

PPI 趋势回升，经济持续复苏

信用供求方程式框架下的思考

投资要点:

► 本轮经济复苏的特征

历史比较: 尽管一季度 GDP 增速下降明显，但与 2008 年不同，本次经济供给体系未遭破坏，伴随需求解冻，生产较快恢复。

时序特征: 3 月经济开始解冻、4 月复工复产程度提升、5 月以后消费显著恢复、6 月伴随海外经济“解封”，外需超预期改善；先内需后外需，最后在 6 月形成内外需共振。

► 下半年经济复苏的驱动因素与程度。

驱动因素: 基建和房地产投资有望保持较为显著的回升态势，预计 2020 年底基建投资增速回升至 13%，房地产投资回升至 6%；消费和外需呈现温和复苏状态，预计 2020 年底消费投资增速回升至 -2% 附近，汽车消费的改善将是“亮点”；在下游需求回暖拉动下，制造业投资延续降幅收窄局面。

预计三、四季度 GDP 环比增速分别约为 4% 和 1.3%，同比增速均在 5.5% 以上。

► PPI 将趋势性回升，CPI 将继续回落。

PPI 主要驱动因素是石油、煤炭、钢铁、有色开采及加工以及化学原料制造相关产品价格。基建、房地产投资显著回升，汽车消费增速上行，下半年原油价格有望继续恢复上涨，其他大宗商品价格亦会有所回升。

预计 PPI 在 2020 年 6 月份出现拐点后，将在未来一年时间内保持持续回升态势，至 2020 年底，将从目前 -3% 回升至 -1.2%，至 2021 年中，回升至 2% 附近。

► 货币政策宽松边际空间收窄，融资保持相对稳定。

预计今年以来实施的特殊、直达政策在“疫情冲击”渐次消退后，到期不再加码和延期。“降准、降息”将步入等待、观察状态。

今年社融投放节奏大致是 3:3:2:2，下半年社融增速将在 12.8% 附近窄幅波动，总体表现平稳。

► 经济杠杆有所回升，后遗症相对不大。

伴随经济回升，政策宽松空间收窄，本轮经济杠杆增速在一季度冲高后将逐渐回落，政策后遗症将显著弱于 2008-2009 年情况。

风险提示

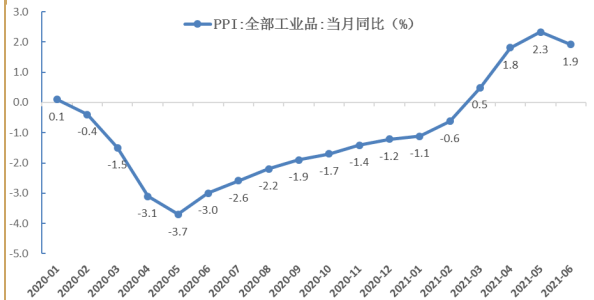
新冠疫情出现反复，对相关经济指标预测带来不确定性。

评级及分析师信息

信用供求方程式

$$\begin{aligned} \text{信用供给} & \quad \text{信用需求} \\ \text{存量社融增速}(m) & = \text{名义 GDP 增速}(y) + \text{债务偿还系数(利息偿付)}(dr) \\ & = \text{实际 GDP 增速}(y^*) + \text{价格变化}(p) + dr: \text{刚性存量债务规模}(D) \cdot \text{融资成本(利率)}(R) \\ \text{即: } m & = y^* + p + dr \quad \text{其中, } dr = u(D, R) \end{aligned}$$

PPI 走势及预测



宏观首席分析师: 孙付
邮箱: sunfu@hx168.com.cn
SAC NO: S1120520050004
联系电话: 021-50380388

正文目录

1. 信用供求方程式：宏观研究新框架	3
2. 经济：复苏特征与走势预判	3
2.1. 经济复苏特征	3
2.2. 未来经济走势	4
3. CPI 持续回落，PPI 趋势回升	5
4. 政策边际空间收窄，融资保持相对稳定	6
4.1. 货币政策特征及预判	7
4.2. 融资特征及预判	8
5. 杠杆率短期上升，后遗症相对不大	9
6. 风险提示	10

图表目录

图 1 GDP 增速走势及预测 (%)	5
图 2 CPI 走势及预测 (%)	5
图 3 PPI 走势及预测 (%)	6
图 4 存量社融和 M2 增速变化 (%)	9
图 5 经济杠杆：社融/GDP 水平 (%)	10
图 6 社融增速、经济增速与杠杆率变化 (%)	10
表 1：2020 年宏观指标预测（亿元 %）	4
表 2：2020 年以来央行货币政策和信用鼓励政策 (%)	7
表 3：社融规模及增速（万亿 %）	8

2020 上半年 GDP 同比为-1.6%；其中，一季度同比-6.8%，二季度同比 3.2%。分产业看，第一产业同比 0.9%，第二产业同比-1.9%，第三产业同比-1.6%。一二季度 GDP 环比分别为：-10%、11.5%。

历史之别：尽管一季度 GDP 增速下降明显，但与 2008 年不同的是，本次经济供给体系未遭破坏，伴随国内疫情得以有效控制，需求解冻，生产较快得以恢复，加上宽裕流动性政策支持，经济在二季度持续显著复苏。

本轮经济复苏的时序特征可以概括为：3 月经济开始解冻、4 月复工复产程度提升、5 月以后消费显著恢复、6 月伴随海外经济“解封”，外需超预期改善；先内需后外需，最后在 6 月形成内外需共振，经济复苏呈现加速态势，这从工业增加值增速可以看出。

主要经济领域及指标特征：房地产投资增速已经转正，基建、制造业投资降幅继续收窄；消费保持回升态势；工业生产持续恢复，产能利用显著提高。

2.2. 未来经济走势

结合内外环境，展望下半年经济形势。尽管海外疫情仍有反复，但主要国家基本采取“一边防控疫情、一边解封经济”的做法，经济恢复程度有望提高。国内疫情控制较好，前期宽松政策发酵助推下，下半年经济将较继续回升。

从增长的驱动因素看，基建和房地产投资有望保持较为显著的回升态势，预计 2020 年底基建投资增速回升至 13%，房地产投资回升至 6%；消费和外需呈现温和复苏状态，预计 2020 年底消费投资增速回升至-2%附近，汽车消费的改善将是“亮点”；在下游需求回暖拉动下，制造业投资延续降幅收窄局面。

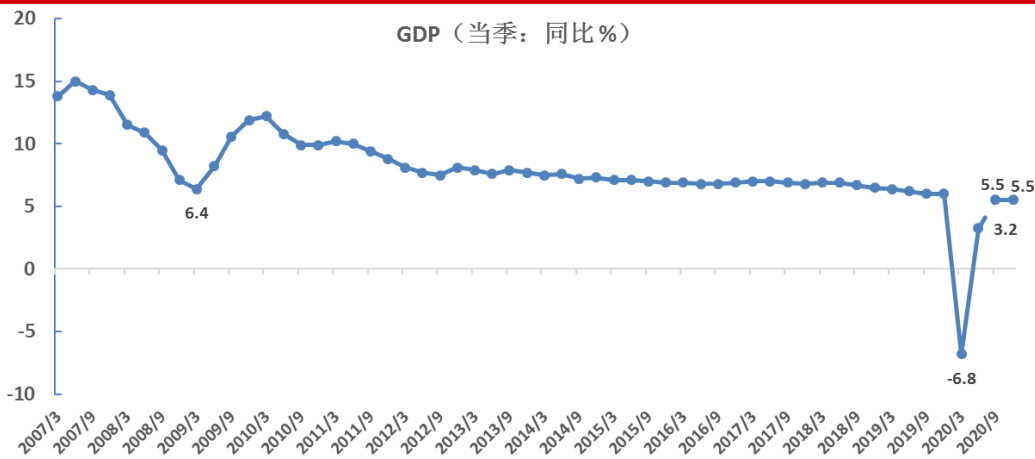
预计三、四季度 GDP 环比增速分别约为 4%和 1.3%，同比增速均在 5.5%以上。

表 1：2020 年宏观指标预测（亿元 %）

年份	GDP	物价水平		工业增 加值 (%)	消费品零售增 速 (%)		固定资产投资增速 (%)				进出口			流动性		
		CPI(%)	PPI(%)		消费名 义增速 (%)	消费实 际增速 (%)	整体 (%)	房地产 (%)	基建 (%)	制造业 (%)	出口 (%)	进口 (%)	贸易差 额(亿美 元)	新增信 贷规模 (亿元)	社融余 额增速 (%)	新增社 融规模 (亿元)
2020 年 E	2	2.6	-1.9	2.4	-2	-2.2	4	6	13	-5	-3	-4	4222	200000	12.8	320000
2019 年	6.1	2.9	-0.3	5.7	8	6.2	5.4	9.9	3.3	3.1	0.5	-2.7	4217.5	168100	10.7	255800
2018 年	6.7	2.1	3.5	6.2	9	6.9	5.9	9.5	1.8	9.5	10	16	3509	161700	10.3	224900
2017 年	6.9	1.6	6.3	6.6	10.2	9	7.2	7.0	15	4.8	8	16	4195.5	135300	14.1	261500
2016 年	6.8	2.0	-1.4	6	10.4	9.6	8.1	6.9	15.7	4.2	-7.7	-5.5	5100	126500	17.8	272300
2015 年	7.0	1.4	-5.2	6.1	10.7	10.6	10.0	1.0	17.3	8.1	-3	-14	5932.2	117200	15.1	200900
2014 年	7.4	2.0	-1.9	8.3	12.0	10.9	15.7	10.5	20.3	13.5	6	0.5	3830.6	97800	14.2	165300

资料来源：国家统计局，WIND 资讯，华西证券研究所

图 1 GDP 增速走势及预测(%)



资料来源: WIND 资讯, CEIC, 华西证券研究所

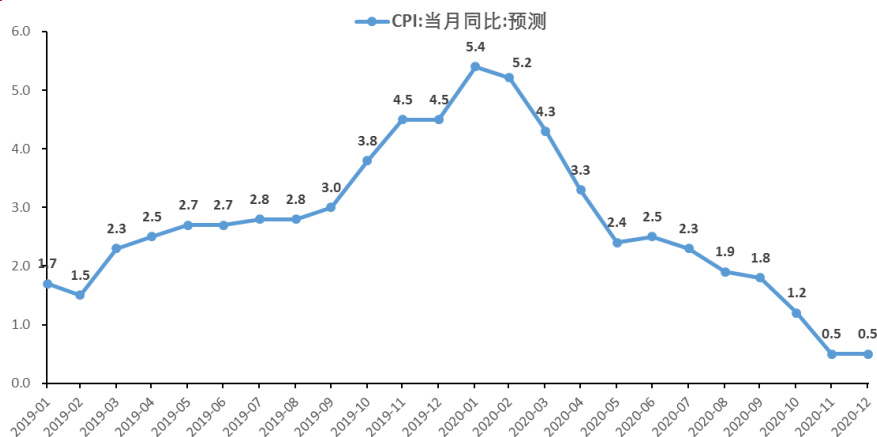
3. CPI 持续回落, PPI 趋势回升

通胀总体较为温和: 上半年 CPI 较高, PPI 较弱; 下半年 CPI 走弱, PPI 恢复上行。预计 2020 年 CPI 为 2.6%, 整体走势“前高后低”, 其中, 猪肉价格上半年维持高位, 下半年将回落; 预计 2020 年 PPI 为 -1.9%, 整体呈现“V”型走势。全年 GDP 价格平减指数约为 0.3%。

6 月 CPI 同比 2.5%, 较上月回升 0.1 个百分点, 主要受食品价格回升所致: 1) 4-5 月生猪集中出栏, 6 月中旬以来出栏不足、防疫加强下进口量减少, 猪肉供应偏紧、价格明显反弹; 2) 多地发生洪涝灾害, 以及北京出现疫情反复, 导致部分地区蔬菜供应紧张、价格上涨。

8 月中旬后伴随猪肉产能释放, 雨季渐退, 食品价格对 CPI 的拉动将减弱。CPI 短期反弹, 但不改下行态势, 预计下半年将从 2.5% 回落至 0.5% 附近。

图 2 CPI 走势及预测(%)



资料来源: WIND 资讯, CEIC, 华西证券研究所

根据我们过往的深度研究报告《PPI 细项拆分研究: 结构权重、驱动因素、未来预测》, 我们得出结论: PPI 主要驱动因素是石油、煤炭、钢铁、有色开采及加工以

及化学原料制造相关产品价格的波动。一方面，上述 5 个工业大类价格波动较为剧烈，直接主导 PPI 走势；另一方面，这 5 个工业大类均为工业上游部门，通过影响工业产品下游价格间接对 PPI 产生影响。

原油：价格温和上涨

年内油价低点已经在第二季度出现。2020 年下半年及 2021 年上半年，油价将受 OPEC 产量控制和全球经济复苏节奏共同影响。总体上，预计 2020 年下半年原油需求将伴随全球经济继续恢复有所上升，2021 年上半年将保持相对平稳。预计 2020 年底 WTI 原油价格回升至约 50 美元/桶，2021 年上半年在 50 美元/桶附近震荡。2020 年下半年至 2021 年上半年，四个季度的环比增幅分别为：12.5%、11%、0%、0%。

煤炭、钢铁：煤炭和钢铁价格已出现较明显涨幅，2020 年下半年价格有望仍有所上行，但考虑供给的恢复，价格涨幅总体趋于放缓；2021 年上半年维持高位震荡。

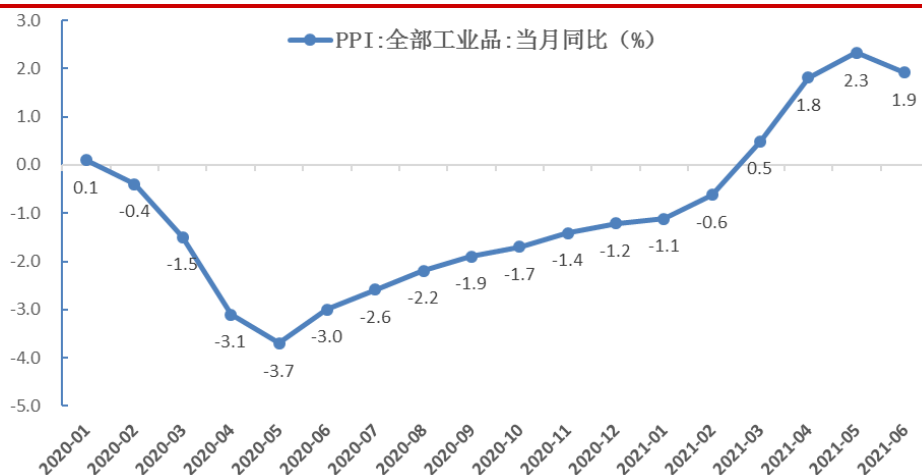
有色金属：在宽裕流动性和经济恢复下，7 月初，铜价、铝价已回升至年初水平，铅和锌的价格也较明显恢复。预计下半年该类商品价格在需求拉动下，仍将会继续有所上涨；2021 年上半年维持高位震荡局面。

化学原料制造品：该类商品的价格受原油影响较大，2020 年下半年受原油价格持续回升拉动，该类商品价格也将持续回升。明年上半年价格保持基本稳定。

宏观逻辑：2020 年下半年全球经济恢复动能相对较强，同时海外货币政策会延续宽松状态。2021 年上半年，伴随经济“填坑”基本接近尾声，同时鉴于价格回升，货币政策边际上会出现“收紧”。所以，从经济恢复节奏和政策条件看，2020 年下半年价格的环比涨幅较 2021 年上半年要强一些。

预计 PPI 在 2020 年 6 月份出现拐点后，将在未来一年时间内保持持续回升态势，至 2020 年底，将从目前-3%回升至-1.2%，至 2021 年中，回升至 2%附近。

图 3 PPI 走势及预测(%)



资料来源：WIND 资讯，CEIC，华西证券研究所

4. 政策边际空间收窄，融资保持相对稳定

2020 年货币政策与过往最大的不同在于“低成本、定向性和直达性工具”的较大规模使用，这些政策直接提升了从“宽货币”到“宽信用”的传导效率，带动企业中长期信贷融资的较快增长。

4.1. 货币政策特征及预判

► 2020 年货币政策两条主线

1) 正常的货币政策逆周期调节 (传统政策): 主要包括三次降准, OMO、MLF 和 1 年期 LPR 利率下调 30BP。

2) 特殊的阶段性和结构定向性政策工具 (创新直达政策): 1.8 万亿再贷款再贴现政策、普惠小微贷款的延期还本付息、支持信用贷款发放政策 (与再贷款配套)。

上半年央行各类政策工具提供的基础流动性约 9 万亿, 带动形成新增社融 20.8 万亿, 存量社融和 M2 增速持续回升。

► 结构定向性政策的实施情况及效果

3000 亿专项再贷款和 5000 亿再贷款再贴现已完成, 4 月底推出的 1 万亿再贷款再贴现已完成 3747 亿 (包括涉农贷款、扶贫贷款、普惠小微贷款)。1-5 月, 新增普惠小微贷款 1.4 万亿, 余额 12.9 万亿, 同比增速 25.4%。结构定向性政策效果较为显著。

► 金融体系向实体让利 1.5 万亿的三条渠道

1) 通过利率下行让利 9300 亿, 包括整体利率下行 (贷款利率和债券利率) 和结构性政策引导下的优惠贷款利率。2) 银行减少收费 3200 亿。3) 直达政策支持+普惠小微贷款延迟, 让利 2300 亿。

► 未来货币政策预判

1) 政策退出问题。主要是指今年以来实施的特殊、直达政策在“疫情冲击”渐次消退后, 到期不再加码和延期, 因为这类政策具有较强政策指导性质, 在经济活动回归正常后不宜长期、大体量使用。“降准、降息”属逆周期常规政策, 在经济不断恢复下, 将步入等待、观察状态。

2) 降成本仍是下半年货币政策的主要目标。今年有企业融资成本降 1 个百分点要求, 金融让利实体也需要整体利率处于相对较低水平。鉴于 5 月下旬以来货币市场利率和债券收益率较为显著上行, 后续要实现降成本目标, 央行需要通过 OMO、MLF 等操作适当引导市场预期, 稳定并适当降低利率; 同时, 在存款利率相对刚性的情况下, 必要时可以通过降准激励银行降低贷款利率。

表 2: 2020 年以来央行货币政策和信用鼓励政策 (%)

公布时间	政策内容
2020.1.1	央行决定于 2020 年 1 月 6 日下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点 (不含财务公司、金融租赁公司和汽车金融公司)。释放资金 8000 亿元。
2020.2.3	下调 OMO 利率 10BP。开展 1.2 万亿元公开市场逆回购操作。
2020.2.20	1 年期、5 年期 LPR 分别为 4.05%、4.75%, 分别下调 10BP 和 5BP。
2020.3.14	央行决定于 3 月 16 日实施普惠金融定向降准, 对达到考核标准的银行定向降准 0.5 至 1 个百分点。此外, 对符合条件的股份制商业银行再额外定向降准 1 个百分点, 支持发放普惠金融领域贷款。定向降准共释放长期资金 5500 亿元。
2020.3.30	3 月 30 日, 央行 7 天 OMO 中标利率下调至 2.20%, 下调幅度 20BP。
2020.4.3	央行宣布定向降准 1 个百分点, 于 4 月 15 日和 5 月 15 日分两次实施, 释放资金 4000 亿元; 同时将超额利率从 0.72% 下调至 0.35%。
2020.4.20	1 年期、5 年期 LPR 分别为 3.85%、4.65%, 分别下调 20BP 和 10BP。
2020.6.29	自 7 月 1 日起下调再贷款、再贴现利率 0.25 个百分点。调整后, 3 个月、6 个月和 1 年期支农再贷款、支小再贷款利率分别为 1.95%、2.15% 和 2.25%, 再贴现利率为 2%。
再贷款再贴现政策	1) 设立 3000 亿元防疫专项再贷款, 一半以上投向中小微企业。财政贴息以后, 小微企业负担的利息成本低于 1.3%。2) 新增再贷款再贴现额度 5000 亿元, 下调支农支小再贷款利率 0.25 个百分点, 由原来的 2.75% 调成 2.5%, 央行运用低成本的普惠性资金支持重点领域中小微企业复工复产。3) 国务院第 88 次常务会议确定, 增加面向中小银行的再贷款、再贴现额度 1 万亿元。
债券融资支持政策	支持金融机构发行 3000 亿元小微金融债券, 引导公司信用类债券净融资比上年多增 1 万亿元。

资料来源：中国人民银行，华西证券研究所

4.2. 融资特征及预判

► 融资的三大显著特征

1) 持续保持扩张势头：受宽信用政策持续发力支持，以及经济恢复和改善动能增强下信用需求较显著扩张，3月份以来信贷和社融持续显著增长，6月延续该势头。

2) 均衡增长，结构优化：居民和企业融资双双显著增长，中长期融资占比持续回升。

3) 融资显著扩张与实体经济恢复相互印证：消费增长和购房需求带动居民融资持续回升，外需改善叠加基建和房地产投资上行带来政府和企业融资不断增加。

► 未来融资的规模、结构及增速预判

从信贷及社融与经济增长匹配关系，以及政策定调（全年社融超 30 万亿，社融增速较明显高于名义 GDP 增速）看，今年社融投放节奏大致是 3:3:2:2，预计全年新增社融约 32 万亿，三、四季度投放规模均在 6.5 万亿左右，存量社融增速约 12.8%。相应地，预计全年新增信贷约 20 万亿，三、四季度信贷规模均在 3.9 万亿左右，信贷占社融比例维持在 60%附近。

下半年社融增速将在 12.8%附近窄幅波动，总体表现平稳；从社融与 GDP 增长规律看，该社融增速下，下半年 GDP 增速将回升至 5.5%以上。

表 3：社融规模及增速（万亿 %）

	2017	2018	2019	2020 (E)
新增人民币贷款	13.84	15.67	16.88	19.5
新增非标	3.56	-2.94	-1.76	-1
新增企业债	0.6	2.63	3.24	4.5
新增境内股票融资	0.9	0.36	0.35	0.5
新增政府债券	5.58	4.85	4.72	8.5
新增其它融资	1.65	1.9	2.2	0
新增社融	26.15	22.49	25.58	32
存量社融	205.9	227	251.3	283.3
存量社融同比	14.10%	10.30%	10.70%	12.80%
名义 GDP 增速	11.50%	10.50%	7.80%	2.30%
杠杆率系数 (dr)	2.6%	-0.2%	2.9%	10.5%

资料来源：中国人民银行，WIND 资讯，华西证券研究所

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_3752

