

通胀先见顶还是信贷先见底？

2021年10月14日

证券分析师 陶川

执业证号：S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

研究助理 邵翔

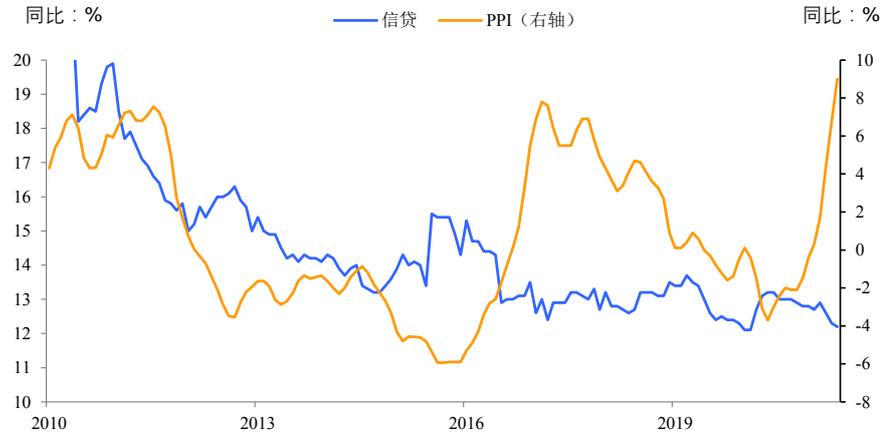
shaox@dwzq.com.cn

相关研究

- 1、《宏观月报 20211013：价涨量跌，出口高处不胜寒？》 2021-10-13
- 2、《宏观周报 20211012：中美取消互征关税有望助力 2022 年稳增长》 2021-10-12
- 3、《宏观周报 20211010：四季度货币政策还有哪些稳增长工具？》 2021-10-10
- 4、《宏观周报 20211008：9 月非农爆冷会影响美联储 11 月 taper 吗？》 2021-10-08
- 5、《宏观周报 20211006：国庆假期海外市场复盘的见微知著》 2021-10-06

- **从历史上看，通胀见顶和信贷见底的时间往往非常接近。**从数据上看，我国的信贷系统似乎具备内在的“反通胀性”，信贷的低点往往对应着通胀（我们以 PPI 作为代表，下同）的高点，通胀自高点回落也往往对应着信贷增速的企稳反弹（见图 1 和表 1）。从数据来看，2021 年 9 月金融机构信贷和社融增速继续刷新年内新低，而 PPI 则站上 10%、创年内新高，**从历史上看多数情况下 PPI 的高点会略领先于信贷的低点，这次还会一样？**
- **9 月信贷数据背后的信号。**从总量上看，2021 年 9 月新增 1.66 万亿人民币贷款，低于 2020 年和 2019 年同期。从结构上看，中长期贷款占比下滑，短期贷款占比上升，其中居民端中长期贷款占比下滑至 28%，处于近 5 年同期低位，这与 9 月地产销售同比继续降温相关；短贷及票据融资占比上升则可能与银行季末揽存和央行加码再贷款有关。由于社融的噪音（专项债的发行）问题，我们更关注信贷增速和信贷需求，有两个边际上的变化信号值得关注：
 - **从信贷增速上看，短贷及票据融资占比指标回升或与再贷款有关。**从历史上看，短贷和票据融资占比对于信贷增速的变化有较好的指示作用，在 2014 年和 2017 年信贷触底的过程中这一占比也出现明显的反弹，考虑到央行再贷款政策和季节性因素，在央行额外采取措施的情况下，这一比例在下个月将回落，信贷增速反弹尚不稳（图 2）；
 - **从贷款需求上看，地产信用事件的解决十分关键。**2021 年 9 月末贴现银行承兑票据同比少增 1488 亿元，背后是房地产信用事件对供应链金融的冲击、疫情反复和能耗双控对企业经营的影响。**未贴现票据指标的企稳并不稳固，后续主要关注地产信用事件的发展和推进。**
- **PPI 同比超过 2008 年，供给因素是重要的原因。**2021 年 9 月 PPI 同比创下 1996 年以来的新高，其中供给受限的中上游行业上涨幅度最大，煤炭、钢铁首当其冲，对于 PPI 同比的影响也居于前列（涨幅最大的 10 个行业对于同比的贡献接近 90%）（图 3）。9 月升级的能耗双控政策进一步加剧了这一特征。
- **从能耗双控到冬春保供，通胀的节奏会如何变化？**2021 年 9 月底以来为了缓解能源紧张和大宗商品上涨的压力，国家从主要从能源保供和扩大电价浮动区间等方面采取了行动。如何看待这一政策变化对于通胀，尤其 PPI 变化节奏的影响？
- **我们认为 2016 年至 2017 年煤炭、钢铁去产能的经验可能是值得参考的。**我们试着从政策变化、供给、需求和海外环境四个方面对比 2021 至 2022 年初和 2016 至 2017 年的异同（表 1）：
- **政策节奏方面，2021 年和 2016 至 2017 年存在相似之处。**第三季度能去产能（能耗双控）加速；9 月开始冬春能源保供压力上升，发改委等部门放松对煤、气、电行业的管控；次年初、气温转暖后，环保限产压力上升（2022 年初北京冬奥会的举办可能导致对环保的诉求上升）。
- **供给方面，与 2016 至 2017 年不同，2021 年上中游企业的产能利用率处于历史较高水平，而库存则处于历史较低甚至最低水平，我们以煤炭行业为例，这一点尤其突出。**供给因素十分重要，因为在产能利用率更高的情况下，需求的上升会导致价格出现更大幅度的上涨。
- **需求方面，2021 年年内和 2022 年年初，需求端的压力可能相较更大。**一方面，2016 年冬天气温较高，但今年可能会面临冷冬，居民端的电热需求可能更大；另一方面，政府专项债开始明显加速，2021 年第四季度末和 2022 年初基建发力会刺激需求。
- **海外方面，两个时间段铜、油等国际大宗商品都出现较大幅度的上涨。**其中 2016 年铜的涨幅和截至 2021 年 10 月类似，但前者的原油涨幅更大。
- **综合以上考量，我们认为未来两个季度 PPI 的变化节奏可能和 2016 年末至 2017 年初类似，考虑能耗双控收紧（9 月），山西洪水（10 月）的阶段性冲击。我们认为 2021 年 PPI 高点可能出现在 11 月，同比可能达 12%左右；2022 年第一季度 PPI 同比将继续保持高位。**CPI 方面，电价浮动区间上涨的影响有限且滞后，根据投入产出表的计算，电价每增长 10%，CPI 涨幅可能在 0.4%左右，且需要时间传导。考虑到某些中上游行业价格对 CPI 的传导不畅，实际影响应该更小，**维持 2020 年第四季度和 2021 年上半年 CPI 同比增速不及 2%的判断。**
- **展望后市，通胀高点和信贷低点将在 2021 年第四季度出现。**由于专项债加速发行，社融增速可能提前企稳，但社融数据的噪音大，我们认为信贷增速和信贷需求的企稳将很大程度上取决于地产政策的变化。2022 年初由于 PPI 仍将处于高位，考虑到基数、通胀和信贷的关系，我们对于 2022 年第一季度信贷增速的反弹并不乐观，不过第二季度的增速将高于第一季度。
- **风险提示：**病毒变异导致疫情控制难度加大、政策变化超出预期

图 1: 从历史上看, 信贷和 PPI 的顶、底往往对应



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

表 1: PPI 和信贷增速的阶段性强弱点情况

PPI 高点	信贷增速低点	PPI 低点	信贷增速高点
2011 年 7 月	2012 年 1 月	2012 年 9 月	2012 年 9 月
2014 年 7 月	2014 年 9 月	2015 年 9 月	2015 年 7 月
2017 年 2 月	2017 年 3 月	2020 年 5 月	2020 年 5 月

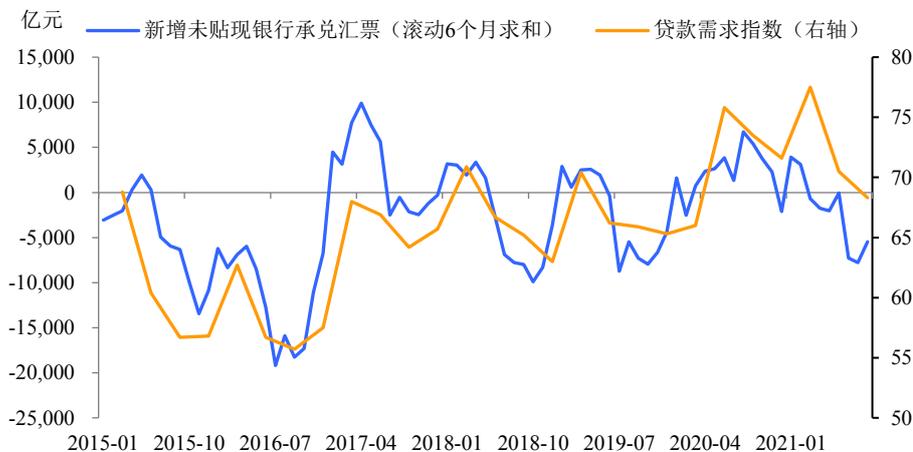
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 2: 金融贷款增速和短贷、票据融资占比



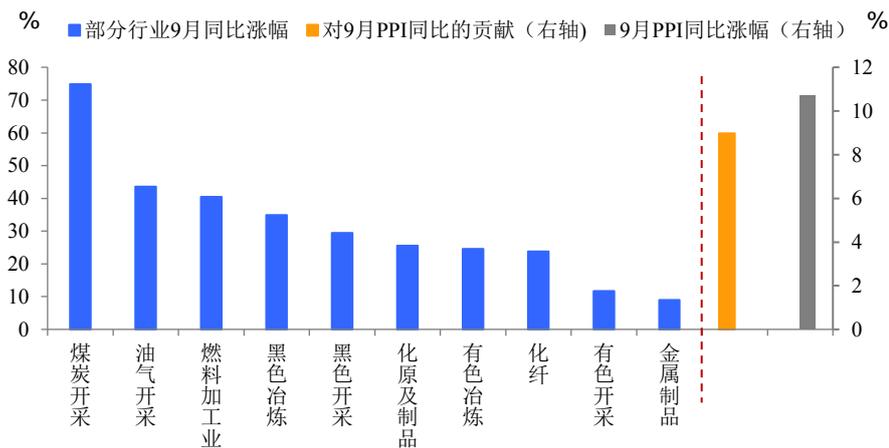
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 3: 未贴现票据融资和贷款需求指数



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 4: 部分中上游供给受限行业是 2021 年 9 月 PPI 同比上涨的主要推动力



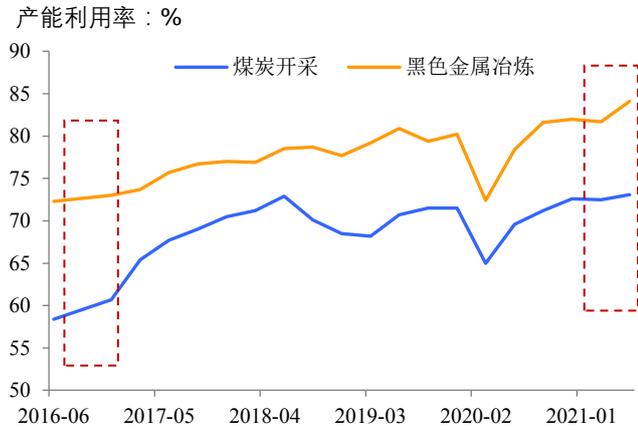
数据来源: Wind, 国家统计局, 东吴证券研究所

表 2: 以史为鉴, 2016 至 2017 年与 2021 年供给约束变化的对比

	2016 至 2017 年	2021 至 2022 年
政策变化	<p>1. <u>去产能加速落地</u>:</p> <ul style="list-style-type: none"> ● 2016 年 7 月国常会提出完成年内化解粗钢产能 4500 万吨、煤炭产能 2.5 亿吨以上的目标; ● 2016 年 8 月部署专项督查组赴各省市开展化解过剩产能督查。 <p>2. <u>冬春保供</u>:</p> <ul style="list-style-type: none"> ● 2016 年 9 月, 发改委启动煤炭行业一级响应机制, 日均增产 50 万吨; ● 2016 年 9 月至 10 月, 发改委等部门要求适度增加部分先进产能投放, 保障冬春煤炭稳定供应。 <p>3. <u>环保限产</u>:</p> <ul style="list-style-type: none"> ● 2017 年 3 月环保部提出京津冀“2+26”城环保目标, 限制排放、要求实现煤炭消费负增长; ● 2017 年 4 月环保部启动为期一年的环保督查。 	<p>1. <u>能耗双控加速收紧</u>:</p> <ul style="list-style-type: none"> ● 由于能耗控制未达标 8 月以来多个省市公布严厉的限产限电要求; ● 部分地区出现拉闸限电的情况。 <p>2. <u>冬春保供</u>:</p> <ul style="list-style-type: none"> ● 增加能源保供资源。包括释放煤炭先进产能, 增加煤、气进口, 保障煤电气发电机组应发尽发等; ● 发挥好中长期合同“压舱石”作用; ● 进一步做好有序用能工作, 坚守民生用能保供底线, 坚决避免压限居民用能的情况发生; ● 合理疏导用能成本。在确保民生、农业、公益性领域用能价格稳定的情况下, 疏导能源企业生产运行成本, 扩大电价浮动区间; ● 有效控制不合理能源需求。坚决遏制“两高”项目不合理用能需求。 <p>3. <u>碳中和和环保</u>:</p> <ul style="list-style-type: none"> ● 碳达峰、碳中和的政策方向不变, 能耗控制压力依旧存在; ● 2022 年 2 月北京将举办冬奥会。
供给端	<ul style="list-style-type: none"> ● 产能过剩, 煤炭、钢铁等行业产能利用率偏低。 	<ul style="list-style-type: none"> ● 产能利用率高, 煤炭等行业的产能利用率处于历史高位; ● 库存处于历史较低甚至最低水平。
需求端	<ul style="list-style-type: none"> ● 2016 年去产能主要针对煤炭和钢铁, 其他行业的产能去化不明显; ● 2016 年出现了暖冬且通胀压力下基建开始放缓。 	<ul style="list-style-type: none"> ● 能耗双控有所放松; ● 冬季气温可能偏低; ● 2021Q4 末和 2022Q1 基建的稳增长可能刺激需求
海外环境	<ul style="list-style-type: none"> ● 2016 年 11 月特朗普当选美国总统, 基建投资计划带动再通胀交易升温, 铜价大涨 (2016 年内由低点上涨约 28%); ● OPEC 最终达成减产协议, 原油触底后显著上涨 (2016 年内由低点上涨约 110%)。 	<ul style="list-style-type: none"> ● 欧洲出现能源紧缺, 电价上涨和天然气飙升 (2021 年内由低点至今已上涨约 28%); ● 寒冬预期和能源短缺下, 原油价格上升 (2021 年内由低点至今已上涨约 66%)。

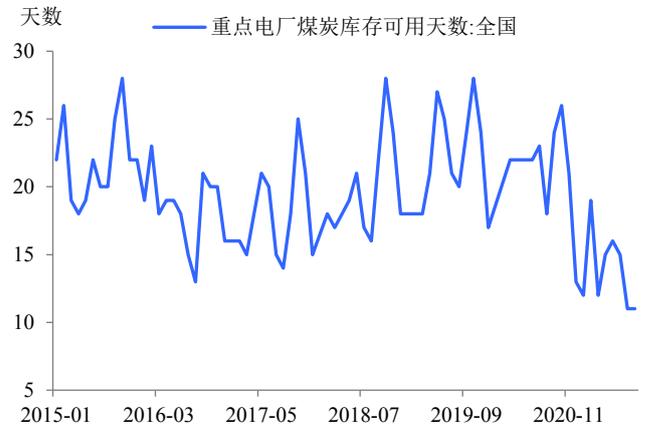
数据来源: 中国政府网, 中国煤炭市场网, Wind, 东吴证券研究所整理

图 5: 产能利用率的差别: 2021 VS 2016



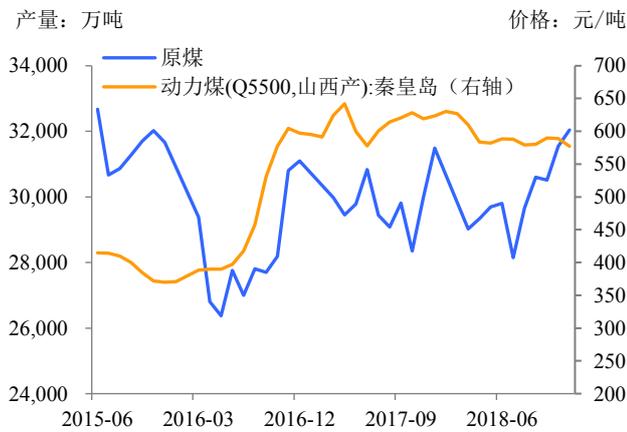
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 6: 电厂煤炭库存



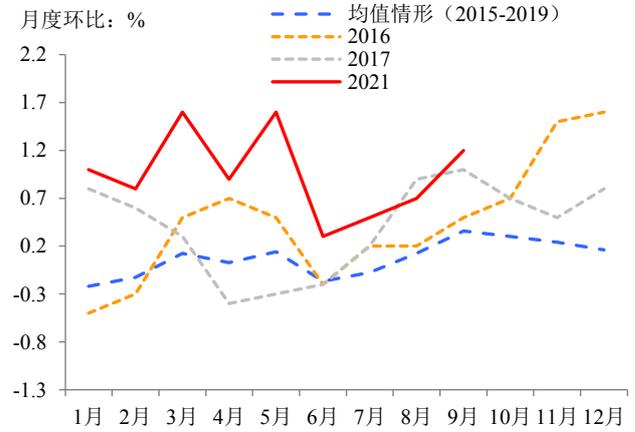
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 7: 2016 年至 2017 年原煤产量和动力煤价格



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 8: PPI 环比的比较



数据来源: Wind, 东吴证券研究所预测

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_27691



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn