

2020 年 09 月 09 日

物价并非市场核心逻辑，流动性才是

宏观研究团队

——宏观经济点评

赵伟（分析师）

zhaoweil@kysec.cn

证书编号：S0790520060002

杨飞（分析师）

yangfei1@kysec.cn

证书编号：S0790520070004

马洁莹（联系人）

majieying@kysec.cn

证书编号：S0790120080081

● **CPI 同比回落，非食品环比转正；食品基数拖累下，CPI 下行趋势年内或延续**
CPI 同、环比涨幅均回落，非食品环比 2 月以来首次转正。8 月，CPI 同比 2.4%、环比 0.4%，分别较上月回落 0.3 和 0.2 个百分点；其中，食品环比涨幅收窄 1.4 个百分点至 1.4%，非食品环比上涨 0.1%、为 2 月以来首次上涨。主要分项环比来看，猪价涨幅收窄 9.1 个百分点、为食品主要拖累项，鲜菜、蛋类等涨幅扩大；非食品中其他项、居住等涨幅扩大，或与旅游等线下活动恢复带动价格上涨有关。
食品基数拖累下，年内 CPI 下行趋势或仍将延续。8 月核心 CPI 同比 0.5%、与上月持平，为有数据以来历史最低，或反映需求修复整体尚偏弱。随着居民出行正常化，线下消费活动修复或对非食品价格形成一定支撑，但较难抵消食品基数对 CPI 的拖累。预计年内 CPI 或逐步回落，中性情景下年底可能回落至 1% 以下。

● **PPI 同比降幅收窄、环比涨幅回落；年内 PPI 上行或延续，但仍处通缩区间**
PPI 同比降幅继续收窄，环比涨幅回落、主要受石油、煤炭开采等拖累。8 月，PPI 同比下降 2%，降幅收窄 0.4 个百分点；环比上涨 0.3%，涨幅回落 0.1 个百分点。其中，生产资料环比上涨 0.4%、较上月回落 0.1 个百分点，生活资料环比上涨 0.1%、与上月持平。分行业环比来看，石油链、有色冶炼、农副食品等涨幅回落，煤炭开采、燃气生产供应等由涨转跌；黑色链、有色开采涨幅有所扩大。
年内 PPI 同比或逐步上行、但可能仍处于通缩区间。随着广义财政支出加快，及地产投资“韧性”延续，投资有望保持高增，对中上游商品价格形成一定支持；海外逐步复工，或带动全球大宗商品需求修复，也有利于 PPI 修复。但海外复工节奏可能受疫情反复、疫苗研发进度等影响，对需求和物价的影响仍需持续跟踪。

● **物价并非当前市场和政策核心逻辑，流动性分层下非银“负债荒”或加速凸显**
物价走势，并非当前市场和政策核心逻辑；资金空转等，使得货币政策更加注重精准导向。6 月，银行超储率只有 1.6%、创 2018 年以来同期新低；7 月和 8 月地方债等大规模发行，加速银行资金消耗，超储率可能已降至 1% 以下。年内来看，银行负债端仍面临政府债券供给、结构性存款压降等压制，降准必要性明显上升；但资金空转等，使得当局对防范化解风险的重视度提升，“不搞大水漫灌”。
随着年底临近，流动性分层下“负债荒”或加速凸显、同业收缩压力加大，或导致流动性环境阶段性易紧难松。逆回购、MLF 等加码投放，可一定程度补充银行资金缺口；但中小银行面临的结构性存款压降、同业存单续发压力较大，或减少对非银资金融出、加大资金赎回，进而加速同业收缩，放大银行和非银负债压力。

● **风险提示：**猪肉供给修复低预期，金融风险加速暴露。

相关研究报告

《宏观经济专题-潜在的“流动性”风险》-2020.9.6

《宏观经济专题-“旧改”的经济效应》-2020.9.6

《宏观经济专题-美国大选舆情跟踪框架构建》-2020.9.6

目 录

1、CPI 同、环比涨幅回落，下行趋势或延续	3
2、PPI 同比继续上行，年内转正可能性较低	4
3、物价并非市场核心逻辑，流动性才是	6
4、风险提示	7

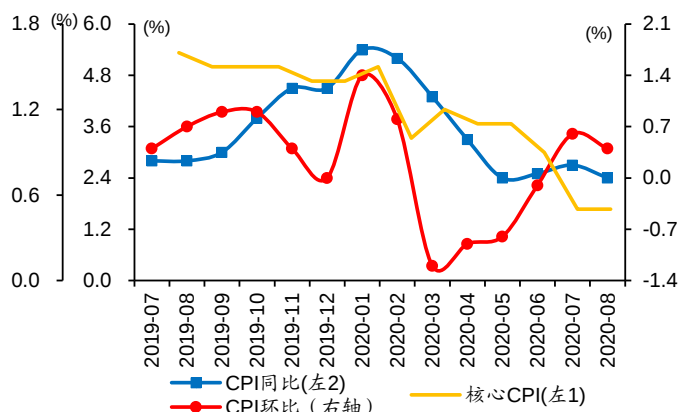
图表目录

图 1: 8 月, CPI 同比 2.4%, 核心 CPI 走平	3
图 2: 8 月, CPI 食品环比 1.4%, 非食品环比转正	3
图 3: 8 月, CPI 食品环比 1.4%, 低于历史均值	3
图 4: 8 月, CPI 非食品环比 0.1%, 2 月以来首次转正	3
图 5: CPI 食品分项中, 鲜菜和蛋类贡献较大	4
图 6: CPI 非食品分项中, 交通运输、其他项涨幅较大	4
图 7: 年内 CPI 或延续下行趋势	4
图 8: 8 月, PPI 同比降幅收窄、环比涨幅回落	5
图 9: 8 月, 生产资料环比涨幅回落、生活资料持平	5
图 10: 石油链、有色冶炼等环比涨幅回落, 煤炭开采、燃气生产供应等由涨转跌	5
图 11: 年内 PPI 同比或逐步抬升, 但仍处通缩区间	6
图 12: 7 月超储率或已降至 1.1% 左右	6
图 13: 货币市场利率在利率走廊内波动	7
图 14: 6 月以来, 货基和债基份额明显回落	7
图 15: 随着同业存单发行增多、到期规模也逐步上升	7
图 16: 同业存单接近一半由基金持有	7
表 1: 政策更加注重“精准导向”	6

1、CPI 同、环比涨幅回落，下行趋势或延续

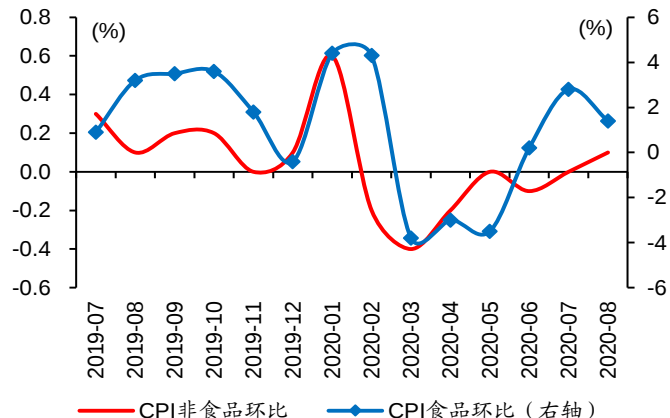
CPI 同、环比涨幅均回落，非食品环比 2 月以来首次上涨。8 月，CPI 同比 2.4%、环比 0.4%，分别较上月回落 0.3 和 0.2 个百分点；核心 CPI 同比上涨 0.5%，与上月持平。食品环比涨幅收窄 1.4 个百分点至 1.4%，低于近 10 年均值 1.5%；非食品项环比由上月持平转为 0.1%，为 2 月以来首次上涨，略高于近 10 年均值。

图1：8 月，CPI 同比 2.4%，核心 CPI 走平



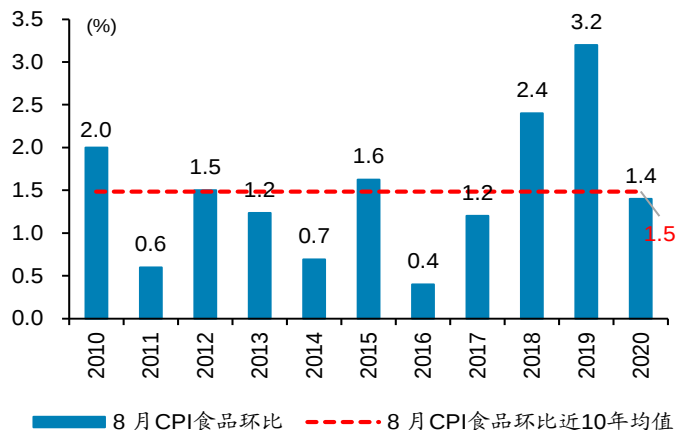
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：8 月，CPI 食品环比 1.4%，非食品环比转正



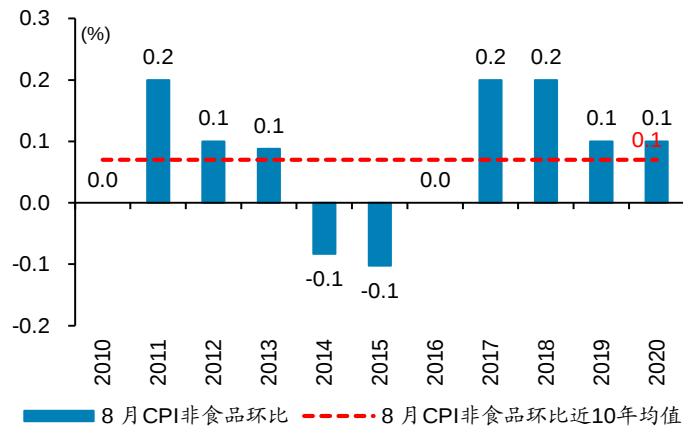
数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：8 月，CPI 食品环比 1.4%，低于历史均值



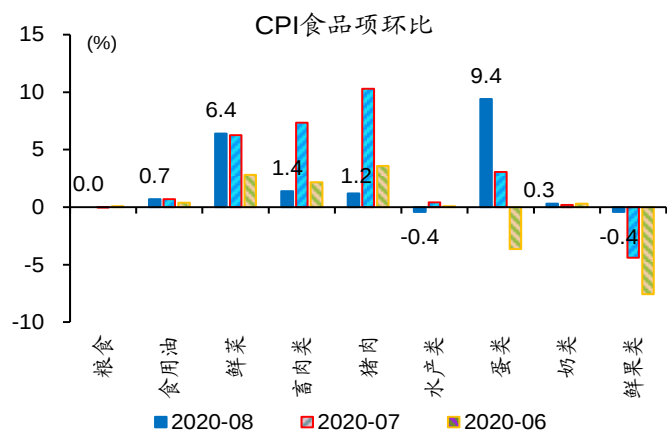
数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：8 月，CPI 非食品环比 0.1%，2 月以来首次转正

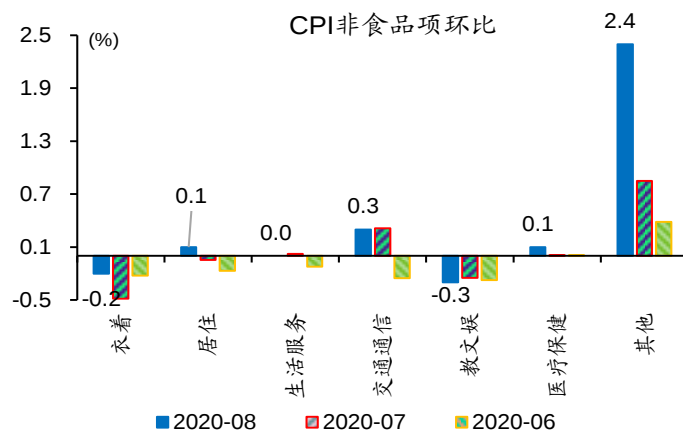


数据来源：Wind、开源证券研究所

分项环比来看，猪价涨幅收窄、为食品主要拖累项，鲜菜、蛋类等涨幅扩大；非食品项中其他项、居住等涨幅扩大。8 月，食品环比分项中，鲜菜环比上涨 6.4%，或缘于高温和降雨影响；蛋类环比 9.4%、涨幅扩大，与夏季产蛋率不高，叠加开学和中秋需求增加较多有关；猪肉环比 1.2%、涨幅收窄 9.1 个百分点。非食品中，交通运输、其他项环比上涨 0.3%和 2.4%，或与旅游等线下活动恢复带动价格上涨有关。

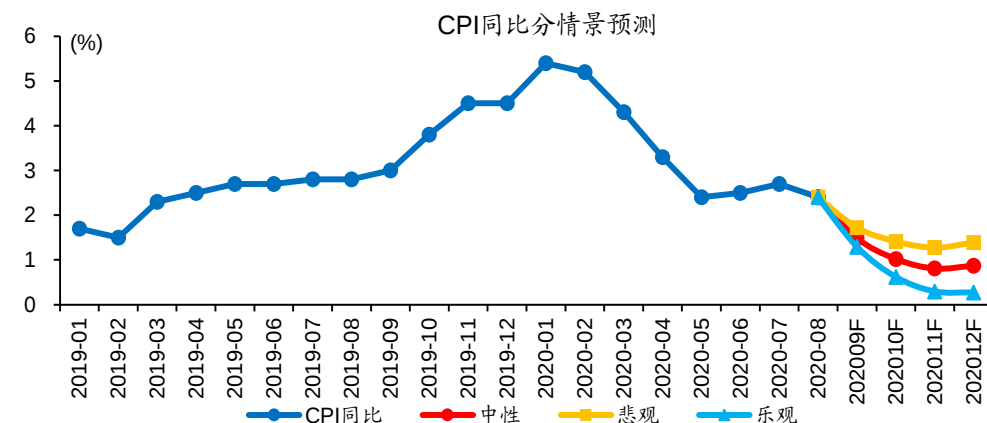
图5: CPI 食品分项中, 鲜菜和蛋类贡献较大


数据来源: Wind、开源证券研究所

图6: CPI 非食品分项中, 交通运输、其他项涨幅较大


数据来源: Wind、开源证券研究所

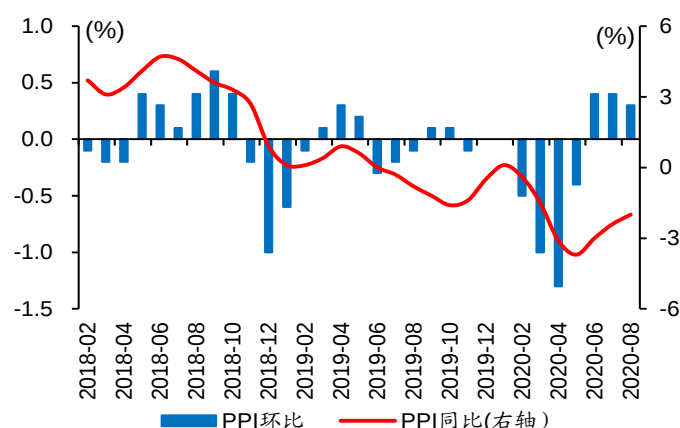
食品基数拖累下, 年内 CPI 下行趋势或仍将延续。8月核心CPI同比0.5%、与上月持平, 为有数据以来历史最低, 或反映需求修复整体尚偏弱。随着居民出行正常化, 线下消费活动修复或对非食品价格形成一定支撑, 但较难抵消食品基数对CPI的拖累。预计年内CPI或逐步回落, 中性情景下年底可能回落至1%以下。

图7: 年内 CPI 或延续下行趋势


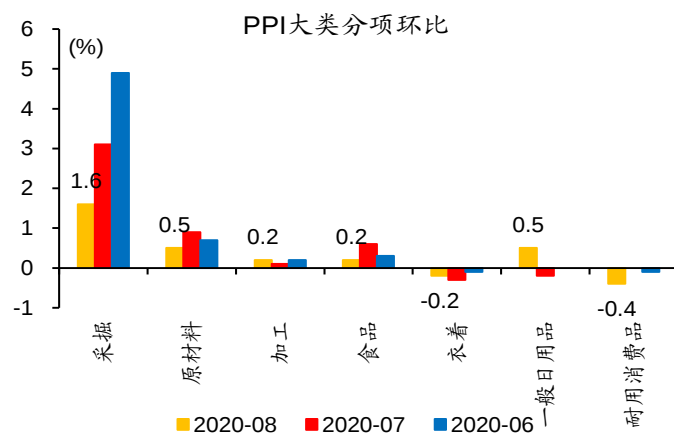
数据来源: Wind、开源证券研究所

2、PPI 同比继续上行, 年内转正可能性较低

PPI 同比降幅继续收窄、环比涨幅回落, 生产资料环比涨幅回落, 生活资料环比涨幅与上月持平。8月, PPI 同比下降2%、降幅收窄0.4个百分点, 环比上涨0.3%、涨幅较上月回落0.1个百分点。分大类环比来看, 生产资料上涨0.4%、涨幅较上月回落0.1个百分点, 缘于采掘工业和原材料工业拖累, 而加工工业涨幅扩大0.1个百分点; 生活资料上涨0.1%、与上月持平, 其中衣着降幅收窄、一般日用品由降转升。

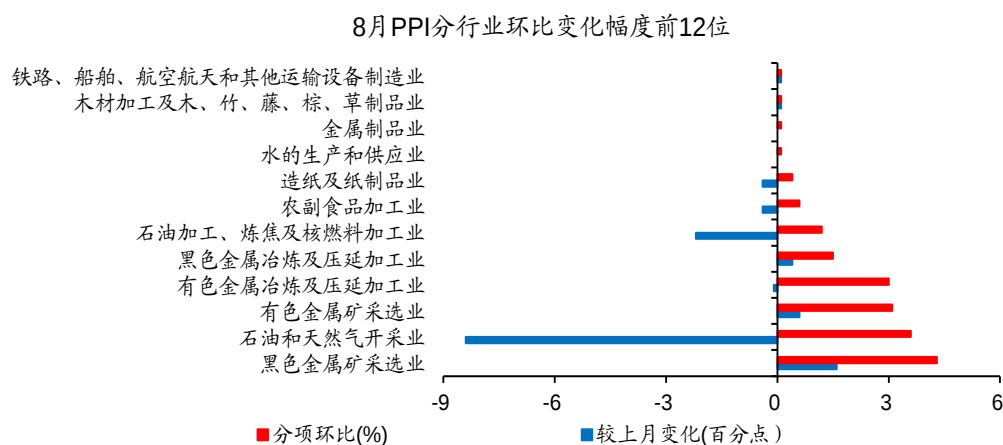
图8：8月，PPI同比降幅收窄、环比涨幅回落


数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：8月，生产资料环比涨幅回落、生活资料持平


数据来源：Wind、开源证券研究所

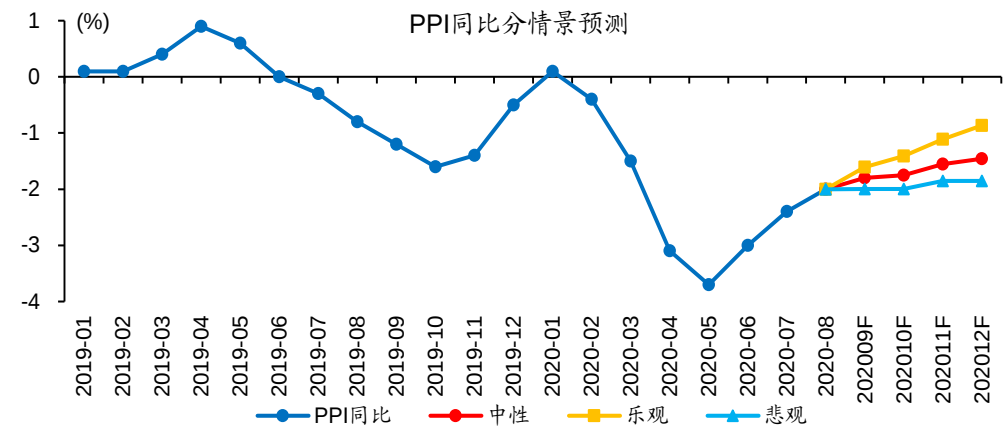
分行业环比来看，石油链、有色冶炼等涨幅回落，煤炭开采、燃气生产供应等由涨转跌，黑色链、有色开采涨幅扩大。8月，石油开采、石油加工、有色冶炼环比分别为3.6%、1.2%和3%，涨幅分别较上月回落8.4、2.2和0.1个百分点；煤炭开采和燃气生产供应环比分别为-0.9%和-0.2%，上月环比分别为0.6%和0.2%；黑色矿采和有色矿采环比分别上涨4.3%和3.1%，涨幅分别较上月扩大1.6和0.6个百分点。

图10：石油链、有色冶炼等环比涨幅回落，煤炭开采、燃气生产供应等由涨转跌


数据来源：Wind、开源证券研究所

年内PPI同比或逐步上行、但可能仍处于通缩区间。随着广义财政支出加快，及地产投资“韧性”延续，投资有望保持高增，对中上游商品价格形成一定支持；海外逐步复工，或带动全球大宗商品需求修复，也有利于PPI修复。但海外复工节奏可能受疫情反复、疫苗研发进度等影响，对需求和物价的影响仍需持续跟踪。

图11: 年内 PPI 同比或逐步抬升, 但仍处通缩区间



数据来源: Wind、开源证券研究所

3、物价并非市场核心逻辑，流动性才是

物价走势，并非当前市场和政策核心逻辑；资金空转等，使得货币政策更加注重精准导向。6月，银行超储率只有1.6%、创2018年以来同期新低；7月和8月地方债等大规模发行，加速银行资金消耗，超储率可能已降至1%以下。年内来看，银行负债端仍面临政府债券供给、结构性存款压降等压制，降准必要性明显上升；但资金空转等，使得当局对防范化解风险的重视度提升，“不搞大水漫灌”。

图12: 7月超储率或已降至1.1%左右

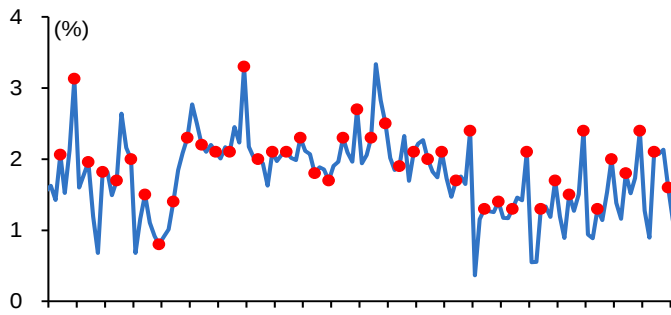


表1: 政策更加注重“精准导向”

时间	会议/文件	主要内容
4月3日	定向降准，并下调金融机构在央行超额存款准备金利率	定向下调存款准备金率1个百分点，超额存款准备金利率从0.72%下调至0.35%。
5月12日	促进中小企业发展工作领导小组会议	总量政策要注重结构性取向，努力满足中小企业资金需求。要加快中小银行信贷资产证券化，加大科技、普惠金融对中小企业的支持。
6月1日	关于进一步强化中小微企业金融服务的指导意见	不折不扣落实中小微企业复工复产信贷支持政策。安排中小微企业贷款延期还本付息，用好用足政策再贴现政策，落实开办性、政策性银行专项信贷额度，开展商业银行中小微企业金融服务能力提升工程。大幅增加小微企业信用贷款、首贷、无还本续贷。
6月24日	中国人民银行货币政策委员会2020年第二季度例会	稳健的货币政策要更加灵活适度，既要支持实体经济复苏与可持续增长，也要防范金融风险。稳健的货币政策要更加灵活适度，既要支持实体经济复苏与可持续增长，也要防范金融风险。稳健的货币政策要更加灵活适度，既要支持实体经济复苏与可持续增长，也要防范金融风险。
7月7日	金融支持稳企业保就业工作座谈会	要落实好有抵押的普惠信贷政策，重点支持制造业、战略性新兴产业等，提高制造业中长期贷款占比。要落实好中小微企业贷款延期还本付息政策，对普惠小微企业贷款要应延尽延。要加大对小微企业信用贷款支持力度，切实缓解小微企业融资难问题。
7月10日	2020年上半年金融统计数据新闻发布会文字实录	将继续做好“六稳”工作，落实“六保”任务，加大对小微企业、保就业的金融支持，预计M2和社会融资规模将保持平稳增长。稳健的货币政策要更加灵活适度，保持总量的适度，综合运用各种货币政策工具，保持流动性合理充裕，推动贷款实际利率持续下行和企业综合融资成本明显下降。为经济发展和稳企业保就业提供有力支持。
7月30日	中央政治局会议	货币政策要更加灵活适度、精准导向。要保持货币供应量和社会融资规模合理增长，推动综合融资成本明显下降。要确保新增融资重点流向制造业、中小微企业，宏观经济政策要加强统筹协调，促进财政、货币、信贷、产业、区域等政策形成合力。
8月7日	《2020年第二季度中国货币政策执行报告》	综合运用多种货币政策工具，保持流动性合理充裕。稳健的货币政策要更加灵活适度，有度有量地实施结构性货币政策工具，精准滴灌滴灌，提高政策的“直达性”，支持实体经济特别是中小微企业渡过难关、平稳发展。各金融机构要密切配合，保持流动性合理充裕。

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_2657

