



## 宏观研究

## 通缩趋势不变

2020年07月09日

## 投资要点

**分析师：李奇霖**

执业编号：S0300517030002

电话：010-66235770

邮箱：liqilin@y kzq.com

**分析师：张德礼**

执业编号：S0300518110001

电话：010-66235780

邮箱：zhangdeli@y kzq.com

**近期报告**

《千年商都广州，如何出彩出新——粤港

大湾区研究系列之 17》2020-06-04

《供过于求》2020-06-15

《逆全球化下粤港澳大湾区的应对之策》

2020-06-16

《评 5 月工业企业利润数据：能否持续改

善还需观察》2020-06-28

《复苏还能持续多久》2020-06-30

**通缩趋势不变**

在前期报告中，我们提示了要防范通缩风险。6 月 CPI 和 PPI 的同比都出现回升，并没有改变通缩趋势。

首先，经济供过于求的矛盾依然很突出。

其次，经济回暖的持续性，可能并没有主流预期的那么乐观，总需求并不强。

最后，就业压力之下，拉低服务价格的同时，灵活就业人数的增加，也会降低一些食品和工业消费品的价格。

三季度末、四季度初，CPI 同比可能转负。7 月开始 CPI 翘尾将快速回落，从 7 月的 2.9%降低到 9 月的 1.3%，10 到 12 月则分别只有 0.4%、0.0%和 0.0%。今年 5 月和 6 月的新涨价降到了-0.8%，如果后续供过于求的局面未能改善，CPI 环比继续弱于季节性，三季度末、四季度初 CPI 同比有较大概率转负。

**风险提示：**

国内政策刺激超预期。



## 图表目录

图表 1：从工业产成品实际库存看，当前供过于求的矛盾很突出 .....	4
图表 2：6 月全国石油沥青装置开工率继续上升，而且高于前两年同期水平 .....	5
图表 3：小微企业从有订单没钱，变为有钱没订单 .....	5



6月CPI同比2.5% 结束了今年前几个月快速回落的趋势 小幅回升0.1个百分点。翘尾为3.3%，新涨价和上个月的一样，还是-0.8%，也就是说6月CPI同比回升全部由翘尾贡献。

6月CPI环比-0.1%，和前三年6月CPI环比的均值持平，符合季节性规律。食品烟酒项环比上涨0.1%，比较受关注的有两个子项：

一是猪肉，6月环比上涨3.6%。从高频指标看，全国猪肉价格6月初就开始企稳回升了。原因一是猪肉此前经历了3个月的下跌，恐慌性抛售后，在生猪低存栏的约束下，出栏节奏有所放缓。原因二是北京新发地出现聚集性疫情后，进口肉类的检疫要求变严，猪肉进口量减少。原因三是南方洪灾，也对生猪出栏和运输产生负面冲击。

二是鲜菜，环比从前值-12.5%，大幅回升到2.8%。鲜菜的种植和运输，受异常天气的影响较大。正常情况下，6月天气炎热，蔬菜供应充裕，过去三年的6月CPI鲜菜项环比都是负的。今年因为洪灾提前到来，导致部分地区蔬菜短期供应紧张，6月菜价反季节性上涨。

6月CPI食品烟酒项同比上涨8.8%，影响CPI同比上涨2.64个百分点。其中，猪肉项同比81.6%，和5月的同比81.7%几乎持平。猪肉项拉动6月CPI同比2.05个百分点，贡献率为82%，仍然是支撑CPI的最核心因素。

除食品烟酒外的七大项，6月同比下降0.2%，继续通缩。6月国际油价继续反弹，回到40美元/桶之上 在现行成品油定价机制下 6月29日国内成品油零售价上调一次。因此，5月CPI交通工具用燃料项环比上涨0.2%，同比从-22.0%收窄至-19.1%。

相比于6月CPI同比小幅回升，核心CPI同比的回落，更值得关注。不包括食品和能源的CPI，即核心CPI，6月同比只有0.9%，这是2013年1月公布这个数据以来的最低值。和疫情爆发前的2019年12月相比，下滑了0.5个百分点。

核心CPI同比低迷，反映了复工复产有序推进后，生产已经恢复到疫情前，但终端需求恢复偏慢、供过于求的矛盾进一步凸显的事实。从这个角度看，未来物价整体通缩的概率更大。

5月PPI环比，从-0.4%回升到0.4%，今年2月以来首次转正。同比也从-3.7%，回升到-3.0%，结束了连续4个月下滑的趋势。拆分来看，翘尾从-0.5%收窄到-0.2%，新涨价从-3.2%收窄到-2.8%。

根据国家统计局有关领导的解读，6月PPI环比转正，主要由上游和中游贡献。石油和天然气开采业价格上涨38.2%，石油、煤炭及其他燃料加工业价格上涨1.7%，化学原料和化学制品制造业价格上涨0.4%，黑色金属冶炼和压延加工业价格上涨1.9%，有色金属冶炼和压延加工业价格上涨1.9%，这五个行业合计影响PPI环比上涨约0.42个百分点。

可见，6月PPI环比明显回升，一方面是因国际油价大幅上涨，另一方面则和国内建筑业的需求有关，6月建筑业PMI商务活动指数、新订单指数都小幅回落，但仍然处于高位。

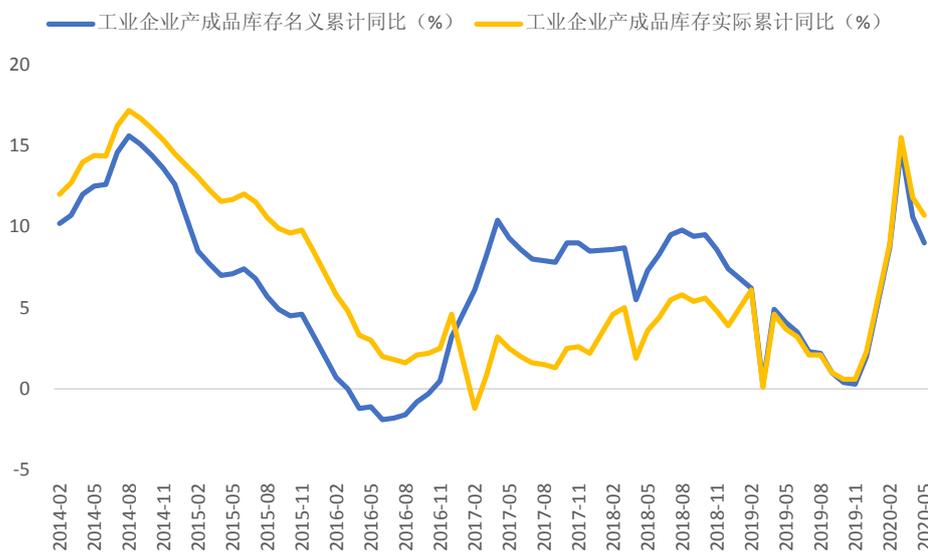
6月生活资料PPI环比0.1%，其中耐用品的PPI环比-0.1%，连续9个月为负。反映了耐用品需求羸弱，这也和分行业的限额以上批零数据一致。

在前期报告中，我们提示了要防范通缩风险。6月CPI和PPI的同比都出现回升，并没有改变通缩趋势。



首先，经济供过于求的矛盾依然很突出。一是创有记录以来新低的 6 月核心 CPI 同比；二是企业订单不足，尤其是中小企业，6 月官方 PMI 发布时，统计局有关领导解读称小型企业生产经营困难较大，反映订单不足的小型企业占比高于大中型企业；三是工业产成品库存，如果剔除价格因素后，今年 5 月末实际同比 10.5%，甚至比 2015 年 12 月提出“三去一降一补”时的实际同比 8.5%还要高，企业面临着很大的去库存压力。

**图表1：从工业产成品实际库存看，当前供过于求的矛盾很突出**



资料来源：Wind，粤开证券研究院

其次，经济回暖的持续性，可能并没有主流预期的那么乐观，总需求并不强。不可否认，二季度经济较快修复，生产恢复到疫情前的水平了，6 月官方制造业 PMI 的采购、生产、需求、库存和价格等分项指数的组合，显示终端需求和经济都继续复苏。

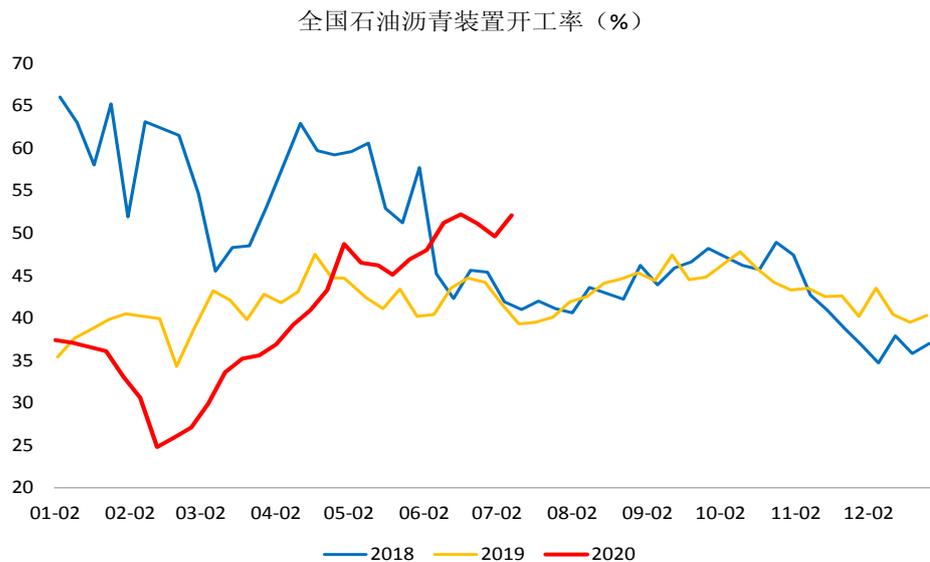
市场关注的焦点是，这种复苏的持续性。固定资产投资是核心动能，其中，基建投资的确定性很高，不确定的是地产投资在经历一个季度的停滞，后，赶工能维持多久。

6 月初至今，全国水泥价格指数下跌了 6.8%，和洪灾冲击建筑业的短期需求有关。但与此同时，全国石油沥青装置的开工率是上升的，从 46.9%回升到 52.1%，且高于前两年的同期水平。沥青主要用于道路工程，对施工条件有很高要求，6 月沥青高产，意味着洪灾对建筑业施工的影响，可能并没有主流观点认为的那么大。

因此，我们认为建筑业活动，尤其是房地产投资活动的走弱，除了天气影响外，也和赶工消退有关。



图表2：6月全国石油沥青装置开工率继续上升，而且高于前两年同期水平

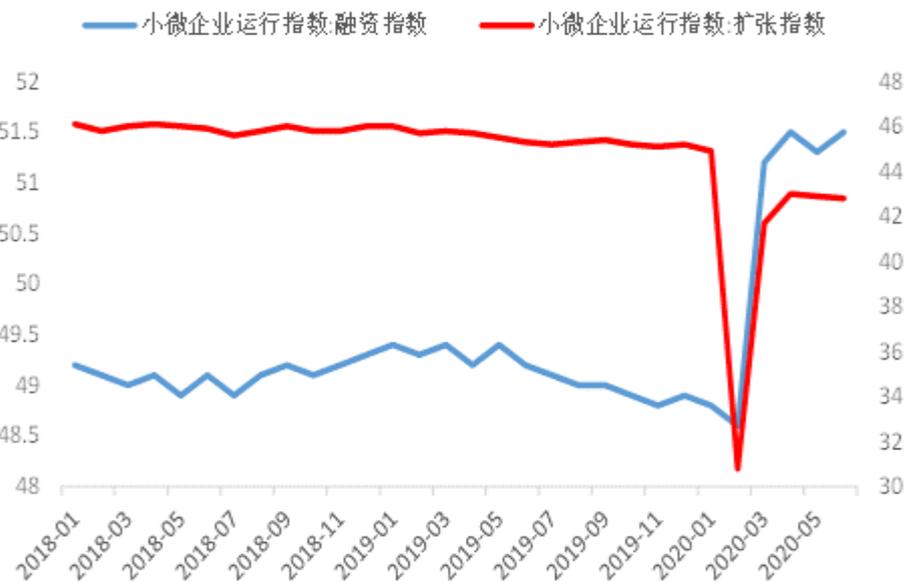


资料来源：Wind，粤开证券研究院

最后，就业压力之下，拉低服务价格的同时，灵活就业人数的增加，也会降低一些食品和工业消费品的价格。

小微企业贡献了 80% 的就业，它的生产经营情况，对就业市场有较大影响。新冠疫情后，为保市场主体，加大了政策扶持。对比疫情前后的小微企业融资指数和扩张指数，可以很明显地看到，小微企业从有订单没钱，变成了有钱没订单。前面分析过，终端需求并不强，这个趋势还会延续，会逐步向就业市场传导。

图表3：小微企业从有订单没钱，变为有钱没订单



资料来源：Wind，粤开证券研究院

三季度末、四季度初，CPI 同比可能转负。7 月开始 CPI 翘尾将快速回落，从 7 月的 2.9% 降低到 9 月的 1.3%，10 到 12 月则分别只有 0.4%、0.0% 和 0.0%。今年 5 月和



和 6 月的新涨价降到了-0.8%，如果后续供过于求的局面未能改善，CPI 环比继续弱于季节性，三季度末、四季度初 CPI 同比有较大概率转负。

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\\_4043](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_4043)

