

通胀回落能给降准和降息理由吗？

2021年07月09日

证券分析师 陶川

执业证号：S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

研究助理 邵翔

shaoy@dwzq.com.cn

相关研究

1、《宏观点评 20210706：如何理解近期美元和美债利率走势？》2021-07-06

2、《宏观点评 20210630：6月PMI数据映射的三个经济基本面》2021-06-30

3、《宏观点评 20210628：6月经济放缓的压力有多大？》2021-06-28

4、《宏观点评 20210622：广东疫情对近期出口的影响有多大？》2021-06-22

5、《宏观点评 20210617：不急taper想早加息，美联储有何深意？》2021-06-17

■ **经济动能放缓和监管趋严下，PPI环比明显降温。**5月至6月国家明显加强了对于大宗商品价格的监测和管理，6月PPI环比增长0.3%，相较5月（环比增速为1.6%）明显降温，这也导致6月PPI同比增速小幅下滑至8.8%（前值9.0%）。从结构上看，6月涨价更多地向上游采矿业集中，而上游冶炼和中下游企业涨价并不明显。具体看，钢才、有色冶炼等行业环比降速明显，由正转负，例如黑色金属冶炼加工价格环比下降0.7%，不过高温天气带来的动力煤需求上升导致煤炭行业继续环比上涨5.2%，预计之后会随需求回落（图1）。

■ **食品和疫情拖累，CPI同比放缓，剪刀差继续维持在历史高位。**CPI同比录得1.1%。其中食品项和疫情反复对出行的影响是两个主要拖累因素（图2）。农产品的压力依然没有传导至猪肉，尽管行业出现亏损（图3），但6月生猪产能持续恢复叠加需求季节性偏弱，猪肉环比下跌13.6%；而广东等地区局部疫情的反复，飞机票、住宿等出行相关价格转为回落。

■ **同样回落0.2%，但下游的压力更大了。**6月PPI和CPI同比都回落了0.2个百分点，但是从基数效应和新涨价因素来看，两者体现了不同的通胀含义：从基数上看，PPI翘尾因素回落0.6%，CPI则上涨0.1%；从今年的涨价情况来看，PPI较上月扩大0.4%，而CPI则回落0.3%。因此，尽管PPI与CPI的剪刀差与上月持平，但新涨价因素剪刀差继续扩大，这表明下游涨价更加乏力，压力反而有所上升（图4）。

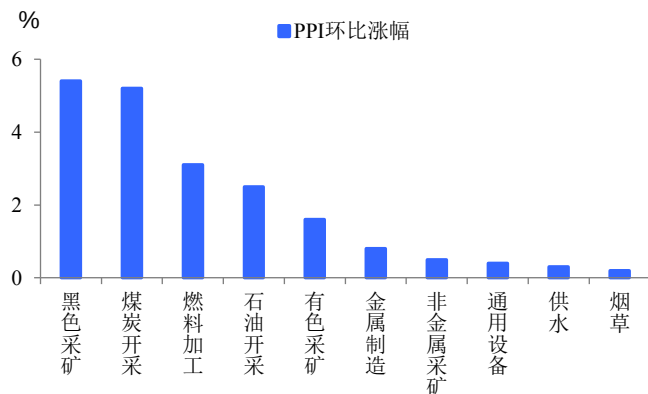
■ **通胀能给降准和降息理由吗？**从通胀的表现和可能的走势来看，我们认为当前释放降准信号条件具备，但是降息的概率不大。

■ **通胀初定之后，稳信贷的优先级上升。**我们之前的报告和上述的分析说明当前上下游价格的传导依旧不顺畅，下游企业，尤其中小企业的压力更大了（图5），在通胀整体压力下降的情况下，稳信贷的重要性越来越高（图6）。而7月7日，国常会对降准的定位就是稳信贷——“加强对中小微企业的支持，促进综合融资成本稳中有降”。

■ **核心CPI和通胀预期仍有上涨风险，降息可能性不大。**我们之前一直强调核心通胀和通胀预期在央行的利率政策框架居于核心地位。6月尽管CPI疲软，但核心CPI表现稳健、同比持平0.9%，我们预计随着国内局部疫情放缓和疫苗注射率的明显提高，服务业相关的价格水平还有上升的空间，拉动核心CPI上涨。除此之外，根据央行的调查，第二季度城镇居民对于未来物价的预期在第一季度触底后明显反弹。核心CPI和通胀预期的反弹将成为央行降息的重要掣肘（图7和8）。

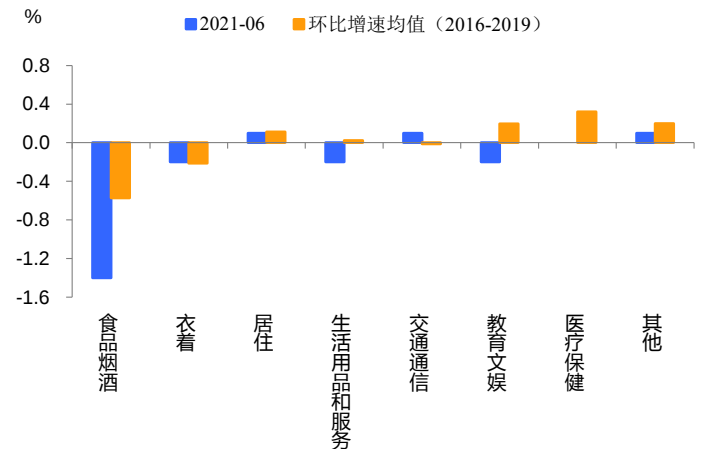
■ **风险提示：**经济复苏超预期导致过热，支持政策提前退出；中期经济动能不足，支持政策超预期；海外疫情继续发酵，海外经济复苏出现二次探底，美股出现大幅调整。

图 1： 2021 年 6 月 PPI 环比增速 TOP10



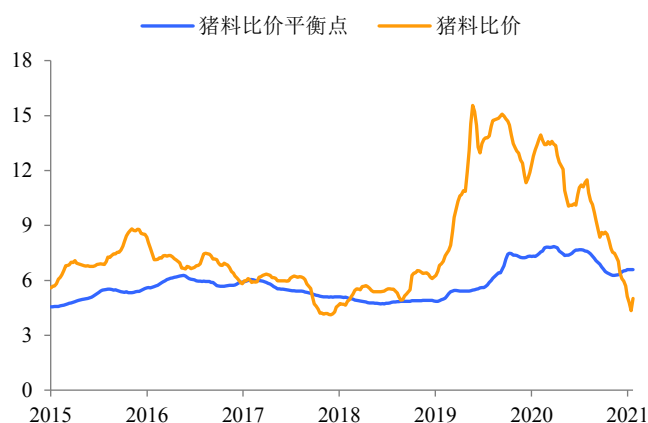
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 2： 6 月 CPI 主要组成部分环比变化



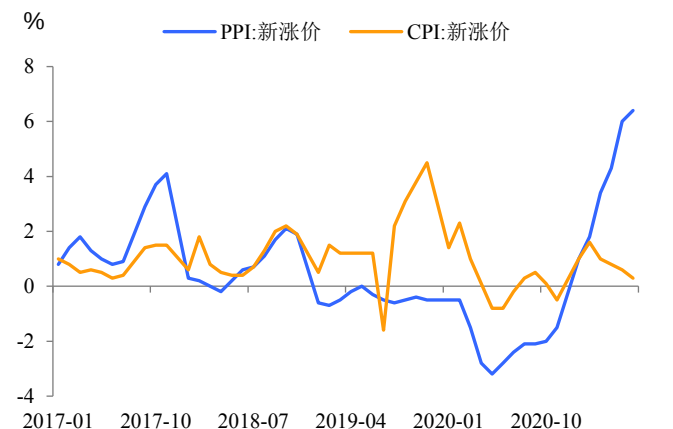
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 3： 养猪行业可能面临行业性亏损



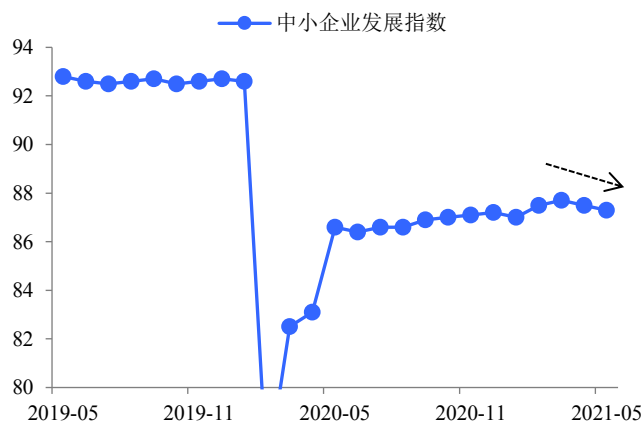
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 4： PPI 和 CPI 新涨价因素剪刀差继续拉大



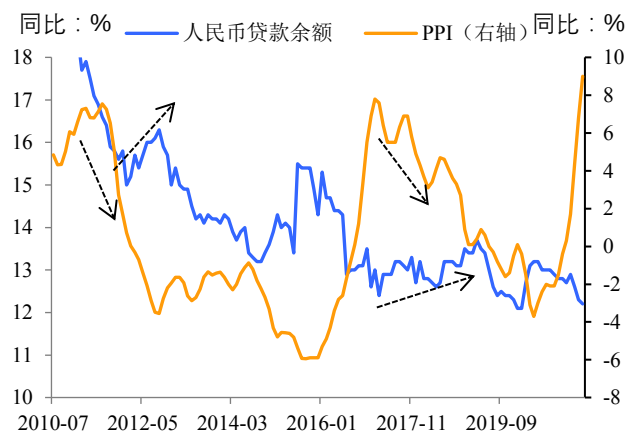
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 5: 中小企业压力持续上升



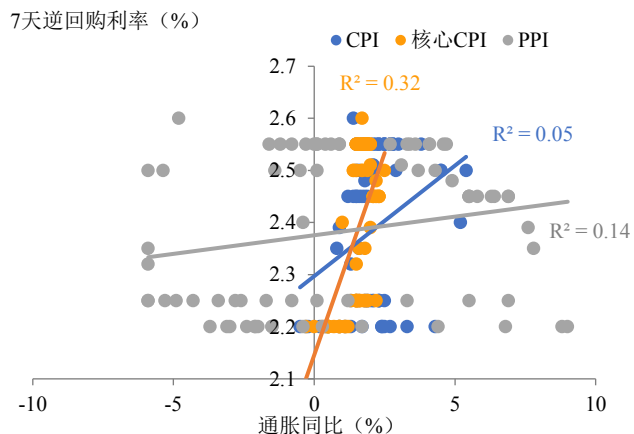
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 6: 通胀见顶后稳信贷的优先级上升



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

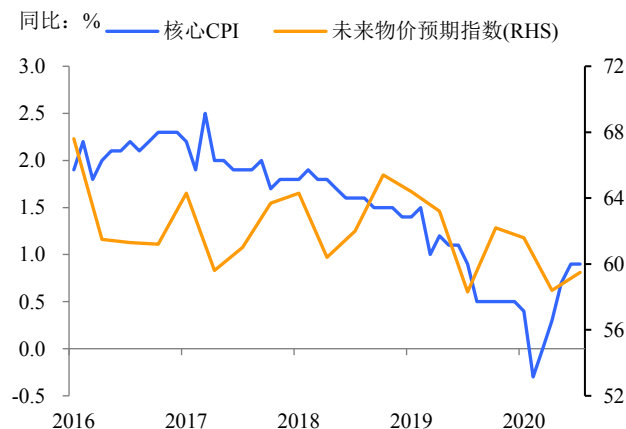
图 7: 央行的利率政策更加关注核心 CPI



注: 以上数据的时间区间为 2015 年 6 月至 2021 年 6 月。

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 8: 通胀见顶后稳信贷的优先级上升



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

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_20616

