



管清友谈货币政策的两难选择：10月会有降准吗？



文/新浪财经意见领袖专栏作家 管清友



编者按

这两天经济金融数据密集发布，核心矛盾开始白热化。一方面，社融持续低迷且显著低于预期，经济下行压力凸显，宽货币稳增长的必要性与日俱增；另一方面，能源危机推高大宗商品价格，PPI 再创新高，通胀预期持续高涨，货币政策受到掣肘，宽松空间受限。再加上美联储基本确认 Taper 节奏，最快 11 月中旬开始缩减购债规模至明年年中，国内货币政策宽松的窗口期逐渐关闭。货币政策陷入两难选择，十分纠结，未来会如何平衡？10 月还会有降准降息吗？对投资有何影响？下面我们会对此进行全面分析。

01

低迷的社融：背后是实体不振，经济下行压力凸显

社融代表全社会融资需求，是经济增长的先行指标。9 月社融存量同比增速继续下滑，从 10.3% 降至 10.0%，为疫情以来新低。新增社融 2.9 万亿，低于预期的 3.24 万亿和前值 2.96 万亿，且为近五年同期最低水平。主要是实体融资需求较为疲软，导致新增信贷明显放缓，新增人民币贷款仅为 1.66 万亿，同比少增 2400 亿元，为今年以来最大同比降幅。其中企业中长期贷款同比大幅少增 3732 亿，连续第 3 个月同比缩量，且同比降幅进一步扩大，其实从 PMI 跌破 50 之后，工业生产开始萎缩，这一趋势是可以预见的，加上近期能源危机愈演愈烈，大宗商品价格持续飙升，工业原材料成本压力抬升，而且能源双控和限电限产影响工业生产活动，企业被动和主动收缩并存，企业观望情绪浓重，融资扩张动力不足。居民中长期贷款同比少增 1695 亿，主要是地产去金融化，“金九”风光不再，楼市明显降温，不少城市成交量腰斩，上海二手房成交同比减少 60%，居民购房意愿继续减弱，房贷需求明显下降。

基建加码很难弥补外需动能减弱、房地产投资下行和双控双限对制造业的冲击，四季度的经济下行压力不容小视。从外需来看，虽然 9 月出口持续强劲反弹，出口额再次刷新历史新高，但主要是受涨价效应支撑，剔除价格因素影响后，出口数量增速已经在放缓，主要商品数量贡献开始弱化。预计后续在能源危机的冲击下，生产成本的提升、运输成本的上升等因素都会对出口形成压力，导致出口动能边际减弱。从内需来看，政府融

资放量，专项债发行提速，对社融有一定的拉动作用，基建成为跨周期调节的主要着力点，也是托底经济的主要手段。企业融资意愿不足，一方面，在大宗商品价格维持高位运行的背景下，上游对中下游的挤压依旧存在，特别是中下游中小企业，生存境况十分艰难；另一方面，能耗双控、限电限产对工业生产的拖累短期难有明显的改善。居民融资虽有“两个维护”等地产政策微调的提振，但高层重申“不将房地产作为短期刺激经济的手段”，不可能会有转向型放松，房贷管控依旧存在。

按理说，经济后续动力不足，稳增长必要性进一步确认，为了对冲经济下行压力，缓解企业融资压力，货币政策是有宽松预期的。货币政策本就是跨周期调节的重要手段，无论是配合财政政策发力，还是加大对企业的信贷支持力度。

02

高企的通胀：PPI 再创新高，能源危机短期难有改善

但是货币政策总体上还是稍显克制，主要是通胀处于高位，不敢贸然宽松。今年以来，除 6 月大宗商品保供稳价政策效果初步显现，市场供求关系有所改善，PPI 小幅回落外，其他时间 PPI 都在攀升，9 月 PPI 更是出现明显的跳涨，同比上涨 10.7%，超过 2008 年 8 月全球金融危机时 10.1% 的涨幅，创下 1996 年以来的新高。主要是以煤炭为代表的高耗能周期品由于供需失衡价格涨幅持续扩大。煤炭开采和洗选业、石油和天然气开采业、石油、煤炭及其他燃料加工业、黑色金属冶炼和压延加工业、化学原

料和化学制品制造业、有色金属冶炼和压延加工业价格分别上涨 74.9%、43.6%、40.5%、34.9%、25.5%和 24.6%，合计影响 PPI 上涨约 8.42 个百分点，约占总涨幅的八成。

PPI 连创新高，CPI 持续回落，PPI 和 CPI 剪刀差再创历史新高，已经从年初的 0.6%扩大至现在的 10%，较上月扩大 1.3 个百分点。无处安置的剪刀差表明上游原材料价格持续上涨，成本端压力飙升，让原本生产经营承压的制造业雪上加霜，特别是议价能力有限的中下游小微企业，利润被侵蚀，生产经营状况十分艰难，亟待纾困。

另外需要注意的是，单用 CPI 来判断通胀是有些失真的。虽然受猪周期拖累，CPI 还在下行，处于历史低位，但分项来看，非食品价格是在上行的，已经从前值的下降 0.1%转为增长 0.2%，CPI 家用器具同比 1.5%，创下 2009 年以来新高。另外，水泥、陶瓷、涂料、防水、照明、定制家居等建材行业全线上涨，引发热议。可见原材料价格上涨向中下游扩散，PPI 上涨压力逐步向外扩散，通胀风险值得警惕。

而且疫情后货币超发，股房市均积累了不小的涨幅，金融资产价格攀

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_27774

