

2020 年 07 月 09 日

通胀并非当前核心矛盾

宏观研究团队

——宏观经济点评

赵伟（分析师）

zhaoweil@kysec.cn

证书编号：S0790520060002

杨飞（分析师）

yangfei1@kysec.cn

证书编号：S0790520070004

● **CPI 回升，缘于鲜菜和猪肉涨价；供给冲击下，未来 1-2 个月 CPI 或有所抬升**
CPI 同比略有回升，主要缘于鲜菜和猪肉涨价，核心 CPI 仍较为低迷。6 月，CPI 同比上涨 2.5%、较上月提升 0.1 个百分点，环比降幅收窄 0.7 个百分点至 0.1%；核心 CPI 同比上涨 0.9%，较上月回落 0.2 个百分点。食品环比由降转升、非食品环比下降，其中，鲜菜和猪肉环比分别上涨 2.8% 和 3.6%，与季节性因素、疫情反复和洪水等对供给干扰有关；除医疗保健和其他项外，非食品环比均下降。

洪水等因素影响下，未来 1-2 个月 CPI 或有所抬升，但不改全年下行态势。洪水对蔬菜和猪肉等供给可能产生一定干扰，或对物价产生脉冲式冲击，可能导致 CPI 在未来 1-2 个月有所抬升，但整体压力可控。结合历史经验来看，洪水对通胀的冲击偏短期，不改变中长期通胀走势。随着供给冲击的消退，及企业经营压力、居民就业压力等对消费修复的压制逐渐显现，年内 CPI 或重回下行通道。

● **PPI 降幅收窄，中上游行业多改善；年内 PPI 或逐步上行，但仍处于通缩区间**
PPI 同比降幅收窄，中上游行业环比多改善。6 月 PPI 同比下降 3%，降幅较上月收窄 0.7 个百分点，环比由降转升。分行业环比来看，40 个行业中 22 个价格上涨；受国际油价大幅上涨影响，石油开采、石油加工、化学原料等由降转升，分别上涨 38.2%、1.7% 和 0.4%；受投资修复、疫情对部分矿产供给影响，黑色冶炼、有色冶炼等涨幅扩大。上述五大行业合计影响 PPI 环比上涨 0.42 个百分点。
下半年 PPI 同比或逐步上行，但仍处于通缩区间。随着稳增长效果逐步显现，基建等投资修复或对中上游商品价格形成一定支持，进而带动 PPI 修复，但不足以推动 PPI 同比转正。此外，年底前地产投资等对 PPI 拖累可能显现；而海外疫情仍具有较大不确定性，对全球复工及部分大宗商品供给的影响，也可能影响 PPI。

● **通胀并非当前核心矛盾；政策与经济短期有利股市，但对债市无需过度悲观**
通胀并非当前市场核心矛盾。4 月中下旬之后的市场表现，背后的宏观逻辑是，政策底、经济底夯实下，信用环境、经济行为的逐步修复，带动资金风险偏好的持续改善。转型背景下，产业结构的持续优化，为股市“配置牛”提供微观基础。展望未来一段时间，政策和经济组合，短期仍有利股市、不利债市，但对中长期债市也不必悲观。长周期来看，经济仍处于转型“攻坚战”阶段，经济增速的换挡也仍未完成，结合先导型经济体经验来看，债券收益率整体下行趋势仍未结束。

● **风险提示：**洪水影响扩大；非洲猪瘟影响生猪供给。

相关研究报告

《宏观深度报告-房地产链的“形”与“势”》-2020.7.6

《宏观深度报告-近八千个项目，解密专项债“新”动向》-2020.7.6

《宏观深度报告-影响美国大选的两条关键逻辑》-2020.7.4

目 录

1、CPI 回升，缘于鲜菜和猪肉涨价	3
2、PPI 降幅收窄，中上游行业环比多改善	4
3、风险提示	5

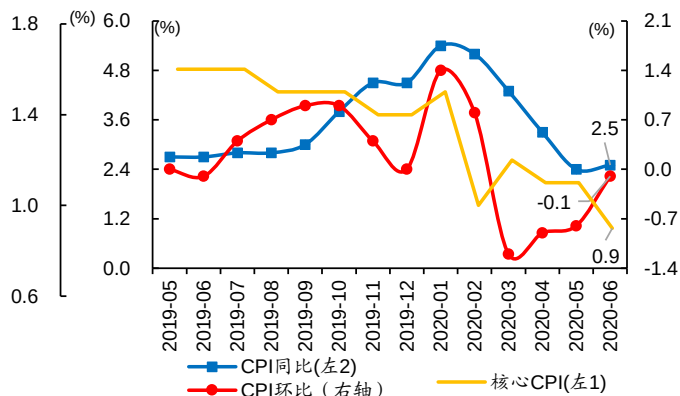
图表目录

图 1：6 月，CPI 同比 2.5%、环比-0.1%	3
图 2：6 月，CPI 食品环比 0.2%、非食品环比-0.1%	3
图 3：CPI 食品项环比多由降转升	3
图 4：非食品环比多下降	3
图 5：特大洪灾期间 CPI 食品项环比高于季节性	4
图 6：中性情景下，未来 1-2 个月 CPI 同比可能有所抬升	4
图 7：6 月，PPI 同比-3%、环比 0.4%	4
图 8：6 月，中上游行业环比多改善	4
图 9：中性情景下，下半年 PPI 同比或逐步抬升，但仍处于通缩区间	5

1、CPI 回升，缘于鲜菜和猪肉涨价

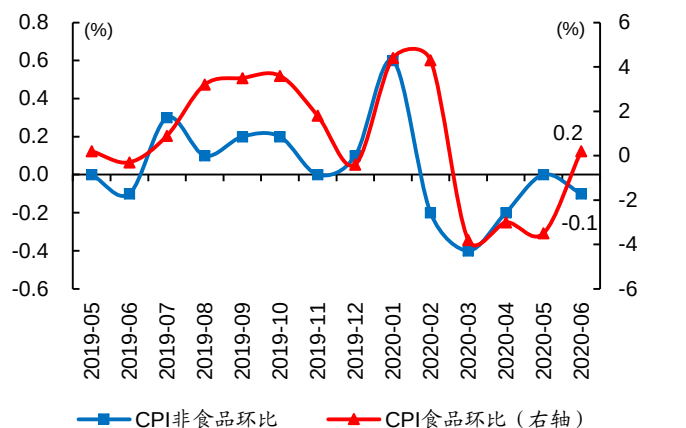
CPI 同比略有回升，主要缘于鲜菜和猪肉涨价，核心 CPI 仍较为低迷。6 月，CPI 同比上涨 2.5%、较上月提升 0.1 个百分点，环比降幅收窄 0.7 个百分点至 0.1%；核心 CPI 同比上涨 0.9%，较上月回落 0.2 个百分点。食品环比由降转升、非食品环比下降，其中，鲜菜和猪肉环比分别上涨 2.8% 和 3.6%，与季节性因素、疫情反复和洪水等对供给干扰有关；除医疗保健和其他项外，非食品环比均下降。

图1：6 月，CPI 同比 2.5%、环比-0.1%



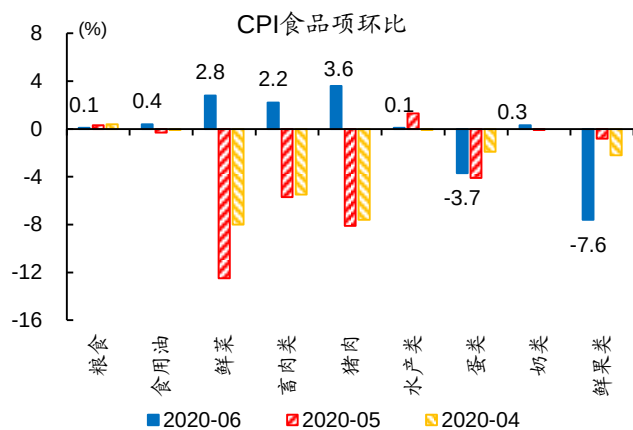
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：6 月，CPI 食品环比 0.2%、非食品环比-0.1%



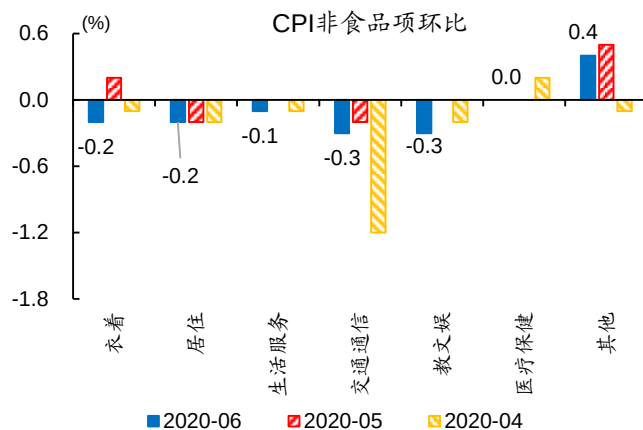
数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：CPI 食品项环比多由降转升



数据来源：Wind、开源证券研究所

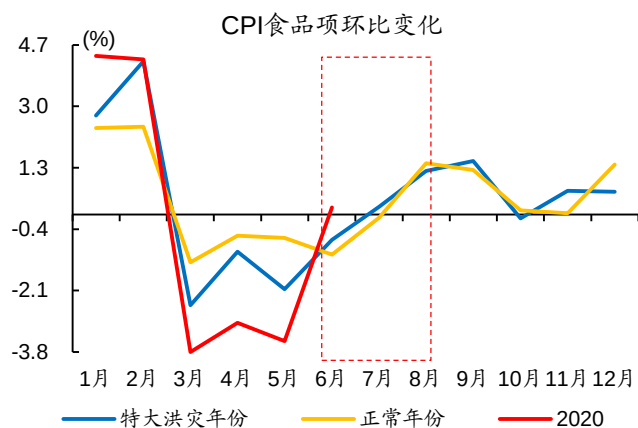
图4：非食品环比多下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

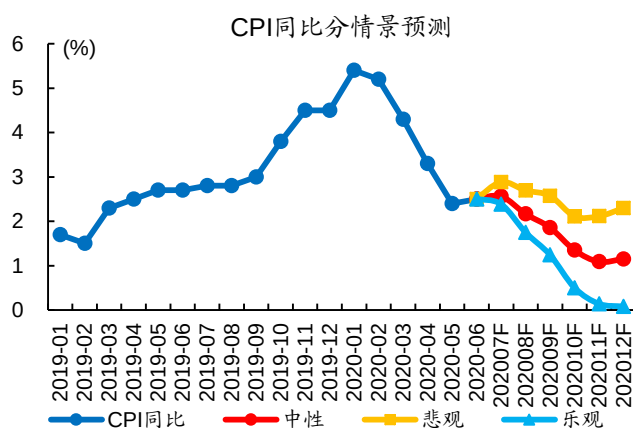
洪水等因素影响下，未来 1-2 个月 CPI 或有所抬升，但不改全年下行态势。洪水对蔬菜和猪肉等供给可能产生一定干扰，或对物价产生脉冲式冲击，可能导致 CPI 在未来 1-2 个月有所抬升，但整体压力可控。结合历史经验来看，洪水对通胀的冲击偏短期，不改变中长期通胀走势。随着供给冲击的消退，及企业经营压力、居民就业压力等对消费修复的压制逐渐显现，年内 CPI 或重回下行通道。

图5：特大洪灾期间 CPI 食品项环比高于季节性



数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：中性情景下，未来1-2个月CPI同比可能有所抬升

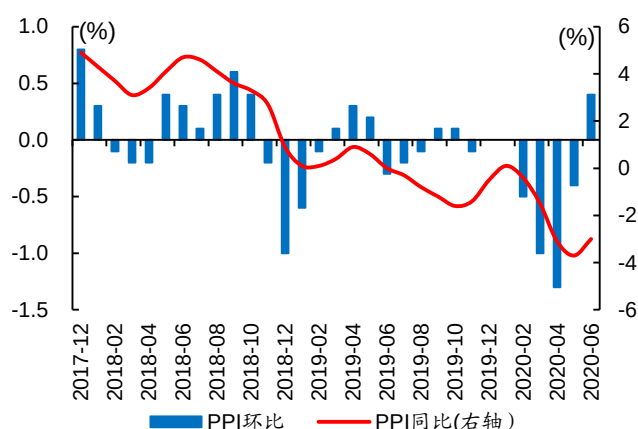


数据来源：Wind、开源证券研究所

2、PPI 降幅收窄，中上游行业环比多改善

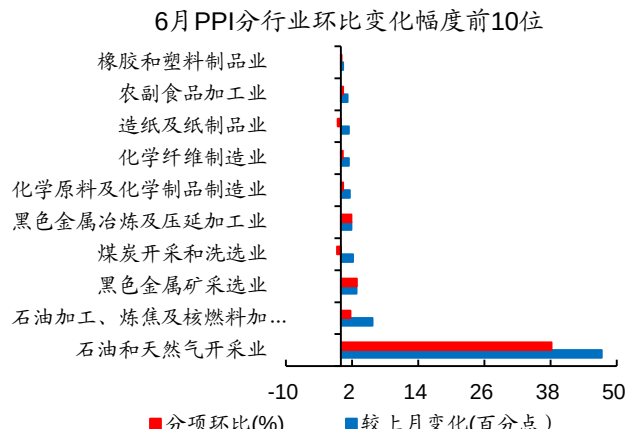
PPI 同比降幅收窄，中上游行业环比多改善。6月PPI同比下降3%，降幅较上月收窄0.7个百分点，环比由降转升。分行业环比来看，40个行业中22个价格上涨；受国际油价大幅上涨影响，石油开采、石油加工、化学原料等由降转升，分别上涨38.2%、1.7%和0.4%；受投资修复、疫情对部分矿产供给影响，黑色冶炼、有色冶炼等涨幅扩大。上述五大行业合计影响PPI环比上涨0.42个百分点。

图7：6月，PPI 同比-3%、环比 0.4%



数据来源：Wind、开源证券研究所

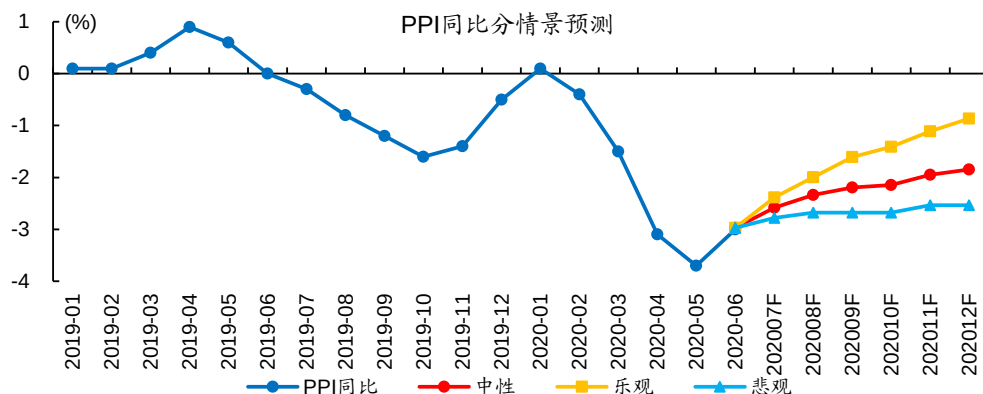
图8：6月，中上游行业环比多改善



数据来源：Wind、开源证券研究所

下半年PPI同比或逐步上行，但仍处于通缩区间。随着稳增长效果逐步显现，基建等投资修复或对上中游商品价格形成一定支持，进而带动PPI修复，但不足以推动PPI同比转正。此外，年底前地产投资等对PPI拖累可能显现；而海外疫情仍具有较大不确定性，对全球复工及部分大宗商品供给的影响，也可能影响PPI。

图9：中性情景下，下半年PPI同比或逐步抬升，但仍处于通缩区间



数据来源：Wind、开源证券研究所

通胀并非当前核心矛盾；政策与经济短期有利股市，但对债市无需过度悲观。4月中下旬之后大类市场的表现，背后的宏观逻辑是政策底、经济底夯实的背景下，伴随着信用环境、经济行为的逐步修复，资金风险偏好的持续改善。转型背景下，产业结构的持续优化，为股票市场“配置牛”提供了微观基础支持。展望未来一段时间，政策和经济组合，短期仍有利股市、不利债市，但对中长期债市也不必悲观。

3、风险提示

洪水影响扩大；非洲猪瘟影响生猪供给。

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_4018

