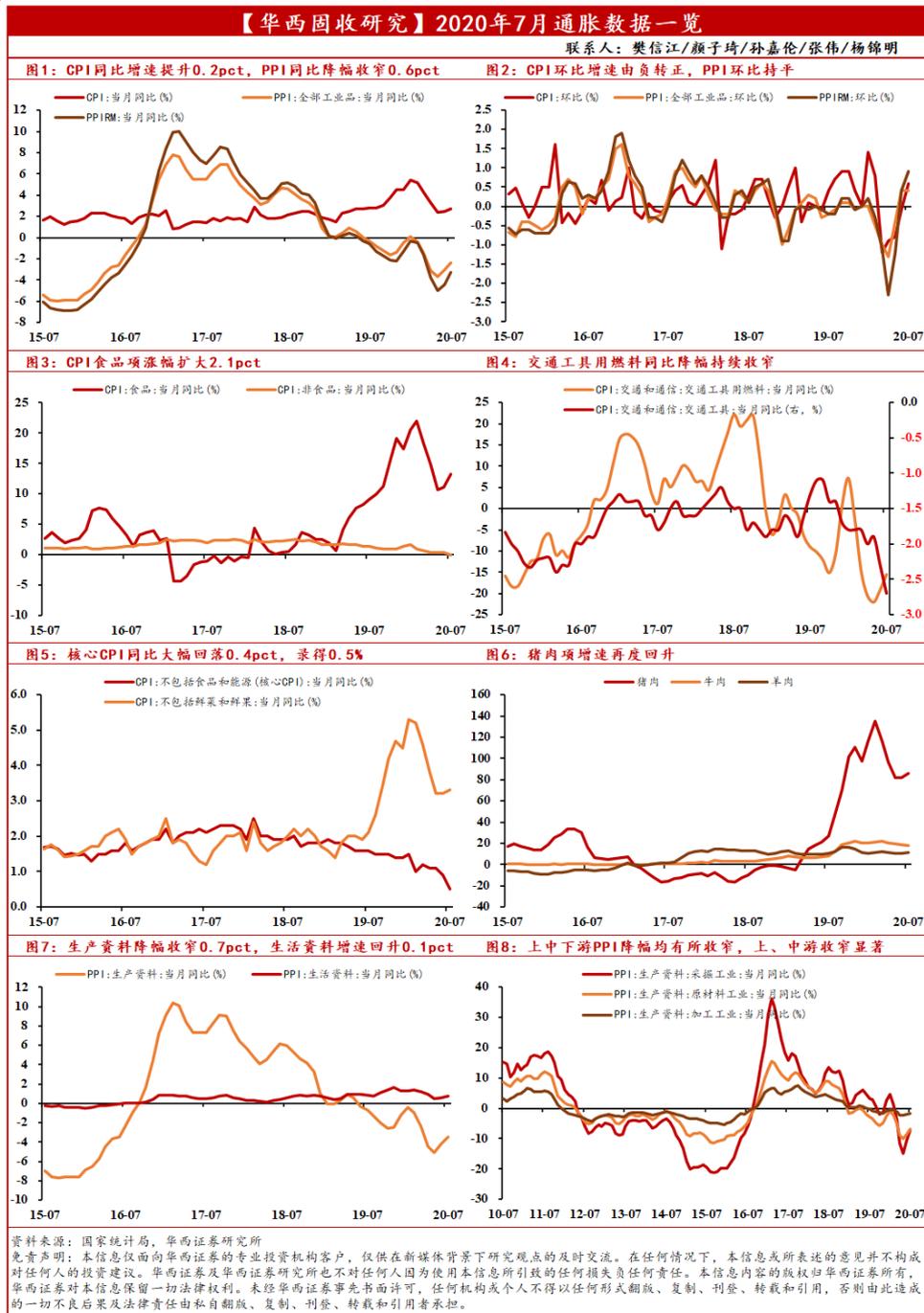
资料来源：wind，华西证券研究所

投资策略：通胀非核心矛盾，仍需关注货币政策及资金价格。

对于目前的债市而言，影响通胀的因素预计不会有太多超预期的变化，且通胀预计将保持在较为温和的状态，通胀已然不是驱动债市波动的核心矛盾。由于 730 政治局会议已经给出了下半年政策方面的定调，货币政策边际宽松力度或将放缓，接下来对债市的利多因素相对有限，更需关注美国大选、疫情发展、疫情进展等仍有不确定性的因素。当然，经济尚未恢复至潜在增长水平、外部环境仍有风险，决定了货币政策不至于在短期就转向收紧，目前形成债券市场彻底走熊的可能性仍然较小。

因此，我们认为在货币政策保持稳定、回归正常后，下一阶段的利率债行情将以震荡为主，主要受资金价格及政策利率的影响，下半年震荡区间或在 2.8%-3.1% 之间，建议以交易策略为主；同时可关注信用债的票息机会。

图 2: 2020 年 7 月通胀数据一览



资料来源: wind, 华西证券研究所

**风险提示**

疫情存在二次恶化的可能; 中美关系存在不确定性。

**分析师: 樊信江**

邮箱: fanxj@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519100006

联系电话: 010-59775359

**分析师: 颜子琦**

邮箱: yanzq@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520010001

联系电话: 021-20227900

**研究助理: 孙嘉伦**

邮箱: sunjl@hx168.com.cn

联系电话: 010-59775371

**研究助理: 张伟**

邮箱: yanzq@hx168.com.cn

联系电话: 010-59775334

### 分析师与研究助理简介

樊信江，固定收益方向首席分析师，CFA，清华大学工程管理硕士。2年证券研究经验，3年央企海外燃煤、燃机电站工程总承包开发及执行经验，2年国内基础设施融资租赁和PPP投资经验；曾任职于民生证券研究院，2019年加入华西证券。

颜子琦，新加坡南洋理工大学金融工程硕士，曾任卡耐基梅隆大学助理研究员。2019年加入华西证券研究所，主要从事债券交易、利率债、城投债、非标资产研究。

孙嘉伦：约翰霍普金斯大学金融硕士。2019年加入华西证券，主要参与产业债、境外债与地方政府债研究。

张 伟：对外经济贸易大学金融学硕士。2019年加入华西证券，主要参与可转债、财政政策、宏观经济研究。

### 分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

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\\_3305](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_3305)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn