2020 年 07 月 09 日

宏观研究团队

通胀并非当前核心矛盾

——宏观经济点评

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 回升，缘于鲜菜和猪肉涨价；供给冲击下，未来 1-2 个月 CPI 或有所抬升**

CPI 同比略有回升，主要缘于鲜菜和猪肉涨价，核心 CPI 仍较为低迷。6 月，CPI 同比上涨 2.5%、较上月提升 0.1 个百分点，环比降幅收窄 0.7 个百分点至 0.1%；核心 CPI 同比上涨 0.9%，较上月回落 0.2 个百分点。食品环比由降转升、非食品环比下降，其中，鲜菜和猪肉环比分别上涨 2.8%和 3.6%，与季节性因素、疫情反复和洪水等对供给干扰有关；除医疗保健和其他项外，非食品环比均下降。

洪水等因素影响下，未来 1-2 个月 CPI 或有所抬升，但不改全年下行态势。洪水对蔬菜和猪肉等供给可能产生一定干扰，或对物价产生脉冲式冲击，可能导致 CPI 在未来 1-2 个月有所抬升，但整体压力可控。结合历史经验来看，洪水对通胀的冲击偏短期，不改变中长期通胀走势。随着供给冲击的消退，及企业经营压力、居民就业压力等对消费修复的压制逐渐显现，年内 CPI 或重回下行通道。

● **PPI 降幅收窄，中上游行业多改善；年内 PPI 或逐步上行，但仍处于通缩区间**

PPI 同比降幅收窄，中上游行业环比多改善。6 月 PPI 同比下降 3%，降幅较上月收窄 0.7 个百分点，环比由降转升。分行业环比来看，40 个行业中 22 个价格上涨；受国际油价大幅上涨影响，石油开采、石油加工、化学原料等由降转升，分别上涨 38.2%、1.7%和 0.4%；受投资修复、疫情对部分矿产供给影响，黑色冶炼、有色冶炼等涨幅扩大。上述五大行业合计影响 PPI 环比上涨 0.42 个百分点。

下半年 PPI 同比或逐步上行、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，进而带动 PPI 修复，但不足以推动 PPI 同比转正。此外，年底前地产投资等对 PPI 拖累可能显现；而海外疫情仍具有较大不确定性，对全球复工及部分大宗商品供给的影响，也可能影响 PPI。

● **通胀并非当前核心矛盾；政策与经济短期有利股市，但对债市无需过度悲观**

通胀并非当前市场核心矛盾。4 月中下旬之后的市场表现，背后的宏观逻辑是，政策底、经济底夯实下，信用环境、经济行为的逐步修复，带动资金风险偏好的持续改善。转型背景下，产业结构的持续优化，为股市“配置牛”提供微观基础。

展望未来一段时间，政策和经济组合，短期仍有利股市、不利债市，但对中长期债市也不必悲观。长周期来看，经济仍处于转型“攻坚战”阶段，经济增速的换挡也仍未完成，结合先导型经济体经验来看，债券收益率整体下行趋势仍未结束。

● **风险提示：**洪水影响扩大；非洲猪瘟影响生猪供给。

相关研究报告

《宏观深度报告-房地产链的“形”与“势”》-2020.7.6

《宏观深度报告-近八千个项目，解密专项债“新”动向》-2020.7.6

《宏观深度报告-影响美国大选的两条关键逻辑》-2020.7.4

目　录

1、 CPI 回升，缘于鲜菜和猪肉涨价 3
2、 PPI 降幅收窄，中上游行业环比多改善 4
3、 风险提示 5

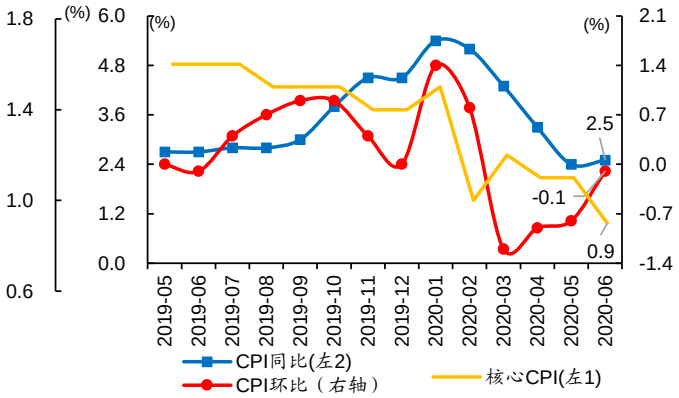
图表目录

图 1: 6 月，CPI 同比 2.5%、环比-0.1% 3
图 2: 6 月，CPI 食品环比 0.2%、非食品环比-0.1% 3
图 3: CPI 食品项环比多由降转升 3
图 4: 非食品环比多下降 3
图 5: 特大洪灾期间 CPI 食品项环比高于季节性 4
图 6: 中性情景下，未来 1-2 个月 CPI 同比可能有所抬升 4
图 7: 6 月，PPI 同比-3%、环比 0.4% 4
图 8: 6 月，中上游行业环比多改善 4
图 9: 中性情景下，下半年 PPI 同比或逐步抬升，但仍处于通缩区间 5

1、 CPI 回升，缘于鲜菜和猪肉涨价

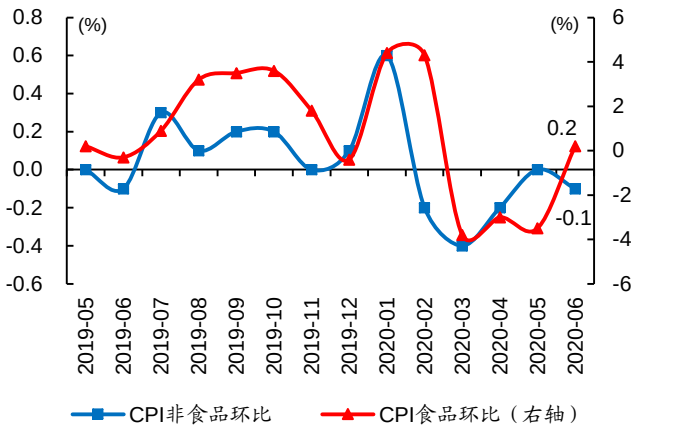
CPI 同比略有回升，主要缘于鲜菜和猪肉涨价，核心 CPI 仍较为低迷。6 月，CPI 同比上涨 2.5%、较上月提升 0.1 个百分点，环比降幅收窄 0.7 个百分点至 0.1%；核心 CPI 同比上涨 0.9%，较上月回落 0.2 个百分点。食品环比由降转升、非食品环比下降，其中，鲜菜和猪肉环比分别上涨 2.8%和 3.6%，与季节性因素、疫情反复和洪水等对供给干扰有关；除医疗保健和其他项外，非食品环比均下降。

图1：6 月，CPI 同比 2.5%、环比-0.1%



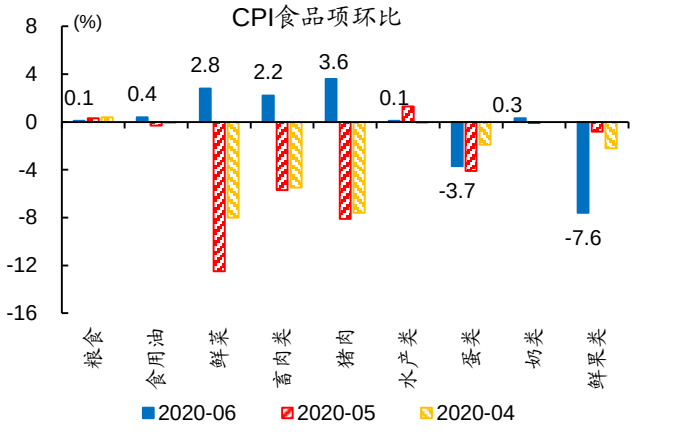
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：6 月，CPI 食品环比 0.2%、非食品环比-0.1%



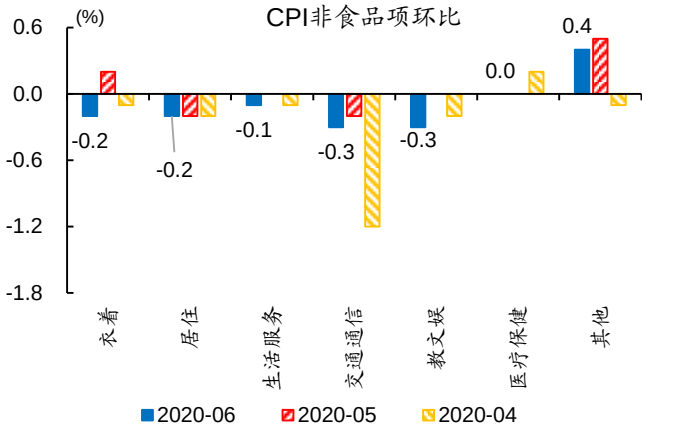
数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：CPI 食品项环比多由降转升



数据来源：Wind、开源证券研究所

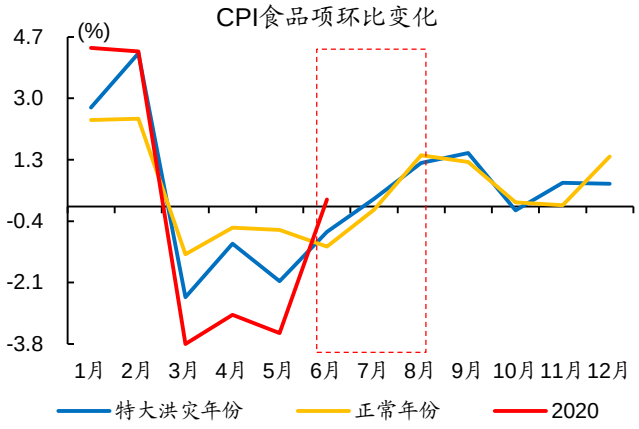
图4：非食品环比多下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

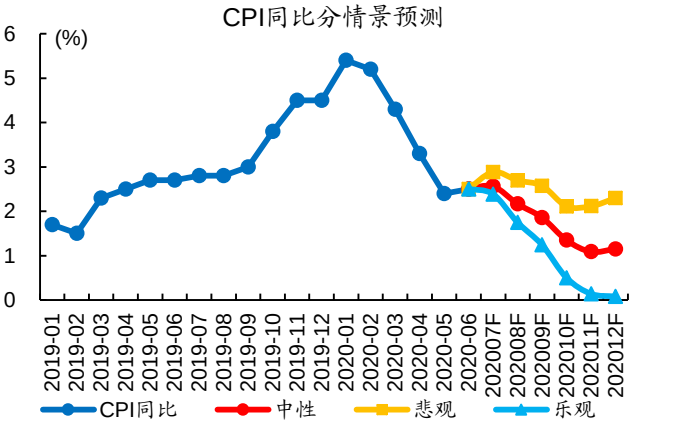
洪水等因素影响下，未来 1-2 个月 CPI 或有所抬升，但不改全年下行态势。洪水对蔬菜和猪肉等供给可能产生一定干扰，或对物价产生脉冲式冲击，可能导致 CPI 在未来 1-2 个月有所抬升，但整体压力可控。结合历史经验来看，洪水对通胀的冲击偏短期，不改变中长期通胀走势。随着供给冲击的消退，及企业经营压力、居民就业压力等对消费修复的压制逐渐显现，年内 CPI 或重回下行通道。

图5：特大洪灾期间 CPI 食品项环比高于季节性



数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：中性情景下，未来 1-2 个月 CPI 同比可能有所抬升

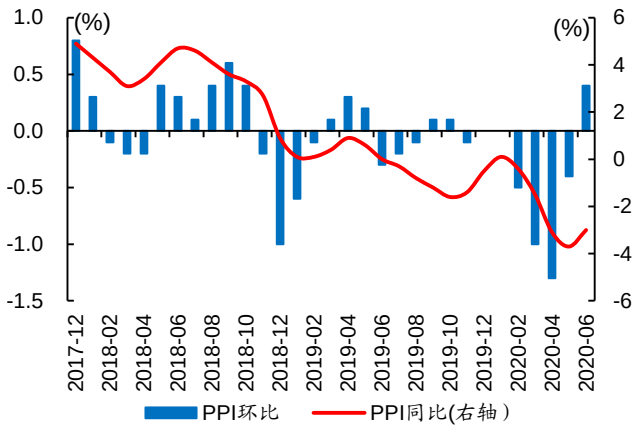


数据来源：Wind、开源证券研究所

2、 PPI 降幅收窄，中上游行业环比多改善

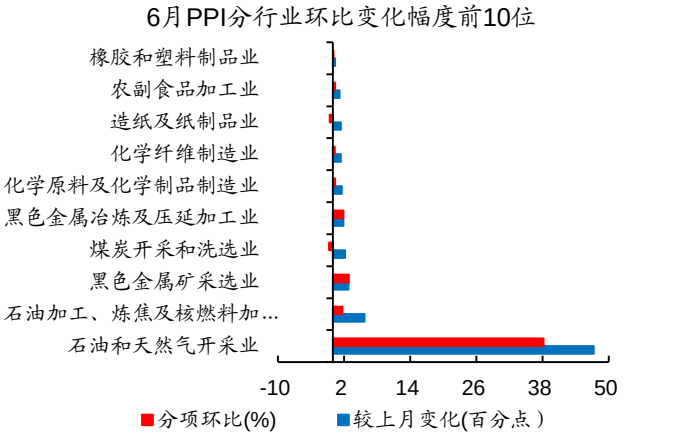
PPI 同比降幅收窄，中上游行业环比多改善。6 月 PPI 同比下降 3%，降幅较上月收窄 0.7 个百分点，环比由降转升。分行业环比来看，40 个行业中 22 个价格上涨；受国际油价大幅上涨影响，石油开采、石油加工、化学原料等由降转升，分别上涨 38.2%、1.7%和 0.4%；受投资修复、疫情对部分矿产供给影响，黑色冶炼、有色冶炼等涨幅扩大。上述五大行业合计影响 PPI 环比上涨 0.42 个百分点。

图7：6 月，PPI 同比-3%、环比 0.4%



数据来源：Wind、开源证券研究所

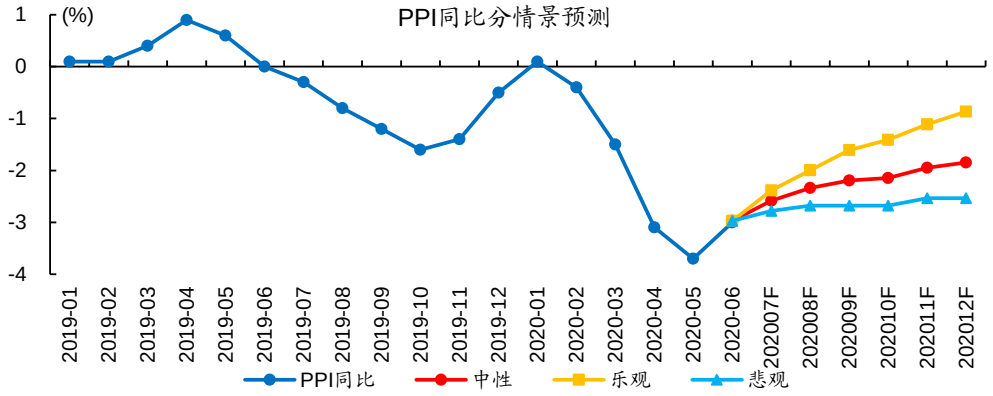
图8：6 月，中上游行业环比多改善



数据来源：Wind、开源证券研究所

下半年 PPI 同比或逐步上行、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，进而带动 PPI 修复，但不足以推动 PPI 同比转正。此外，年底前地产投资等对 PPI 拖累可能显现；而海外疫情仍具有较大不确定性，对全球复工及部分大宗商品供给的影响，也可能影响 PPI。

图9：中性情景下，下半年 PPI 同比或逐步抬升，但仍处于通缩区间



数据来源：Wind、开源证券研究所

通胀并非当前核心矛盾；政策与经济短期有利股市，但对债市无需过度悲观。4 月中下旬之后大类市场的表现，背后的宏观逻辑是政策底、经济底夯实的背景下，伴随着信用环境、经济行为的逐步修复，资金风险偏好的持续改善。转型背景下，产业结构的持续优化，为股票市场“配置牛”提供了微观基础支持。展望未来一段时间，政策和经济组合，短期仍有利股市、不利债市，但对中长期债市也不必悲观。

3、 风险提示

洪水影响扩大；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

	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