新时代证券 New Times Securities

下半年 CPI 增速下滑对企业利润冲击不大

——宏观经济周度观察

投资周报

8 月，中国 PPI 同比增速从 7 月的-2.4%回升至-2%，同时 CPI 同比增速从 2.7%下降至 2.4%，下半年翘尾因素减弱，CPI 增速将趋势性下降。一般认为，CPI 增速和下游企业利润密切相关，CPI 增速下行，下游企业利润将受到负面冲击,但是这需要具体问题具体分析。2019 年下半年猪肉价格飙升，拉升了 CPI 增速，但是这只改善了养殖企业的利润，对其他行业的利润影响并不大。同样地，2020 年 CPI 增速下滑，是由于猪肉价格的高基数效应，这对养殖企业利润的负面冲击较大，但是对其他行业利润影响不大。

下半年经济继续修复，PPI 增速大概率持续回升，整体的企业利润将继续改善。从结构上看，生产资料 PPI 增速回升幅度大于生活资料 PPI 增速，中上游企业盈利改善加快。下游企业生产生活资料，需求弹性相对小，受疫情的影响较弱。国有企业处于中上游且承担较多民生责任，加上中上游产品价格弹性大，疫情初期对中上游企业的负面冲击大于下游企业。随着基建投资和房地产投资的推进，中上游产品需求增加，产品价格增速快速上升，中上游企业的盈利增速高于下游企业，中上游企业累计利润增速逐渐追赶下游企业。

供需再平衡,CPI 同比增速回落。8 月 CPI 同比上升 2.4%,环比上升 0.4%,同比增速回落，猪肉价格对 CPI 的同比拉动减弱。猪肉供需再平衡，5 月底以来猪肉价格持续上涨，至 8 月中旬趋于平稳。随着学校开学，以及中秋节、国庆节临近，猪肉价格存在上涨压力，不过在高基数的抑制下，猪肉价格对 CPI 的同比拉动将逐渐减弱。

8 月核心 CPI 同比增长 0.5%，增速持平前值。核心 CPI 增速可能已经处于拐点，随着经济改善，后续或将回升。非食品 CPI 同比增长 0.1%，增速较前值回升 0.1 个百分点，这意味着需求在改善。

经济持续修复，PPI 同比、环比继续回升。8 月 PPI 同比降幅从前值 2.4%收窄至 2%。随着国内外经济修复，加上关于疫苗的好消息越来越多，需求逐渐恢复，PPI 增速或逐渐上升至 0 上方。

- **风险提示：政策落实不及预期；海外疫情长期化**

刘娟秀（分析师）
liujuanxiu@xsdzq.cn
证书编号：S0280517070002

邢曙光（分析师）
xingshuguang@xsdzq.cn
证书编号：S0280520050003

相关报告

投资周报：人民币汇率怎么看 2020-9-6
投资周报：企业盈利扩散 2020-8-30
投资周报：股票市场如何影响贫富差距 2020-8-23
投资周报：经济或将加快修复 2020-8-16
投资周报：出口增速超预期，经济修复再添新动力 2020-8-9
投资周报：经济修复动力依然充足 2020-8-2
投资周报：存在股债“跷跷板效应”吗 2020-7-26
投资周报：中国季度 GDP 超过美国了吗 2020-7-19
投资周报：经济修复再添扰动项 2020-7-12
投资周报：6 月经济数据预测：雨季难改经济修复 2020-7-5

目 录

1、 下半年 CPI 增速下滑对企业利润冲击不大.....3
2、 出口增速超预期，重点转向生产生活资料.....6
3、 海外经济与市场流动性观察.....9
4、 国内高频数据观察.....10
4.1、 生产指标分化.....10
4.2、 商品房销量普遍下降.....12
4.3、 原油价格继续下降.....12
4.4、 货币市场利率下降.....13
4.5、 人民币兑美元小幅升值.....14

图表目录

图 1: 2019 下半年 CPI 增速上升没有带来企业盈利改善.....3
图 2: 核心 CPI 同比增速持续处于低位.....4
图 3: 2020 年下半年 CPI 翘尾因素逐月回落.....4
图 4: 猪肉价格趋平.....5
图 5: PPI 环比与同比继续修复.....5
图 6: CRB 现货指数同比由负转正.....6
图 7: 8 月出口增速超预期.....7
图 8: 8 月中国对美国出口增速大幅上升.....7
图 9: 防疫物资出口增速下滑，生产生活物资出口增速上升.....8
图 10: 分地区进口普遍下滑.....8
图 11: 大宗商品进口量增速普遍下滑.....9
图 12: 美国 ECRI 领先指标增长年率继续回升.....9
图 13: 纽约联储每周经济指数继续回升.....9
图 14: TED 利差回落.....10
图 15: VIX 回落.....10
图 16: 铜金比与上周持平.....10
图 17: 美国高收益债利差微升.....10
图 18: 汽车全钢胎与半钢胎开工率基本持平前值.....11
图 19: 高炉开工率小幅下降.....11
图 20: 焦化企业开工率上升.....11
图 21: 一、二、三线城市商品房周销量普遍下降.....12
图 22: 猪肉价格微降.....13
图 23: WTI 原油期货价格下降.....13
图 24: 货币市场利率下降.....14
图 25: 美元指数回升，英镑兑美元贬值.....15
图 26: 人民币汇率小幅升值.....15

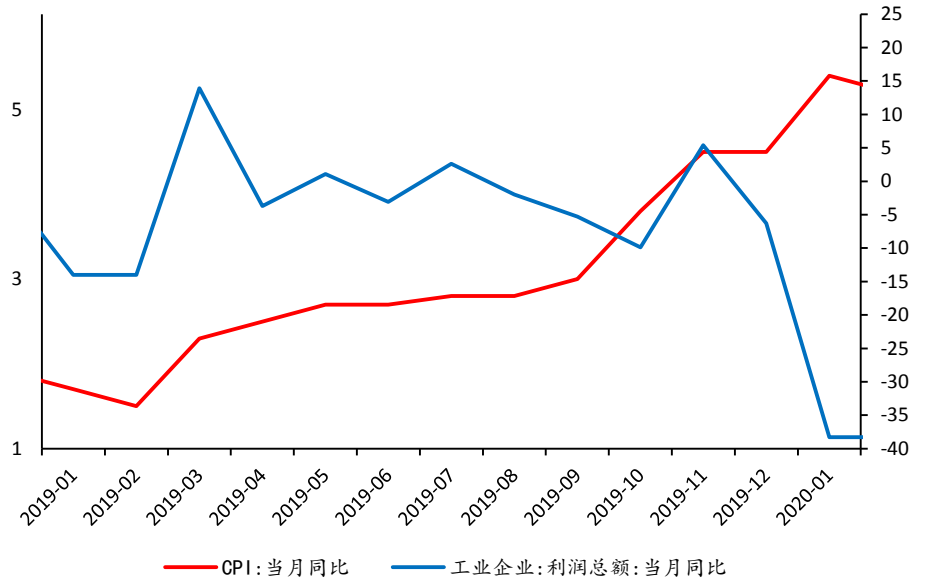
表 1: 央行公开市场操作（2020.9.7-2020.9.11）.....14

1、 下半年 CPI 增速下滑对企业利润冲击不大

8 月，中国 PPI 同比增速从 7 月的-2.4%回升至-2%，同时 CPI 同比增速从 2.7%下降至 2.4%，下半年翘尾因素减弱，CPI 增速将趋势性下降。一般认为，CPI 增速和下游企业利润密切相关，CPI 增速下行，下游企业利润将受到负面冲击，但是这需要具体问题具体分析。2019 年下半年猪肉价格飙升，拉升了 CPI 增速，但是这只改善了养殖企业的利润，对其他行业的利润影响并不大。同样地，**2020 年 CPI 增速下滑，是由于猪肉价格的高基数效应，这对养殖企业利润的负面冲击较大，但是对其他行业利润影响不大。**

下半年经济继续修复，PPI 增速大概率持续回升，整体的企业利润将继续改善。从结构上看，生产资料 PPI 增速回升幅度大于生活资料 PPI 增速，中上游企业盈利改善加快。整体上，下游企业生产生活资料，需求弹性相对小，受疫情的影响较弱。国有企业处于中上游且承担较多民生责任，加上中上游产品价格弹性大，疫情初期对中上游企业的负面冲击大于下游企业。随着基建投资和房地产投资的推进，中上游产品需求增加，产品价格增速快速上升，中上游企业的盈利增速高于下游企业，中上游企业累计利润增速逐渐追赶下游企业。

图1： 2019 下半年 CPI 增速上升没有带来企业盈利改善

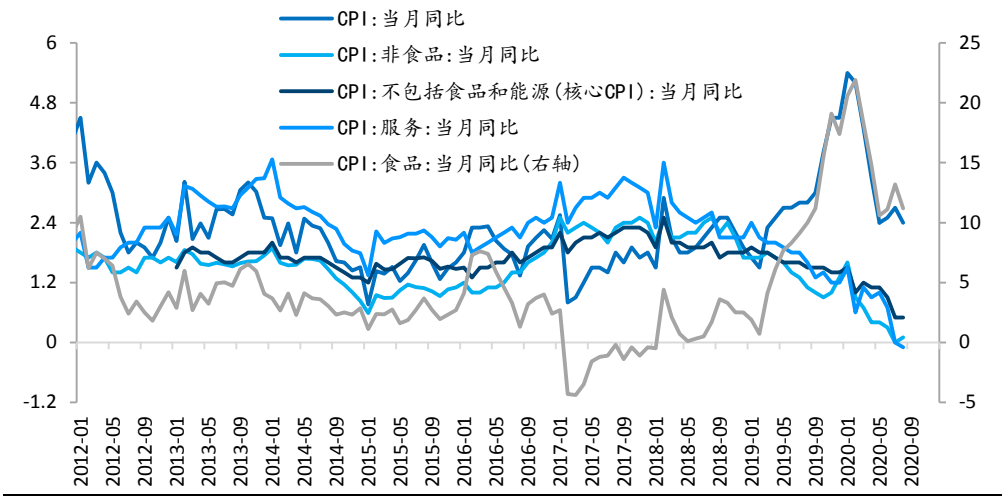


资料来源：Wind，新时代证券研究所

供需再平衡，CPI 同比增速回落。8 月 CPI 同比上升 2.4%，环比上升 0.4%，同比增速回落，猪肉价格对 CPI 的拉动减弱。猪肉供需再平衡，5 月底以来猪肉价格持续上涨，至 8 月中旬趋于平稳。随着学校开学，以及中秋节、国庆节临近，猪肉价格存在上涨压力，不过在高基数的抑制下，猪肉价格对 CPI 的同比拉动将逐渐减弱。

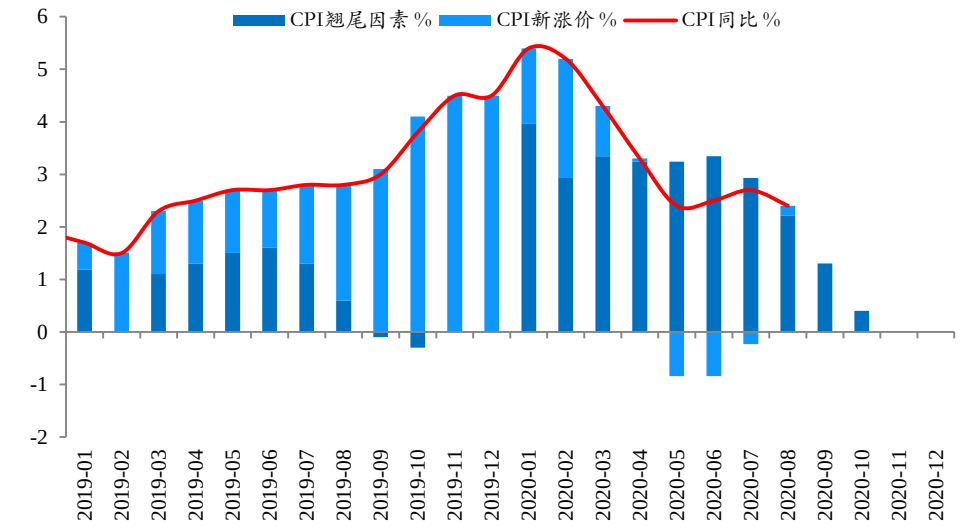
8 月核心 CPI 同比增长 0.5%，增速持平前值。核心 CPI 增速可能已经处于拐点，随着经济改善，后续或将回升。非食品 CPI 同比增长 0.1%，增速较前值回升 0.1 个百分点，这意味着需求在改善。

图2： 核心 CPI 同比增速持续处于低位



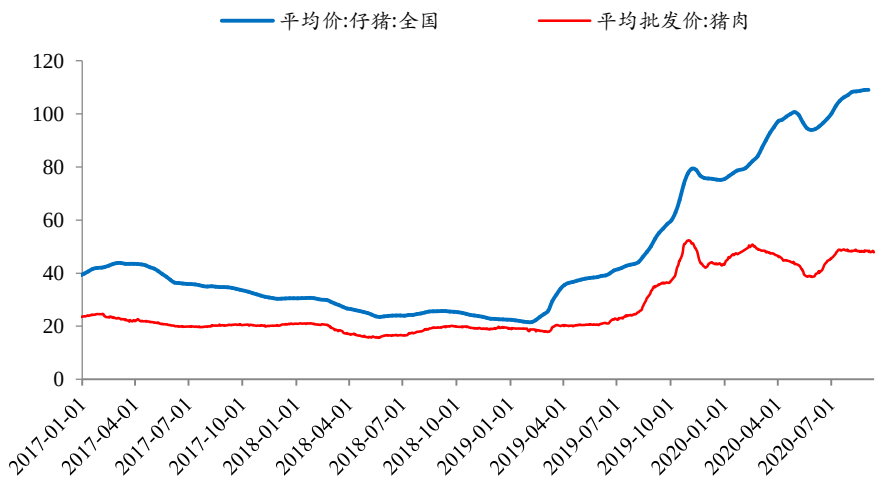
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图3： 2020 年下半年 CPI 翘尾因素逐月回落



资料来源：Wind，新时代证券研究所

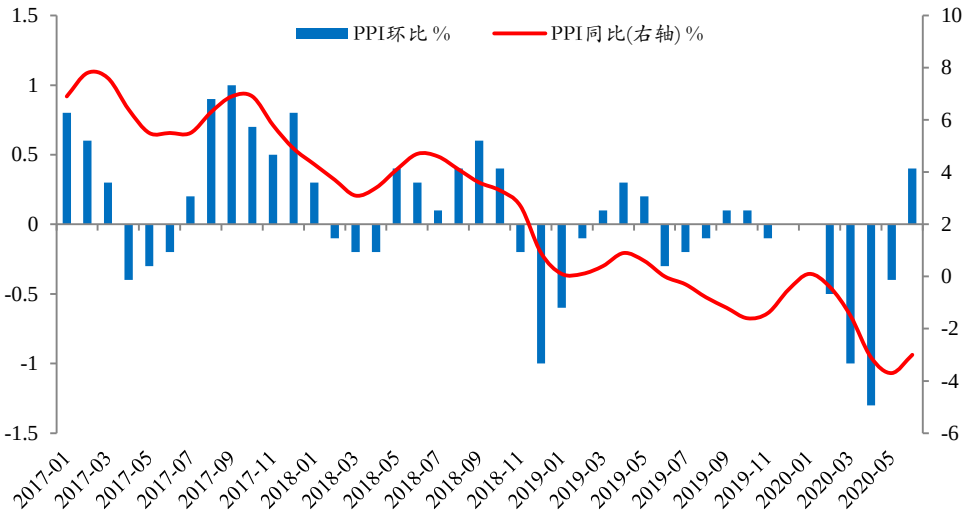
图4： 猪肉价格趋平



资料来源：Wind，新时代证券研究所

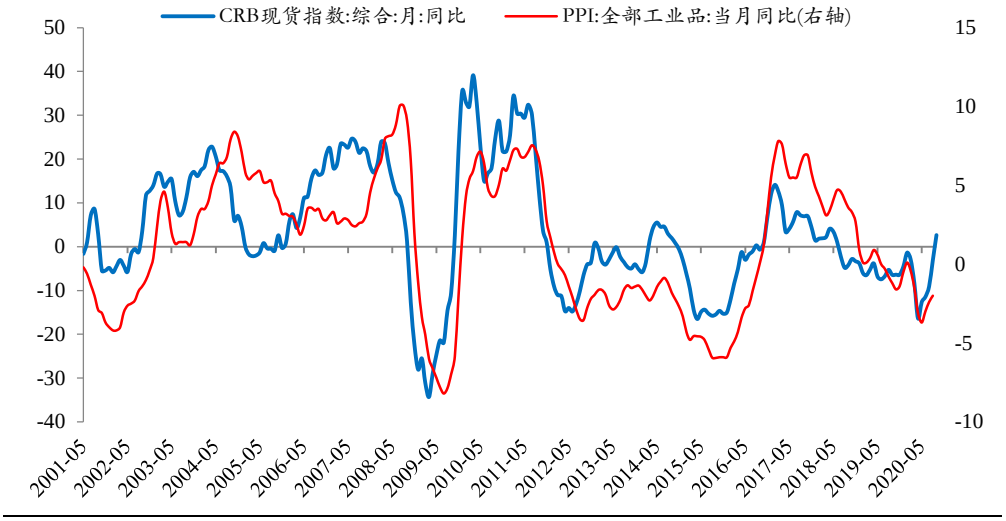
经济持续修复，PPI 同比、环比继续回升。8 月 PPI 同比降幅从前值 2.4%收窄至 2%。随着国内外经济修复，加上关于疫苗的好消息越来越多，需求逐渐恢复，PPI 增速或逐渐上升至 0 上方。

图5： PPI 环比与同比继续修复



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图6： CRB 现货指数同比由负转正

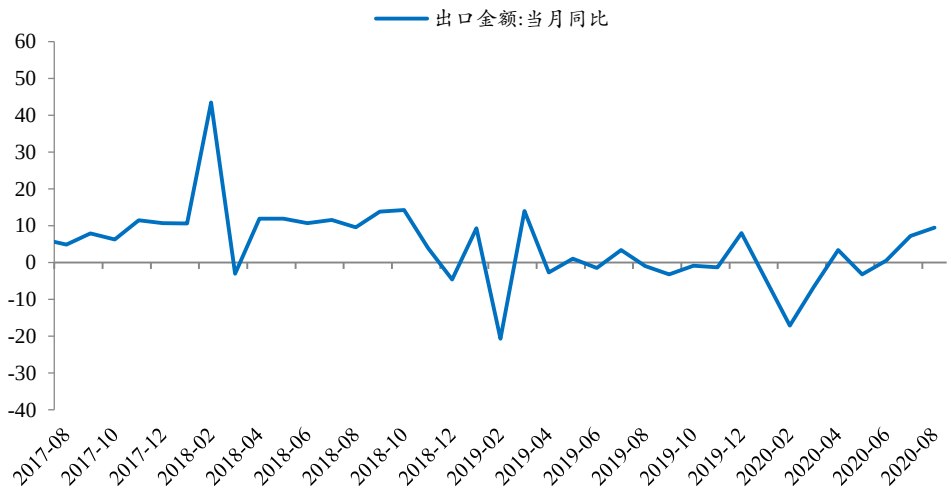


资料来源：Wind，新时代证券研究所

2、 出口增速超预期，重点转向生产生活资料

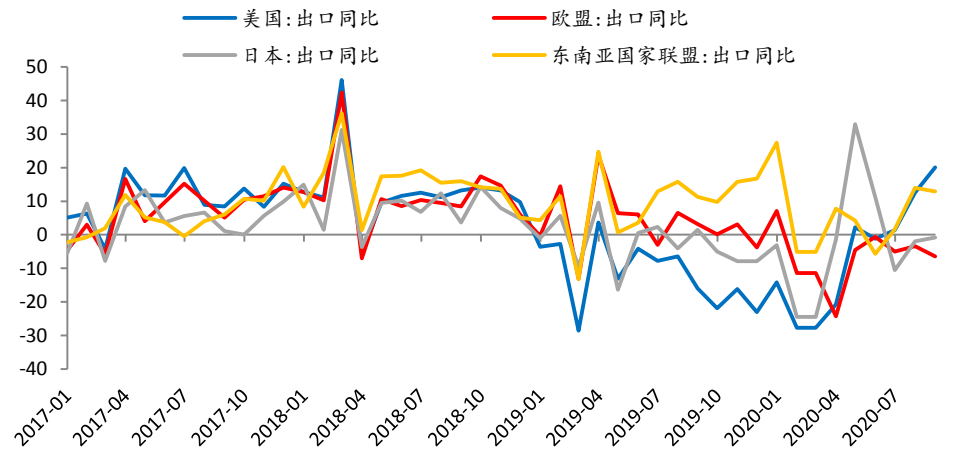
8 月美元计价出口金额同比增长 9.5%，超出市场预期，这主要得益于海外经济复工复产，生产生活物资需求增加。分区域来看，中国对美国的出口增速大幅上升，但对欧盟、东盟的出口增速有所回落。其中，对美国的出口增速上升至 20.0%，较前值上升 7.5 个百分点，对欧盟出口同比下降 6.5%，降幅有前值（-3.4%）扩大，对日本出口同比下降 0.8%，降幅由前值-2.0%收窄，对东盟出口同比上升 12.9%，增速较前 4.0%小幅回落。出口增速与全球制造业 PMI 的修复一致，8 月摩根大通全球制造业 PMI 升至 51.8%，较前值上升了 1.2 个百分点，欧元区制造业 PMI、美国 ISM 制造业 PMI 分别为 51.7%、56.0%，都超过 50%，全球经济进入同步复苏状态。与对欧美出口增速分化相一致，欧元区制造业 PMI 相较前值有所回落，欧洲复苏弱于美国，这主要是由于美国疫情再次好转，而欧洲疫情恶化，同时，美国财政救助力度较大，美国居民可支配收入和居民消费恢复相对较好。

图7： 8 月出口增速超预期



资料来源：Wind，新时代证券研究所

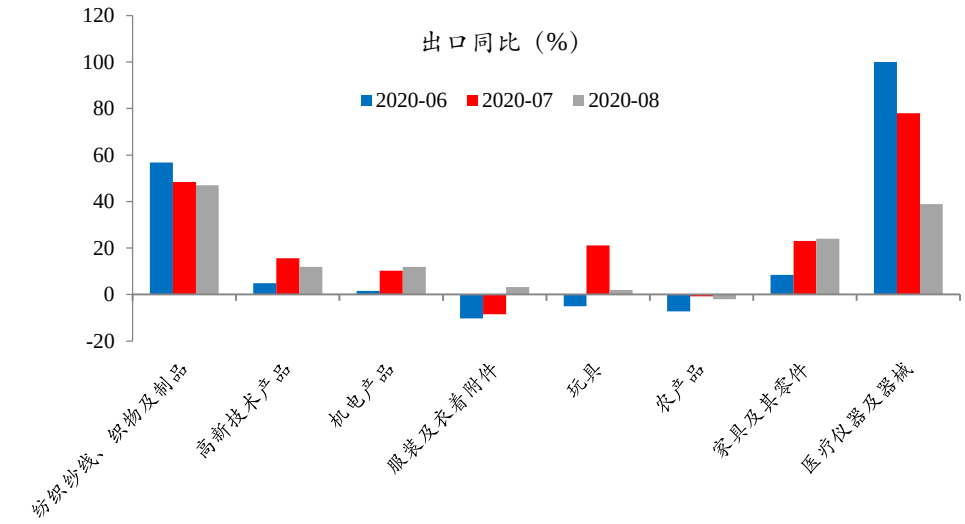
图8： 8 月中国对美国出口增速大幅上升



资料来源：Wind，新时代证券研究所

防疫物资出口增速进一步下滑，生产生活物资出口增速上升。海外疫情持续，防疫物资出口需求仍然旺盛，但增速已持续放缓。8 月与防疫物资相关的医疗仪器及器械、纺织纱线织物及制品出口分别同比增长 38.9%、47.0%，但是增速较前值 78.0%、48.4%均进一步下滑，防疫物资出口对出口的拉动在减弱。随着海外经济解封，生产生活物资需求增加。7 月中国高新技术产品与机电产品出口均同比增长 11.9%，前者增速较前值的 15.6%有所回落，后者增速较前值 10.2%上升。劳动密集型产品中，家具出口增速继续维持在较高水平，增速为 24.0%，较前值 23.1%小幅上升，服装出口增速为 3.2%，扭转了疫情以来持续数月的负增长情况，部分反映出海外生活恢复常态下服装需求的回升。

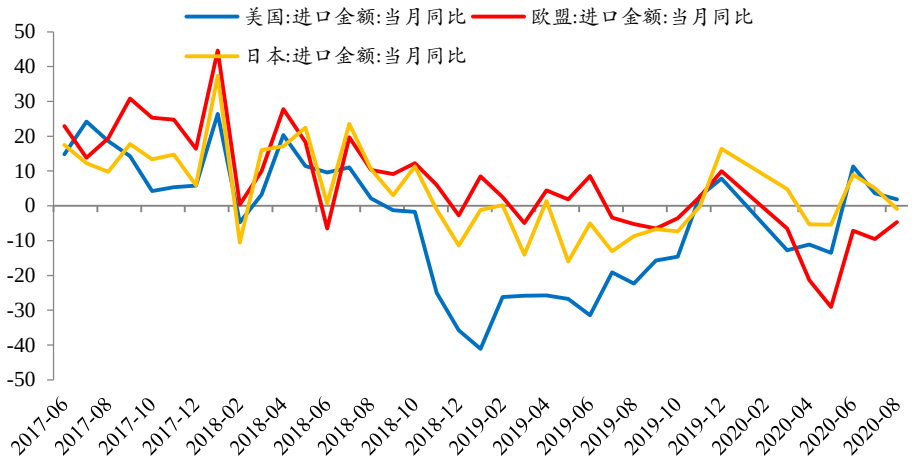
图9： 防疫物资出口增速下滑，生产生活物资出口增速上升



资料来源：Wind，新时代证券研究所

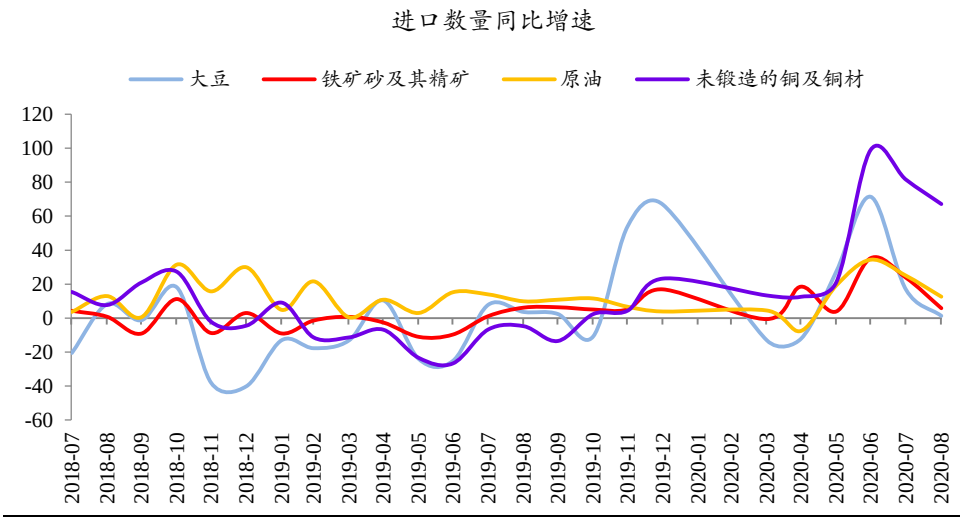
海外疫情影响下，8 月美元计价进口金额同比下降 2.1%，降幅较前值-1.4%进一步扩大，进口弱于市场预期。分区域来看，从美国、日本、韩国、印度的进口额增速分别回落 2.2、6.0、5.6、30.8 个百分点，从欧盟、东盟的进口额增速回升 5.1 和 0.4 个百分点，从欧盟的进口额同比增速仍为负值。分产品来看，多种商品进口呈现量增价跌，大豆、铁矿砂及其精矿、原油、未锻造的铜及铜材进口量分别上升 1.3%、5.8%、12.6%、67.1%，进口量的增速均较前值放缓，虽然国内内需在修复，但是海外疫情仍然比较严重，限制了产品的生产、交货。另外，原油价格同比上涨，原油进口额降幅收窄，而大豆、铁矿砂及其精矿、原油、未锻造的铜及铜材受价格拖累，进口额同比增速均下降至负值。

图10： 分地区进口普遍下滑



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图11： 大宗商品进口量增速普遍下滑



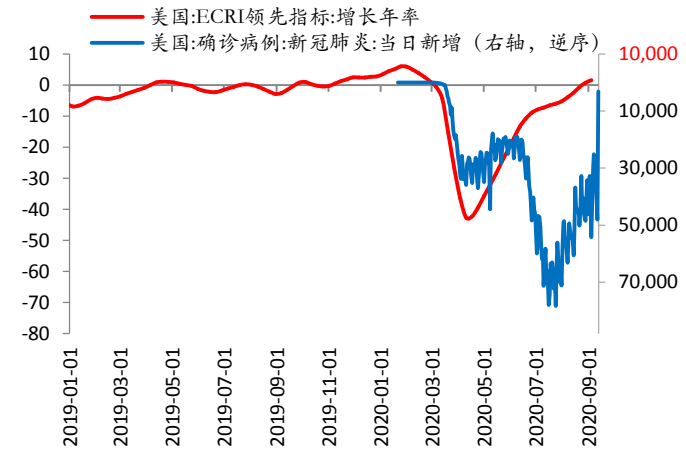
资料来源：Wind，新时代证券研究所

3、 海外经济与市场流动性观察

美国经济继续改善。9 月 4 日当周，美国 ECRI 领先指标增长年率为 1.6%，自前一周由负转正后继续修复，前值为 0.7%；纽约联储每周经济指数（WEI）为-4.3%，前值由-4.4%下修至-4.8%。美国 9 月 5 日当周初次申请失业金人数为 88.4 万人，高于预期的 84.6 万人，与前值持平。

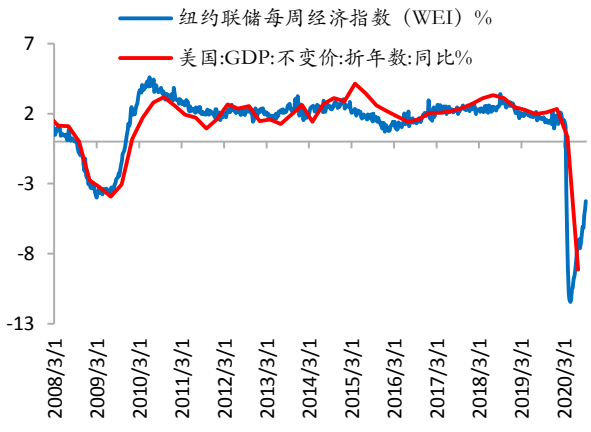
上周美国金融市场恐慌情绪缓解，VIX 回落至 26.9。流动性压力缓解，Ted 利差下降。美国信用风险小幅上升，高收益企业债利差从 5.13%升至 5.16%。

图12： 美国 ECRI 领先指标增长年率继续回升



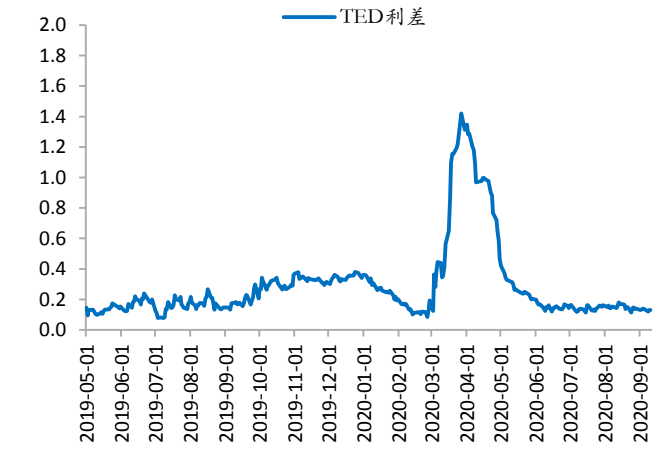
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图13： 纽约联储每周经济指数继续回升



资料来源：Wind，纽约联储，新时代证券研究所

图14： TED 利差回落



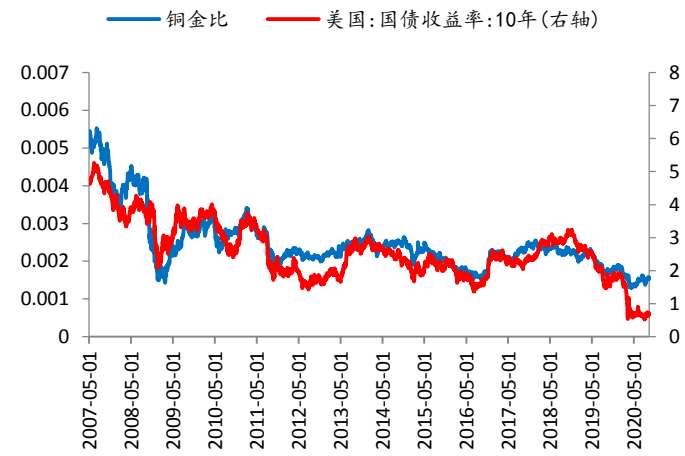
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图15： VIX 回落



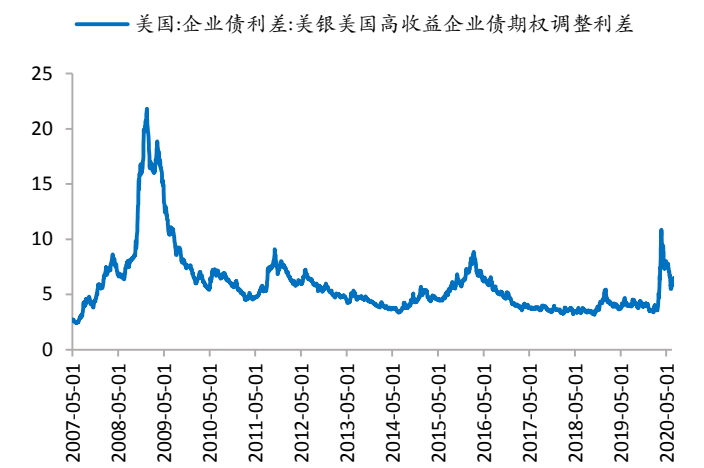
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图16： 铜金比与上周持平



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图17： 美国高收益债利差微升



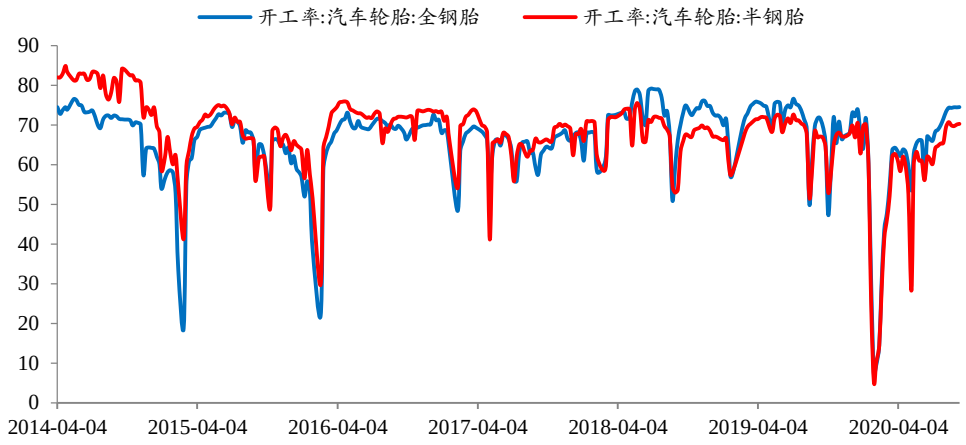
资料来源：Wind，新时代证券研究所

4、 国内高频数据观察

4.1、 生产指标分化

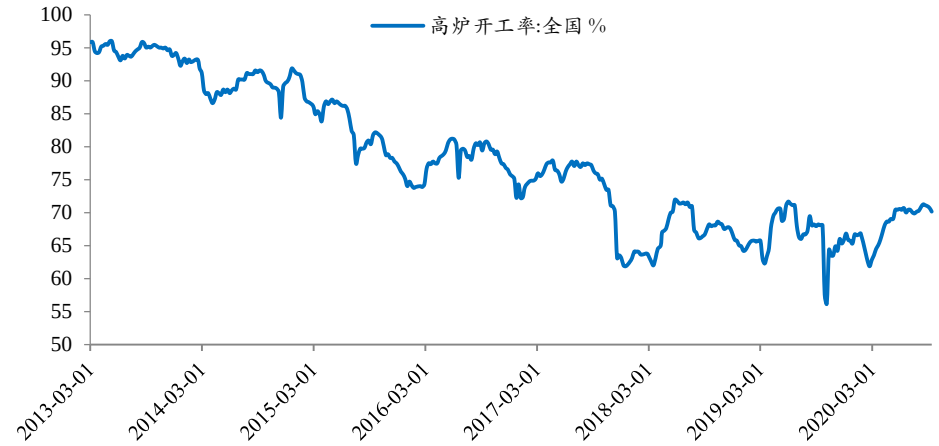
上周，生产指标分化，整体缓慢修复。高炉开工率为 70.2%，较前值下降了约 0.8 个百分点，100 家焦化企业开工率为 75.3%，较前值上升了约 1 个百分点。汽车全钢胎与半钢胎开工率基本与前值持平。

图18： 汽车全钢胎与半钢胎开工率基本持平前值



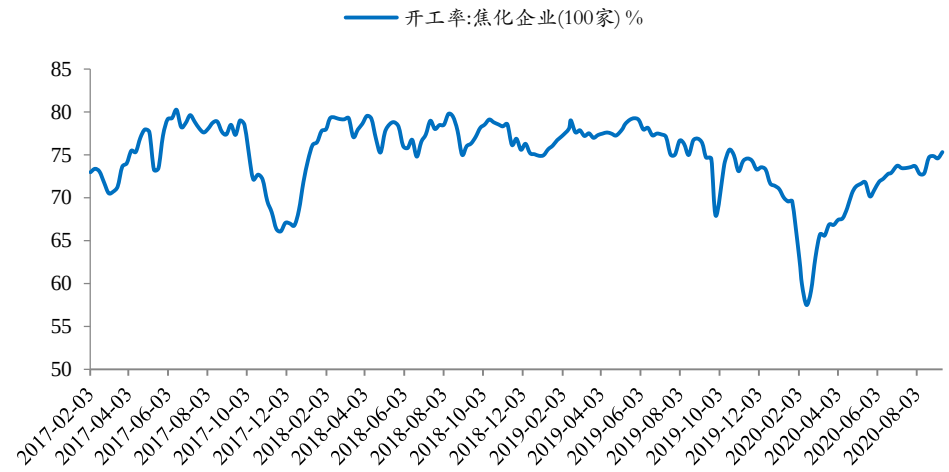
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图19： 高炉开工率小幅下降



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图20： 焦化企业开工率上升

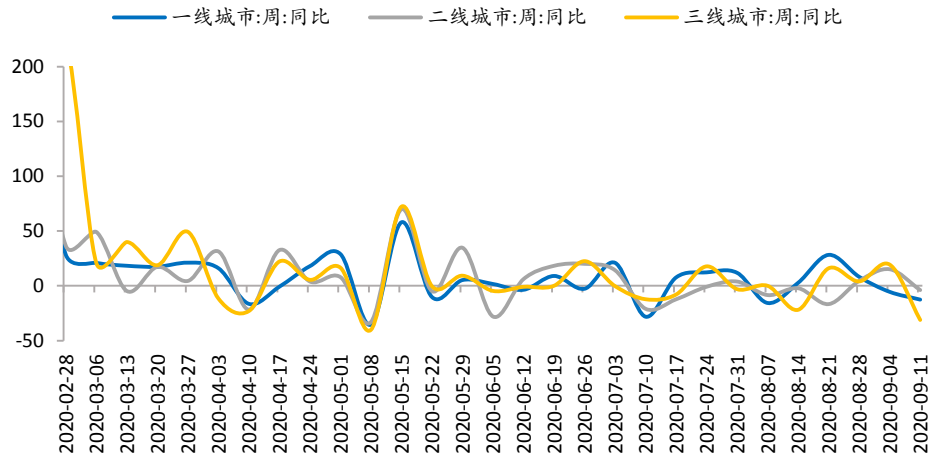


资料来源：Wind，新时代证券研究所

4.2、 商品房销量普遍下降

上周，30 大中城市商品房日均成交面积为 52.0 万平方米（前一周六至周五为计算周期），较前一周 61.8 万平方米大幅下降。30 大中城市商品房成交面积周同比增速从 11.1%回落至-15.9%，其中，一、二、三线城市商品房销售面积同比增速均出落，分别为-12.6%、-3.9%、-31.1%。

图21： 一、二、三线城市商品房周销量普遍下降

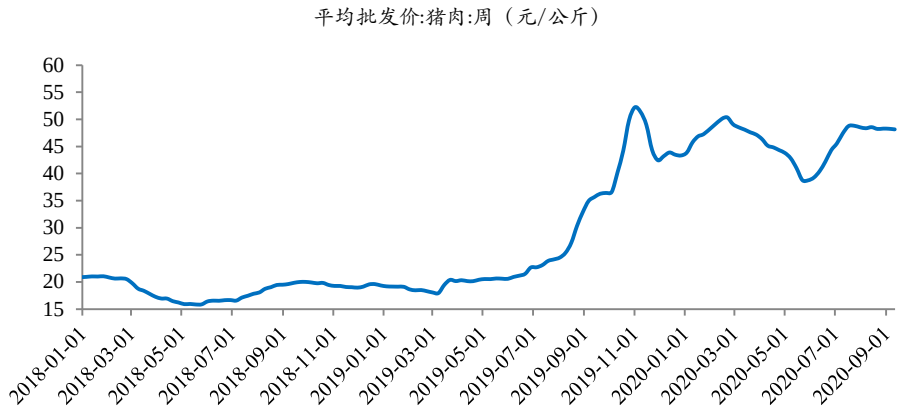


资料来源：Wind，新时代证券研究所；注：前一周六至当周五为周计算周期

4.3、 原油价格继续下降

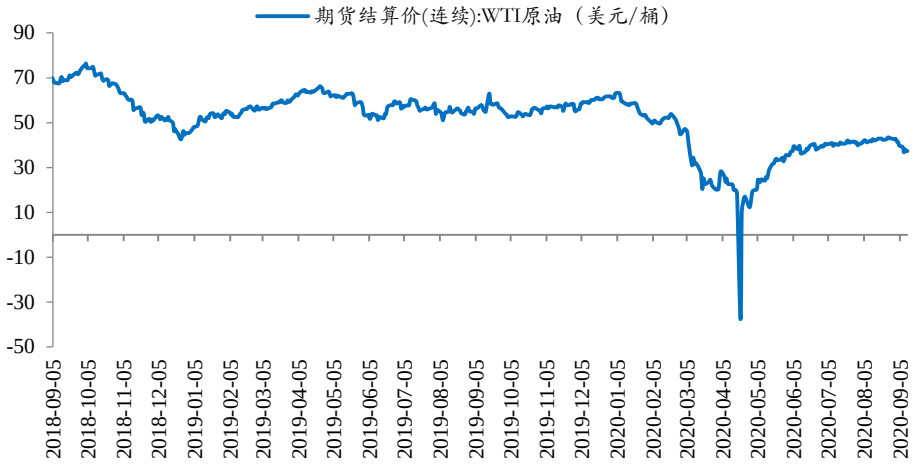
上周，物价继续分化，28 种重点监测蔬菜价格环比下降 1.7%，结束了连续 7 周的上涨。7 种重点监测水果价格环比 2.0%，结束了连续 7 周的下跌。猪肉批发价环比微降 0.2%，增速前值为-0.1%。原油价格大幅下降，其中，WTI 原油价格环比下降了 6.1%，布油价格环比下降了 6.6%，增速前值分别为-9.8%、-9.1%。钢材库存上升，钢价继续下降，螺纹钢期货价格下降 3.0%。

图22： 猪肉价格微降



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图23： WTI 原油期货价格下降



资料来源：Wind，新时代证券研究所

4.4、 货币市场利率下降

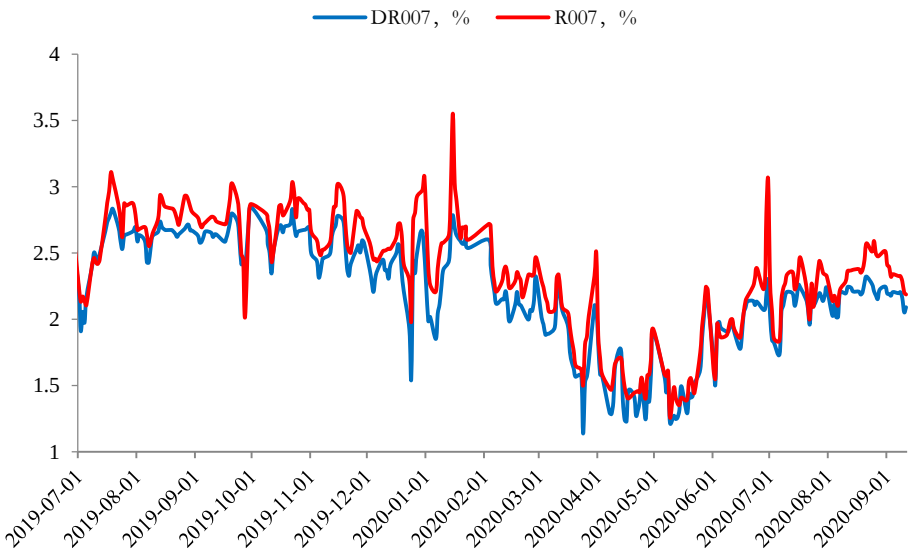
上周，央行进行了总计 6200 亿元逆回购操作，带动货币市场利率整体下降，DR007 一周下降 11BP，R007 一周下降 15BP。

表1： 央行公开市场操作（2020.9.7-2020.9.11）

日期	央行公告
2020 年 9 月 7 日	为维护银行体系流动性合理充裕，2020 年 9 月 7 日人民银行以利率招标方式开展了 1000 亿元逆回购操作。
2020 年 9 月 8 日	为维护银行体系流动性合理充裕，2020 年 9 月 8 日人民银行以利率招标方式开展了 1700 亿元逆回购操作。
2020 年 9 月 9 日	为维护银行体系流动性合理充裕，2020 年 9 月 9 日人民银行以利率招标方式开展了 1200 亿元逆回购操作。
2020 年 9 月 10 日	为维护银行体系流动性合理充裕，2020 年 9 月 10 日人民银行以利率招标方式开展了 1400 亿元逆回购操作。
2020 年 9 月 11 日	为维护银行体系流动性合理充裕，2020 年 9 月 11 日人民银行以利率招标方式开展了 900 亿元逆回购操作。

资料来源：中国人民银行，新时代证券研究所

图24： 货币市场利率下降

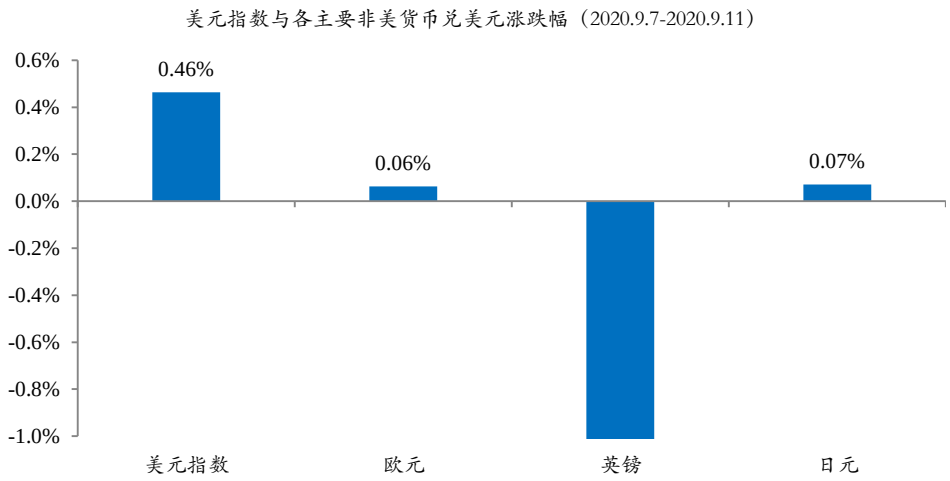


资料来源：Wind，新时代证券研究所

4.5、 人民币兑美元小幅升值

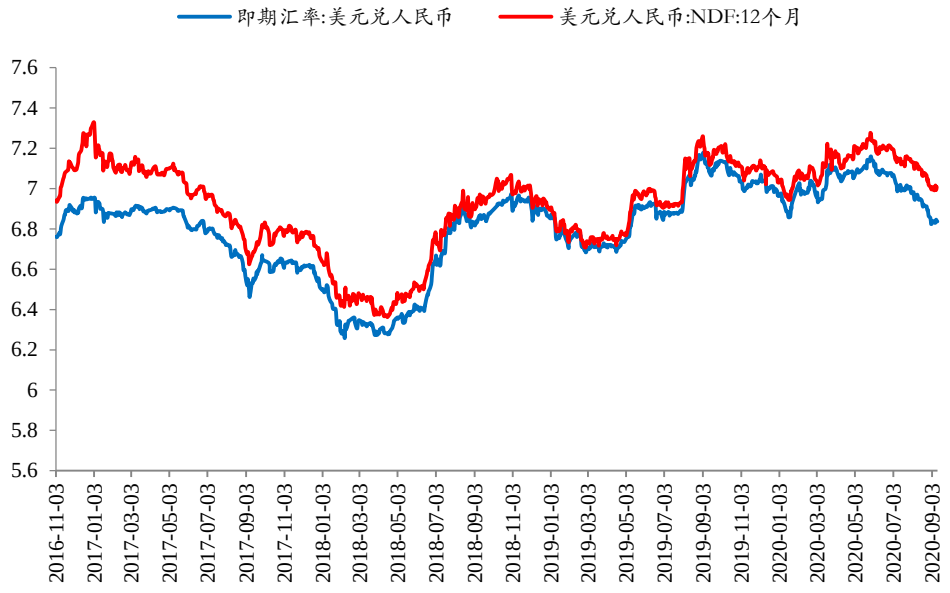
上周，美元小幅修复，美元指数上升 0.5%至 93.25。非美货币方面，欧元和日元兑美元分别升值 0.06%和 0.076%，受英国脱欧相关信息影响，英镑兑美元大幅贬值 3.6%。人民币兑美元汇率小幅升值 0.04%。

图25： 美元指数回升，英镑兑美元贬值



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图26： 人民币汇率小幅升值



资料来源：Wind，新时代证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

刘娟秀，宏观团队负责人，首席宏观分析师，英国格拉斯哥大学经济学博士，多年国际、国内宏观经济研究工作经验，先后就职于光大证券、中国银河证券研究部，任宏观分析师。

邢曙光，资深宏观分析师，厦门大学经济学博士，北京大学经济学博士后，丹麦哥本哈根大学访问学者，曾任北京大学经济研究所助理研究员，2018 年加入新时代证券研究所。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：	未来6－12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。
中性：	未来6－12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。
回避：	未来6－12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。
推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%－20%。该评级由分析师给出。
中性：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%－5%。该评级由分析师给出。
回避：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	**郝颖 销售总监**	
	固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn	
上海	**吕荻琪 销售总监**	
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lvyouqi@xsdzq.cn	
广深	**吴林蔓 销售总监**	
	固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn	

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京地区：北京市海淀区北三环西路99号院1号楼15层 邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼 邮编：200120

广深地区：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼2317室 邮编：518046

公司网址：http://www.xsdzq.cn/