宏观研究

通缩趋势不变

2020 年 07 月 09 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

《千年商都广州，如何出彩出新——粤港澳大湾区研究系列之 17》2020-06-04

《供过于求》2020-06-15

《逆全球化下粤港澳大湾区的应对之策》2020-06-16

《评 5 月工业企业利润数据：能否持续改善还需观察》2020-06-28

《复苏还能持续多久》2020-06-30

投资要点

通缩趋势不变

在前期报告中，我们提示了要防范通缩风险。6 月 CPI 和 PPI 的同比都出现回升，并没有改变通缩趋势。

首先，经济供过于求的矛盾依然很突出。

其次，经济回暖的持续性，可能并没有主流预期的那么乐观，总需求并不强。

最后，就业压力之下，拉低服务价格的同时，灵活就业人数的增加，也会降低一些食品和工业消费品的价格。

三季度末、四季度初，CPI 同比可能转负。7 月开始 CPI 翘尾将快速回落，从 7 月的 2.9%降低到 9 月的 1.3%，10 到 12 月则分别只有 0.4%、0.0%和 0.0%。今年 5 月和和 6 月的新涨价降到了-0.8%，如果后续供过于求的局面未能改善，CPI 环比继续弱于季节性，三季度末、四季度初 CPI 同比有较大概率转负。

风险提示：

国内政策刺激超预期。

图表目录

图表 1： 从工业产成品实际库存看，当前供过于求的矛盾很突出 4
图表 2： 6 月全国石油沥青装置开工率继续上升，而且高于前两年同期水平 5
图表 3： 小微企业从有订单没钱，变为有钱没订单 5

6 月 CPI 同比 2.5% ,结束了今年前几个月快速回落的趋势 ,小幅回升 0.1 个百分点。翘尾为 3.3%，新涨价和上个月的一样，还是-0.8%，也就是说 6 月 CPI 同比回升全部由翘尾贡献。

6 月 CPI 环比-0.1%，和前三年 6 月 CPI 环比的均值持平，符合季节性规律。食品烟酒项环比上涨 0.1%，比较受关注的有两个子项：

一是猪肉，6 月环比上涨 3.6%。从高频指标看，全国猪肉价格 6 月初就开始企稳回升了。原因一是猪肉此前经历了 3 个月的下跌 ,恐慌性抛售后 ,在生猪低存栏的约束下，出栏节奏有所放缓。原因二是北京新发地出现聚集性疫情后 ,进口肉类的检疫要求变严，猪肉进口量减少。原因三是南方洪灾，也对生猪出栏和运输产生负面冲击。

二是鲜菜，环比从前值-12.5%，大幅回升到 2.8%。鲜菜的种植和运输，受异常天气的影响较大。正常情况下，6 月天气炎热，蔬菜供应充裕，过去三年的 6 月 CPI 鲜菜项环比都是负的。今年因为洪灾提前到来，导致部分地区蔬菜短期供应紧张，6 月菜价反季节性上涨。

6 月 CPI 食品烟酒项同比上涨 8.8%，影响 CPI 同比上涨 2.64 个百分点。其中，猪肉项同比 81.6%，和 5 月的同比 81.7%几乎持平。猪肉项拉动 6 月 CPI 同比 2.05 个百分点，贡献率为 82%，仍然是支撑 CPI 的最核心因素。

除食品烟酒外的七大项，6 月同比下降 0.2%，继续通缩。6 月国际油价继续反弹，回到 40 美元/桶之上 ,在现行成品油定价机制下 ,6 月 29 日国内成品油零售价上调一次。因此，5 月 CPI 交通工具用燃料项环比上涨 0.2%，同比从-22.0%收窄至-19.1%。

相比于 6 月 CPI 同比小幅回升，核心 CPI 同比的回落，更值得关注。不包括食品和能源的 CPI，即核心 CPI，6 月同比只有 0.9%，这是 2013 年 1 月公布这个数据以来的最低值。和疫情爆发前的 2019 年 12 月相比，下滑了 0.5 个百分点。

核心 CPI 同比低迷，反映了复工复产有序推进后，生产已经恢复到疫情前，但终端需求恢复偏慢、供过于求的矛盾进一步凸显的事实。从这个角度看，未来物价整体通缩的概率更大。

5 月 PPI 环比，从-0.4%回升到 0.4%，今年 2 月以来首次转正。同比也从-3.7%，回升到-3.0%，结束了连续 4 个月下滑的趋势。拆分来看，翘尾从-0.5%收窄到-0.2%，新涨价从-3.2%收窄到-2.8%。

根据国家统计局有关领导的解读，6 月 PPI 环比转正，主要由上游和中游贡献。石油和天然气开采业价格上涨 38.2%，石油、煤炭及其他燃料加工业价格上涨 1.7%，化学原料和化学制品制造业价格上涨 0.4%，黑色金属冶炼和压延加工业价格上涨 1.9%，有色金属冶炼和压延加工业价格上涨 1.9%，这五个行业合计影响 PPI 环比上涨约 0.42 个百分点。

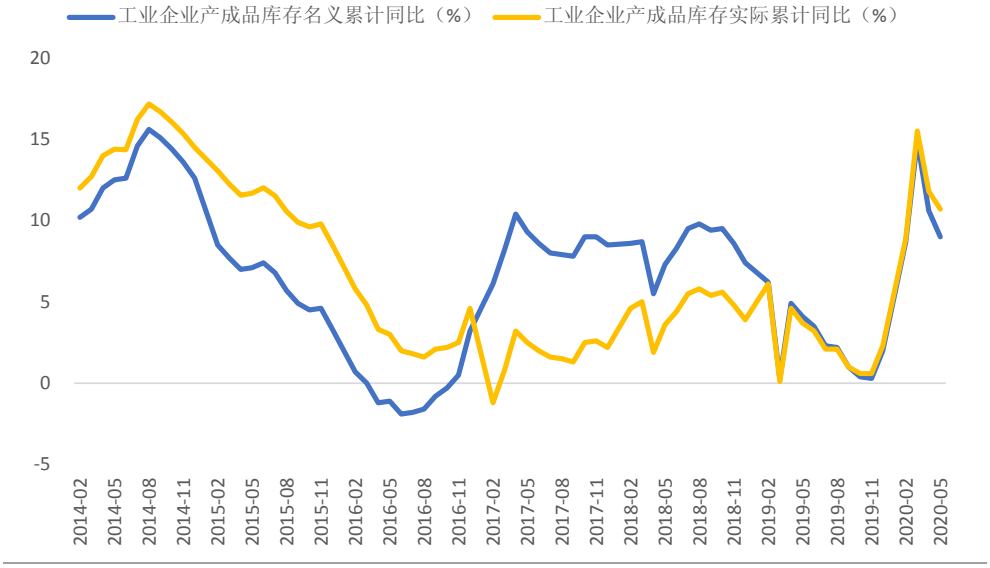
可见，6 月 PPI 环比明显回升，一方面是因国际油价大幅上涨，另一方面则和国内建筑业的需求有关，6 月建筑业 PMI 商务活动指数、新订单指数都小幅回落，但仍然处于高位。

6 月生活资料 PPI 环比 0.1%，其中耐用品的 PPI 环比-0.1%，连续 9 个月为负。反映了耐用品需求羸弱，这也和分行业的限额以上批零数据一致。

在前期报告中，我们提示了要防范通缩风险。6 月 CPI 和 PPI 的同比都出现回升，并没有改变通缩趋势。

首先，经济供过于求的矛盾依然很突出。一是创有记录以来新低的 6 月核心 CPI 同比；二是企业订单不足，尤其是中小企业，6 月官方 PMI 发布时，统计局有关领导解读称小型企业生产经营困难较大，反映订单不足的小型企业占比高于大中型企业；三是工业产成品库存，如果剔除价格因素后，今年 5 月末实际同比 10.5%，甚至比 2015 年 12 月提出“三去一降一补”时的实际同比 8.5%还要高，企业面临着很大的去库存压力。

图表1：从工业产成品实际库存看，当前供过于求的矛盾很突出



资料来源：Wind，粤开证券研究院

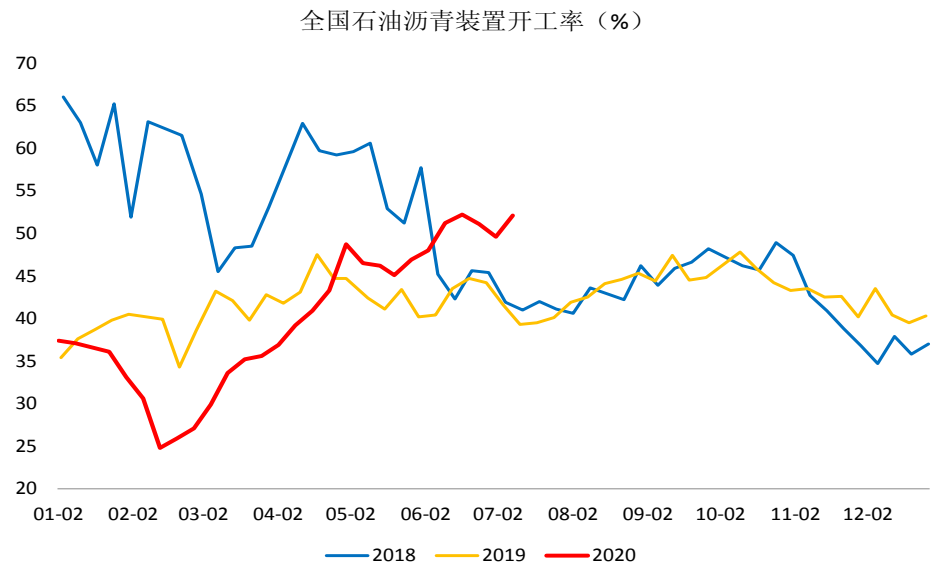
其次，经济回暖的持续性，可能并没有主流预期的那么乐观，总需求并不强。不可否认，二季度经济较快修复，生产恢复到疫情前的水平了，6 月官方制造业 PMI 的采购、生产、需求、库存和价格等分项指数的组合，显示终端需求和经济都继续复苏。

市场关注的焦点是，这种复苏的持续性。固定资产投资是核心动能，其中，基建投资的确定性很高，不确定的是地产投资在经历一个季度的停滞后，赶工能维持多久。

6 月初至今，全国水泥价格指数下跌了 6.8%，和洪灾冲击建筑业的短期需求有关。但与此同时，全国石油沥青装置的开工率是上升的，从 46.9%回升到 52.1%，且高于前两年的同期水平。沥青主要用于道路工程，对施工条件有很高要求，6 月沥青高产，意味着洪灾对建筑业施工的影响，可能并没有主流观点认为的那么大。

因此，我们认为建筑业活动，尤其是房地产投资活动的走弱，除了天气影响外，也和赶工消退有关。

图表2：6 月全国石油沥青装置开工率继续上升，而且高于前两年同期水平

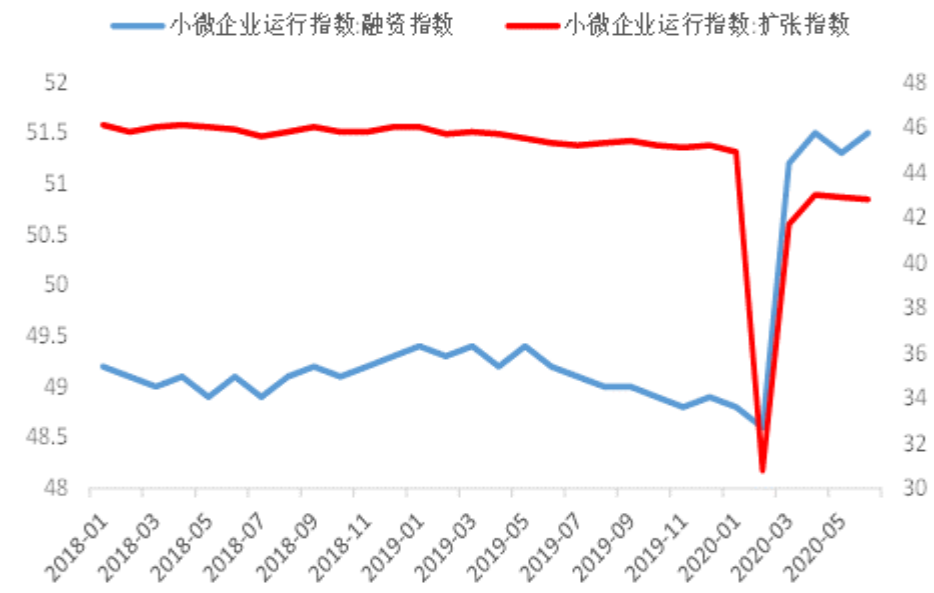


资料来源：Wind，粤开证券研究院

最后，就业压力之下，拉低服务价格的同时，灵活就业人数的增加，也会降低一些食品和工业消费品的价格。

小微企业贡献了 80%的就业，它的生产经营情况，对就业市场有较大影响。新冠疫情后，为保市场主体，加大了政策扶持。对比疫情前后的小微企业融资指数和扩张指数，可以很明显地看到，小微企业从有订单没钱，变成了有钱没订单。前面分析过，终端需求并不强，这个趋势还会延续，会逐步向就业市场传导。

图表3：小微企业从有订单没钱，变为有钱没订单



资料来源：Wind，粤开证券研究院

三季度末、四季度初，CPI 同比可能转负。7 月开始 CPI 翘尾将快速回落，从 7 月的 2.9%降低到 9 月的 1.3%，10 到 12 月则分别只有 0.4%、0.0%和 0.0%。今年 5 月和

和 6 月的新涨价降到了-0.8%，如果后续供过于求的局面未能改善，CPI 环比继续弱于季节性，三季度末、四季度初 CPI 同比有较大概率转负。

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