

2020年9月9日

【华西固收研究】基数效应成成本月主导因素， 油价不再成为主要矛盾

——8月通胀数据点评 20200909

事件概述：

9月9日统计局公布2020年8月通胀数据，CPI同比上涨2.4%，预期2.4%，前值2.7%；PPI同比下降2.0%，预期-2.0%，前值-2.4%。

分析与判断：

▶ 猪肉价格增速大幅回落，油价上涨斜率放缓，核心CPI保持低位。

本月CPI的8个一级子项目中，两项同比增速提升，三项持平，三项回落。其中食品烟酒项价格回落明显，驱动CPI整体读数走低。8月食品烟酒项同比增速录得8.8%，较前月回落1.4pct。交通和通信项降幅继续收窄，但幅度放缓，主要原因是基数抬升+国际原油涨价放缓导致了国内油气价格降幅收窄。

食品烟酒项中，本月最主要的变化体现在鲜菜、鲜果和畜肉类方面，鲜菜涨幅提升3.7pct，鲜果降幅收窄7.9pct，畜肉类增速大幅回落19.1pct（其中猪肉项回落33.1pct）。我们认为这些变化均与去年的基数有一定的关系。供给方面，由于南方水涝灾害的影响在8月已经基本消退，对蔬菜种植、果蔬运输的影响已经较小，供给方面的压力有所缓解；猪肉供给方面，随着洪水的结束，养殖户惜售情绪缓和，一定程度上改善了短期的供给格局。需求方面，由于国内疫情没有发生太大变化，对食品的需求较为稳定。在供给和需求相对较为稳定的情况下，基数成为了影响食品价格的主要变量。去年同期，恰好处于鲜菜、鲜果涨幅快速回落（分别回落6.0、15.1pct），猪肉价格涨幅大幅提升（19.7pct）的阶段，造成了今年8月鲜菜、鲜果增速涨，畜肉增速跌的情况。

能源方面，一方面受到去年高基数的影响，另一方面也受到国际原油价格持续横盘的影响，能源价格降幅收窄的动能略显不足。去年6月份国内成品油价格处于阶段性的低点，7-9月进入了一轮涨价的周期。同时，国际原油价格自7月回升至40美元/桶以后，距3月油价暴跌前的水平已经较为接近，上涨的势头遇到了较大的阻碍，8月基本处于横盘状态。环比来看，截至8月底国内95、92号汽油较7月底仅分别上涨1.3%、1.12%，柴油下跌0.2%；同比来看，8月95、92号汽油以及柴油价格较去年同期分别下跌16.2%、16.0、22.5%。

8月核心CPI同比仍然为0.5%，与7月持平，处在有记录以来的最低水平，整体内需复苏的势头可能并不乐观。

▶ 食品、能源价格短期上涨仍有阻力，CPI预计保持下行态势。

短期来看，食品方面的需求仍然将保持较为稳定的状态，预计在中秋、国庆双节前后会有一定程度的抬升，但考虑到疫情的缘故，大概率将弱于往年同期。食品的供给方面，洪水、蝗灾等对粮食的供给冲击尚未体现，预计会有一些的滞后效应；而洪水对水果运输、对蔬菜种植的影响也在逐渐消失；猪肉方面，非洲猪瘟阻断剂的出炉将会提升生猪的出栏量，同时谷物饲料价格的上升会增加养殖户惜售的成本，惜售情绪预计将继续释放，或将缩短出栏周期，猪肉价格继续下降的可能性较大。因此，去年基数仍然将是影响食品价格的核心变量。去年9、10月份是果蔬价格的下行周期，因此预计9-10月果蔬价格同比增速将有上行趋势。而猪肉价格则正好相反，9-12月将进入猪肉价格的高基数阶段，从而驱动今年剩下月份猪肉价格增速的快速回落。

油价方面，在全球需求不出现明显改善的前提下，国际原油的上涨动力并不充沛，同时去年9-10月油价较高，国内能源价格同比预计难有更进一步地提升。

综合来看，猪价、油价对CPI整体读数的影响更大，结合翘尾因素回落的特征，预计CPI同比将继续保持目前下行的态势。

▶ 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2.0%，降幅较前月收窄0.4pct。生产资料价格同比下降3.0%，降幅收窄0.5pct，拉动PPI同比下跌

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

2.19pct。生活资料价格同比上涨 0.6%，较前月回落 0.1pct，拉动 PPI 同比上涨约 0.15pct。本月，上游产品价格回升幅度继续领先下游产品，同时建筑相关产品价格再度成为推动 PPI 回升的主要因素。生产资料中，采掘工业、原材料工业、加工工业 PPI 同比降幅分别收窄了 1.3、0.5、0.4pct，上游行业的状况正在加速改善，对原材料的需求较为旺盛。分行业来看，与石油相关或受石油影响较大行业（如石油和天然气开采，煤炭开采和选洗，石油、煤炭及其他燃料加工等）的价格同比增速反弹幅度较前几个月出现了明显的放缓。但黑色、有色等产品的矿采、加工等价格同比增速有了较明显的改善，其中黑色金属矿采选业同比增速较上月提升 4.1pct，由负转正，说明在南方洪水影响消除后基建仍然具备一定的韧性。

随着油价增速的放缓，前期驱动 PPI 回升的双支柱模式将切换为基建单一拉动模式，在一定程度上不利于 PPI 的继续反弹。但目前专项债仍在加速发行，预计 9 月底至 10 月中旬能够完成全年的发行任务，各地基建投资的惯性仍然存在，基建对 PPI 的支撑力度并不弱。因此 PPI 或将继续延续向上的趋势，但缺失油价支撑后的改善斜率可能存在一定的不确定性。

投资策略：利率债不悲观，配置盘可适当积极。

当前利率债投资中可供博弈的因素较为有限，经济基本面、通胀等的趋势较为明确，市场对其预期也较为充分。我们认为，除了需要关心货币政策未来边际上的变化之外，资金面和供给因素也需要予以重视。就目前的收益率水平而言，我们认为利率债存在着一定程度的超调，主要体现在：1) 疫情对经济的冲击尚未抹平，但无风险利率上行超过疫情前水平，利率与基本面不匹配；2) 连续的利率债供给高峰对流动性的抽离将随着财政资金支出重新回流至金融体系；3) 社融、信贷增速的高点已过，“总量宽信用”正在转为“结构性宽信用”，对利率债的压制在减弱；4) 货币政策对前期的流动性溢出（经营贷流入楼市、股市快速上涨、资金空转、结构性存款套利等）、市场不合理的宽松预期的纠偏已见成效，如果不是为了“去杠杆”，继续边际收紧的意义不大；5) 市场预期高度一致且极度悲观，是利率阶段性见顶的信号之一。

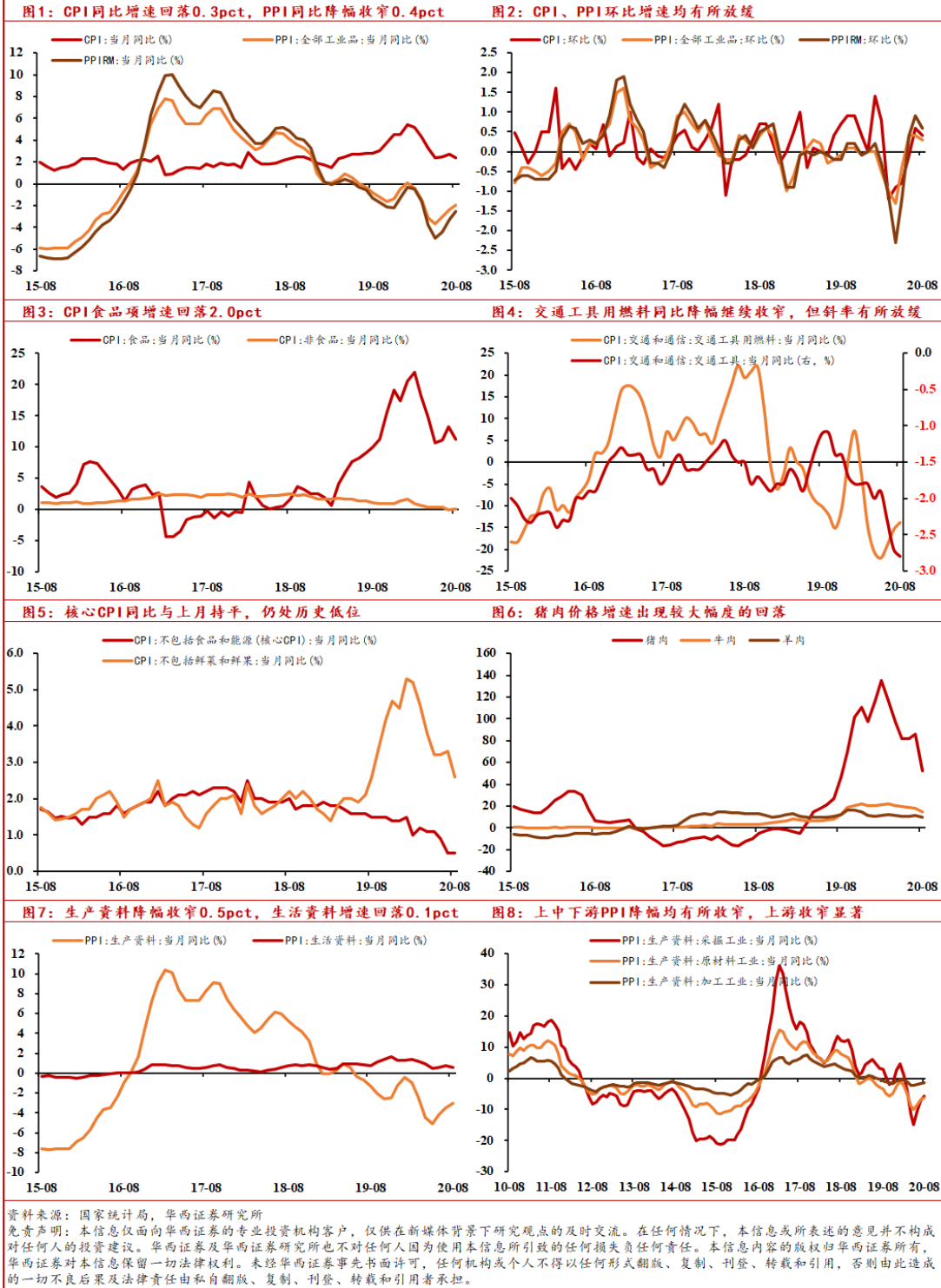
因此，我们认为对现阶段的利率债无需过于悲观，“他人恐慌我积极”，9 月供给高峰或将给配置盘提供不错的建仓窗口，建议可以适当积极一些。

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。

【华西固收研究】2020年8月通胀数据一览

联系人：樊信江/颜子琦/孙嘉伦/张伟/杨锦明



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_2655



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn