

2019 年 11 月 6 日

宏观经济



通胀只是影响情绪

——央行下调 MLF 利率点评

宏观简报

要点：

本月下调 MLF 利率幅度虽小，但信号意义更大，表明猪价对货币政策的制约有限。适度下调 MLF 有助于缓解当前其与同期限拆借利率倒挂的情形。预计 11 月短端 LPR 微降、长端存在不变的可能。截至今年 9 月末在小微贷款方面银行整体已阶段性实现两增两控目标、五大行已实现全年目标。在此背景下，今年 4 季度 TMLF 投放的必要性有所降低，同时考虑到 9 月底银行超储率 1.8% 处于历史较高位，存在减量或不投放 TMLF 的可能性。但展望今年年底至明年初，如果部分新增地方政府专项债提前发行，叠加春节期间流动性冲击，央行仍存在降准的可能。但降准的力度将视其他货币政策工具投放的量而定，整体而言货币环境或保持当前松紧适度的节奏。

分析师

张文朗 (执业证书编号：S09305161100002)
021-52523808
zhangwenlang@ebcn.com

黄文静 (执业证书编号：S09305161100004)
010-56513039
huangwenjing@ebcn.com

邓巧锋 (执业证书编号：S0930517100005)
021-52523805
dengqiaofeng@ebcn.com

相关研报

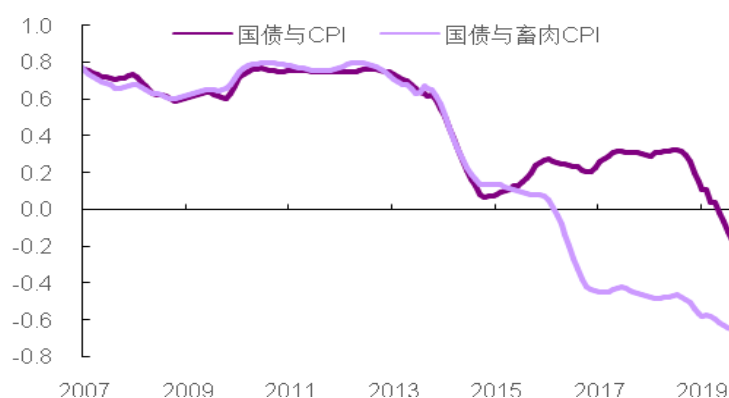
《猪价那些事——对通胀影响七问七答》

.....2019-04-2

CPI 通胀破“3%”，而且未来数月快速上行风险仍高，近期债券市场受情绪扰动、担心通胀制约央行放松，表现低迷，而央行今日调降 MLF 利率 5 个基点，大超市场预期，10 年期国债期货价格今日大幅跳涨 0.4%。货币政策何去何从？

我们曾在9月报告¹中指出，货币政策和市场利率与核心、非食品CPI及PPI更相关。市场利率是流动性的最终反映，我们用国债收益率考察货币的松紧程度。2013年以后，国债收益率与CPI同比、特别是猪肉CPI同比的相关系数大大减弱，甚至于演变为负相关，而与核心CPI和非食品CPI的相关系数始终为正，且在17年以来大大上升。同时，相较于总体CPI，国债收益率与PPI更为相关。而PPI年内仍有通缩压力，明年基数拖累减弱，但弱需求压制新增，PPI同比或在0附近窄幅徘徊。

图 1：国债收益率与 CPI 和猪肉 CPI 动态相关系数



资料来源：Wind，注，指标为 10 年期国债收益率，截至 2019 年 8 月

同时，猪价的二轮效应远不及油价强。油价上升，会通过增加其他行业的生产成本、运输成本，提升其他产品和快递等服务的价格，进而推升人工成本，提升核心通胀，二轮效应较强。而猪价与其他肉禽价格相关性较强，但与其他消费品相关性较弱，虽亦可能通过提升工资进而影响核心通胀，但工资有粘性，猪价的二轮效应相对较弱。除了通胀因素，货币政策与PMI等经济增长的指标高度相关。

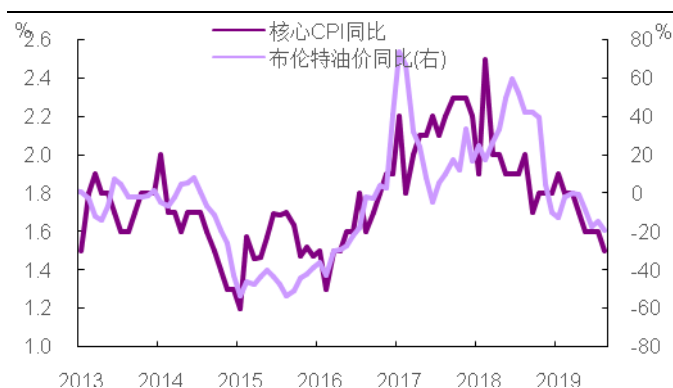
¹ 《猪价上涨来袭，有那么严重吗？——通胀影响十问十答》

图 2：10 年期国债收益率与 PPI 正相关



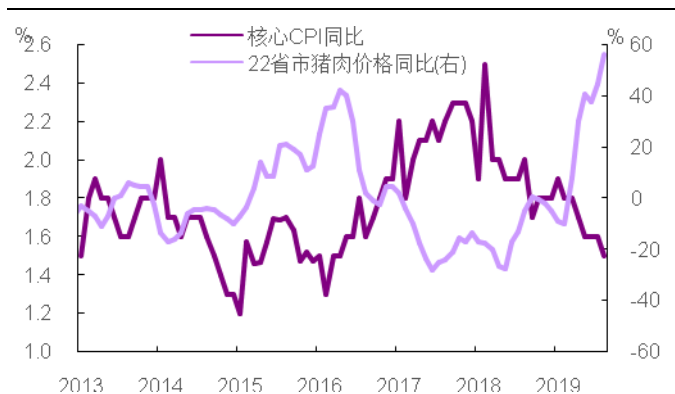
资料来源：Wind，截至 2019 年 8 月

图 3：油价与核心通胀



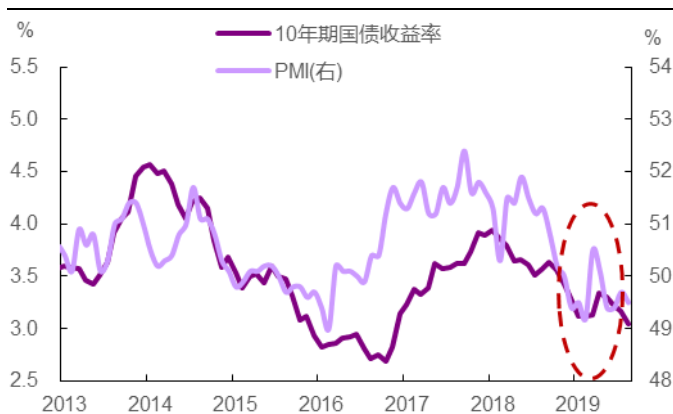
资料来源：Wind，截至 2019 年 8 月

图 4：猪价与核心通胀



资料来源：Wind，截至 2019 年 8 月

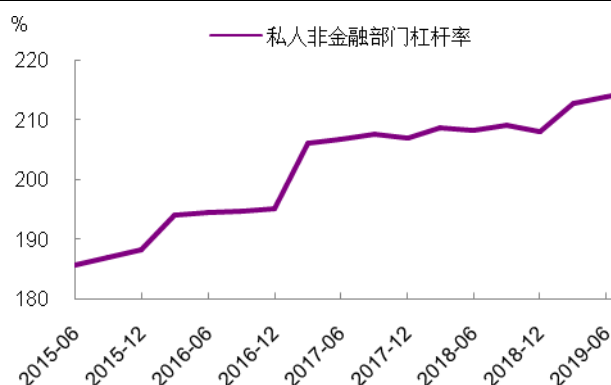
图 5：10 年期国债收益率与 PMI 正相关



资料来源：Wind，截至 2019 年 8 月

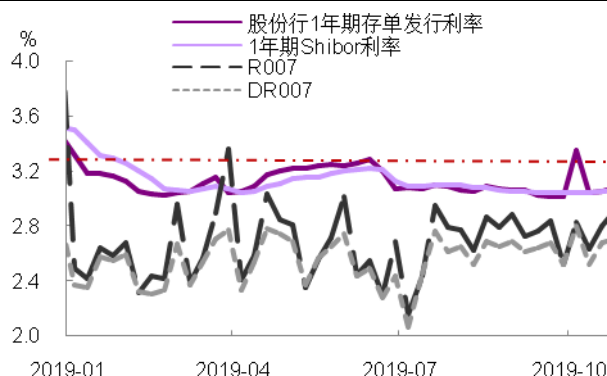
本月下调 MLF 利率幅度虽小，但信号意义更大，或表明猪价对货币政策的制约有限。而当前 MLF 利率与同期限 Shibor 利率或高评级同业存单利率一定程度倒挂，适度下调有助于疏通利率传导机制，同时扭转债市悲观预期，为政府债券发行营造有利环境。预计 11 月短端 LPR 或微降而长端 LPR 或维持不变，实体信贷利率有望小幅下行。

图 6：今年以来宏观杠杆率回升，或更多由于名义 GDP 增速加速回落



资料来源：Wind，时间截至 2019 年 9 月末

图 7：今年以来 MLF 利率与同期限 Shibor、同业存单利率倒挂



资料来源：Wind，截至 2019 年 11 月 1 日，数据为周度平均。
红色虚线为 1 年期 MLF 利率

降准将与 MLF、TMLF 互为补充，形成政策合力。10 月 21 日国新办召开的发布会指出²，截至今年 9 月末，在小微贷款方面，银行整体已阶段性实现两增两控目标、五大行已实现全年目标。在此背景下，今年 4 季度 TMLF 投放的必要性有所降低，同时考虑到 9 月底银行超储率 1.8% 处于历史较高位，存在减量或不投放 TMLF 的可能性。但展望今年年底至明年初，如果部分新增地方政府专项债提前发行，叠加春节期间流动性冲击，央行仍存在降准的可能。但降准的力度将视其他货币政策工具投放的量而定，整体而言货币环境或保持当前松紧适度的节奏。

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_9201

