

通胀分化，货币不紧

核心观点：

1、5月CPI温和修复，通胀传导不畅。从同比以及环比角度看，拉动5月CPI上行的因素主要为交通和通信、教育文化和娱乐，其次是食品烟酒和居住分项。猪周期依旧是拖累CPI同比表现不及预期的主要原因。非食品项目中，环比表现亮眼的主要是交通和通信中的交通工具用燃料以及教育文化和娱乐项中的旅游分项，除此之外，衣着分项中服饰和鞋类受到换季需求以及原材料成本上涨等影响环比均呈现明显上行。上述三项以及其他用品和服务项是推动CPI非食品项上行的主要推动力量。

2、PPI上行超预期，年内同比基本见顶，下半年货币政策收紧概率已经不大。分主要行业看，5月PPI环比涨幅较大的主要是煤炭、石化、黑色以及有色四个产业链。值得注意的是，在PPI当月同比创纪录以来新高的同时，PPI同比与CPI同比的剪刀差亦创出有记录以来的高位。之所以出现这个情况，主要是因为生产资料向生活资料传导不畅，从生产资料内部产业链传导以及工业企业利润产业链之间的分化都可以得出这一结论。但是，生活资料中非食品项仍然受到了一定的通胀传导，预计年内CPI将进一步向上修复。总体而言，考虑到年内PPI高点已现且CPI端压力相对可控，叠加下半年经济增速明显放缓，预计年内货币政策收紧的概率和必要性已经不大。

3、从两年复合增速看，新增信贷与社融大体与前值持平，货币政策整体维持中性格局。企业债融资减少、政府债券发行后置以及非标融资减少是压降5月社融的主要原因。新增信贷不紧，居民中长期贷款回落体现房地产调控效果，但整体的中长期贷款仍旧明显强于季节性，预计后续新增信贷大体维持中性，居民中长期贷款持续承压，预计增速偏低，企业中长期贷款依旧是中流砥柱，整体信贷结构有望持续优化。

风险提示：货币政策变动超预期 疫情发展超预期 通胀传导超预期

Bigger mind, Bigger future™
智慧创造未来

南华期货研究所

马燕 0571-87839259

mayan@nawaa.com

投资咨询资格证号

Z0012651

戴朝盛 0571-87839255

daichaosheng@nawaa.com

投资咨询资格证号

Z0014822

目录

第 1 章	通胀分化，货币不紧	3
1.1.	通胀分化加剧，货币政策收紧概率下降	3
1.2.	楼市调控初显成效，社融总体中性格局	5
第 2 章	上周重要数据追踪	7
	免责声明	9

第1章 通胀分化，货币不紧

数据：

5月CPI同比1.3%，预期1.6%，前值0.9%；PPI同比9.0%，预期8.3%，前值6.8%。

中国5月社会融资规模新增1.92万亿元，预期2.11万亿，前值1.85万亿。社融存量同比增长11.0%，前值11.7%。M2同比增长8.3%，预期8.1%，前值8.1%。

1.1. 通胀分化加剧，货币政策收紧概率下降

(1) 5月CPI温和修复，通胀传导不畅

5月CPI同比1.3%，预期1.6%，前值0.9%，CPI同比数据略不及预期。

从同比角度看，拉动5月CPI上行的因素主要为交通和通信、教育文化和娱乐，其次是食品烟酒和居住分项，上述各分项对CPI同比的拉动分别为0.62pcts、0.2pcts、0.24pcts和0.15pcts，其中交通和通信对CPI拉动作用最为明显，在其细分项中，除了交通工具使用和维修、通信工具当月同比略有回落外，其余各分项当月同比均出现明显回升，尤其是交通工具用燃料当月同比更是高达21.30%，是拉动交通和通信明显上行的主要动力，这一方面与大宗商品的上行相关，另外5月五一小长假也是该分项上行的原因之一。其次是食品烟酒，食品烟酒中拉动CPI上行的主要是水产品 and 鲜菜，其次是蛋类，猪肉仍旧是拖累CPI上行的主要阻碍，而水上行的主要除了节日效应之外，根据统计局领导的解读，还受供给减少、需求增加和饲料成本上涨等因素影响。再说教育文化和娱乐，从细分项看，教育分项当月同比出现回落，旅游分项当月同比则出现明显改善，因此，五一小长假拉动的旅游消费需求以及旅游收入的增加也是带动教育文化和娱乐分项对CPI明显拉动的原因。最后看居住分项，居住分项对CPI同比拉动0.15pcts，从具体细分看，房租当月同比上浮0.1pcts，但水、电以及燃料项当月同比上涨0.3pcts，可见生居住分项的上涨主要来自于此。

从环比视角看，CPI环比回落0.2pcts，从食品与非食品对比来看，其中主要食品项环比为-1.7pcts，是导致CPI不及预计的主要因素。从消费和服务项目来看，消费品环比回落0.4pcts，服务项目环比0.2pcts，消费品环比回落是CPI环比下行的主要原因。进一步从细分项看，食品项中，猪肉当月环比-11%，已连续三个月环比低于-10%，其次是鲜菜和鲜果环比均呈现负读数，但环比表现已较上月好转，主要受运输成本上行影响，相应的食品项中蛋类、食用油则受到饲料成本、供给减少等因素环比出现上行。非食品项目中，环比表现亮眼的同样是交通和通信中的交通工具用燃料以及教育文化和娱乐项中的旅游分项，除此之外，衣着分项中服饰和鞋类受到换季需求以及原材料成本上涨等影响环比均呈现明显上行。上述三项以及其他用品和服务项是推动CPI非食品项上行的主要推动力量。

(2) PPI上行超预期，年内同比基本见顶，下半年货币政策收紧概率已经不大

对于PPI，5月PPI同比9.0%，预期8.3%，前值6.8%，大超市场一致预期。

从同比看，PPI当月同比9%，创历史记录以来的最高值，其中翘尾因素上涨3%，新涨价因素上涨6%。

从主要分项来看，生产资料当月同比12%，环比上涨2.9pcts，生活资料当月同比-0.5%，较上月上涨0.2pcts，可见生产资料是推动PPI上涨超预期的主要原因。生活资料内部来看，食品类当月同比由上月的1.8%上涨到2.2%，一般日用品类和耐用消费品

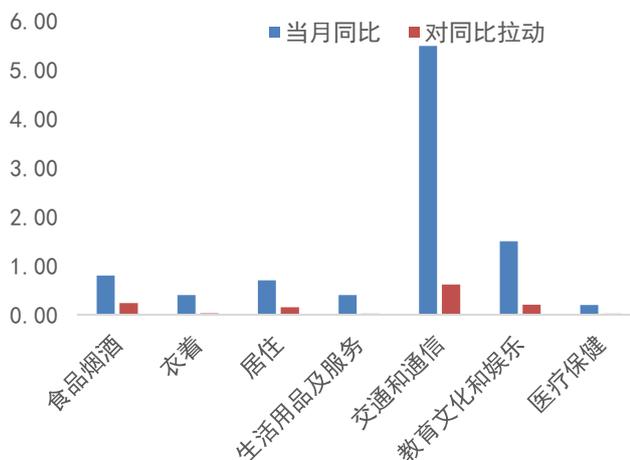
类当月同比分别为 0.5%和 0.8%，较 4 月分别上涨 0.2pcts 和 0.1%。在生产资料内部，上游采掘业当月同比 36.4%，环比上涨 11.5pcts，原材料工业当月同比 18.8%，环比上涨 3.6pcts，下游的加工工业当月同比 7.4%，环比上涨 2pcts，可见上游原材料的快速涨价以及通胀链条传导不畅导致各行业之间通胀分化加剧。

分主要行业看，5 月 PPI 环比涨幅较大的主要是煤炭、石化、黑色以及有色四个产业链。其中煤炭开采和洗选业当月同比环比上行 16.4%，在主要行业中环比上涨最大。其次是石油、煤炭和其他加工业，当月同比较 4 月上涨 10.5%，其次黑色金属加工业当月同比环比上涨 8.1%，有色金属加工业当月同比较 4 月上涨 3.5%，上述四个行业共同导致了 PPT 同比的超预期，而上述行业 PPI 当月同比的大幅上行主要受到大宗商品价格上涨的影响。从原材料购进价格 PPIRM 来看，导致 PPIRM 环比大幅上涨的主要来自于黑色、有色、建材、燃料动力与化工类材料。在 PPI 数据公布之后，国家发展改革委召开工作座谈会，提出要密切跟踪大宗商品价格走势，切实做好价格预测预警工作，进一步了解相关市场主体经营情况，摸排违法违规涨价线索，配合相关部门进一步加强期现货市场联动监管，规范价格行为，维护市场正常秩序。

我们认为 PPI 当月同比年内基本见顶，短期大概率在 9%附近上下波动，主要依据如下：生产资料价格指数同比与 PPI 同比走势基本一致，二者相关性高达 0.98（17 年 6 月以来的同比数据）。从生产资料价格指数这一高频数据的月均值同比增速来看，该指标在 5 月 21 日就已出现见顶回落的态势，因此我们判断 PPI 当月同比已见顶回落。但是，尽管该指数出现回落，但总体仍旧处于年内相对高位，因此，短期 PPI 同比亦不会出现明显下行，多半呈现高位震荡的格局。

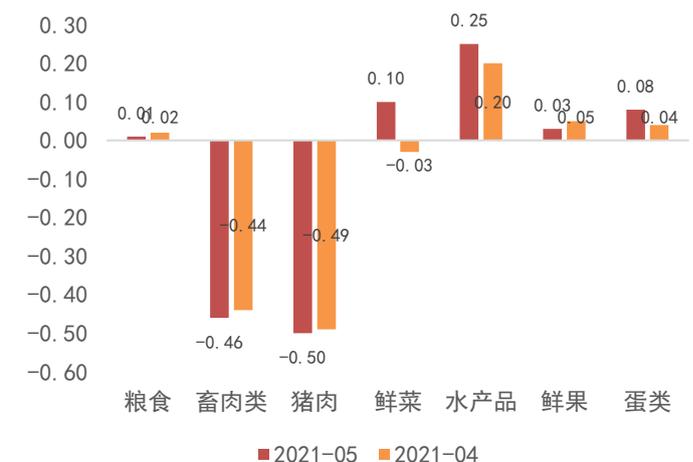
值得注意的是，在 PPI 当月同比创纪录以来新高的同时，PPI 同比与 CPI 同比的剪刀差亦创出有记录以来的高位。之所以出现这个情况，主要是因为生产资料向生活资料传导不畅，从生产资料内部产业链传导以及工业企业利润产业链之间的分化都可以得出这一结论。但是，生活资料中非食品项仍然受到了一定的通胀传导，预计年内 CPI 将进一步向上修复。总体而言，考虑到年内 PPI 高点已现且 CPI 端压力相对可控，叠加下半年经济增速明显放缓，预计年内货币政策收紧的概率和必要性已经不大。

图 1.1.1: CPI 同比及各分项拉动 (%)



数据来源: IFinD 南华研究

图 1.1.2: 食品烟酒对 CPI 同比拉动



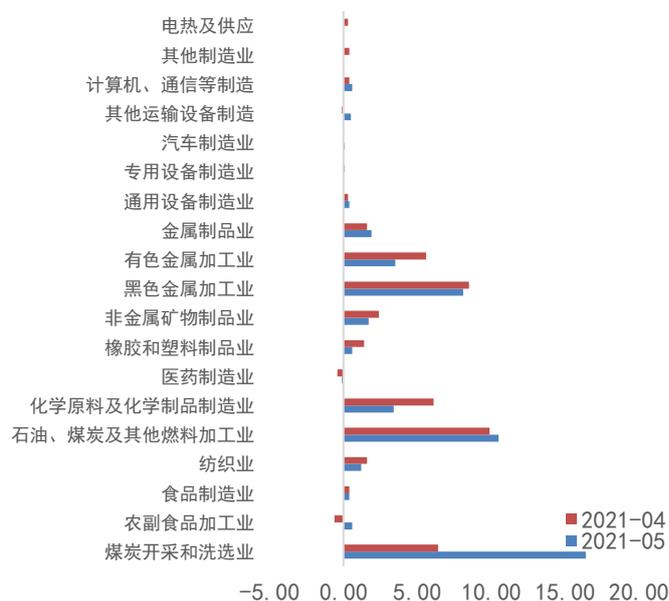
数据来源: IFinD 南华研究

图 1.1.3: 6 月 PPI 同比或在高位震荡 (%)



数据来源: IFinD 南华研究

图 1.1.4: PPI 各行业当月同比的环比变化 (%)



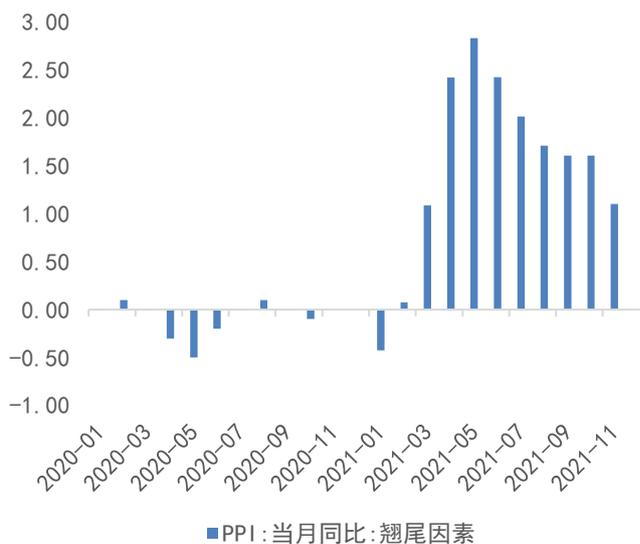
数据来源: IFinD 南华研究

图 1.1.5: 生产资料价格指数触顶回落



数据来源: IFinD 南华研究

图 1.1.6: PPI 翘尾因素见顶回落 (%)



数据来源: IFinD 南华研究

1.2. 楼市调控初显成效，社融总体中性格局

中国 5 月社会融资规模新增 1.92 万亿元，预期 2.11 万亿，前值 1.85 万亿。社融存量同比增长 11.0%，前值 11.7%。M2 同比增长 8.3%，预期 8.1%，前值 8.1%。

(1) 企业债融资收缩是压低社融的主要原因

从季节性来看，5月新增社融1.92万亿元，略高于4月以及往年同期。从细分项看，对新增社融形成拖累的主要是企业债融资（-1336亿元）、信托贷款（-1295亿元）、未贴现银行承兑汇票（-926亿元）、委托贷款（-408亿元），从同比多增情况看，企业债融资同比下降4215亿元，除此之外，政府债券同比下降4661亿元，可见企业债融资减少、政府债券发行后置以及非标融资减少是压降5月社融的主要原因。其中企业债融资的下降，与监管趋严以及今年不断强调的防风险相关。

（2）信贷不紧，居民中长期贷款回落体现房地产调控效果

从新增信贷的季节性看，5月新增信贷仅次于2020年，依旧强于季节性，从新增信贷所处历史分位数（对照区间为2019-2020年全年）看，当月新增信贷依旧处于60%的分位数水平，从新增人民币贷款两年复合增速看5月为12.70%，较上月持平，显示信贷不紧。分部门看，居民和企业部门的新增人民币贷款当月同比均出现回落，其中居民部门短期贷款同比回落575亿元，居民中长期贷款同比回落236亿元，短期和中长期贷款需求均呈现回落，居民中长期贷款的回落代表房地产调控压力逐渐凸显到房贷投放上。企业部门短期贷款同比回落2147亿元，票据融资同比回落1199亿元，中长期贷款需求同比多增1058亿元，代表信贷结构持续优化。总体来看，尽管居民中长期贷款出现回落，但整体的中长期贷款仍旧明显强于季节性，预计后续新增信贷大体维持中性，居民中长期贷款持续承压，预计增速偏低，企业中长期贷款依旧是中流砥柱，整体信贷结构有望持续优化。

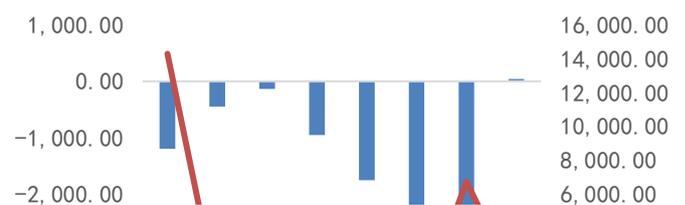
（3）M2增速稳中持平，货币政策维持中性格局

5月M2同比8.3%，较4月上涨0.2pcts，两年平均增速9.7%，较上月上涨0.1pcts，大体持平，显示当下货币政策整体维持中性格局。从新增存款来看，非银存款同比明显多增是导致新增存款增加的主要原因，除此之外其余各分项存款均明显下行，因此，非银存款明显高增是M2小幅反弹的主要原因。从社融与M2剪刀差来看，社融与M2剪刀差进一步收窄，显示实体融资需求下降，当下经济景气度有所下行。

图 1.2.1：新增社融季节性（亿元）



图 1.2.2：社融主要分项变化（亿元）



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_20299

