

固定收益研究/动态点评

2020年10月15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：社融再超预期，债市转机仍欠火候》2020.10
- 2《固定收益研究：信用债周度跟踪》2020.10
- 3《固定收益研究：供求共振向好，经济循环优化》2020.09

通胀非主要矛盾，短期走弱中期回升

2020年9月通胀数据点评

核心观点

9月CPI同比1.7%，较8月回落0.7个百分点，PPI同比-2.1%，回落0.1个百分点。猪肉价格仍是拉低CPI的关键项，而非食品价格回落、核心通胀低位徘徊，反映居民部门资产负债表尚未完成修复，尤其是低收入家庭消费相对乏力。四季度因猪价下行与高基数，或拉低CPI同比至1%以下。PPI回落主要受生活资料价格走弱拖累、或系下游企业为双节降价促销，而上游生产资料价格仍延续回升趋势，预计四季度PPI随经济渐进回升。债市转机欠火候，但对调整空间不悲观，权益面临的宏观环境更有利。

猪价加速拉低通胀

9月CPI同比1.7%，回落0.7个百分点，环比0.2%。核心CPI同比0.5%，持平两个月。猪肉价格仍是拉低CPI的关键项，而非食品价格回落、核心通胀低位徘徊，中低收入家庭消费仍相对乏力。食品方面，鲜果、鲜菜涨幅偏大，猪肉由涨转跌。鲜果涨价系季节性、与双节需求影响，今夏水涝偏多，夏秋之交鲜菜换茬衔接不畅导致菜价继续上涨，近期生猪产能加快释放、供求格局开始切换，猪价步入下行通道，非食品方面，医疗保健、居住、其他用品服务分项环比显著弱于季节性。旅游、衣着同比触底反弹。

PPI小幅走弱，生活资料构成拖累

9月PPI同比-2.1%，回落0.1个百分点，主要受生活资料价格走弱拖累，而上游生产资料价格仍延续回升态势。PPI环比0.1%，其中生产资料环比0.2%。黑色金属领涨或受基建提振，有色与化工原料涨价显示全球总需求仍在渐进回暖。生活资料环比-0.1%，日用品、耐用消费品与衣着价格环比不同程度下跌。临近双节，下游生产企业降价促销、冲全年销量目标的动力较强，尤其是耐用用品需求价格弹性大，以价换量有利于销售额增长。

猪价拖累加大，四季度CPI或降至1%以下

目前高低端消费背离，中低收入家庭资产负债表尚未从疫情中完全修复，并且制造业仍有去库存压力，供求两侧仍约束物价上涨。食品方面，生猪供求格局正加快切换，近期猪价加速回落、叠加高基数，或大幅拉低四季度CPI至1%以下。由于今年国内宏观政策相对克制、居民收入增长缓慢，明年再通胀压力预计可控，1月或是CPI同比低点，上半年因基数扰动存在冲高压力、下半年温和放缓，全年中枢或在2%左右。

经济渐次修复，四季度PPI或继续温和回升

三季度社融强劲有望继续助推经济修复，而M1增速持续上扬亦前瞻预示PPI渐进回升的态势。四季度基建提速、外需改善、大选落定与疫苗出现的可能组合有利于PPI继续回暖，但上行节奏或偏温和。明年上半年在基数扰动、产能约束与疫苗投产的阶段，PPI有可能阶段性冲高、年中高点或达2%以上。但房地产去金融化、财政力度下降、货币政策收敛等因素或导致经济季调后的环比修复动能逐渐弱化，下半年PPI或稳中趋降。

启示：通胀压力无虞、企业盈利不弱

第一，核心CPI、CPI非食品、PPI生活资料表现乏力，显示总需求还没有恢复到理想状态，不过9月或存在供给端企业为冲双节销量目标，主动降价。第二，通胀不是年内货币政策敏感变量，社融增速、房价、汇率等更值得关注。第三，PPI明年上半年将转正并冲高，伴随上游企业盈利改善；第四，通胀对市场影响不大，经济仍在修复通道、货币政策保持中性，债市转机欠火候、空间打不开、扰动不少，防守中等待反击的思路不改，但对调整空间不悲观。权益面临的宏观环境更有利，PPI后续反弹意味着上游行业仍有业绩驱动机会，板块轮动特征预计明显。

风险提示：美国刺激计划不确定性、全球疫情与疫苗研发不确定性。

9月通胀概览

9月CPI同比1.7%，市场预期1.8%，前值2.4%；环比0.2%。

9月PPI同比-2.1%，市场预期-1.7%，前值-2%；环比0.1%。

(本文市场预期均指wind一致预期)

CPI大幅回落，猪价加速拉低通胀

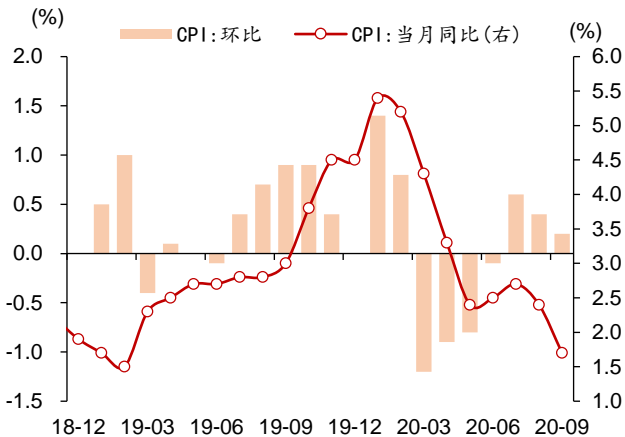
9月CPI同比1.7%，回落0.7个百分点，其中翘尾因素约1.2%；CPI环比0.2%，环比回落且低于历史同期水平(过去5年均值0.6%)。核心CPI同比0.5%，已持平两个月。CPI如期下行，猪肉价格仍是拉低CPI的关键项，而非食品价格回落、核心通胀低位徘徊，反映居民部门资产负债表尚未完成修复，尤其是中低收入家庭消费相对乏力。

分项来看：

9月CPI食品同比7.9%，回落3.3个百分点，环比0.4%(过去5年均值1.6%)。环比角度，鲜果(7.3%)、鲜菜(2.4%)涨幅偏大，猪肉(-1.6%)由涨转跌。(1)夏季水果陆续退市叠加双节临近需求增长，鲜果涨价系季节性因素。而受今夏水涝台风偏多影响，夏秋之交鲜菜换茬衔接不畅导致菜价继续上涨、偏强于历史同期；(2)去年四季度以来能繁母猪持续补栏，根据生猪养殖周期推演，今年三四季度生猪产能预计加快释放、供求格局开始切换，猪价或步入下行通道；(3)稻米/小麦/玉米价格同比回落、大豆略走强，秋粮进入收获期，粮价稳定性或增强。同比角度，猪价涨幅收窄27.1个百分点，是拉低当月CPI同比的主要分项。

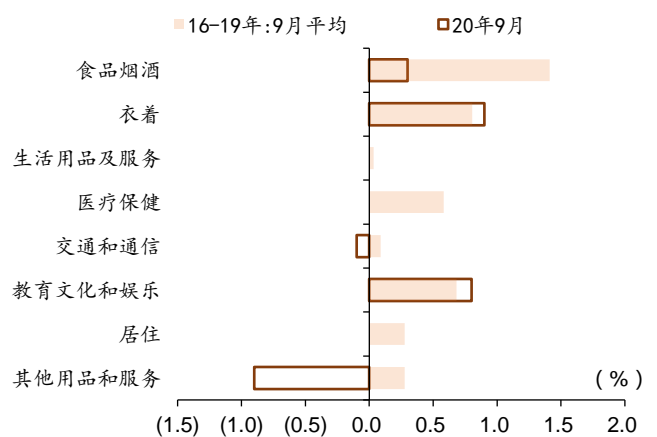
9月CPI非食品同比0%，回落0.1个百分点，环比0.2%(过去5年均值0.3%)。当月医疗保健、居住、其他用品服务分项环比显著弱于季节性。因疫情影响，卫生防护措施加强与就医抵触心理导致医疗保健需求不足，价格持续处在偏弱状态；租房市场景气持续低迷，说明新毕业大学生就业与农民工返城务工情况仍不乐观；其他用品服务与食品价格的相关性再次体现。当月旅游、衣着价格同比触底反弹，反映居民线下消费活动改善。

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 小幅走弱，生活资料构成拖累

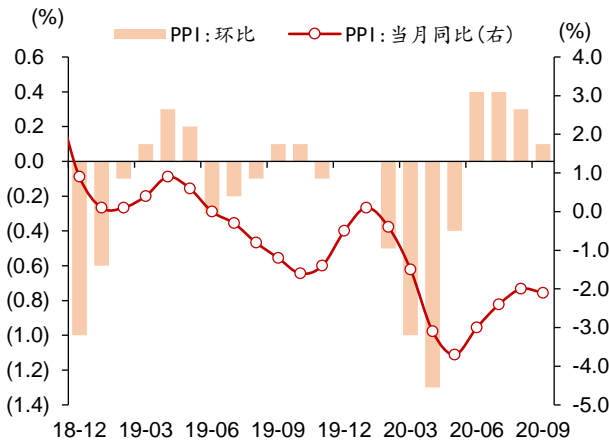
9月 PPI 同比-2.1%，回落 0.1 个百分点，其中翘尾因素约为 0；PPI 环比 0.1%。当月 PPI 回落主要受生活资料价格大幅走弱拖累、或系下游企业为双节降价促销，而上游生产资料价格仍延续回升态势。

分项来看：

9月 PPI 生产资料同比-2.8%，环比 0.2%。上游产品环比表现看，黑色金属价格领涨(1.3%)，有色(0.9%)、化工(0.6%)、建材(0.5%)、能源(0.5%)涨幅亦较高。(1) 黑色与建材涨价或受基建边际提速、地产施工韧性影响；(2) 有色与化工原料涨价显示全球总需求仍在渐进回暖；(3) 能源方面，主要是动力煤价格较快攀升，或因 9 月企业加快生产备货、发电耗煤需求旺盛。然而欧洲再陷疫情危机、美国刺激计划迟迟无法落地与多地原油复产等因素对油价形成压制。

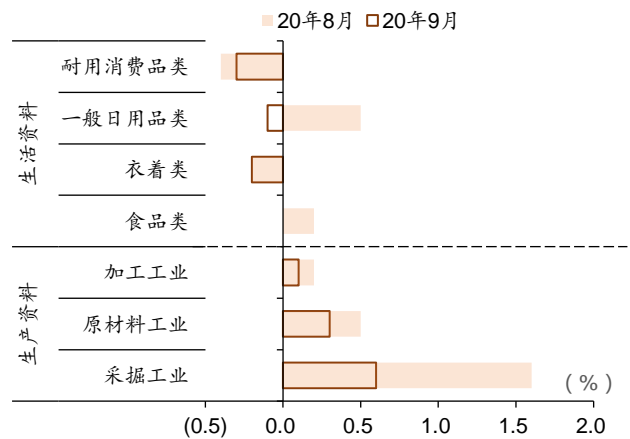
9月 PPI 生活资料同比-0.1%，环比-0.1%。食品类价格环比持平，日用品、耐用消费品与衣着环比分别为-0.1%、-0.3%、-0.2%。临近双节，下游生产企业降价促销、冲全年销量目标的动力较强，尤其是耐用品需求价格弹性大，以价换量有利于销售额增长。

图表3：PPI 同比回落，环比涨幅收窄



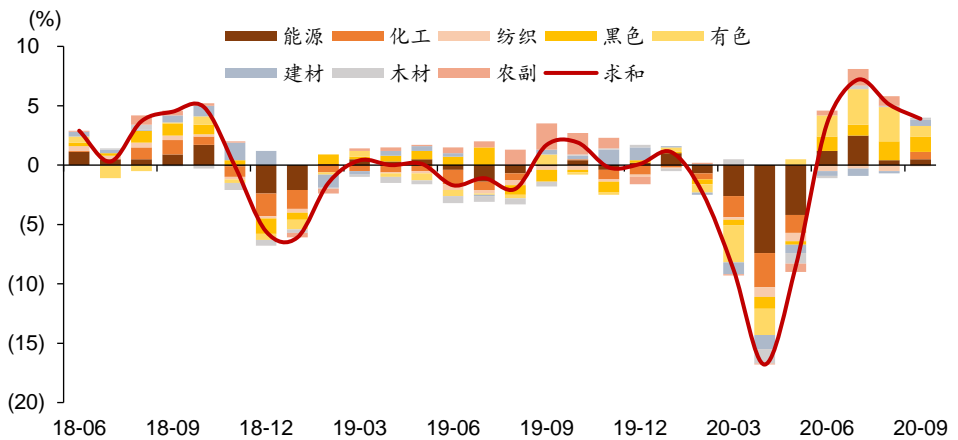
资料来源：Wind，华泰证券研究所

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，黑色金属环比领涨 (PPIRM 环比)



资料来源：Wind，华泰证券研究所

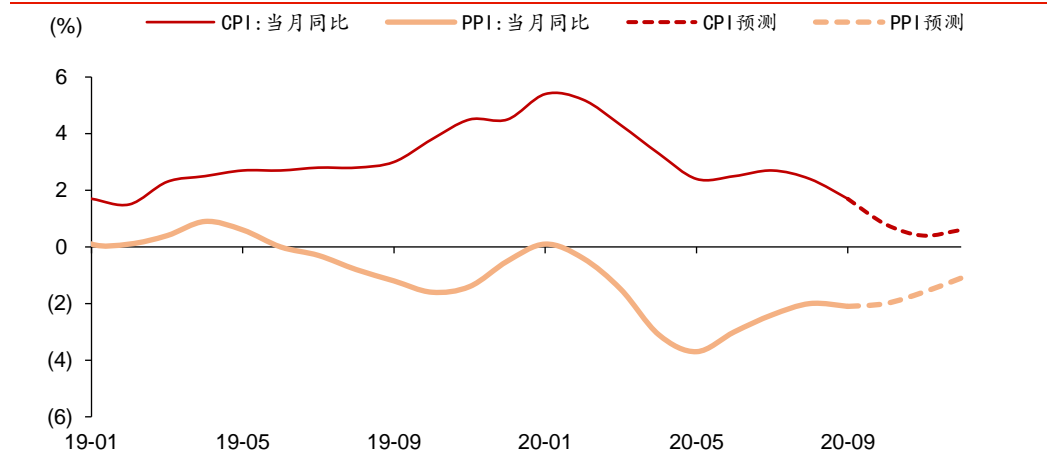
猪价拖累加大，四季度 CPI 或降至 1% 以下

四季度 CPI 中枢或降至 1% 以下，明年再通胀压力可控。目前消费恢复的另一面是高低端消费背离，中低收入家庭资产负债表尚未从疫情中完全修复，并且制造业仍有去库存压力，供求两侧仍约束物价上涨。食品方面，据农业部，今年秋粮面积增加 800 万亩，对增产贡献率超过 50%，粮价风险较小。更关键的是生猪供求格局正加快切换，近期猪价加速回落、叠加高基数，或大幅拉低四季度的 CPI 表现。由于今年国内宏观政策相对克制、居民收入增长缓慢，明年再通胀压力预计可控，1 月或是 CPI 同比低点，上半年因基数扰动存在冲高压力、下半年温和放缓，全年中枢或在 2% 左右。

经济渐次修复，四季度 PPI 或继续温和回升

四季度 PPI 或继续温和回升，明年上半年或阶段性冲高。三季度社融强劲有望继续助推经济修复，而 M1 增速持续上扬亦前瞻预示 PPI 渐进回升的态势。四季度基建提速、外需改善、大选落定与疫苗出现的可能组合有利于 PPI 继续回暖，但由于政策力度减弱与欧洲二次疫情等影响，预计上行节奏偏温和。明年上半年在基数扰动、产能约束与疫苗投产的阶段，PPI 有可能阶段性冲高、年中高点或达 2% 以上。但房地产去金融化、财政力度下降、货币政策收敛等因素或导致经济季调后的环比修复动能逐渐弱化，下半年 PPI 或稳中趋降。

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：通胀压力无虞、企业盈利不弱

通胀不是市场或政策的核心矛盾点，但有如下启示：

第一，核心 CPI、CPI 非食品、PPI 生活资料表现乏力，显示总需求还没有恢复到理想状态，不过 9 月物价表现可能更多是供给端企业冲双节销量目标、主动降价所致。

第二，CPI 同比下行节奏较快，全年中枢预计在 2.5% 左右，控通胀目标无压力，通胀不是年内货币政策敏感变量，社融增速、房价、汇率等更值得关注。

第三，PPI 明年上半年将转正并冲高，伴随上游企业盈利改善；

第四，通胀仍非当下核心变量，市场影响不大。经济仍在修复通道、货币政策保持中性，债市转机欠火候、空间打不开、扰动不少，防守中等待反击的思路不改，但对调整空间不悲观。权益面临的宏观环境更有利，美国大选即将尘埃落地及十四五规划有助于风险偏好上升，PPI 后续有望反弹意味着上游行业仍有业绩驱动机会，板块轮动特征预计明显。

风险提示

- 1、美国刺激计划不确定性：美国财政刺激计划规模、何时落地或影响 PPI 路径。
- 2、全球疫情与疫苗研发不确定性：若疫情加重或疫苗失败或将影响经济与通胀走势。

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、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_2056

