国内宏观周报

宏观经济点评

货币政策如何应对通胀分化？

- **下半年 CPI 维持高位，PPI 持续下滑，通胀指标持续分化，对货币政策走向的判断变得困难。**5 月 CPI 当月同比上行至 2.7%，为 15 个月以来的最高值，PPI 当月同比下行至 0.6%。CPI 与 PPI 走势分化在下半年将会持续存在。原因在于，猪肉价格上涨将会带动下半年 CPI 当月同比维持高位，我国和全球经济走弱，大宗商品价格涨势趋缓，甚至下降，叠加基数抬升，PPI 当月同比将会持续下行。货币政策目标之一是维持物价稳定。然而，在 CPI 和 PPI 两类通胀指标分化的背景下，货币政策究竟会盯住何种指标，市场对其判断变得困难。**2015 年下半年至 2016 年上半年也出现类似通胀分化显现，PPI 下行，经济面临下行压力，货币政策定位为宽松。**从历史数据中寻找货币政策应对通胀分化的经验，对于我们判断当前货币政策走向具有非常重要的借鉴意义。2015 年下半年至 2016 年上半年的情形与当前类似。2015 年下半年至 2016 年上半年，CPI 当月同比均值为 1.8%，PPI 当月同比均值为 -4.9%，分别比 2015 年上半年上升 0.6 个百分点和下降 0.2 个百分点。此外，当时 CPI 当月同比上升的一个重要原因也是猪肉价格大幅上涨。2015 年下半年，猪肉价格开始大幅上涨。2015 年下半年至 2016 年上半年 CPI 中猪肉价格当月同比均值为 22.3%，比 2015 年上半年高出 19.6 个百分点。我们在《中国 PPI 下行，全球央行逐渐进入降息通道》中指出，PPI 不仅是我国，也是全球经济和需求的敏感指标。2015 年下半年至 2016 年上半年 PPI 当月同比不仅为负，且跌幅扩大，表明当时全球和我国经济始终较弱。2015 年下半年至 2016 年上半年 OECD 综合领先指标、全球摩根大通全球制造业 PMI 不断下行，全球经济确实在走弱。全球经济走弱，我国出口随之下滑，经济也出现下行。2016 年上半年 GDP 同比下行至 6.7%。面对经济下行压力，货币政策定位为宽松。2015 年下半年至 2016 年上半年三次下调法定存款准备金率，两次下调存贷款基础利率，表明在经济与通胀之间，货币政策更加注重经济增长，也就是说，间接地盯住 PPI 多于 CPI。**今年下半年 PPI 下行，全球和我国经济偏弱，CPI 维持高位并不会对货币政策构成明显制约。**今年下半年 PPI 预计进一步下行，表明我国和全球经济偏弱。OECD 综合领先指标、全球摩根大通全球制造业 PMI 等领先指标持续下行，5 月制造业 PMI 下行至荣枯线以下。我国经济面临下行压力，叠加中美贸易摩擦影响，货币政策将会更加关注经济。下半年 CPI 维持高位的重要原因是非洲猪瘟导致猪肉供给收缩，属于供给侧原因。货币政策主要影响需求侧，货币政策收紧不能有效地解决下半年 CPI 过高的问题。此外，核心 CPI 维持低位，如果原油价格下跌，CPI 在边际上继续大幅上行的可能性较小，因此 CPI 维持高位并不会对货币政策构成明显制约。**我们判断年内还会调低法定存款准备金，调低逆回购、MLF 利率，不排除下调存贷款基础利率的可能性。**
- **中观层面，6 月生产依然偏弱。**从需求来看，6 月以来 30 大中城市商品房日均销售面积同比由涨转跌；100 大中城市土地成交面积同比由涨转跌，土地成交总价同比涨幅收窄；截止 6 月 9 日乘联会汽车零售同比跌幅扩大。从生产来看，6 月以来六大发电集团日均煤耗同比跌幅收窄；全国高炉开工率均值同比下行。从价格来看，6 月以来原油、钢铁和有色价格均值下跌，预计 6 月 PPI 环比为负，PPI 同比继续下行；6 月以来猪肉和水果价格均值上涨，蔬菜价格均值下跌，预计 CPI 环比小幅上涨，CPI 当月同比维持高位。
- **金融市场方面，资金价格上涨，债券收益率上行，人民币兑美元微贬，全球股市上涨，国内工业品价格整体分化。**货币市场方面，上周央行净投放资金 650 亿元。资金价格上升，资金面有所缩紧。债券市场方面，到期收益率上行，期限利差持续收窄，信用利差持续走扩。外汇市场方面，人民币兑美元微贬，美元指数上涨，即期市场交易量下降。股票市场和商品市场方面，全球股市上涨，黄金价格上涨，原油价格下跌，国内工业品价格整体分化。

风险提示：财政宽松力度不足、货币政策过紧、信用进一步收缩、房地产行业出现风险、中美贸易摩擦升温。

边泉水 分析师 SAC 执业编号：S1130516060001
bianquanshui@gjzq.com.cn

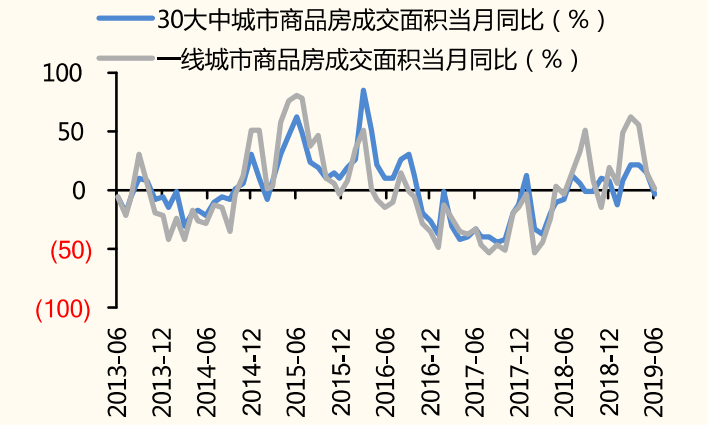
段小乐 联系人
(8621)61038260
duanxiaole@gjzq.com.cn

林玲 联系人
linling1@gjzq.com.cn

一、中观市场方面，6月生产依然偏弱

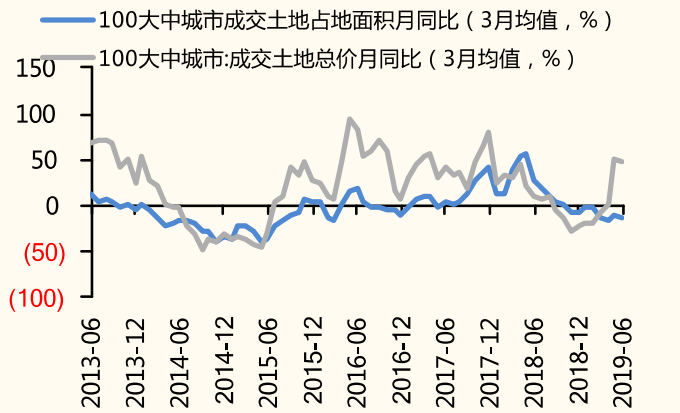
- **6月以来30大中城市商品房日均销售面积同比由涨转跌。内部结构上，一、三线城市同比涨幅收窄，二线城市同比由涨转跌。**具体来看，30大中城市商品房日均销售面积同比为-2.2%（前值14.2%）。一线城市同比1.9%（前值14.5%）、二线城市同比-9.8%（前值14.4%），三线城市同比7.8%（前值13.6%）。北京、深圳商品房销售面积同比涨幅扩大，上海、广州商品房销售面积同比由涨转跌。
- **6月以来土地成交面积同比由涨转跌，土地成交总价同比涨幅收窄；商品房用地成交面积同比由涨转跌，工业用地成交面积同比跌幅扩大。**从100大中城市土地成交情况上看，土地成交面积同比为-31.7%（前值0.5%），土地成交总价同比为12.6%（前值为118.2%）；从分项土地成交面积来看，商品房用地成交面积同比为-5.2%（前值48.2%），工业用地成交面积同比为-56.8%（前值为-26.6%）。
- **截止6月9日汽车零售同比跌幅扩大。**具体来看，截止6月9日，乘联会车市零售同比为-24.1%（前值-9.0%），乘联会车市批发同比为-48.0%（前值-32.0%）。

图表1：6月以来商品房日均销售面积同比由涨转跌



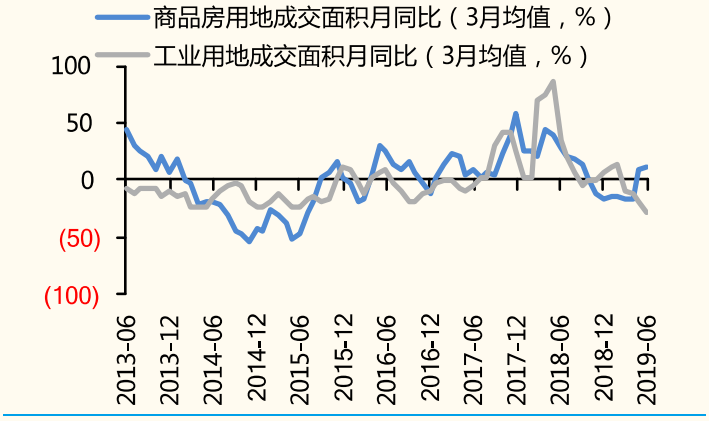
来源：Wind资讯，国金证券研究所

图表2：6月以来土地成交面积同比由涨转跌



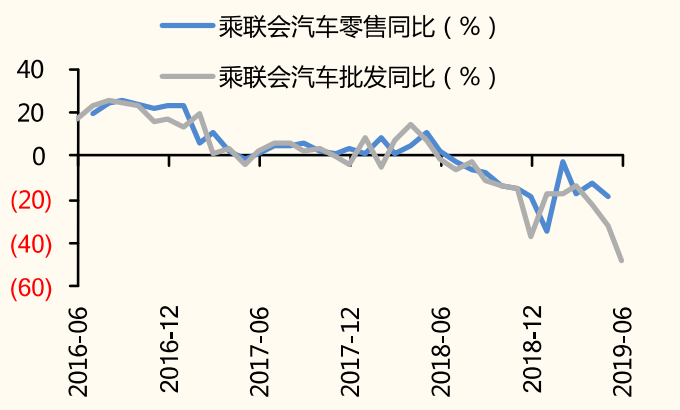
来源：Wind资讯，国金证券研究所

图表3：6月以来商品房用地成交面积同比由涨转跌



来源：Wind资讯，国金证券研究所

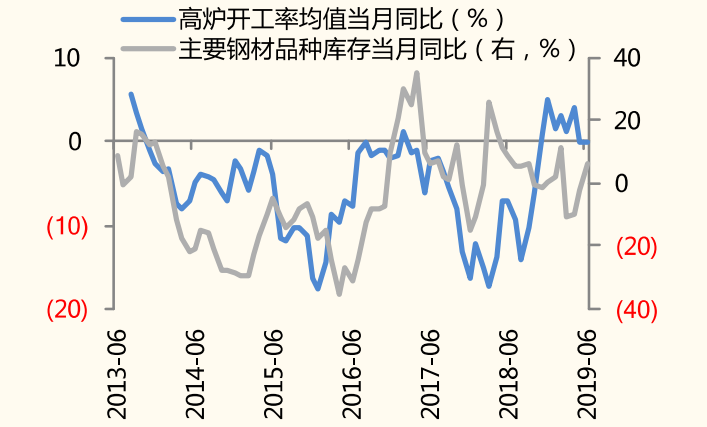
图表4：截止6月9日汽车零售同比跌幅扩大



来源：中国汽车工业协会，国金证券研究所

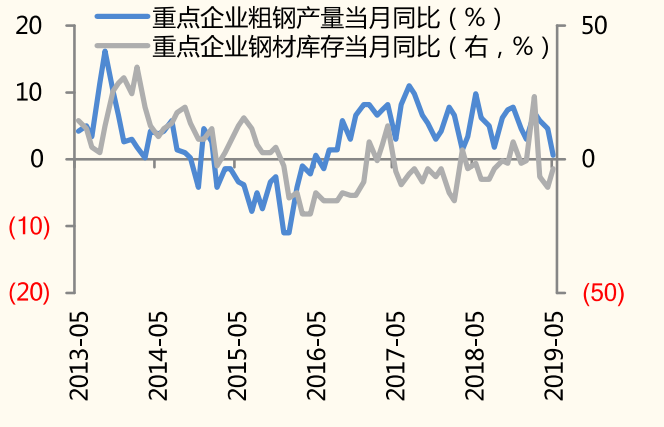
- **6 月以来高炉开工率均值同比下行，钢铁社会库存同比由跌转涨。**具体来看，6 月高炉开工率均值为 71.4%，同比为-0.1%（前值 0.0%）。钢铁社会库存同比为 6.4%（前值-2.5%）。
- **6 月以来六大发电集团日均耗煤量当月同比跌幅收窄。**具体来看，6 月以来六大发电集团日均煤耗同比为-12.4%（前值-18.9%）。

图表 5：6 月以来高炉开工率同比下行



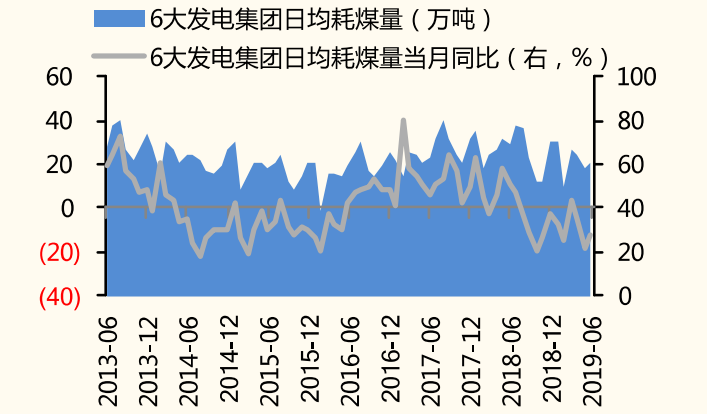
来源：中国钢铁工业协会，国金证券研究所

图表 6：5 月重点钢铁企业粗钢产量同比下滑



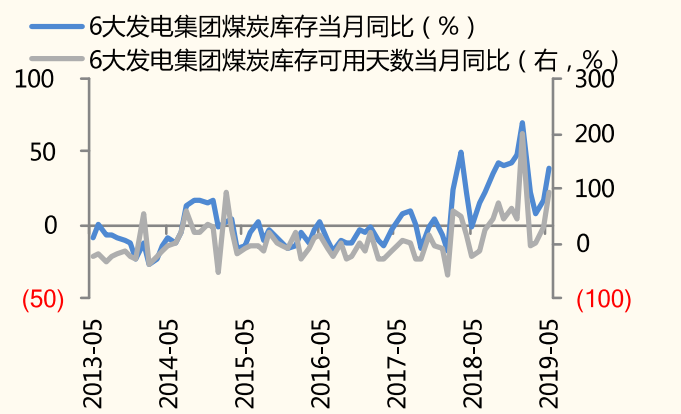
来源：中国钢铁工业协会，国金证券研究所

图表 7：6 月以来 6 大发电集团日均煤耗同比跌幅收窄



来源：Wind 资讯，国金证券研究所

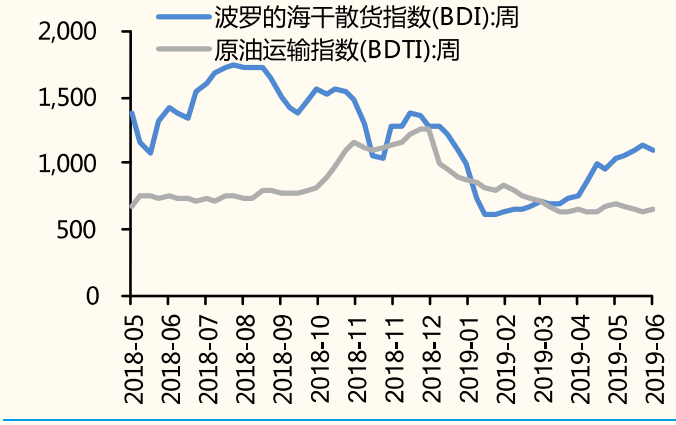
图表 8：5 月 6 大发电集团煤炭库存同比上升



来源：Wind 资讯，国金证券研究所

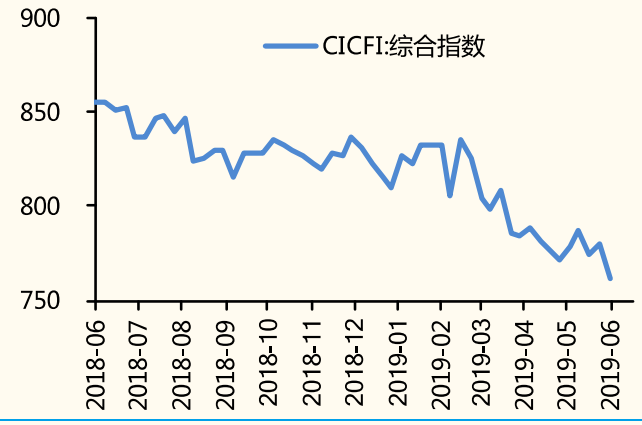
- **上周 BDI 下降，BDTI 上升；CICFI 下降，CCFI 上升。**
- **上周铁矿石日均疏港量下降至 291.6 万吨，港口库存下降。**上周焦炭港口库存下降 1.0%，焦炭企业库存上升 8.5%。

图表 9：上周BDI下降，BDTI上升



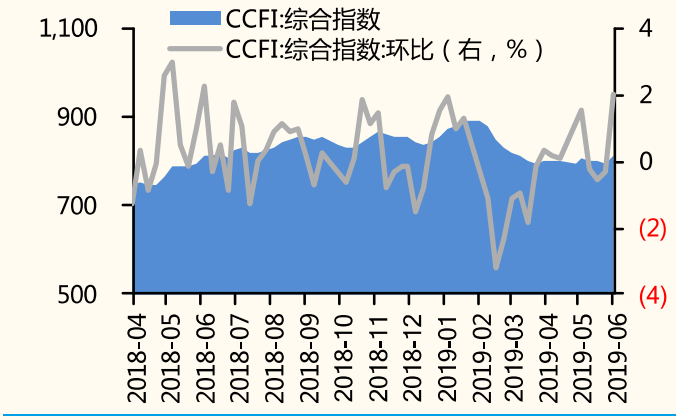
来源：Wind 资讯，国金证券研究所

图表 10：上周CICFI下降



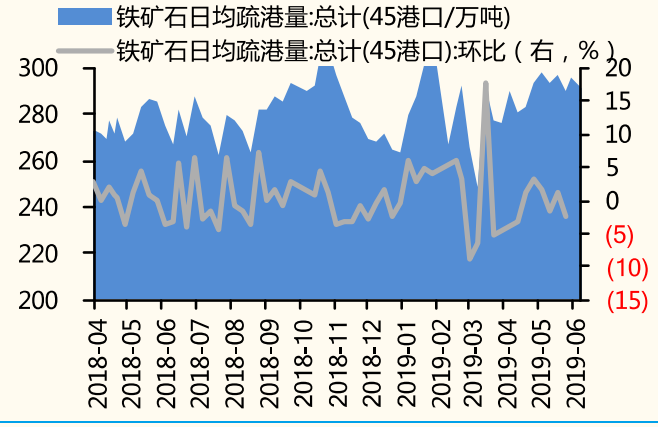
来源：Wind 资讯，国金证券研究所

图表 11：上周CCFI上升



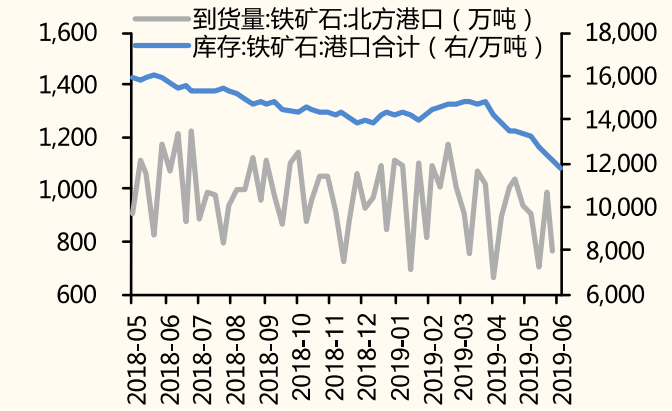
来源：Wind 资讯，国金证券研究所

图表 12：上周铁矿石日均疏港量下降



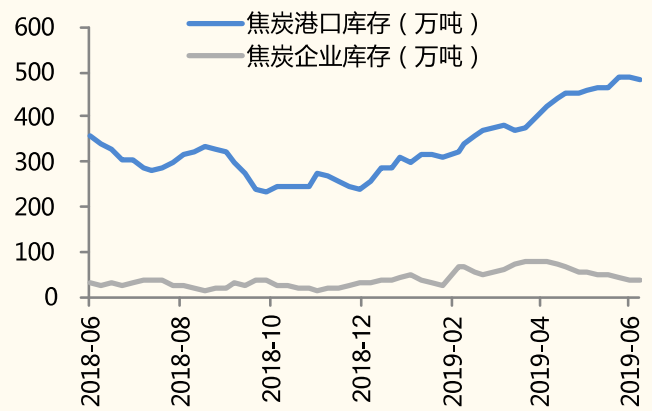
来源：Wind 资讯，国金证券研究所

图表 13：上周铁矿石港口库存下降



来源：Wind 资讯，国金证券研究所

图表 14：上周焦炭企业库存上升，港口库存下降

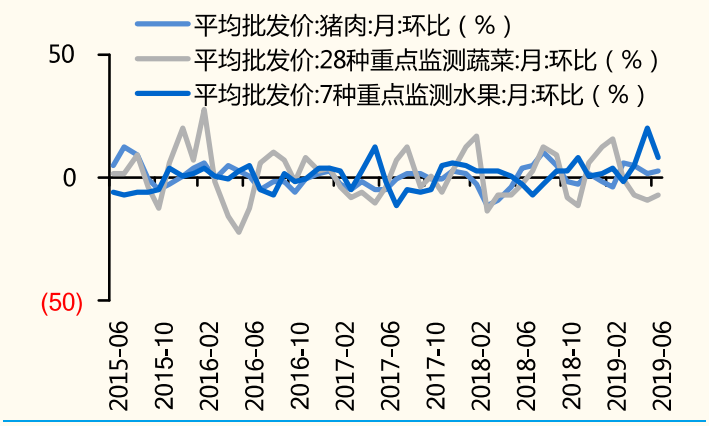


来源：Wind 资讯，国金证券研究所

- **6 月以来水果价格均值上涨较多，原油、钢铁和有色价格均值下降。**农产品方面，6 月以来猪肉价格均值上升（2.3%，前值 1.4%），蔬菜价格均值下降（-6.9%，前值-8.6%），水果价格均值上升（7.9%，前值 20.3%）；工业品方面，原油价格均值下降（-12.3%，前值-1.9%），水泥价格均值下降（-0.3%，前值

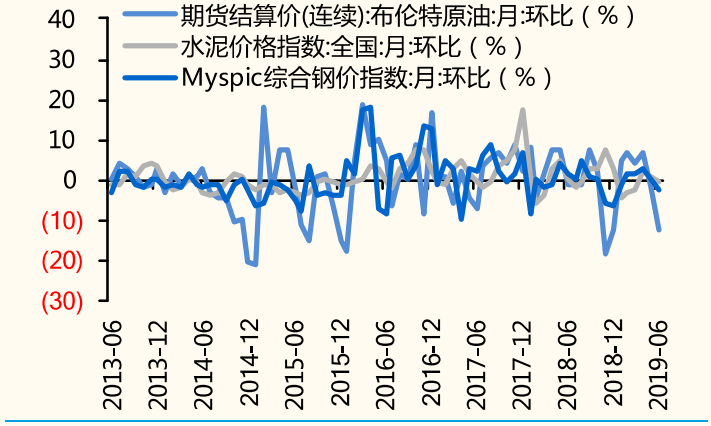
0.9%），钢铁价格均值下降（-2.5%，前值-0.1%），有色价格均值下降（-1.7%，前值-3.3%）。

图表 15：6 月以来猪肉和水果价格均值上涨



来源：Wind 资讯，国金证券研究所

图表 16：6 月以来原油和钢铁价格均值下降

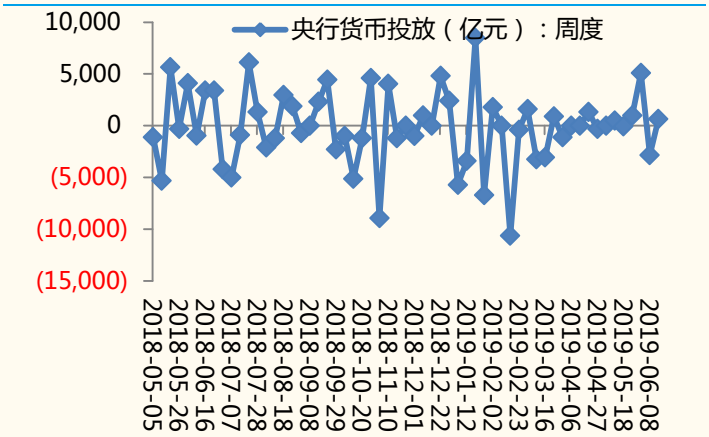


来源：Wind 资讯，国金证券研究所

二、金融市场方面，资金价格上升，债券收益率整体上行，人民币兑美元微贬，全球股市上涨，国内工业品价格整体分化。

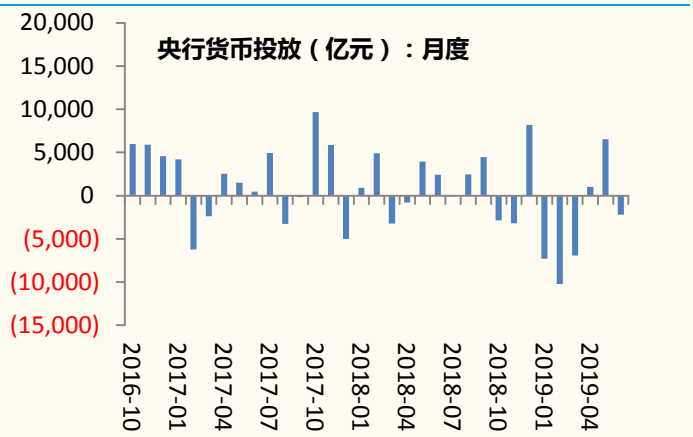
- **货币市场方面，上周央行净投放资金 650 亿元，资金价格上升，资金面有所缩紧。**从资金投放量来看，上周央行净投放资金 650 亿元，其中七天逆回购到期 2100 亿元，续作 550 亿元亿元，28 天逆回购投放 2200 亿元。资金价格上升，资金面有所缩紧。具体来看，上周 R001 上行 19bp，R007 上行 7bp；DR001 上行 19bp，DR007 下行 1bp。R001-DR001 持平前值，R007-DR007 上行 7bp，说明银行融出资金意愿下降，非银行金融机构融资成本上升。
- **债券市场方面，到期收益率整体上行，期限利差持续收窄，信用利差持续走扩。**具体来看，1Y 国债到期收益率上行 8bp，1Y 国开债到期收益率下行 1bp；10Y 国债到期收益率上行 2bp，10Y 国开债到期收益率下行 3bp；1YAAA 企业债到期收益率上行 4bp、1YAA 企业债到期收益率上行 13bp、10YAAA 企业债到期收益率上行 3bp、10YAA 到期收益率上行 2bp。
- **外汇市场方面，人民币兑美元微贬，美元指数上涨，即期市场量下降。**上周，在岸人民币兑美元汇率微贬。美元指数上涨，美元兑日元、欧元、英镑均升值。
- **股票市场和商品市场方面，全球股市上涨，黄金价格上涨，原油价格下跌，国内工业品价格整体分化。**国内股市方面，上证综指上涨 1.9%；创业板指上涨 2.7%。国外股市方面，道琼斯工业指数上涨 1.4%，纳斯达克指数上涨 2.4%，德国 DAX 上涨 1.2%。国内商品市场方面，螺纹钢价格上涨 0.5%，铁矿石价格大涨 10%，焦炭价格下跌 1.8%。国际大宗商品方面，COMEX 黄金价格上涨 0.4%；ICE 布油价格下跌 2.0%，LME 铜下跌 0.5%。

图表 17：上周央行净投放资金



来源：中国人民银行，国金证券研究所

图表 18：6 月以来央行净回笼资金



来源：中国人民银行，国金证券研究所

图表 19：06/10-06/14 周国内货币市场利率变化情况

指标	周末值（%）	周变动（bp）	月变动（bp）	年变动（bp）
银行间质押式回购加权利率：1天(R001)	1.77	19	(46)	(76)
银行间质押式回购加权利率：7天(R007)	2.51	7	(8)	(63)
存款类机构质押式回购加权利率:1天(DR001)	1.71	19	(45)	(76)
存款类机构质押式回购加权利率:7天(DR007)	2.50	(1)	(13)	(54)
R001-DR001(bp)	6	0	(1)	0
R007-DR007（bp）	1	7	5	(9)
SHIBOR:隔夜	1.72	20	(47)	(83)
SHIBOR:1周	2.57	(1)	(9)	(34)
7日年化收益率:余额宝	2.31	(0)	1	(31)
理财产品预期年收益率:人民币:全市场:3个月	4.15	(3)	(5)	(24)
票据直贴利率:6个月:长三角	3.29	(12)	(12)	(43)
温州指数:温州地区民间融资综合利率	16.24	30	40	109

来源：中国货币网，全国银行间同业拆借中心，Wind 资讯，天弘基金管理有限公司，温州市金融办，国金证券研究所

图表 20：06/10-06/14 周国内债券市场收益率变化情况

指标	周最高值(%)	周最低值(%)	周末值(%)	周变动(bp)	月变动（bp）	年变动（bp）
债券到期收益率						
中债国债到期收益率:1年	2.73	2.67	2.73	8	5	13
中债国债到期收益率:10年	3.27	3.23	3.23	2	(4)	0
中债国开债到期收益率:1年	2.92	2.87	2.87	(1)	0	12
中债国开债到期收益率:10年	3.68	3.62	3.62	(3)	(8)	(2)
中债企业债到期收益率(AAA):1年	3.39	3.34	3.39	4	6	(20)
中债企业债到期收益率(AAA):10年	4.49	4.45	4.49	3	3	16
中债企业债到期收益率(AA):1年	3.72	3.59	3.72	13	13	(41)
中债企业债到期收益率(AA):10年	5.55	5.51	5.55	2	2	13
期限利差(10Y-1Y，bp)						
中债国债期限利差	59	50	50	(6)	(10)	(13)
中债国开债期限利差	78	75	75	(2)	(8)	(14)
中债企业债期限利差(AAA)	111	110	110	(1)	(3)	36
中债企业债期限利差率(AA)	193	183	183	(11)	(11)	54
信用利差(企业债-国债，bp)						
中债企业债信用利差(AAA):1年	68	65	65	(4)	0	(34)
中债企业债信用利差(AAA):10年	126	118	126	1	7	16
中债企业债信用利差(AA):1年	98	92	98	5	7	(55)
中债企业债信用利差(AA):10年	232	224	232	0	6	13
国债期货						
CFETS 5年期国债期货	99	99	99	0.1%	0.4%	0.0%
CFETS 10年期国债期货	98	97	98	0.1%	0.7%	-0.2%

来源：中国债券信息网，中国金融期货交易所，国金证券研究所

图表 21：06/10-06/14 周外汇市场变化情况

指标	周最高值	周最低值	周末值	周变动幅度	月变动幅度	年变动幅度
美元兑人民币（CFETS）	6.94	6.91	6.92	0.1%	0.3%	0.8%
美元兑离岸人民币	6.96	6.92	6.93	0.0%	-0.1%	0.9%
离岸-在岸汇率价差（bp）	120	64	64	-56	-285	20
即期询价成交量：美元兑人民币			249.7	-16.2	-110.9	-30.8
USDCNY: NDF 1年			6.99	0.1%	0.4%	1.4%
CFETS人民币汇率指数			93.18	0.0%	-0.6%	-0.1%
巨潮人民币实际有效汇率指数	120.15	119.60	119.76	-0.4%	-0.8%	0.8%

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_11993