

固定收益研究/动态点评

2020年07月09日

张继强 执业证书编号: S0570518110002
研究员 zhangjiqiang@htsc.com

芦哲 执业证书编号: S0570518120004
研究员 luzhe@htsc.com

张大为
联系人 zhangdawei@htsc.com

相关研究

1《固定收益研究: 20200708 信用债日常跟踪》2020.07

2《固定收益研究: 20200707 信用债日常跟踪》2020.07

3《固定收益研究: 20200706 信用债日常跟踪》2020.07

CPI 回升系扰动, PPI 或自上而下改善

2020年6月通胀数据点评

核心观点

6月CPI同比2.5%,较5月回升0.1个百分点,PPI同比-3%,回升0.7个百分点。CPI回升主要系气候等短期因素带来食品价格的扰动。核心CPI走弱反映终端消费需求仍待改善。PPI同比止跌回升,上游有色金属涨幅领先,黑色与能源由跌转涨。我们维持年内CPI逐季走低、下半年PPI震荡回升的观点。央行二季度例会通稿删除了“控通胀”的表述,意味着当下CPI非政策敏感变量。而PPI走高或将带动企业盈利修复,并且可能会是自上而下的过程,短期上游工业的盈利弹性或较大。CPI与PPI齐步回升,对债市情绪偏负面、对股市相对有利,但目前通胀不是市场关注变量。

6月CPI同比回升系短期扰动,终端需求仍待改善

6月CPI同比2.5%,较5月回升0.1个百分点,环比-0.1%。核心CPI同比0.9%,较5月下降0.2个百分点。当月CPI回升主要系气候等短期因素带来食品价格的扰动。核心CPI走弱说明终端消费需求仍待改善。CPI食品同比11.1%,回升0.5个百分点,鲜菜、猪肉等供给受到南方雨水洪涝、新发地市场疫情等影响,涨幅较大。CPI非食品同比0.3%,回落0.1个百分点,旅游、交通工具、医疗保健、房租等分项价格环比显著弱于季节性。

6月PPI同比止跌回升,有色价格领涨

6月PPI同比-3%,较5月回升0.7个百分点,环比0.4%。生产资料环比0.5%,上游有色金属涨幅领先、黑色与能源由跌转涨、建材与纺织原料表现相对落后。涨价品类存在供给端缩减因素,但主要反映外需逐步改善与国内基建加码。生活资料环比0.1%,食品环比涨价系成本上涨、日用品持平5月。衣着与耐用品环比降价,仍在去库存阶段,说明消费还相对乏力。耐用品需求价格弹性较大,降价有助于激活消费需求、助力经济回暖。

年内CPI难改下行趋势

6月CPI略有回升,但我们维持“年内CPI逐季走低”的观点。非食品方面,由于库存去化的阶段尚未结束、股市火热对居民储蓄存在虹吸效应,短期或抑制消费需求,非食品价格超季节性涨价仍面临阻力。食品方面,推高6月蔬菜、猪肉价格的都是短期因素,下半年CPI走势定价变量仍是猪肉,我们预计下半年猪价有望回归下行趋势,并且高基数决定了即便猪价继续上涨,同比仍会在8-10月份快速走低,进而拉低CPI数据。

下半年PPI有望震荡回升

PPI回暖虽迟然至,我们维持“下半年震荡回升”的观点。海外方面,作为消费国且经济体量较高的发达国家疫情基本步入后周期,持续推动经济重启,相较而言,作为资源国的新兴市场国家疫情依然严峻,资源品的供给压力依然存在。国内方面,下半年建筑业景气度仍相对占优,我们预计投资对需求的拉动有增无减,上游工业品或有较强表现。不确定性来自于秋冬全球疫情再次暴发的风险,有可能让经济活动再次大面积陷入停滞。

市场启示:工业企业或迎来自上而下的盈利修复

第一,剔除食品价格扰动来看,核心CPI、非食品CPI、PPI生活资料同比还在不同程度走弱,说明终端居民消费等需求还相对乏力。第二,人民银行二季度例会通稿删除了“控通胀”的表述,意味着当下CPI并非政策敏感变量。第三,PPI走高将带动企业盈利修复,并且可能会是自上而下的过程,短期上游工业的盈利弹性较大,中游医疗设备、工程机械、交通设备等行业的需求改善仍相对明确,下游可关注地产竣工相关消费品。第四,CPI与PPI齐步回升,对债市情绪偏负面、对股市相对有利,不过目前通胀可能不是市场与政策的关注变量,更多可从结构性数据中挖掘机会。

风险提示:中美关系恶化、降雨洪灾超预期。

6 月通胀概览

6 月 CPI 同比 2.5%，市场预期 2.6%，前值 2.4%；环比-0.1%。

6 月 PPI 同比-3%，市场预期-3.1%，前值-3.7%；环比 0.4%。

（本文市场预期均指 wind 一致预期）

6 月 CPI 同比回升系短期扰动，终端需求仍待改善

6 月 CPI 同比 2.5%，回升 0.1 个百分点，其中翘尾因素约 3.3%。CPI 环比-0.1%，环比回升且持平于历史同期水平（过去 5 年均值-0.1%）。核心 CPI 同比 0.9%，较前值下降 0.2 个百分点。当月 CPI 回升破坏下行节奏，但主要系气候等短期因素带来食品价格的扰动。核心 CPI 走弱，终端消费需求仍待改善，需求回暖主要还是投资拉动的自上而下过程。

分项来看：

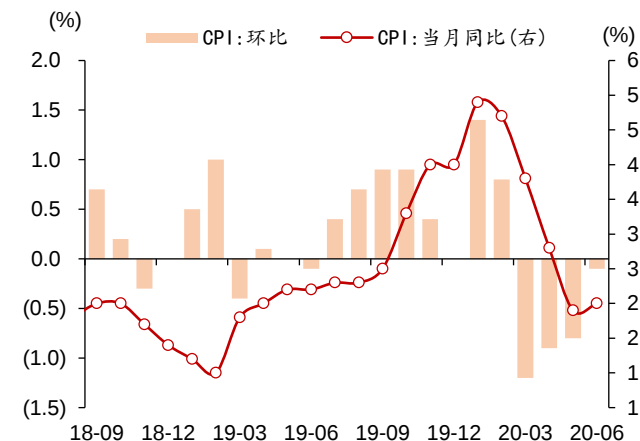
6 月 CPI 食品同比 11.1%，回升 0.5 个百分点，环比 0.2%（过去 5 年均值-0.7%）。环比角度，猪肉、鲜菜涨幅较大，环比分别为 3.6%、2.8%。当月食品价格的短期扰动因素较多。猪肉方面，一是高温/洪涝影响生猪养殖/调运，二是华南等局部地区发生猪瘟扩散，三是近期猪肉进口与储备冻猪肉投放有所放缓，四是前期猪价下跌引发养殖户加快出栏后供给又有所收紧。蔬菜方面，南方降雨洪涝对供应影响较大，此外新发地市场关停，也短暂引起北方局部地区菜价攀升。此外，近期疫情或与进口食品沾染病毒有关，减少肉类进口或给国内供给带来一定压力。

同比角度，鲜菜同比涨幅扩大 12.7 个百分点、鲜果同比降幅扩大 9.7 个百分点。今年 6 月降雨量高于常年，对鲜菜供给影响较大。由于今年水果供给局面宽松、去年同期基数大幅走高，导致果价的同比跌幅显著扩大，对冲 CPI 走高压力。

6 月 CPI 非食品同比 0.3%，回落 0.1 个百分点，环比-0.1%（过去 5 年均值 0.1%）。当月教育文娱（旅游项）、交通通信（交通工具项）、医疗保健、居住（房租项）分项环比均显著弱于季节性，仅其他用品服务环比较强。

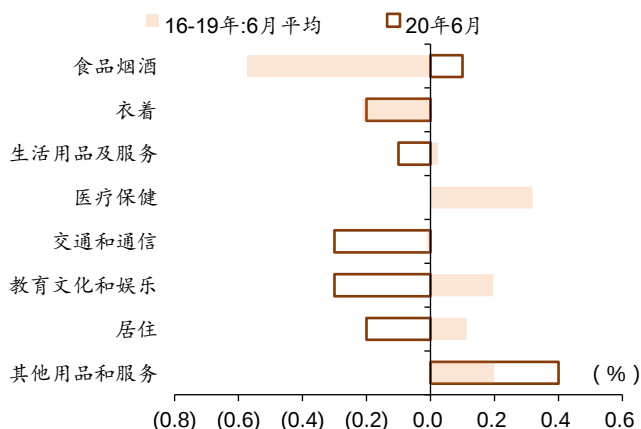
（1）疫情对线下旅游活动的不良影响尚未消除，尤其国内局部疫情复发，再叠加今年高考推迟，导致旅游需求不佳。据文化旅游部，今年端午假期全国接待国内游客 4880.9 万人次，同比下降 49.1%；（2）疫情持续影响出行，尤其航空压力较大，当月多家航空公司推出促销政策，导致交通工具价格走弱；（3）其他用品服务、房租分项的涨跌分化，可能是受农民工返乡的影响，劳动密集型服务与商品供给减少、城镇房屋租赁市场需求减少。

图表1：CPI 同比回落，环比降幅收窄



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

6 月 PPI 同比止跌回升，有色价格领涨

6 月 PPI 同比-3%，回升 0.7 个百分点，其中翘尾因素约-0.2%。环比 0.4%。

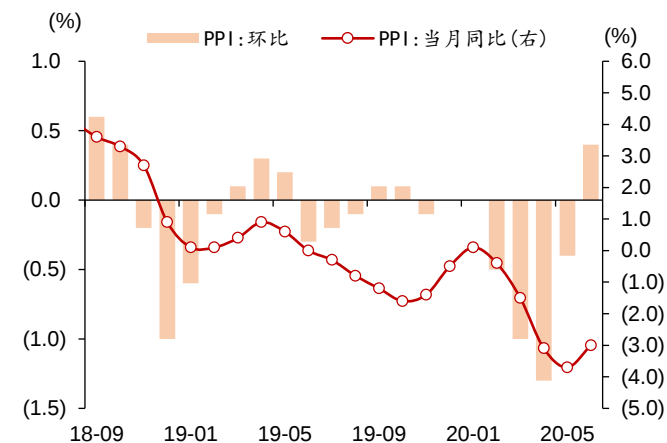
分项来看：

6 月 PPI 生产资料同比-4.2%，环比 0.5%。上游有色金属涨幅领先，环比扩大至 1.8%；黑色与能源由跌转涨，环比均为 1.2%；建材、纺织原料表现相对落后，环比均为-0.4%。

(1) 有色、黑色、能源价格齐涨，均存在供给端因素（智利、巴西疫情与 OPEC+ 延长减产协议），但需求改善是主导因素，一方面是外需正在逐步改善，另一方面是国内基建加码带动黑色系需求，近期国内铁矿石到港量激增、CDS 大涨可微观佐证；(2) 建材中，水泥价格走弱，主要受南方雨水洪涝对建筑业户外施工的负面影响，但玻璃持续涨价，或暗示地产竣工走强；(3) 纺织原料价格疲软主因为下游服装业低迷。

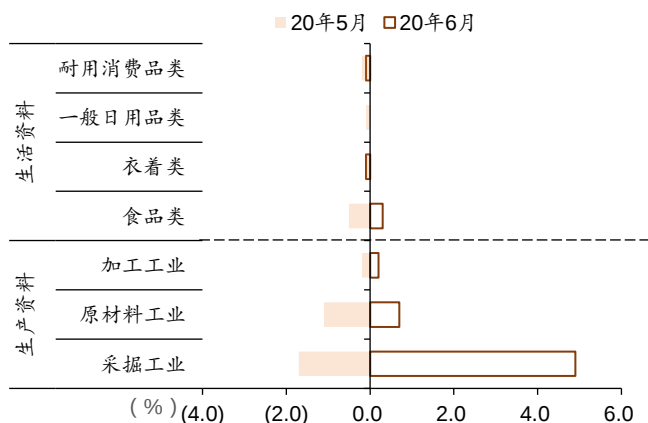
6 月 PPI 生活资料同比 0.6%，环比 0.1%。其中，食品环比上涨 0.3%、一般日用品环比持平，衣着与耐用消费品环比均为-0.1%。食品涨价系成本上涨的影响，主要是短期因素。衣着与耐用消费品仍在降价去库存阶段，说明消费还相对乏力。价格变化是经济自愈调节功能的体现，耐用品需求价格弹性较大，降价有助于激活消费需求、助力经济回暖。

图表3：PPI 同比回落，环比降幅收窄



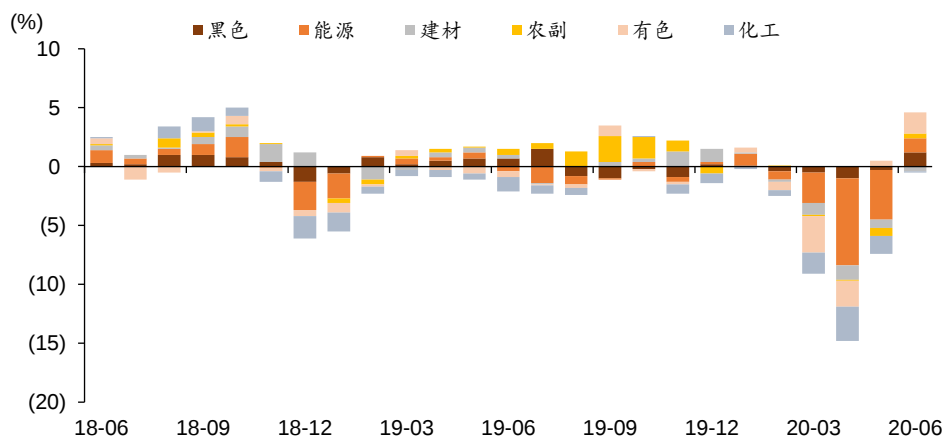
资料来源：Wind，华泰证券研究所

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，有色金属环比领涨（PPIRM 环比）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

年内 CPI 难改下行趋势

虽然 6 月 CPI 略有回升，我们仍维持“年内 CPI 逐季走低”的观点。

非食品方面，随着疫后经济逐季回暖，商品服务价格环比有望改善，但目前终端产品超季节性涨价仍面临阻力，一是库存去化的阶段尚未结束，截至 5 月工业产成品库存累计同比增长 9%，二是股市火热对居民储蓄存在虹吸效应，短期或抑制消费需求，从历史牛市经验看，直到股指见顶后，财富效应对消费的刺激效果才开始显现。

食品方面，推高 6 月蔬菜、猪肉价格的都是短期因素。雨水洪涝而言，7 月中旬往后副热带高压或将开始北抬，这将纾解南方防洪压力、改善生鲜供应。疫情而言，北京自 7 月 6 日以来无新增本土病例，新发地等农贸市场有望恢复经营。下半年 CPI 走势定价变量仍是猪肉，我们测算 CPI 猪肉权重将在今年三季度达约 3.3%、四季度达约 4.7%。我们预计下半年猪价仍有望回归下行趋势（详见 7 月 5 日报告《猪价还会上涨吗？》），并且高基数决定了即便猪价继续上涨，同比仍会在 8-10 月份快速走低，进而拉低 CPI 读数。

下半年 PPI 有望震荡回升

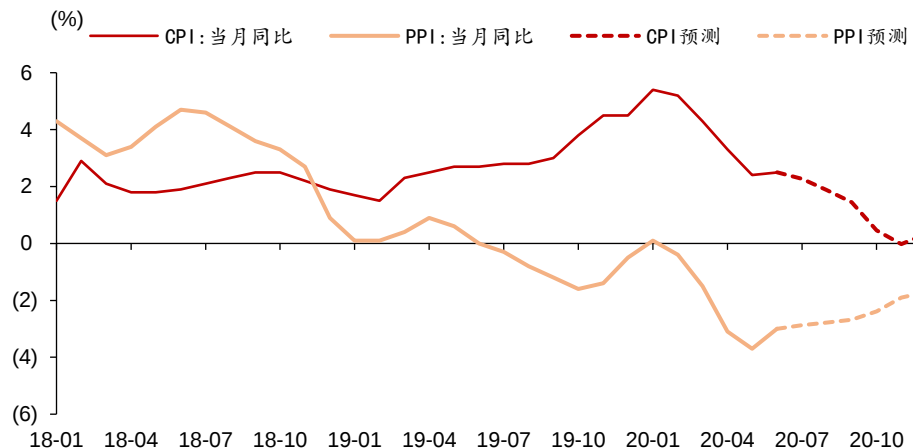
PPI 回暖虽迟然至，我们维持“下半年震荡回升”的观点。

海外方面，作为消费国且经济体量较高的发达国家疫情基本步入后周期，持续推动经济重启，虽然节奏因疫情有所反复，但高频的餐饮住宿等消费数据显示全球需求还在有序改善。相较而言，作为资源国的新兴市场国家疫情依然严峻，尤其人均医疗资源少，疫情控制可能相对迟缓，资源品的供给压力依然存在。此外，油价也或在需求持续改善的过程中延续震荡上行走势。

国内方面，下半年建筑业景气度仍相对占优，投资对工业品需求的拉动或有增无减。一方面，基建投资向上的线索仍清晰，随着施工短板（物料、人员、气候条件）相继修补，下半年专项债与特别国债对基建的支持力度或更强。另一方面，二季度地产销售改善有望支持开工与投资韧性。历史经验看，挖机产销量大涨预示建筑业周期启动，随之钢铁、煤炭、有色等工业品价格均有较强表现。据统计局，4、5 月挖机产量同比分别高达 49.5%、82.3%，本轮建筑业周期正逐步走强。

不确定性来自于全球疫情二次暴发的风险，有可能让经济活动再次大面积陷入停滞。目前美国已有部分州因病例激增而暂停重启经济，日本也出现疫情反弹，巴西、印度等新兴市场国家情况仍不容乐观。张文宏等部分医学专家提示秋冬存在疫情二次暴发的风险。

图表6：CPI 与 PPI 同比预测



资料来源：Wind，华泰证券研究所

市场启示：工业企业或迎来自上而下的盈利修复

第一，剔除食品价格扰动来看，核心 CPI、非食品 CPI、PPI 生活资料同比还在不同程度走弱，说明终端居民消费等需求还相对乏力。目前看到的经济改善主要源于（1）疫情控制后，生产端复工赶工；（2）基建地产投资带动的上游材料类、中游装备制造类工业生产；（3）政府对于新基建等领域的扶持与投入。

第二，我们预计随着 CPI 逐季回落，全年中枢可能落在 2.5% 左右，今年两会将 CPI 目标放宽至 3.5%，或意在特殊环境下，减少宏观调控面临的约束条件。并且，人民银行二季度例会通稿删除了“控通胀”的表述，意味着当下 CPI 并非政策敏感变量。PPI 回升暗示企业盈利改善，货币政策进一步宽松的必要性继续弱化。

第三，PPI 环比转正、同比走高将带动企业盈利修复，且仍有望逐步向好。尤其，盈利修复可能会是自上而下的过程，短期上游工业的盈利弹性较大，据统计局，6 月石油煤炭、化工、黑色、有色行业价格涨幅明显扩大。中游医疗设备、工程机械、交通设备等行业的需求改善仍相对明确，下游可关注地产竣工相关消费品。

第四，CPI 与 PPI 齐步回升，对债市情绪偏负面、对股市相对有利，不过目前通胀可能不是市场与政策的关注变量，更多可从上述结构性数据中挖掘机会。

风险提示

1、中美关系恶化。目前美国国内矛盾较为突出，临近大选，美国转移内部矛盾的诉求可能导致中美冲突增多，对国内企业生产与 PPI 回暖带来不利影响。

2、降雨洪灾超预期。近期南方降雨对经济活动带来不利扰动，如果年内洪涝灾害超预期，对食品价格或带来向上压力。

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_4036

