

不提通胀！4月政治局会议有何深意？

2021年05月02日

证券分析师 陶川

执业证号：S0600520050002

taoch@dzwzq.com.cn

研究助理 邵翔

shaox@dzwzq.com.cn

■ 4月政治局会议带给市场最大的意外可能就是没有提及通胀。此前高层在不同场合屡次提及对于大宗商品和通胀的关注，例如4月8日国务院金融稳定委员会第五十次会议上，刘鹤副总理表示“要保持物价基本稳定，特别是关注大宗商品价格走势”，而近期大宗商品价格的持续走高也导致市场陷入疑虑。4月会议无疑给市场吃下一颗“定心丸”：中央并不认为通胀是当前经济的主要风险。

■ 为何通胀不是当前政策的重点？一言以蔽之，“当前经济恢复不均衡、基础不牢固”，“大宗商品价格不具备长期上涨的基础”。今年以来部委之间对于经济复苏的解读存在不小的分歧，尽管信贷数据屡超市场预期，但是实体经济数据复苏仍差强人意，这在企业中长期贷款和制造业投资之间尤为突出（图1）。

■ 从历史上看，仅当通胀处于高位且经济增速高于潜在增速时，政治局会议才会明确关注通胀，当前条件并不成熟。今年第一季度经济实际增速（两年复合平均增速为5%）依旧低于潜在增速（央行估算为5.7%），与2017年类似，与2007年、2010年则存在较大差别，彼时经济实际增速明显高于潜在增速、存在过热的风险，通胀成为政策收紧的重要催化剂（图2）。今年经济增长两年复合平均增速的高点可能出现在第二、三季度。

■ 为何政治局对于通胀的表态很重要？政治局会议向来是观察高层政策变化的重要窗口，而政治局会议一旦表明关注和治理通胀，往往意味着经济中通胀风险较大，政策收紧的节奏将加快，例如2007年和2010年的情形（图3和图4）。

■ 不提通胀意味着什么？通胀担忧放缓，政策上“不急”的重要性当前高于“转弯”。类滞涨逻辑延后之下，第二季度不妨对股市和债市乐观一点，迎接100周年党庆。从历史上看，当PPI处于较高水平（4%以上），政策变化成为股债表现的重要边际变量，可以比较2010年和2017年的差别：

■ **股市**：2010年高层密切关注通胀，政治局表态后，货币政策持续收紧，股市在首次加息后不久见顶；2017年PPI上涨并未引发高层担忧，央行跟随美联储的加息非常温和，股市牛市未受影响（图5和6）。

■ **债市**：流动性和利率政策是核心影响因素。2010年初外汇占款大增下流动性保持宽松，叠加欧债危机的冲击，加息前高通胀没有导致国债收益率上行；2017年债券收益率上涨的主要推手是央行加息和阶段性收紧流动性（图7和8）。

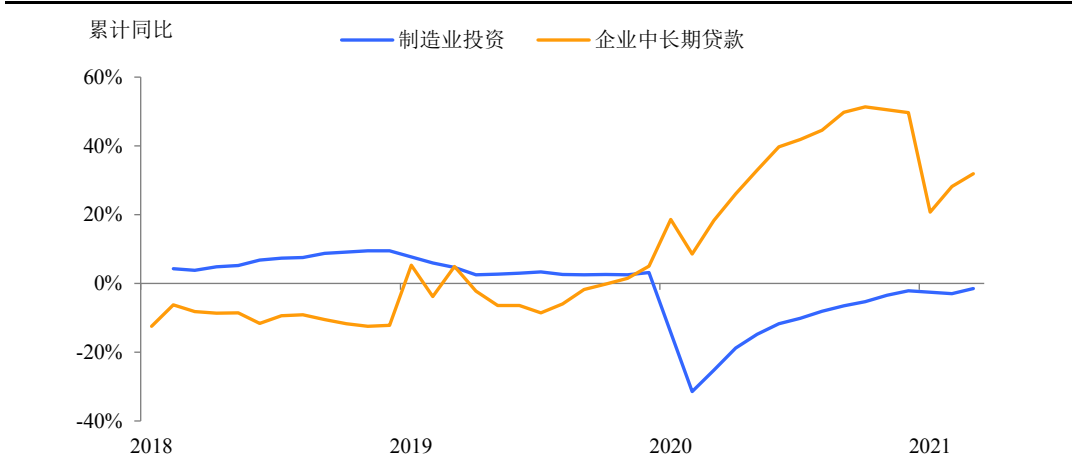
■ 展望后市，关注两个变盘点。今年第二季度的情形可能是PPI居于高位，市场对于政策进一步收紧的预期淡化，而流动性可能会较此前的市场预期略宽松（4月12日孙国峰司长在答记者问中表示将“保持银行体系流动性合理充裕，为政府债券发行提供适宜的流动性环境”），这种环境边际上对股债都较为友好。7月政治局会议是下一个重要节点，在此之前需要关注通胀发酵和海外疫情两个变盘点：若大宗商品持续上涨导致通胀形势严峻，关注通胀可能提上下次会议的议程；若海外疫情持续发酵，导致全球经济复苏出现二次探底的担忧（类似2010年欧债危机的冲击），这对股市不是好消息，但从侧面会利多债市。

■ 风险提示：经济复苏超预期导致过热，支持政策提前退出；中期经济动能不足，支持政策超预期；海外疫情继续发酵，海外经济复苏出现二次探底，美股出现大幅调整。

相关研究

- 1、《宏观点评 20210428：拜登基建第二弹来了》2021-04-28
- 2、《宏观点评 20210425：迎接一波大宗商品上涨》2021-04-25
- 3、《宏观点评 20210423：美国地产繁荣，A股谁受益？》2021-04-23
- 4、《宏观点评 20210422：从全球气候峰会看拜登绿色新政》2021-04-22
- 5、《宏观点评 20210422：流动性为何越来越淡定？》2021-04-22

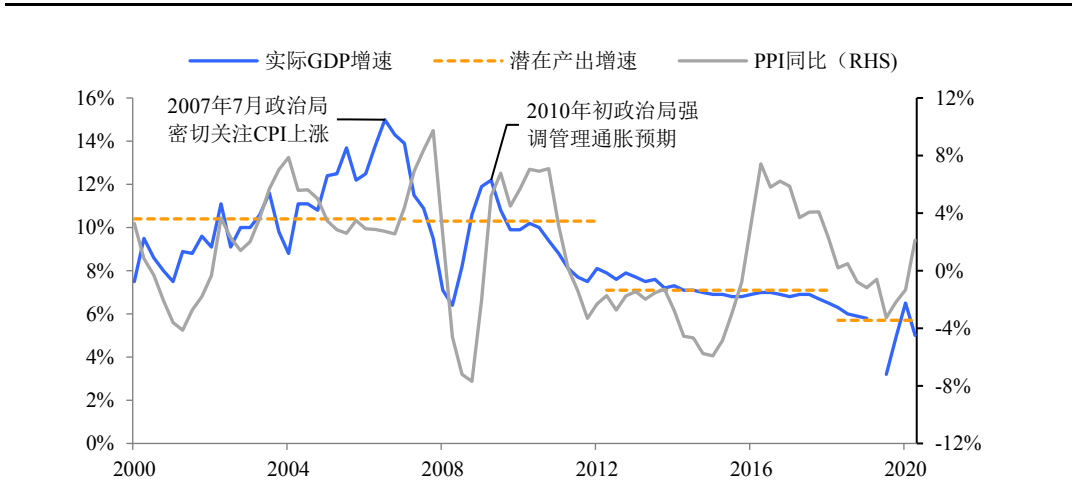
图 1: 企业中长期贷款和制造业投资复苏表现分化



注：2021 年的增速都调整为两年复合年均增速。

数据来源：Wind，东吴证券研究所

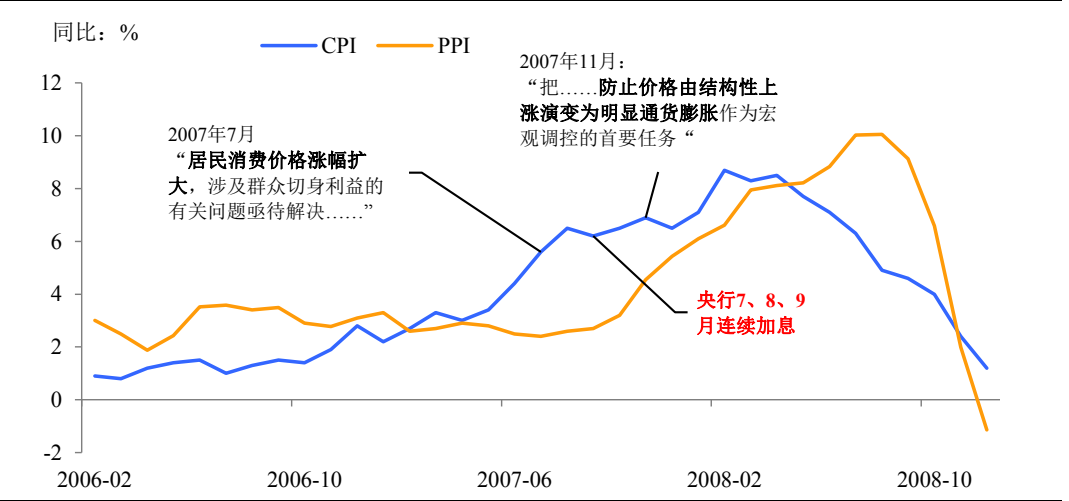
图 2: 经济增速（两年复合年均）依旧低于潜在增速或是会议保持克制的重要原因



注：2021 年的增速都调整为两年复合年均增速。

数据来源：Wind，中国人民银行，东吴证券研究所

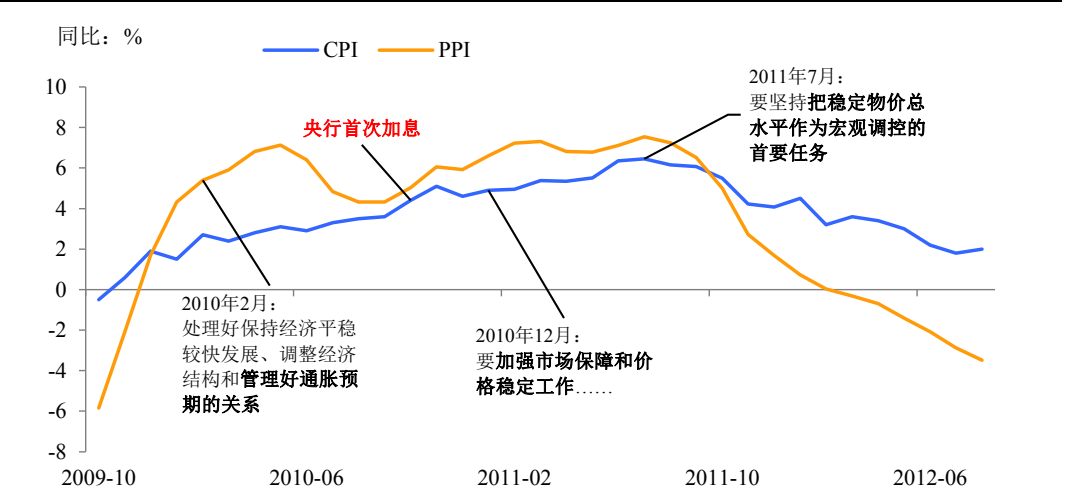
图 3: 2007 至 2008 年通胀上涨期间政治局论调和政策的变化



注: 2006 年初开始货币政策已经进入紧缩周期。

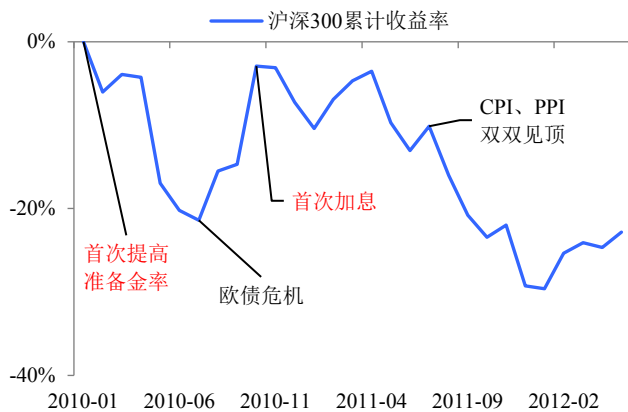
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 4: 2010 至 2011 年通胀上涨期间政治局论调和政策的变化



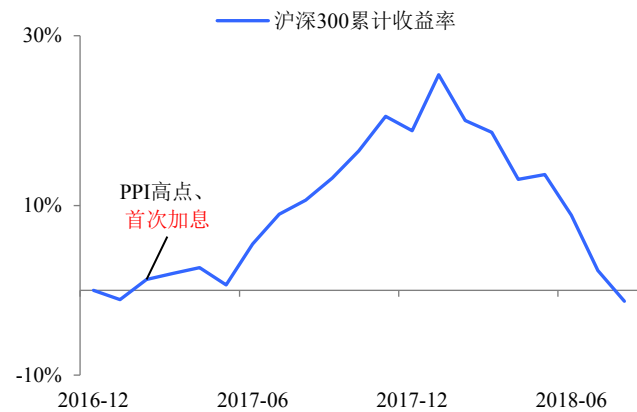
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 5: 2010 年 PPI 处于 4% 以上阶段沪深 300 的表现



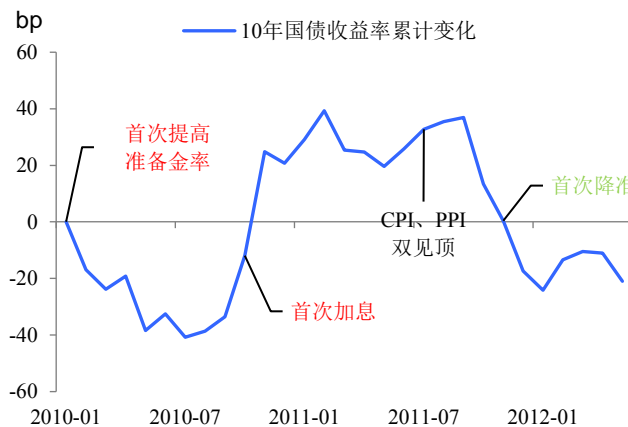
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 6: 2017 年 PPI 处于 4% 以上阶段沪深 300 的表现



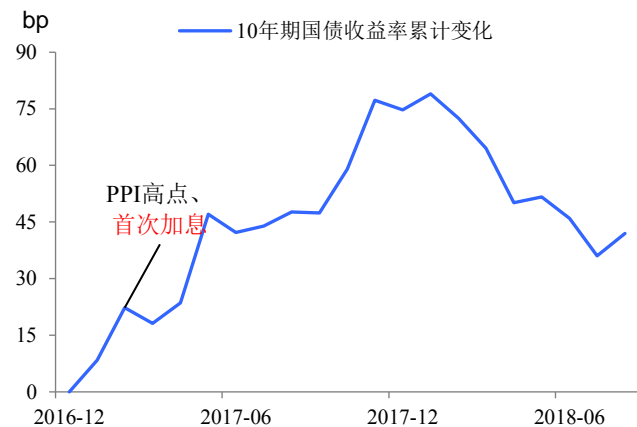
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 7: 2010 年 PPI 处于 4% 以上阶段 10 年期国债收益率的表现



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 8: 2017 年 PPI 处于 4% 以上阶段 10 年期国债收益率的表现



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

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_19496



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn