宏观研究

CPI 同比将再度走低

2020 年 08 月 10 日

分析师：李奇霖
执业编号：S0300517030002
电话：010-66235770
邮箱：liqilin@ykzq.com

分析师：张德礼
执业编号：S0300518110001
电话：010-66235780
邮箱：zhangdeli@ykzq.com

近期报告

《复苏还能持续多久》2020-06-30
《通缩趋势不变》2020-07-09
《GDP 分析手册》2020-07-13
《乘势而上》2020-07-30
《评 7 月官方 PMI》2020-07-31

投资要点

CPI 同比将再度走低

今年 3 月到 5 月，CPI 同比经历了一轮快速回落。6 月和 7 月，连续 2 个月小幅回升。往后看，我们认为 CPI 同比将再次进入下滑通道。

第一，8 月开始 CPI 翘尾将明显走弱。7 月 CPI 翘尾 2.9%，8 月和 9 月分别为 2.2%和 1.3%，四季度各月则进一步走低到 0.4%、0%和 0%。

第二，南方洪涝的影响逐步消退。洪涝是 6-7 月 CPI 同比小幅回升的主要扰动因素，随着洪峰过去，它对蔬菜价格的推动逐步弱化。历史经验显示洪涝灾害年份，蔬菜价格在遭受冲击出现超季节性回升后，在 1-3 个月时间内多数会恢复正常。因此，洪灾结束后蔬菜还有一定的降价压力。

第三，猪肉价格继续上涨的空间有限。二季度末生猪存栏同比-2.2%，相比于 2019 年三季度末的同比-28.5%大幅好转，今年三季度可能转正。生猪供应好转，在经历 6 月和 7 月连续两个月的涨价后，后续猪肉价格继续大涨的可能性不大。

高频指标 36 个城市猪肉平均零售价，8 月至今基本在 31.5 元/斤附近小幅波动，和 7 月中下旬的持平。

第四，终端消费继续修复是确定的，但在对经济和就业的预期并不乐观的情况下，大概率会延续缓慢恢复，终端需求对 CPI 的影响也偏拖累。

风险提示：

原油减产超预期。

图表目录

图表 1： 二季度经济修复，主要由资本形成总额贡献，最终消费支出仍是拖累 4

7 月 CPI 同比 2.7%，比 6 月高了 0.2 个百分点，连续两个月回升。拆分来看，翘尾为 2.9%，新涨价因素为-0.2%。南方洪涝灾害，是推升 CPI 同比的最主要原因。

7 月 CPI 环比上涨 0.6%，连续 4 个月负值后再度转正，比前三年 7 月的均值高 0.3%。CPI 食品项环比上涨 2.8%，涨幅比上月扩大 2.6 个百分点，影响 CPI 环比上涨大约 0.6%。7 月非食品项价格持平，也就是说 7 月 CPI 环比上升都是由食品项贡献的。

食品项中，猪肉价格环比涨幅最大，为 10.3%，推动 CPI 环比上涨 0.46%，对环比的贡献率达到了 76.7%。在外餐饮恢复带动猪肉消费需求持续好转，而南方洪涝灾害增加了生猪调运的难度，需求回升叠加供给压力，猪肉价格连续两个月上涨，且涨幅在扩大。洪灾也推升了鲜菜价格，7 月 CPI 鲜菜项环比上涨 6.3%，高于前三年 7 月的均值 2.8%。

7 月 CPI 食品烟酒项同比 10.2%，影响 CPI 同比上涨 3.1 个百分点。猪肉项同比从 81.6%反弹到 85.7%，结束连续 4 个月的下跌趋势。猪肉拉动 7 月 CPI 同比上涨 2.32 个百分点，贡献率为 85.9%，继续是支撑 CPI 的最核心因素。对比来看，水果同比跌幅最大，达到了-27.7%。

除食品烟酒外的七大项，7 月同比-0.5%，明显低于 6 月的-0.2%。从这个角度也可以看出，7 月 CPI 同比回升，主要是由食品烟酒贡献的，非食品烟酒整体面临着降价压力。

7 月核心 CPI 同比继续低迷，相比于 7 月整体 CPI 同比回升，更值得关注。7 月核心 CPI 环比 0%，同比降到了 0.5%，这是 2013 年 1 月有统计以来的新低，而次低是今年 6 月的 0.9%。核心 CPI 同比持续走低，反映了目前的生产已经恢复到疫情前，但终端需求仍在恢复、供过于求的事实。

7 月 PPI 环比 0.4%，同比从-3.0%回升到-2.4%。和以往一样，PPI 的波动主要由生产资料贡献，7 月生产资料环比、同比分别为 0.5%和-3.5%，而前值分别为 0.5%和-4.2%。

涨价的工业品，主要集中在上游，可以从以下两点中看出：

第一，分产业链看，7 月 PPI 环比涨幅较大的行业，主要集中在石油和天然气、黑色金属、有色金属这三个产业链上。

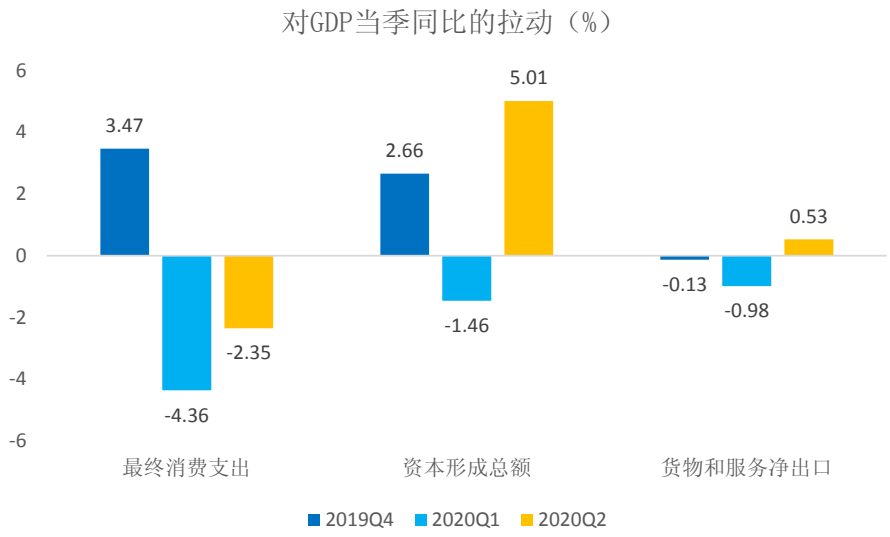
第二，7 月工业生产者购进价格（即 PPIRM）环比上涨 0.9%，这是 2017 年 11 月以来的新高。这个指标统计的是工业企业采购的原材料价格，都是偏上游和中游的。

工业品中和生活相关的部分，涨价并不明显。7 月 PPI 生活资料环比 0.1%，和 6 月环比持平。分项来看，衣着类、一般日用品 7 月的 PPI 环比分别为-0.3%、-0.2%，都要比 6 月的环比-0.1%和 0.0%低。耐用品 PPI 环比结束了连续 9 个月的负值，7 月回升到 0%，依然弱势。PPI 食品类 7 月环比 0.6%，较 6 月的 0.3%有所回升，我们认为和洪涝也有一定关系。

中上游涨价而下游价格弱势，这种分化源于疫后经济修复，主要是投资拉动的，对比来看消费恢复的速度要慢很多。

二季度 GDP 同比增长 3.2%，相比于一季度的增速回升了 10 个百分点，根据支出法拆分，资本形成总额贡献了其中的 6.47 个百分点。二季度资本形成总额对当季 GDP 同比的拉动为 5.01%，创下 2015 年有统计以来的新高。而最终消费支出对当季 GDP 同比的拖累，尽管相比于一季度有所好转，但在二季度依然拖累了 2.35%。

图表1：二季度经济修复，主要由资本形成总额贡献，最终消费支出仍是拖累



资料来源：Wind，粤开证券研究院

两者分化，意味着在由投资驱动的经济修复中，中上游工业品涨价，向下游消费品传导的动力不足。PPI 同比见底回升，给 CPI 同比带来的压力有限。

今年 3 月到 5 月，CPI 同比经历了一轮快速回落。6 月和 7 月，连续 2 个月小幅回升。往后看，我们认为 CPI 同比将再次进入下滑通道。

第一，8 月开始 CPI 翘尾将明显走弱。7 月 CPI 翘尾 2.9%，8 月和 9 月分别为 2.2%和 1.3%，四季度各月则进一步走低到 0.4%、0%和 0%。

第二，南方洪涝的影响逐步消退。洪涝是 6-7 月 CPI 同比小幅回升的主要扰动因素，随着洪峰过去，它对蔬菜价格的推动逐步弱化。历史经验显示洪涝灾害年份，蔬菜价格在遭受冲击出现超季节性回升后，在 1-3 个月时间内多数会恢复正常。因此，洪灾结束后蔬菜还有一定的降价压力。

第三，猪肉价格继续上涨的空间有限。二季度末生猪存栏同比-2.2%，相比于 2019 年三季度末的同比-28.5%大幅好转，今年三季度可能转正。生猪供应好转，在经历 6 月和 7 月连续两个月的涨价后，后续猪肉价格继续大涨的可能性不大。

高频指标 36 个城市猪肉平均零售价，8 月至今基本在 31.5 元/斤附近小幅波动，和 7 月中下旬的持平。

第四，终端消费继续修复是确定的，但在对经济和就业的预期并不乐观的情况下，大概率会延续缓慢恢复，终端需求对 CPI 的影响也偏拖累。

分析师简介

李奇霖，粤开证券首席经济学家、研究院院长，董事总经理，证书编号：S0300517030002。
张德礼，中央财经大学经济学硕士，2017 年 3 月加入粤开证券，现任首席宏观分析师，证书编号：S0300518110001。

研究院销售团队

北京 王爽 010-66235719 18810181193 wangshuang@ykzq.com

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。
本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入：相对大盘涨幅大于 10%；
增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；
持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；
减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；
中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。

免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司（以下简称“粤开证券”）提供，旨为派发给本公司客户使用。未经粤开证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于粤开证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。粤开证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“粤开证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

联系我们

广州市黄埔区科学大道 60 号开发区金控中心 21-23 层

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼 2 层

上海市浦东新区源深路 1088 号平安财富大厦 20 层

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10 层

网址：www.ykzq.com