

从本周宏观信息看货币政策走向

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

核心观点:

1) 通胀目前不会成为货币政策的制约。一方面, 目前通胀主要集中在生产领域, 而 PPI 并非央行衡量通胀指标的重点。另一方面, 从波动较大的猪肉以及交通和通信分项来看, 年内 CPI 仍将保持温和态势。

2) 社融及信贷数据表明短期经济下行压力较大, 政策可能进入观察期, 对于经济下行压力到底有多大, 我们还需要更多的数据来判断。

3) 从当前信息来看, 货币政策进入相对宽松期, 降准的窗口依然存在, 下半年 MLF 到期量依然巨大, 通过降准对冲 MLF 到期, 同时释放便宜资金给银行, 促使银行进一步向实体降低融资成本, 是非常可行的选择。

其实市场另一个关注点在于能否降息, 以怎样的方式降息, 目前我们还是倾向于结构性降息, 通过 OMO、MLF 最后到 LPR 实现一整套降息操作的可能性很低, 毕竟去年在疫情的严重影响下, 央行才仅有一次一整套降息流程。

风险提示: 国内外疫情反复、政策变化

目录

第 1 章	从本周宏观信息看货币政策走向	3
1.1.	通胀会不会制约货币政策?	3
1.2.	社融远不及预期是否会提升下半年货币宽松预期?	6
第 2 章	货币政策预期管理体系.....	8
	免责声明.....	9

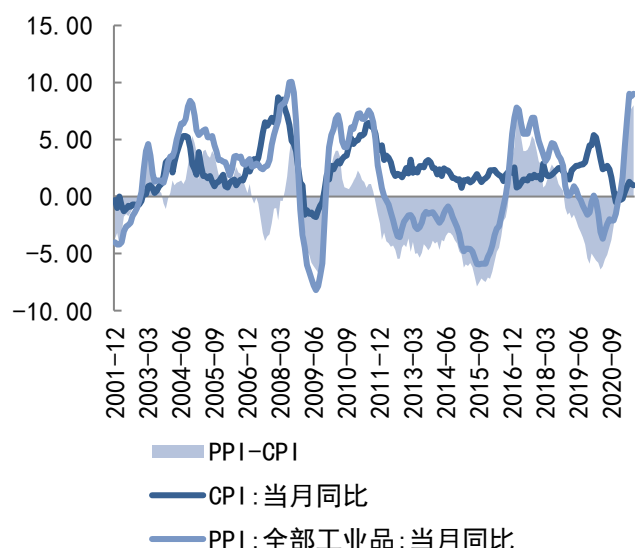
第1章 从本周宏观信息看货币政策走向

1.1. 通胀会不会制约货币政策？

当前情况下不会。

目前通胀主要集中在生产领域。以 7 月数据来看，CPI 同比为 1%，PPI 同比则为 9%，PPI-CPI 剪刀差再创新高。但 PPI 的走高是暂时的，我们预计 7 月很大可能上已经达到年内高点，后期会逐步回落。PPI 衡量的是出厂产品价格的变化幅度，与大宗商品价格息息相关。此轮大宗商品在全球经济复苏带来的需求提振、供需关系短期错配、流动性充沛以及金融市场炒作等多因素作用下强势运行，但后期随着监管层频频点名，投机炒作需求被一定压制，在全球供需缺口逐步收敛下，大宗商品持续大幅上涨的动力弱化，商品走势也开始分化。从南华工业品指数来看，近期顶点出现在今年 5 月，而 PPI 在 5 月就已经达到 9%，6 月为 8.8%，7 月则是 9%，持续高位运行后，PPI 有望随着商品价格的维稳而高位回落。

图 1.1.1: CPI 温和，PPI 维持高位



数据来源：Wind 南华研究

图 1.1.2: PPI 已至年内高点



数据来源：Wind 南华研究

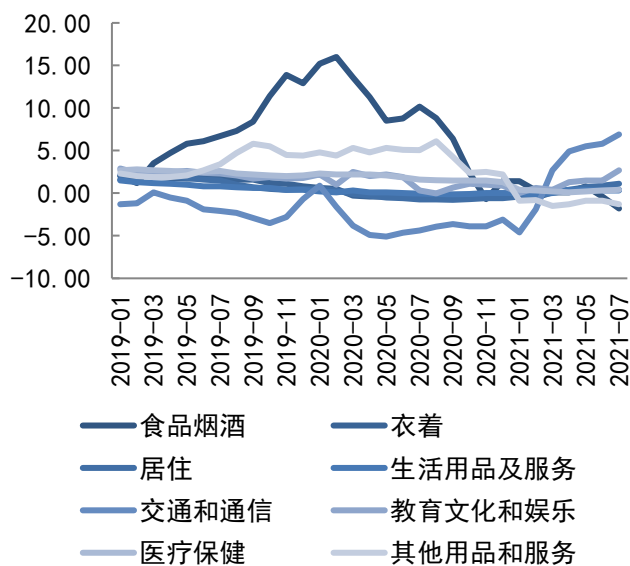
撇开 PPI 预期回落的观点外，我们认为**生产领域的通胀并不会引发央行对全面通胀的警惕**。首先，央行认为 PPI 本身波动相对较大，在数月内阶段性下探或冲高的现象也并不少见；其次央行的观点也是 PPI 只是阶段性走高，一方面是低基数作用，另一方面是全球大宗商品走高带来的输入性影响；最后，通过《二季度货币政策执行报告——专栏 1 正确认识货币与通胀的关系》可以看到，在论述货币与通胀的关系时，所有的通胀都用消费领域的指标来衡量，可见在央行眼中，更合适的通胀指标是 CPI。

对于今年以来部分大宗商品价格持续上涨，一些小微企业面临成本上升等经营困难等问题，央行曾表示将坚持货币政策的稳定性、有效性，不搞大水漫灌，而是精准发力，加大对小微企业的支持力度。因此，**生产领域的通胀是结构性的，而消费领域的通胀才**

可能是全面性通胀。

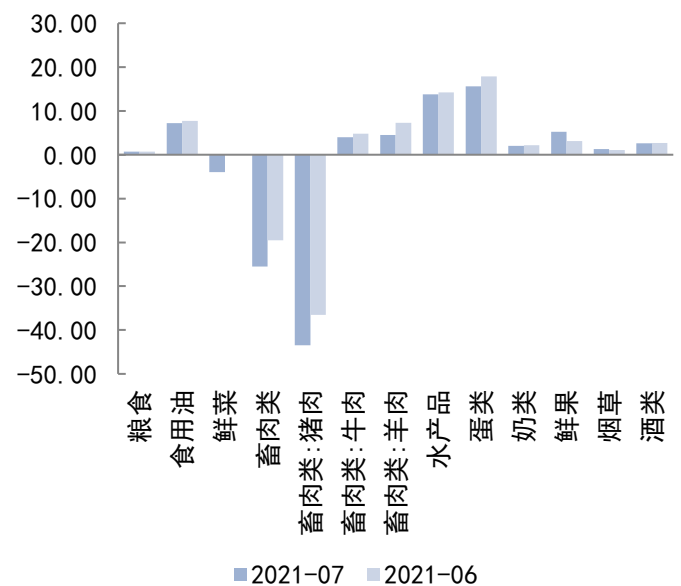
从 CPI 走向来看，目前最大的掣肘来自于食品烟酒，占比约为 31%，而食品烟酒中最大的变量来自于猪肉。7 月，猪肉当月同比为-43.5%，对 CPI 的同比拉动为-1.05。虽然受压于较高的冻肉库存水平和生猪出栏均重，还有逐步兑现的前期扩增产能，但在国家政策面的支撑以及近期新冠疫情引发交通运输不畅等因素作用下，猪价整体有望迎来一定的企稳。假定下半年猪肉价格较为稳定，根据生猪价格同比对猪肉价格同比有一定领先性角度来看，去年 9 月，各地生猪现货价格开始出现回落，那么传导到猪肉端，预计从基数角度来看，四季度猪肉对 CPI 的制约作用将有所减轻。

图 1.1.3：食品烟酒项制约 CPI 上涨



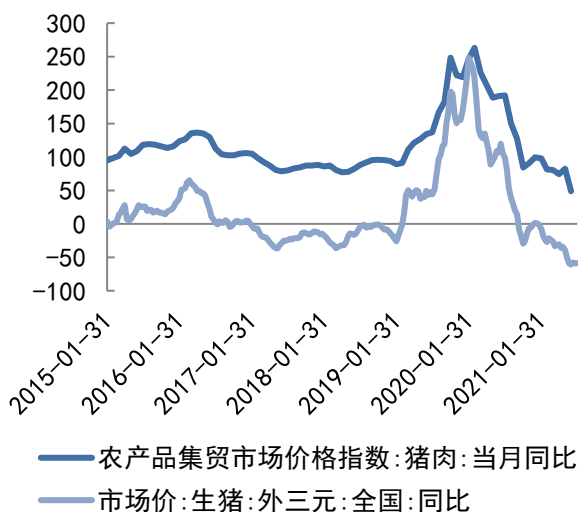
数据来源：Wind 南华研究

图 1.1.4：猪肉价格是最大的制约



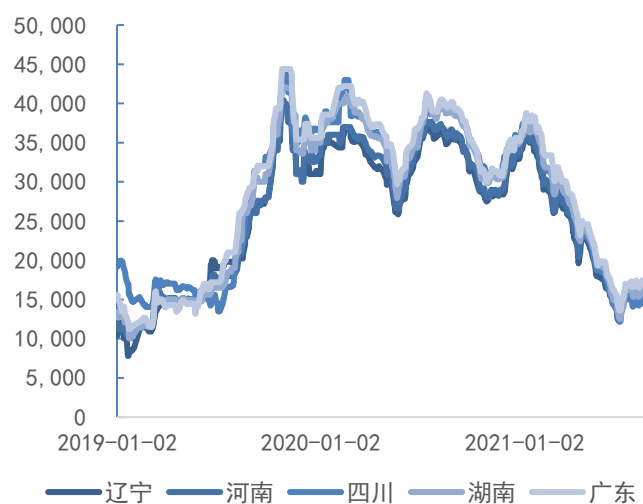
数据来源：Wind 南华研究

图 1.1.5: 生猪价格同比领先猪肉价格同比



数据来源: Wind 南华研究

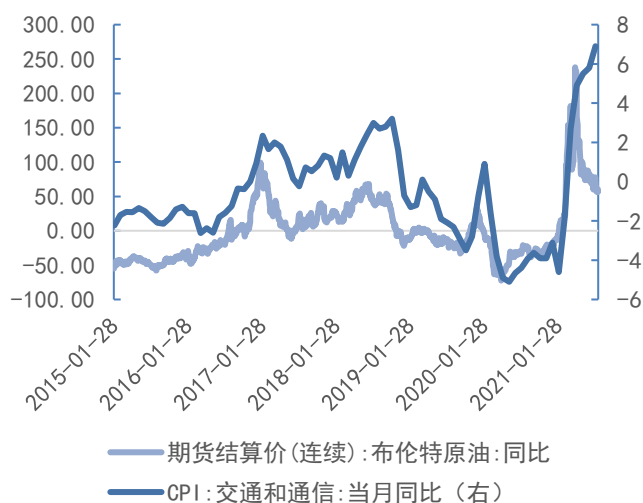
图 1.1.6: 去年生猪价格在 9 月开始回落 (元/吨)



数据来源: Wind 南华研究

对于 CPI 而言另一个波动和权重都较大的分项是交通和通信。从历史上看, 交通和通信分项与原油价格走势非常密切, 原油价格的同比下行最终都会带领 CPI 交通和通信分项同比回落。当前布伦特原油价格同比下行明显, 可以预期 CPI 交通和通信分项拐点将现。从走势来看, 下半年全球经济复苏带来的需求提振仍然存在, 但供应的扩大也将限制涨幅。加之交通和通信在 CPI 中权重占比大概为 14% 左右, 并不算大, 因此预计下半年通胀仍将处于温和状态, 对货币政策形成压力的概率较小。

图 1.1.7: 交通和通信分项与原油价格关系紧密



数据来源: Wind 南华研究

图 1.1.8: 原油价格大幅上涨的基础不牢固 (美元/桶)



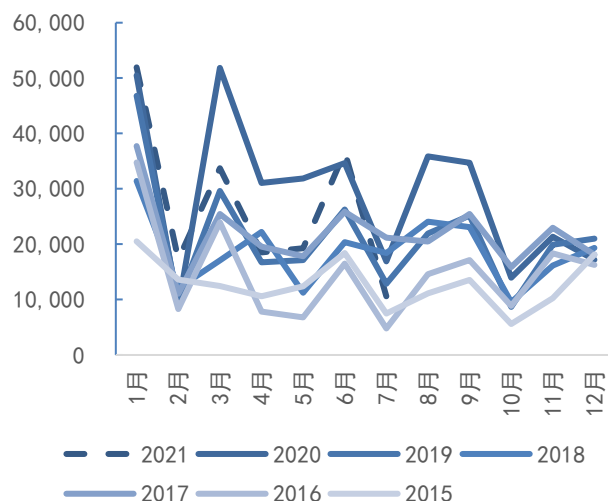
数据来源: Wind 南华研究

1.2. 社融远不及预期是否会提升下半年货币宽松预期？

有一定作用。

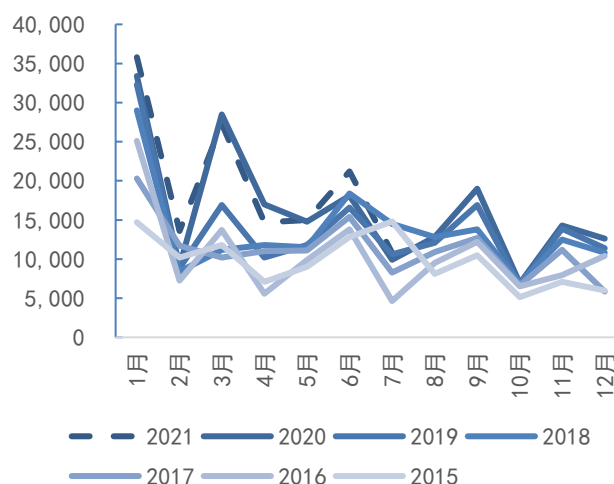
社融衡量的是实体融资需求，通常被认为是经济的先行指标。虽然从历史来看，无论是新增社融还是新增人民币贷款数据均呈现很明显的季节性，但从数值来看，还是明显低于预期。7月，新增社融仅为10600亿元，预估为17000亿元，前值为36689亿元。

图 1.2.1：社融季节性（亿元）



数据来源：Wind 南华研究

图 1.2.2：人民币信贷季节性（亿元）



数据来源：Wind 南华研究

从新增社融分项来看，与去年7月相比，社融的断崖主要由三部分贡献，分别是人民币贷款，表外项目以及政府债。

具体来看，7月政府债券融资1820亿，同比少增3639亿元。一方面是地方债融资不如预期，由于今年地方债发行进度明显滞后，市场预期下半年将明显发力，但从7月数据来看，净融资4033亿元，仍表现平平，今年前7个月地方债发行仅完成目标的37%。另一方面是国债净融资大幅缩小，为-1658亿，是历史最低值。

表外项目继续压缩，同比减少1389亿，一部分原因是表外持续向表内转化。目前包括委托贷款、信托贷款和未贴现银行承兑汇票余额存量仅19.66万亿。

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_26204

