2020 年 09 月 09 日

物价并非市场核心逻辑，流动性才是

——宏观经济点评

宏观研究团队

赵伟（分析师）
zhaowei1@kysec.cn
证书编号：S0790520060002

杨飞（分析师）
yangfei1@kysec.cn
证书编号：S0790520070004

马洁莹（联系人）
majieying@kysec.cn
证书编号：S0790120080081

● **CPI 同比回落，非食品环比转正；食品基数拖累下，CPI 下行趋势年内或延续**

CPI 同、环比涨幅均回落，非食品环比 2 月以来首次转正。8 月，CPI 同比 2.4%、环比 0.4%，分别较上月回落 0.3 和 0.2 个百分点；其中，食品环比涨幅收窄 1.4 个百分点至 1.4%，非食品环比上涨 0.1%、为 2 月以来首次上涨。主要分项环比来看，猪价涨幅收窄 9.1 个百分点、为食品主要拖累项，鲜菜、蛋类等涨幅扩大；非食品中其他项、居住等涨幅扩大，或与旅游等线下活动恢复带动价格上涨有关。**食品基数拖累下，年内 CPI 下行趋势或仍将延续。**8 月核心 CPI 同比 0.5%、与上月持平，为有数据以来历史最低，或反映需求修复整体尚偏弱。随着居民出行正常化，线下消费活动修复或对非食品价格形成一定支撑，但较难抵消食品基数对 CPI 的拖累。预计年内 CPI 或逐步回落，中性情景下年底可能回落至 1%以下。

● **PPI 同比降幅收窄、环比涨幅回落；年内 PPI 上行或延续，但仍处通缩区间**

PPI 同比降幅继续收窄，环比涨幅回落、主要受石油、煤炭开采等拖累。8 月，PPI 同比下降 2%，降幅收窄 0.4 个百分点；环比上涨 0.3%，涨幅回落 0.1 个百分点。其中，生产资料环比上涨 0.4%、较上月回落 0.1 个百分点，生活资料环比上涨 0.1%、与上月持平。分行业环比来看，石油链、有色冶炼、农副食品等涨幅回落，煤炭开采、燃气生产供应等由涨转跌；黑色链、有色开采涨幅有所扩大。**年内 PPI 同比或逐步上行、但可能仍处于通缩区间。**随着广义财政支出加快，及地产投资“韧性”延续，投资有望保持高增，对中上游商品价格形成一定支持；海外逐步复工，或带动全球大宗商品需求修复，也有利于 PPI 修复。但海外复工节奏可能受疫情反复、疫苗研发进度等影响，对需求和物价的影响仍需持续跟踪。

● **物价并非当前市场和政策核心逻辑，流动性分层下非银“负债荒”或加速凸显**

物价走势，并非当前市场和政策核心逻辑；资金空转等，使得货币政策更加注重精准导向。6 月，银行超储率只有 1.6%、创 2018 年以来同期新低；7 月和 8 月地方债等大规模发行，加速银行资金消耗，超储率可能已降至 1%以下。年内来看，银行负债端仍面临政府债券供给、结构性存款压降等压制，降准必要性明显上升；但资金空转等，使得当局对防范化解风险的重视度提升，“不搞大水漫灌”。**随着年底临近，流动性分层下“负债荒”或加速凸显、同业收缩压力加大，或导致流动性环境阶段性易紧难松。**逆回购、MLF 等加码投放，可一定程度补充银行资金缺口；但中小银行面临的结构性存款压降、同业存单续发压力较大，或减少对非银资金融出、加大资金赎回，进而加速同业收缩，放大银行和非银负债压力。

● **风险提示：**猪肉供给修复低预期，金融风险加速暴露。

相关研究报告

《宏观经济专题-潜在的“流动性”风险》-2020.9.6

《宏观经济专题-“旧改”的经济效应》-2020.9.6

《宏观经济专题-美国大选舆情跟踪框架构建》-2020.9.6

目 录

1、 CPI 同、环比涨幅回落，下行趋势或延续 3
2、 PPI 同比继续上行，年内转正可能性较低 4
3、 物价并非市场核心逻辑，流动性才是 6
4、 风险提示 7

图表目录

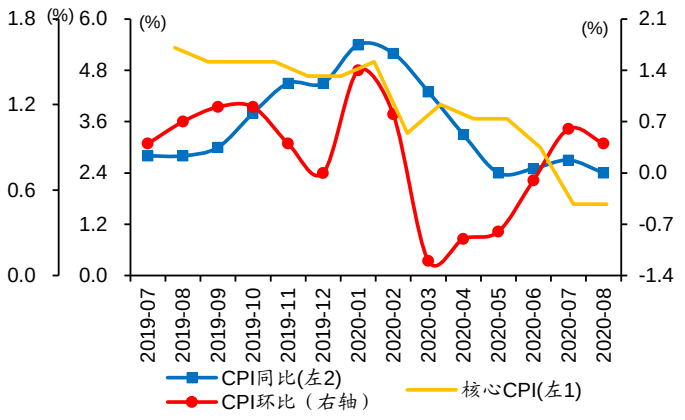
图 1: 8 月，CPI 同比 2.4%，核心 CPI 走平 3
图 2: 8 月，CPI 食品环比 1.4%，非食品环比转正 3
图 3: 8 月，CPI 食品环比 1.4%，低于历史均值 3
图 4: 8 月，CPI 非食品环比 0.1%，2 月以来首次转正 3
图 5: CPI 食品分项中，鲜菜和蛋类贡献较大 4
图 6: CPI 非食品分项中，交通运输、其他项涨幅较大 4
图 7: 年内 CPI 或延续下行趋势 4
图 8: 8 月，PPI 同比降幅收窄、环比涨幅回落 5
图 9: 8 月，生产资料环比涨幅回落、生活资料持平 5
图 10: 石油链、有色冶炼等环比涨幅回落，煤炭开采、燃气生产供应等由涨转跌 5
图 11: 年内 PPI 同比或逐步抬升，但仍处通缩区间 6
图 12: 7 月超储率或已降至 1.1%左右 6
图 13: 货币市场利率在利率走廊内波动 7
图 14: 6 月以来，货基和债基份额明显回落 7
图 15: 随着同业存单发行增多、到期规模也逐步上升 7
图 16: 同业存单接近一半由基金持有 7

表 1: 政策更加注重“精准导向” 6

1、 CPI 同、环比涨幅回落，下行趋势或延续

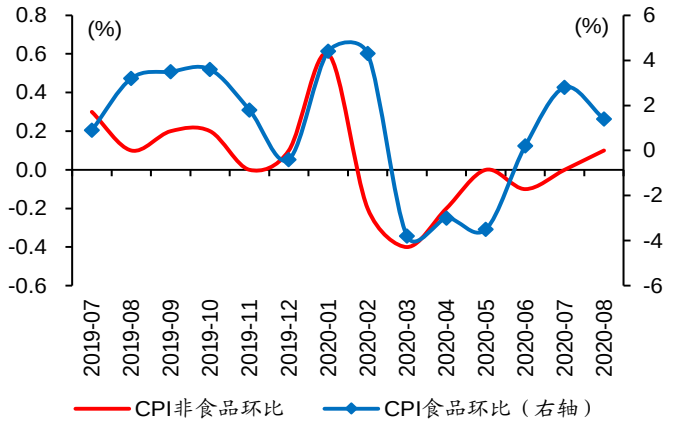
CPI 同、环比涨幅均回落，非食品环比 2 月以来首次上涨。8 月，CPI 同比 2.4%、环比 0.4%，分别较上月回落 0.3 和 0.2 个百分点；核心 CPI 同比上涨 0.5%，与上月持平。食品环比涨幅收窄 1.4 个百分点至 1.4%，低于近 10 年均值 1.5%；非食品项环比由上月持平转为 0.1%，为 2 月以来首次上涨，略高于近 10 年均值。

图1：8 月，CPI 同比 2.4%，核心 CPI 走平



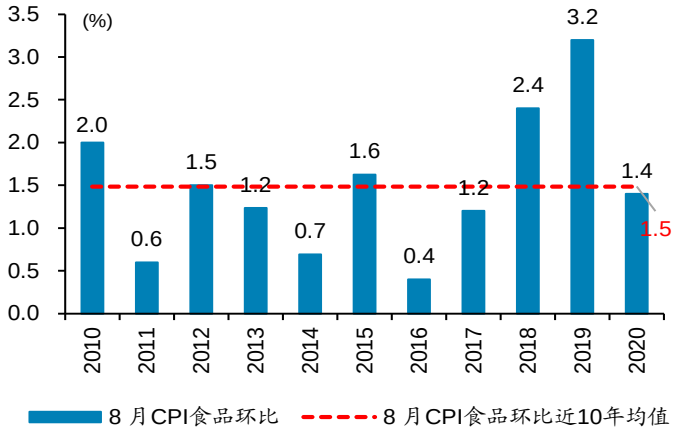
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：8 月，CPI 食品环比 1.4%，非食品环比转正



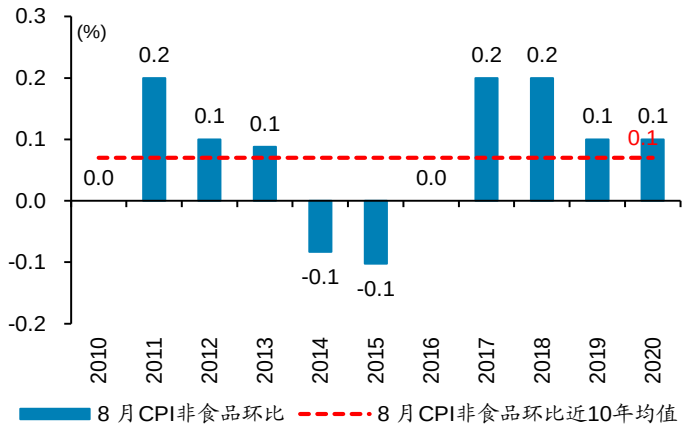
数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：8 月，CPI 食品环比 1.4%，低于历史均值



数据来源：Wind、开源证券研究所

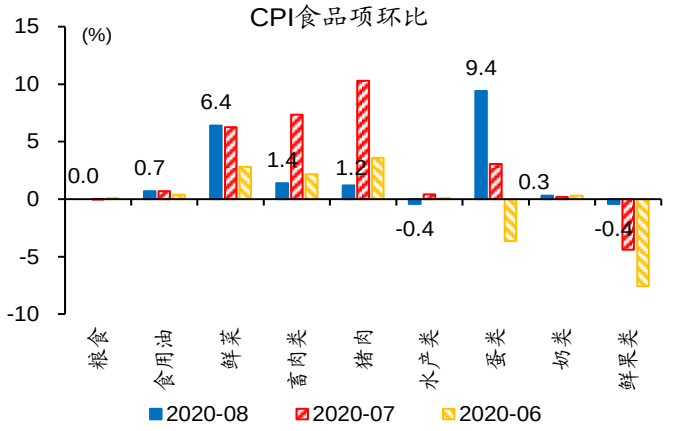
图4：8 月，CPI 非食品环比 0.1%，2 月以来首次转正



数据来源：Wind、开源证券研究所

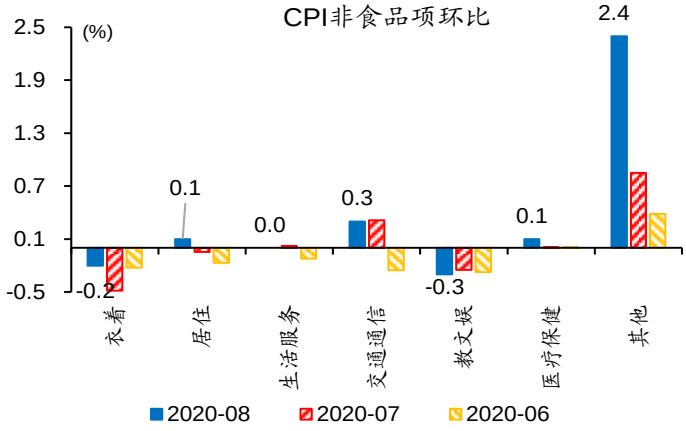
分项环比来看，猪价涨幅收窄、为食品主要拖累项，鲜菜、蛋类等涨幅扩大；非食品项中其他项、居住等涨幅扩大。8 月，食品环比分项中，鲜菜环比上涨 6.4%，或缘于高温和降雨影响；蛋类环比 9.4%、涨幅扩大，与夏季产蛋率不高，叠加开学和中秋需求增加较多有关；猪肉环比 1.2%、涨幅收窄 9.1 个百分点。非食品中，交通运输、其他项环比上涨 0.3%和 2.4%，或与旅游等线下活动恢复带动价格上涨有关。

图5：CPI 食品分项中，鲜菜和蛋类贡献较大



数据来源：Wind、开源证券研究所

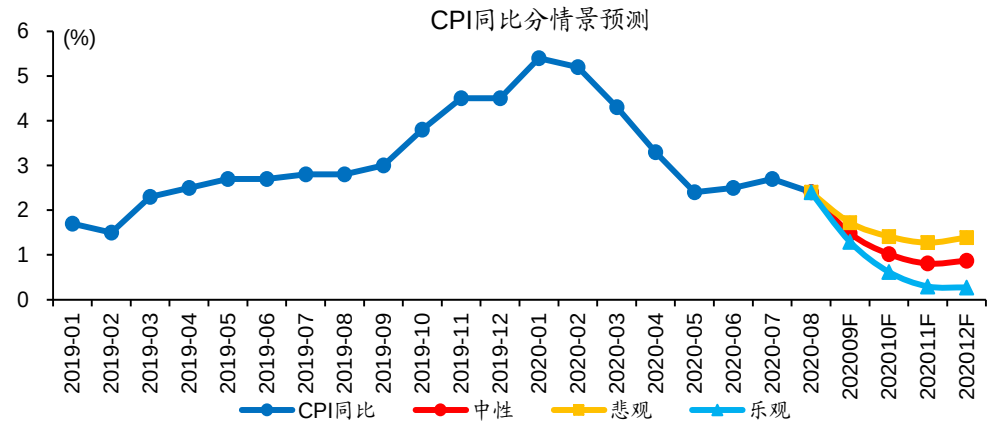
图6：CPI 非食品分项中，交通运输、其他项涨幅较大



数据来源：Wind、开源证券研究所

食品基数拖累下，年内 CPI 下行趋势或仍将延续。8 月核心 CPI 同比 0.5%、与上月持平，为有数据以来历史最低，或反映需求修复整体尚偏弱。随着居民出行正常化，线下消费活动修复或对非食品价格形成一定支撑，但较难抵消食品基数对 CPI 的拖累。预计年内 CPI 或逐步回落，中性情景下年底可能回落至 1%以下。

图7：年内 CPI 或延续下行趋势

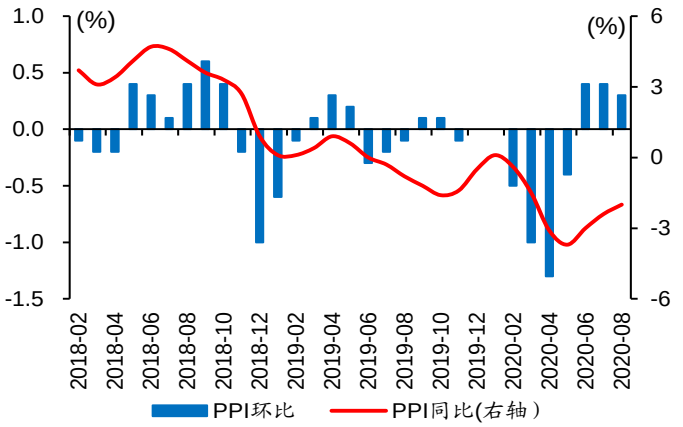


数据来源：Wind、开源证券研究所

2、 PPI 同比继续上行，年内转正可能性较低

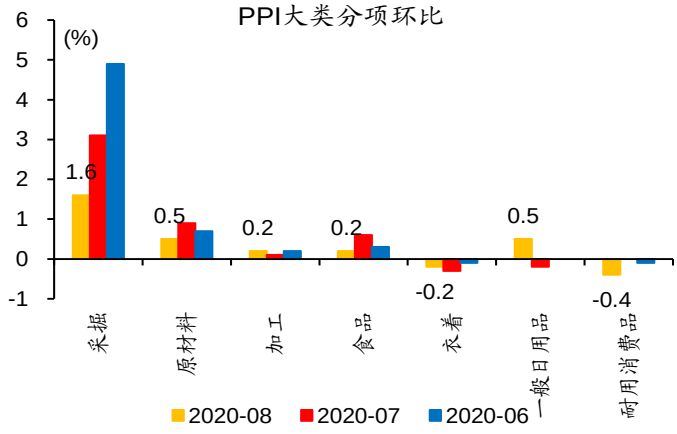
PPI 同比降幅继续收窄、环比涨幅回落，生产资料环比涨幅回落，生活资料环比涨幅与上月持平。8 月，PPI 同比下降 2%、降幅收窄 0.4 个百分点，环比上涨 0.3%、涨幅较上月回落 0.1 个百分点。分大类环比来看，生产资料上涨 0.4%、涨幅较上月回落 0.1 个百分点，缘于采掘工业和原材料工业拖累，而加工工业涨幅扩大 0.1 个百分点；生活资料上涨 0.1%、与上月持平，其中衣着降幅收窄、一般日用品由降转升。

图8：8 月，PPI 同比降幅收窄、环比涨幅回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

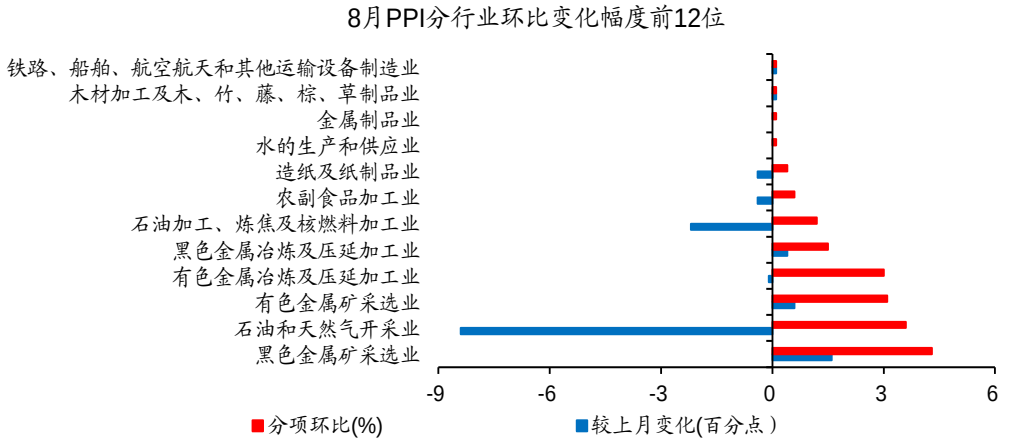
图9：8 月，生产资料环比涨幅回落、生活资料持平



数据来源：Wind、开源证券研究所

分行业环比来看，石油链、有色冶炼等涨幅回落，煤炭开采、燃气生产供应等由涨转跌，黑色链、有色开采涨幅扩大。8 月，石油开采、石油加工、有色冶炼环比分别为 3.6%、1.2%和 3%，涨幅分别较上月回落 8.4、2.2 和 0.1 个百分点；煤炭开采和燃气生产供应环比分别为-0.9%和-0.2%，上月环比分别为 0.6%和 0.2%；黑色矿采和有色矿采环比分别上涨 4.3%和 3.1%，涨幅分别较上月扩大 1.6 和 0.6 个百分点。

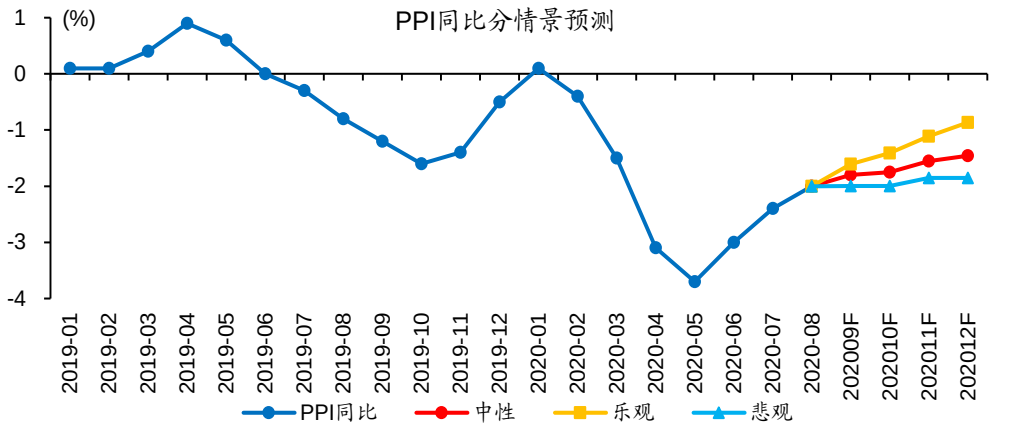
图10：石油链、有色冶炼等环比涨幅回落，煤炭开采、燃气生产供应等由涨转跌



数据来源：Wind、开源证券研究所

年内 PPI 同比或逐步上行、但可能仍处于通缩区间。随着广义财政支出加快，及地产投资“韧性”延续，投资有望保持高增，对中上游商品价格形成一定支持；海外逐步复工，或带动全球大宗商品需求修复，也有利于 PPI 修复。但海外复工节奏可能受疫情反复、疫苗研发进度等影响，对需求和物价的影响仍需持续跟踪。

图11：年内 PPI 同比或逐步抬升，但仍处通缩区间

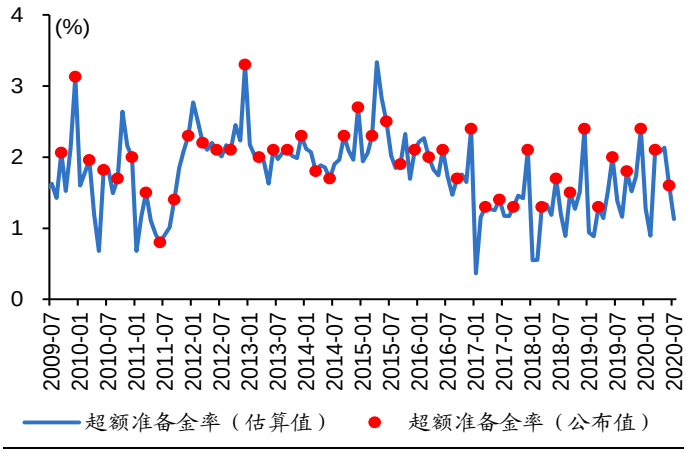


数据来源：Wind、开源证券研究所

3、 物价并非市场核心逻辑，流动性才是

物价走势，并非当前市场和政策核心逻辑；资金空转等，使得货币政策更加注重精准导向。6 月，银行超储率只有 1.6%、创 2018 年以来同期新低；7 月和 8 月地方债等大规模发行，加速银行资金消耗，超储率可能已降至 1%以下。年内来看，银行负债端仍面临政府债券供给、结构性存款压降等压制，降准必要性明显上升；但资金空转等，使得当局对防范化解风险的重视度提升，“不搞大水漫灌”。

图12：7 月超储率或已降至 1.1%左右



数据来源：Wind、开源证券研究所

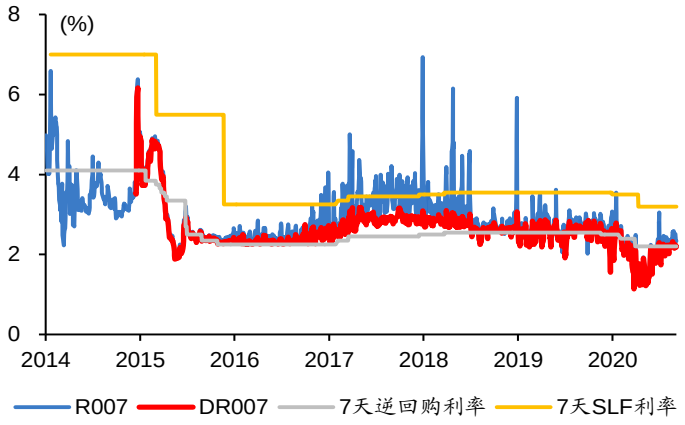
表1：政策更加注重“精准导向”

时间	会议/文件	主要内容
4月3日	定向降准，并下调金融机构在央行超额存款准备金利率	定向下调存款准备金率1个百分点，超额存款准备金利率从0.72%下调至0.35%。
5月12日	促进中小企业发展工作领导小组会	总量政策要注重结构化取向，努力满足中小企业资金需求。要加快中小银行充实资本金，加大股权、债券市场对中小企业发展的支持。
6月1日	关于进一步强化中小微企业金融服务的指导意见	不折不扣和落实中小微企业复工复产位贷支持政策，安排好中小微企业贷款延期还本付息用好再贷款再贴现政策落实好开发性、政策性银行专项位贷额度。开展商业银行中小微企业金融服务能力提升工程，大幅增加小微企业信用贷款、首贷、无还本续贷等。
6月24日	中国人民银行货币政策委员会2020年第二季度例会	创新和完善宏观调控，稳健的货币政策要加灵活适度，把支持实体经济恢复与可持续发展放到更加突出的位置。坚持总量政策适度，促进金融与实体经济良性循环，全力支持做好“六稳”“六保”工作。综合运用并创新多种货币政策工具，保持流动性合理充裕。有效发挥结构性货币政策工具的精准滴灌作用，提高政策的“直达性”。
7月7日	金融支持稳企业保就业工作座谈会	要落实有扶有控的差异化位管政策，重点支持制造业、战略性新兴产业等，提高制造业中长期贷款占比。要落实好中小微企业贷款延期还本付息政策，对暂是小微贷款类应延尽延。要加大小微企业信用贷款支持力度，切实做好稳企业保就业工作。
7月10日	2020年上半年金融统计数据新闻发布会文字实录	将继续做好“六稳”工作，落实“六保”任务，加大对稳企业、保就业的金融支持，预计M2和社会融资规模将保持平稳增长。稳健的货币政策要更加灵活适度，保持总量的适度，综合利用各种货币政策工具，保持流动性合理充裕。推动贷款实际利率持续下行和企业综合融资成本明显下降，为经济发展和稳企业保就业提供有利条件。
7月30日	中央政治局会议	货币政策要更加灵活适度、精准导向。要保持货币供应量和社会融资规模合理增长，推动综合融资成本明显下降。要精准有效增加对实体经济特别是小微企业的金融支持，降低企业负债和财务费用。要疏通货币政策传导机制，引导金融机构把更多资金用于支持实体经济发展，特别是小微企业、中小商业银行等要合理运用好再贷款再贴现政策，增加支农再贷款额度，扩大支小再贷款额度，引导金融机构降低贷款利率。
8月7日	《2020年第二季度中国货币政策执行报告》	综合运用并创新多种货币政策工具，保持流动性合理充裕，疏通货币政策传导机制，有效发挥结构性货币政策工具的精准滴灌作用，提高政策的“直达性”，支持实体经济特别是中小微企业渡过难关、平稳发展。多渠道做好预期引导工作，保持舆论水平基本稳定。报
8月17日	国常会	保持流动性合理充裕但不搞大水漫灌，两是有效发挥结构性直达货币政策工具精准滴灌作用，确保新增融资重点流向实体经济特别是小微企业。深化市场报价利率改革，引导贷款利率继续下行。要完善运用再贷款再贴现资金发放优惠利率贷款、支持发放信用贷款等措施，确保小微企业金年融资量增、面扩、价降。开展银行不合理和违规收费检查。
8月25日	国务院政策例行吹风会	下阶段要保持流动性合理充裕，但不搞大水漫灌；深化市场报价利率改革，引导贷款利率继续下行。货币政策需要有更大的确定性来应对各种不确定性，要保持稳健货币政策的取向不变、灵活适度的操作要求不变、坚持正常货币政策的决心不变；未来LPR的走势取决于宏观经济趋势、通胀形势以及贷款市场供求等因素，预计后续企业贷款利率还会进一步下行。

资料来源：中国人民银行、中国政府网、开源证券研究所

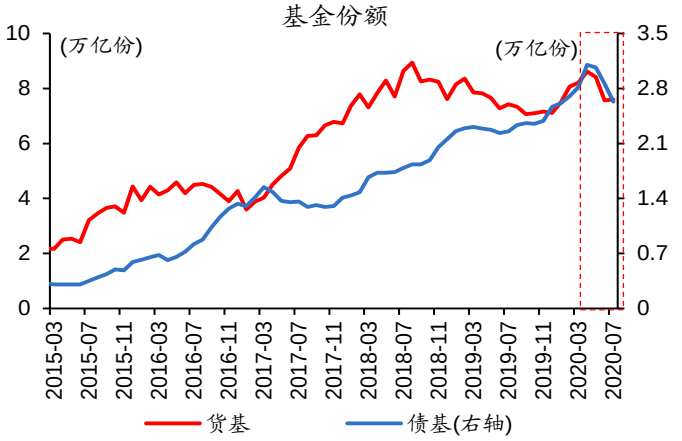
随着年底临近，流动性分层下“负债荒”或加速凸显、同业收缩压力加大，或导致流动性环境阶段性易紧难松。逆回购、MLF 等加码投放，或可以一定程度补充银行资金缺口；但中小银行面临的结构性存款压降、同业存单续发压力较大，或减少对非银资金融出、加大资金赎回，进而加速同业负债收缩，进一步放大中小银行和非银负债压力（详情参见《潜在的“流动性”风险》）。

图13：货币市场利率在利率走廊内波动



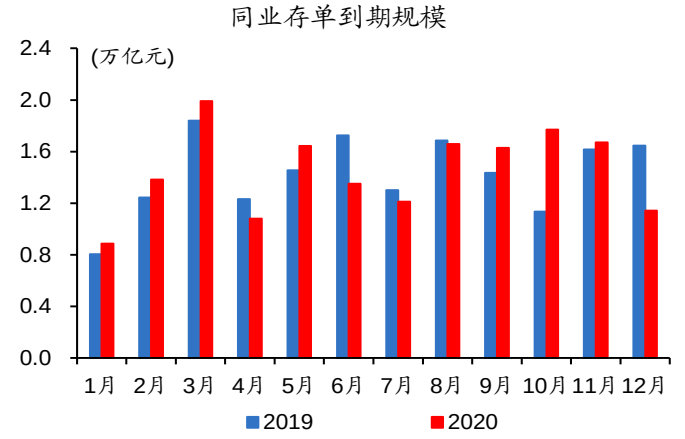
数据来源：Wind、开源证券研究所

图14：6月以来，货基和债基份额明显回落



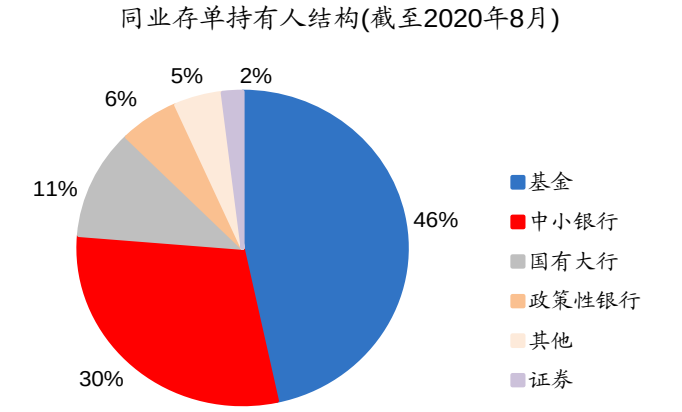
数据来源：Wind、开源证券研究所

图15：随着同业存单发行增多、到期规模也逐步上升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图16：同业存单接近一半由基金持有



数据来源：Wind、开源证券研究所

4、 风险提示

猪肉供给修复低预期，金融风险加速暴露。

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，开源证券评定此研报的风险等级为R2（中低风险），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C2、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C2、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。

分析师承诺

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、竞争性因素以及开源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。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

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。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源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。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn