

2020年7月9日

【华西固收研究】洪灾冲击食品供给，油价回升推动 PPI 反弹

——6月通胀数据点评 20200709

事件概述：

7月9日统计局公布2020年6月通胀数据，CPI同比上涨2.5%，预期2.6%，前值2.4%；PPI同比下降3.0%，预期-3.1%，前值-3.7%。

分析与判断：

▶ 食品供给再遇约束，油价影响触底回升。

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、交通和通信项终结此前的回落趋势，同比增速较上月分别回升0.3、0.5pct。

食品烟酒价格的回升主要来自于防疫需求和南方洪灾对供给的影响。一方面，3-5月，在生猪养殖有效恢复的作用下，猪肉价格的涨幅持续处于下行通道中；但根据统计局披露，6月在防疫等要求下，猪肉进口总量减少，叠加出栏减缓后，猪肉供给偏紧，猪肉价格环比增速由负转正上涨3.6%，同比增速也暂时结束下行的趋势，录得81.6%，影响CPI上涨2.05pct。另一方面，进入6月以后，南方多地爆发洪灾，使得蔬菜的整体供给再度收紧，鲜菜价格同比上涨4.2%，较上月大幅提升了12.7pct，影响CPI上涨约0.1pct。此外，鲜果价格的下行幅度持续加深，6月同比下降29.0%，降幅扩大9.7pct，影响CPI下降0.67pct。

国际原油价格持续回升，带动交通工具燃料价格对CPI由拖累转为拉升。6月，交通工具用燃料项同比下降19.1%，降幅收窄2.9pct，自2020年1月以来首次出现反弹。6月布伦特DTD原油现货均价录得40.21美元/桶，较5月环比回升37.62%，较去年同期下降37.55%，但降幅在持续收窄。国内油价方面，由于国际油价站上国内成品油调价机制“地板价”，发改委在6月28日分别将国内汽、柴油价格每吨分别上调120、110元，为3月中旬以来的首次调整；而汽油市价相应上涨，6月底，95、92号汽油价格分别较5月底环比上涨4.86%、5.23%，较去年同期分别下降12.98%、13.24%，降幅分别收窄10.97、11.1pct；尽管柴油市价仍然处在下行趋势中，但考虑到居民出行使用柴油较少，因此对CPI的影响不大。

此外，6月核心CPI同比仅录得0.9%，较上月下行了0.2pct，自2013年有记录以来首次低于1%。

▶ 洪灾或至CPI短期有上行压力，但预计难改全年下行趋势。

由于今年南方洪灾的严重程度超出了此前水平，对粮食、猪肉、蔬菜的供给预计将产生较大的冲击。根据中国产业信息网统计，2019年湖北、湖南、江苏、安徽、四川五省稻谷产量合计占全国的46.6%，而此五省恰好是本次洪灾影响较大的省份。我国南方水稻普遍种植两季，第一季4月下旬插秧7月下旬收割，第二季7月下旬插秧10月下旬收割，因此洪灾将对两季水稻均产生影响。但我国对粮食安全高度重视，储备粮充足，预计足以对冲当季粮食减产对CPI的影响。

而生猪养殖对饲料依赖度较高，受运输半径约束，生猪养殖地一般集中在粮食主产区，因此洪灾对猪肉养殖预计也会产生较大的冲击。根据统计局公布数据显示，2018年四川、湖南、湖北、江西、安徽、江苏、贵州、浙江肉猪出栏合计2.84亿头，约占全国中出栏头数的41%。洪灾冲击叠加猪肉进口受限，猪肉价格或将再度回归上涨趋势。

蔬菜方面，江苏、四川、湖北、湖南是我国南方蔬菜主要生产地区，2018年蔬菜产量合计占全国到的25%，因此参考寿光大水期间的蔬菜价格，洪灾预计将导致蔬菜价格在短期内有较大幅度的上升。由于山东蔬菜产量位居全国第一，整个山东省蔬菜产量约占全国的11.6%。2018年8月底，作为北方蔬菜基地的山东寿光因台风而遭受水灾，

此时正值寿光蔬菜集中上市阶段，水灾直接导致当地蔬菜减产，使得2018年9月CPI鲜菜同比上涨14.6%，较8月提升10.3pct，拉动CPI上涨0.16pct。但不同于猪肉和粮食，蔬菜的生产周期较短，在洪灾结束后，叠加蔬菜价格较高的驱动，相关地区预计能够较快地组织蔬菜生产。预计蔬菜价格将对7-8月CPI起到拉升作用，但对全年CPI影响较小。此外，根据本月鲜菜价格涨幅以及对CPI的拉动测算，鲜菜项在当前CPI同比计算中占比仅有2.3%左右，有限幅度的价格上涨对整体CPI影响幅度不大。

油价方面，国际油价持续回升的趋势预计将得到保持，将带动国内油价环比继续回升。但去年同期基数较高（2019年7月布伦特DTD原油现货均价为64.17美元/桶），而当前国际原油价格约为44美元/桶，7月油价同比预计仍然将处在下跌的状态中，但跌幅收窄将是大概率事件，对CPI的下拉作用将逐渐减弱。

受洪灾对供给的冲击以及国际原油价格回升的影响，7月CPI预计将有一定的上行压力。放在全年视角来看，驱动CPI下行的因素主要是翘尾因素的逐渐下降以及秋冬季节疫情二次爆发的潜在风险；而驱动CPI上行的因素主要是油价回升和洪灾对食品供给的冲击。其中随着国际油价不断向疫情前水平收敛，油价回升的速度可能会逐渐放缓，对CPI的影响预计将有所减弱。而目前的关键在于洪灾对食品项供给的冲击力度和持续时间，需要关注洪灾范围是否会由长江流域向黄河流域转移。从历史经验来看，洪灾对通胀主要产生短期的冲击，通常不会改变大的趋势，从这个角度看，全年CPI预计仍然会呈现下行的态势。

► 油价影响由拖累转为拉动，洪灾预计对PPI反弹产生短期压制。

PPI同比下降3.0%，降幅较上月收窄0.1pct。生产资料价格同比下降4.2%，降幅收窄0.9pct，拉动PPI同比下跌3.11pct。生活资料价格同比上涨0.6%，较前月回升0.1pct，拉动PPI同比上涨约0.16pct。生产资料中，上中下游价格的跌幅均有所收窄，其中上游行业收窄幅度最大，反映PPI有较强的内生性回升动能。6月，采掘工业同比下降10.5%，较上月收窄4.3pct；原材料工业同比下降8.5%，收窄1.4pct；加工工业同比下降2.0%，收窄0.4pct。

分行业看，油价的回升主导了本月PPI同比增速的反弹。石油和天然气开采业价格同比下降39.1%，降幅大幅收窄18.5pct。其他与原油相关度较高的行业，如石油、煤炭及其他燃料加工业、化学原料及化学制品制造业、化学纤维制造业等也有较好的表现，同比增速分别提升2.8、1.3、3.0pct。与基建相关的黑色系仍然对PPI有支撑作用，但主要体现在下游的冶炼、压延和加工方面。

短期来看，PPI同样面临两个方向的力量拉扯。一方面，国际原油价格预计保持上行的趋势，对国内油气、煤炭、化工等行业的价格存在拉动效应，相关产品价格降幅有望继续收窄。但另一方面，黑色系是前期PPI的重要支撑力量，而受洪灾影响，7-8月南方部分区域无法顺利施工，短期内对黑色系产品的需求可能将有所下降。但整体来看，洪灾影响属于短期冲击，且南方冬季气温较高，可以保证四季开工，洪灾大概率不会改变PPI上行的大趋势。

投资策略：债市短期偏离基本面影响，关注情绪和资金的变化。

最近一段时间债券收益率的快速上行并无过多基本面或政策面的影响，更多的是来自于权益市场大涨带来了风险偏好变化和资金抽离。从目前的情况来看，权益市场在短期内大概率将保持牛市行情，情绪仍然处在向风险资产倾斜的过程中。而在低利率环境以及理财无法保本的情况下，居民、银行、保险等资金或仍将继续增加对权益资产的配置力度。因此尽管当前基本面并不支持收益率大幅上行，但同时也没有足够多的买方力量来平衡持续增加的债券抛压，短期而言收益率仍有上行的压力。

政策层面，核心CPI自2013年以来首次低于1%，说明当前经济仍处于爬坡阶段，且叠加南方洪灾的影响，经济的复苏节奏较上半年相比可能会有所放缓，远没有达到需要货币政策转向收紧的经济过热阶段。但在具体的操作方式上，“宽货币”阶段已经过去，接下来的重心是降成本和“宽信用”，预计货币政策对债市的影响相对中性。

短期来看，情绪和资金不利于当前的债券市场，建议投资者近期顺势而为，抄底的性价比不高；待权益市场本轮大涨对风险偏好和配债资金的冲击消化完毕之后，收益率上行后的配置力量或将有望再度占优，届时可考虑适当参与交易性机会。

风险提示

疫情存在因境外输入二次恶化的可能；南方洪灾严重程度超预期。

【华西固收研究】2020年6月通胀数据一览

联系人：樊信江/颜子琦/孙嘉伦/张伟/杨锦明

图1: CPI同比增速回升0.1pct, PPI同比降幅收窄0.7pct



图2: CPI环比降幅收窄0.7pct, PPI环比转正

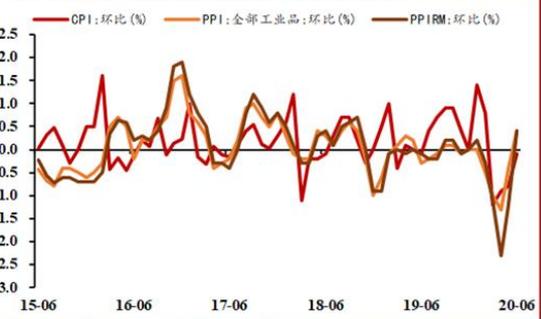


图3: CPI食品项涨幅提升0.5pct

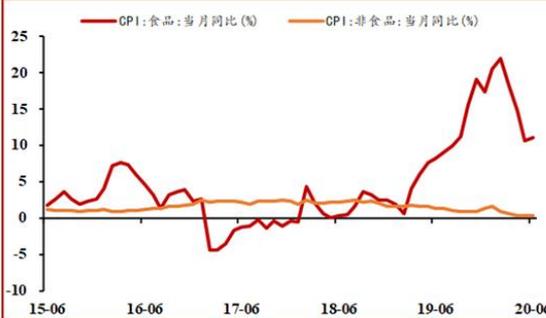


图4: 交通工具用燃料同比降幅收窄

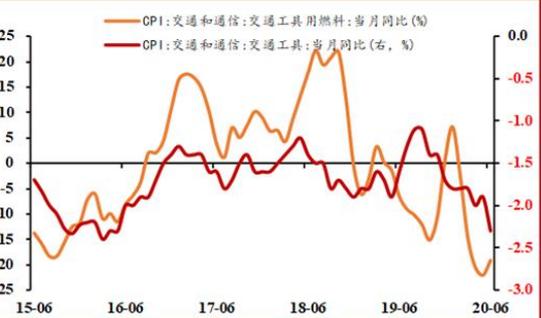


图5: 核心CPI同比回落0.2pct, 有记录以来首次低于1%

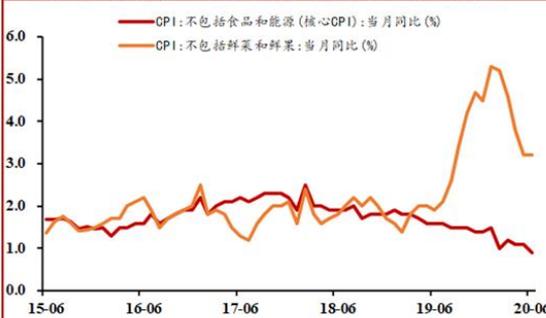


图6: 猪肉项增速基本与上月持平

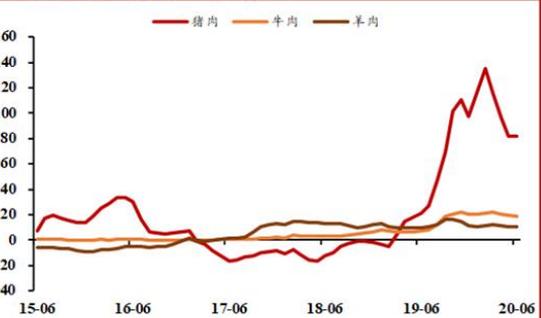


图7: 生产资料降幅收窄0.9pct, 生活资料增速回升0.1pct

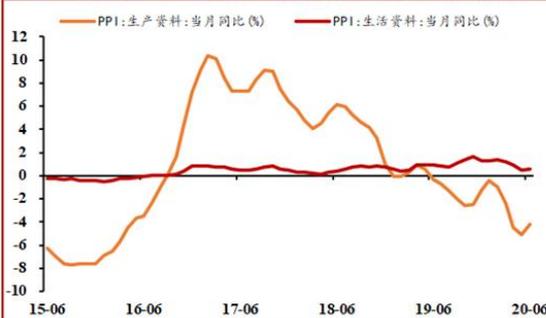
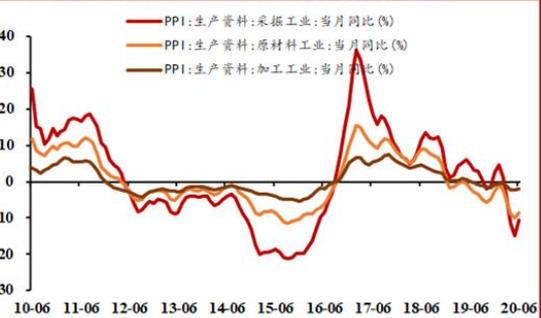


图8: 上中下游PPI降幅均有所收窄, 上游收窄显著



资料来源：国家统计局，华西证券研究所
免责声明：本信息仅面向华西证券的专业投资机构客户，仅供在新媒体背景下研究观点的及时交流。在任何情况下，本信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。华西证券及华西证券研究所也不对任何人因为使用本信息所引致的任何损失负任何责任。本信息内容的版权归华西证券所有，华西证券对本信息保留一切法律权利。未经华西证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。

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_4015

