2020 年 08 月 10 日

平淡无奇的物价

——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

● **CPI 同比小幅抬升、核心 CPI 继续回落，洪灾干扰不改年内 CPI 下行趋势**

CPI 同比抬升、食品项带动环比超季节性上涨，与洪灾干扰有关，核心 CPI 继续回落。7 月，CPI 同比 2.7%、高于市场预期 2.6%，较上月提升 0.2 个百分点；环比由降转升至 0.6%；核心 CPI 继续回落至 0.5%。食品项环比涨至 2.8%、明显超季节性，主要由鲜菜和猪肉贡献，或缘于生产、运输受洪灾影响；非食品环比由降转平，与油价上涨、暑期出游增多等，带动交通运输、住宿等价格上涨有关。**洪灾影响更多是脉冲式的，不改变年内 CPI 下行趋势。**洪灾对蔬菜和猪肉等供给的干扰主要集中在 6 月和 7 月，对物价更多是脉冲式冲击、幅度有限；随着洪水逐步消退，及居民就业和收入压力等对消费修复的压制逐渐显现，年内 CPI 将重回下行通道、节奏或逐步放缓。中性情景，预计 8 月 CPI 或下行至 2.3%左右。

● **PPI 降幅收窄，上涨主要集中在上游；年内 PPI 上行或延续，但仍处通缩区间**

PPI 同比降幅收窄、环比持平，石油链等涨幅居前。7 月，PPI 同比下降 2.4%，与市场预期一致，降幅较上月收窄 0.6 个百分点，环比上涨 0.4%，与上月持平；生产资料同比降幅明显收窄、环比涨幅与上月持平，生活资料同、环比变化不大。分行业来看，石油链、有色链涨幅居前，黑色链涨幅回落，农副食品等涨幅扩大。**年内 PPI 同比上行或延续，但仍处于通缩区间。**随着稳增长效果逐步显现，基建等投资修复或对中上游商品价格形成一定支持；而海外疫情反复，对全球复工进度及部分大宗商品供需的影响，存在较大不确定性。综合来看，我们预计年内 PPI 同比转正的可能性较低；中期来看，全球宽松对商品价格的影响可能滞后显现。

● **物价走势并非当前核心矛盾，突出的就业压力，是中短期政策决策的核心变量**

物价走势，并非当前市场和政策核心矛盾；突出的就业压力，是中短期政策决策的核心变量。4 月以来，经济加快修复，但就业改善较慢，全国调查失业率仍居高位、6 月达 5.7%。中短期来看，生活消费类、外贸相关行业修复或较为缓慢，就业压力或持续存在；保就业必要性仍强，政策环境尚不具备转向的宏微观基础。**中短期来看，货币政策方向不变、更加注重精准导向，货币市场利率或在当前中枢附近波动。**随着经济逐步修复，流动性环境回归常态；过低的银行超储率，推升降准必要性。然而资金空转、违规套利等，使得当局对防范化解风险的重视度提升，更加注重货币政策的“精准导向”，加大对制造业和中小微企业融资支持。

● **风险提示：**非洲猪瘟影响生猪供给。

相关研究报告

《宏观经济专题-客观认知“杠杆”抬升》-2020.8.9

《宏观深度报告-2020 年美国大选，你需要了解的关键信息》-2020.8.9

《宏观经济点评-“每周三问”系列（三）政策的“长期逻辑”与“短期约束”》-2020.8.7

目 录

1、 CPI 同比抬升、食品项带动环比超季节性上涨 3
2、 PPI 降幅收窄、环比涨幅持平，部分上游涨幅居前 4
3、 风险提示 6

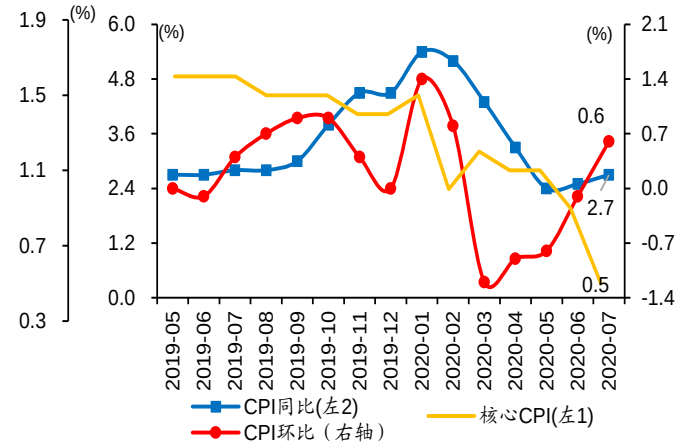
图表目录

图 1： 7 月，CPI 同比 2.7%，核心 CPI 继续回落 3
图 2： 7 月，CPI 食品环比 2.8%，非食品环比持平 3
图 3： 7 月，CPI 食品 2.8%，高于历史均值 3
图 4： 7 月，CPI 非食品转平，低于历史均值 3
图 5： CPI 食品分项中，鲜菜和猪肉贡献较大 4
图 6： CPI 非食品分项中，交通运输涨幅较大 4
图 7： 8 月 CPI 或重回下行通道 4
图 8： 7 月，PPI 同比-2.4%、环比与上月持平 5
图 9： 7 月，生产资料同比降幅明显收窄 5
图 10： 石油、有色链涨幅居前，黑色链涨幅回落，农副食品等涨幅扩大 5
图 11： 年内 PPI 同比或逐步抬升，但仍处通缩区间 6
图 12： 城镇调查失业率仍处高位 6
图 13： 货币市场利率回归利率走廊下限附近波动 6

1、 CPI 同比抬升、食品项带动环比超季节性上涨

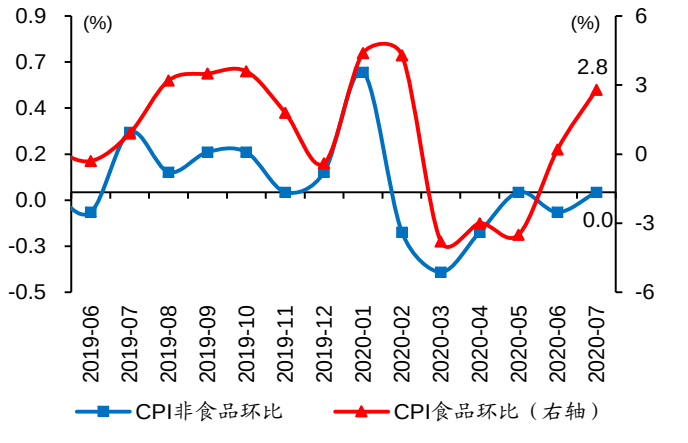
CPI 同比抬升、食品项带动环比超季节性上涨，核心 CPI 创历史新低。7 月，CPI 同比 2.7%、高于市场预期 2.6%，较上月提升 0.2 个百分点；环比由降转升至 0.6%；核心 CPI 继续回落至 0.5%。食品项环比 2.8%、涨幅扩大 2.6 个百分点，高于历史均值 0.3%；非食品项环比由负转正，仍然低于历史均值的 0.2%。

图1：7 月，CPI 同比 2.7%，核心 CPI 继续回落



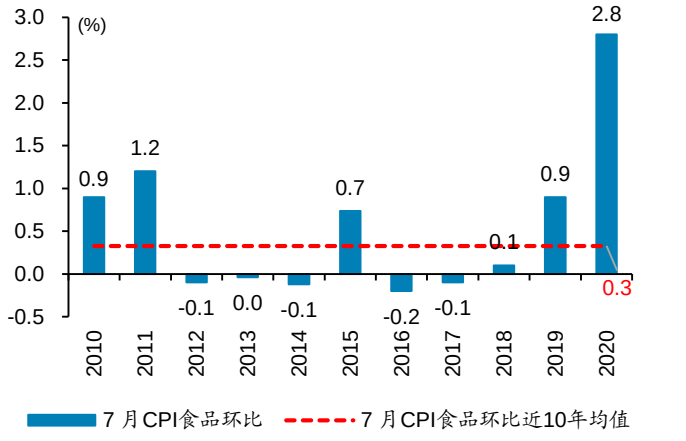
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：7 月，CPI 食品环比 2.8%，非食品环比持平



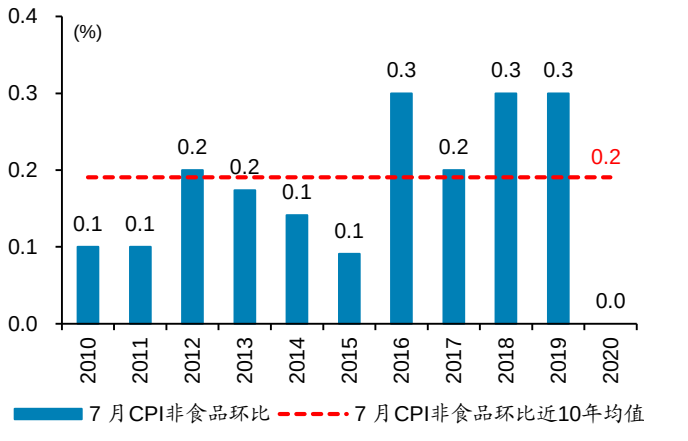
数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：7 月，CPI 食品 2.8%，高于历史均值



数据来源：Wind、开源证券研究所

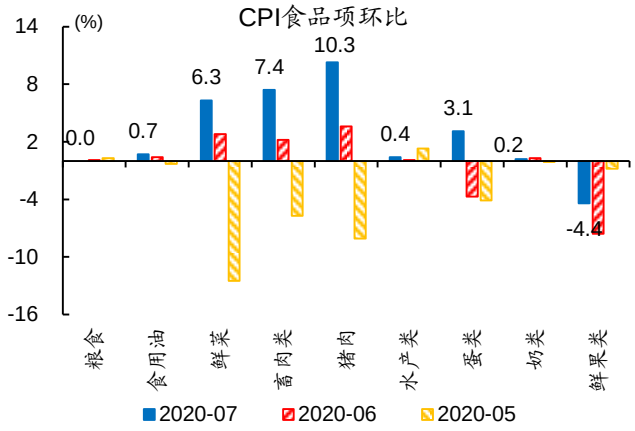
图4：7 月，CPI 非食品转平，低于历史均值



数据来源：Wind、开源证券研究所

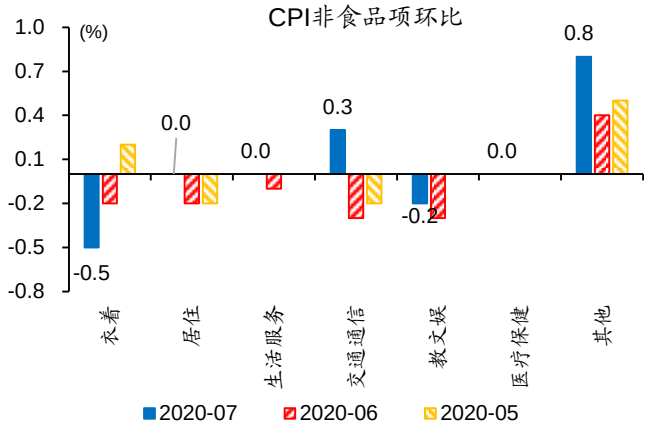
分项环比来看，食品超季节性上涨由鲜菜和猪肉贡献，与洪灾影响有关；非食品变化不大，交通运输等有所上涨。7 月，食品环比分项中，鲜菜和猪肉分别上涨 6.3%和 10.3%，涨幅较上月分别扩大 3.5 和 6.7 个百分点、与洪灾对生产、运输等影响有关，蛋类环比由负转正至 3.1%，鲜果环比降幅收窄 3.2 个百分点。非食品分项中，交通运输由负转正至 0.3%，与油价上涨、暑期出游增多等，带动交通运输、住宿等价格上涨有关。

图5：CPI 食品分项中，鲜菜和猪肉贡献较大



数据来源：Wind、开源证券研究所

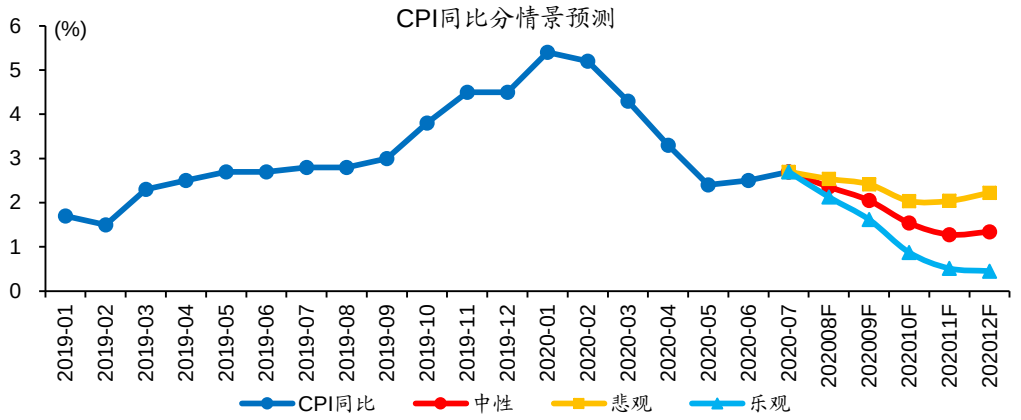
图6：CPI 非食品分项中，交通运输涨幅较大



数据来源：Wind、开源证券研究所

洪灾影响更多是脉冲式的，不改变年内 CPI 下行趋势。洪灾对蔬菜和猪肉等供给的干扰主要集中在 6 月和 7 月，对物价更多是脉冲式冲击、幅度有限；随着洪水逐步消退，及居民就业和收入压力等对消费修复的压制逐渐显现，年内 CPI 将重回下行通道、节奏或逐步放缓。中性情景，预计 8 月 CPI 或下行至 2.3%左右。

图7：8 月 CPI 或重回下行通道

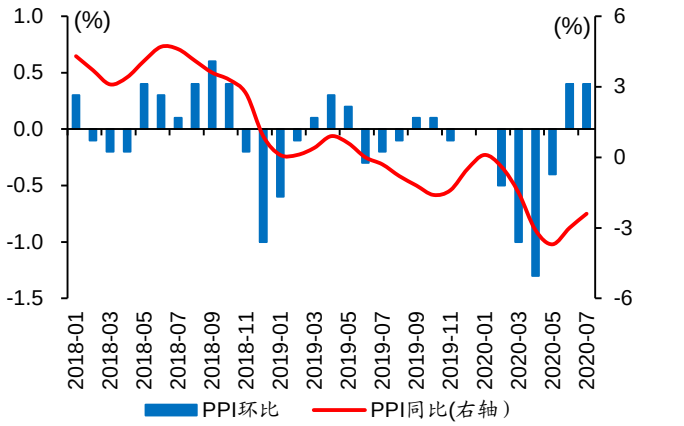


数据来源：Wind、开源证券研究所

2、 PPI 降幅收窄、环比涨幅持平，部分上游涨幅居前

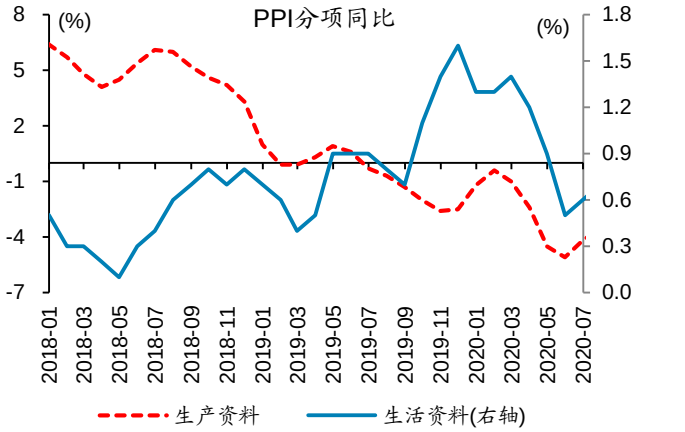
PPI 同比降幅收窄、环比涨幅持平，生产资料降幅明显收窄，生活资料变化不大。7 月，PPI 同比下降 2.4%，与市场预期一致，降幅较上月收窄 0.6 个百分点，环比上涨 0.4%，与上月持平。其中，生产资料同比降幅收窄 0.7 个百分点，环比涨幅与上月持平，生活资料同比涨幅较上月扩大 0.1 个百分点，环比涨幅与上月相同。

图8：7月，PPI同比-2.4%、环比与上月持平



数据来源：Wind、开源证券研究所

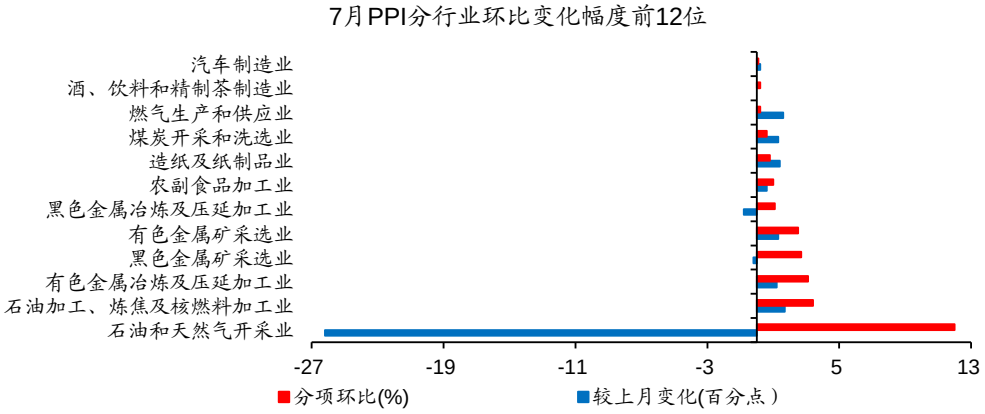
图9：7月，生产资料同比降幅明显收窄



数据来源：Wind、开源证券研究所

分行业来看，价格上涨主要集中在石油链、有色链等上游行业。7月，石油开采、石油加工环比分别为12%和3.4%，有色冶炼、有色矿采环比分别为3.1%和2.5%，涨幅居于行业前列；黑色矿采和黑色冶炼环比分别为2.7%和1.1%，涨幅分别较上月回落0.2和0.8个百分点；农副食品加工、水的生产与供应业环比分别为1%和0.1%，涨幅分别较上月扩大0.6和0.1个百分点。

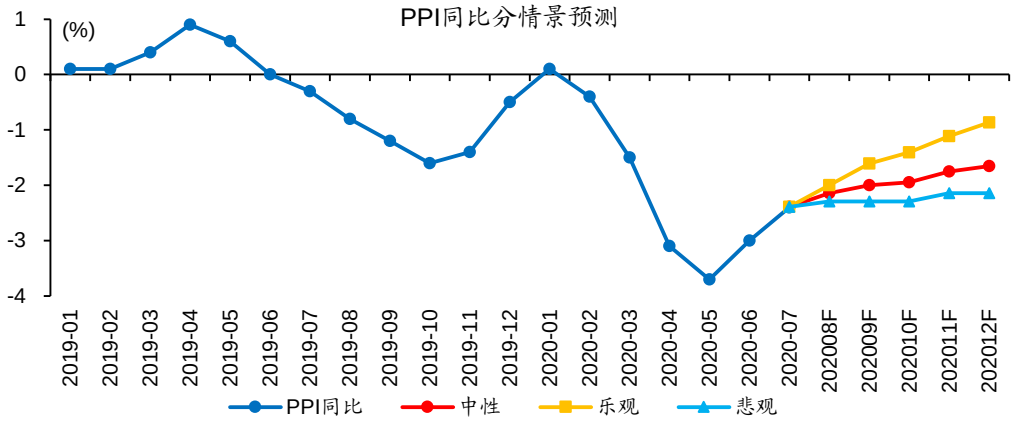
图10：石油、有色链涨幅居前，黑色链涨幅回落，农副食品等涨幅扩大



数据来源：Wind、开源证券研究所

年内PPI同比上行或延续，但仍处于通缩区间。随着稳增长效果逐步显现，基建等投资修复或对中上游商品价格形成一定支持；而海外疫情反复，对全球复工进度及部分大宗商品供需的影响，存在较大不确定性。综合来看，我们预计年内PPI同比转正的可能性较低；中期来看，全球宽松对商品价格的影响可能滞后显现。

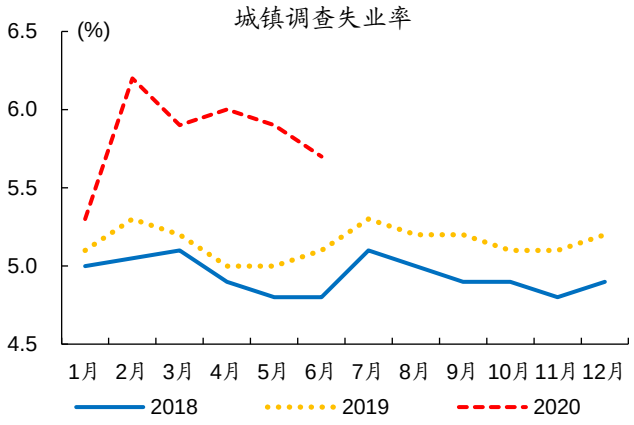
图11：年内 PPI 同比或逐步抬升，但仍处通缩区间



数据来源：Wind、开源证券研究所

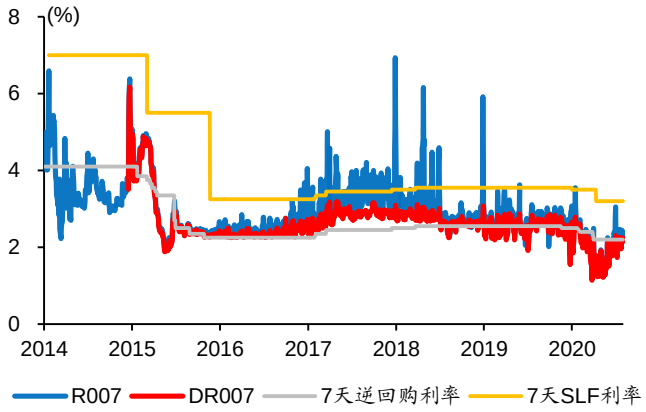
物价走势并非当前核心矛盾，突出的就业压力，是中短期政策决策的核心变量。当前经济进入逐步修复通道，但就业改善缓慢、压力仍大，“保就业”底线思维下，政策环境尚不具备转向的宏微观基础。中短期来看，货币政策方向不变，更加注重货币政策的“精准导向”、加大对制造业和小微企业的融资支持，防止资金空转等。

图12：城镇调查失业率仍处高位



数据来源：Wind、开源证券研究所

图13：货币市场利率回归利率走廊下限附近波动



数据来源：Wind、开源证券研究所

3、 风险提示

非洲猪瘟影响生猪供给。

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

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