

旬度经济观察

——低通胀、宽信贷的环境延续

韦志超¹ 袁方(联系人)²

2020 年 7 月 10 日

内容提要

受国际油价回升和基建投资发力的影响，6 月 PPI 同比触底回升；蔬菜和猪肉供应端的短期收紧小幅推升 CPI，与此同时，核心 CPI 同比创有数据以来新低，显示经济的需求端仍然疲弱。

居民和企业中长期贷款的回升带动信贷持续扩张，这背后受房地产市场回暖的影响，也反映出企业对未来经济预期的边际改善。

在信贷持续扩张的背景下，经济回升动能的放缓，推动资金的配置向资本市场倾斜。权益市场或许仍然处于相对有利的宏观环境中。

风险提示：（1）贸易摩擦加剧；（2）地缘政治风险

1 高级宏观分析师，weizc@essence.com.cn，S1450518070001

2 yuanyang@essence.com.cn，S1450118080052

一、PPI 触底回升，CPI 短期反弹

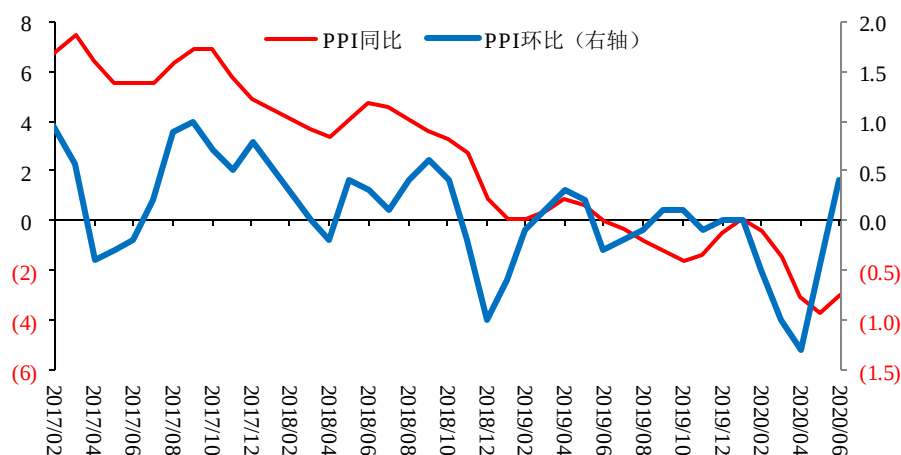
6 月 PPI 环比 0.4%，较上月大幅回升 0.8 个百分点，创两年新高；PPI 同比 -3%，较上月回升 0.7 个百分点。

分项来看，受国际油价回升的影响，石油和天然气开采、石油加工涨幅居前，此外黑色金属采选、冶炼及压延，煤炭开采和洗选，化学原料及化学制品制造等中上游行业环比呈现明显回升。下游行业的价格整体仍然偏弱。

与此同时，6 月铜、铁矿石、动力煤、螺纹钢、焦炭价格均表现强劲，这反映出基建投资活动或许仍在加码。

整体而言，6 月工业品价格的回升主要受到投资活动持续恢复的影响，从 7 月的高频数据来看，这一影响仍在延续。往后看，PPI 同比年内的低点已经出现，伴随经济的弱势复苏，PPI 有望温和回升，但年内或许仍将维持在负区间。

图1：PPI 同比和环比，%

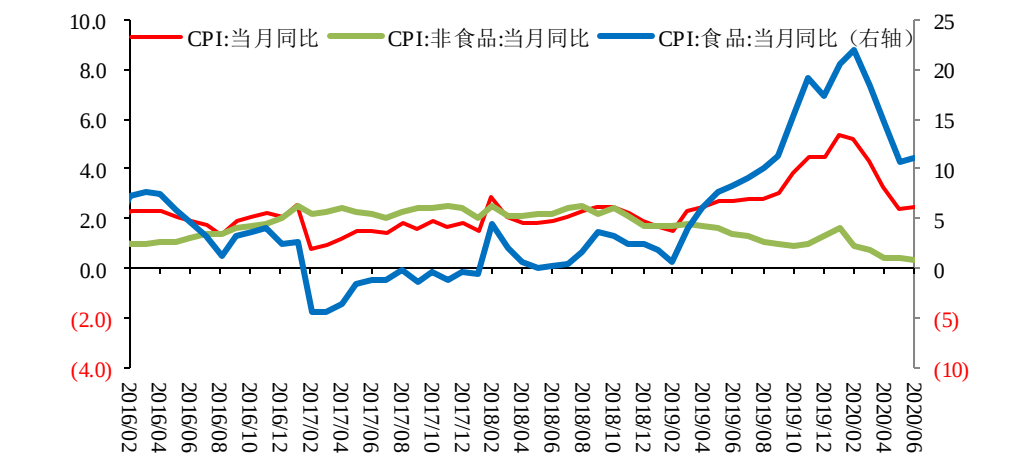


数据来源：Wind，安信证券

6 月 CPI 同比 2.5%，较上月小幅回升 0.1 个百分点；核心 CPI 同比 0.9%，较上月回落 0.2 个百分点。

拆解看，非食品分项环比表现显著低于历史均值，而食品分项大幅高于历史水平，进而使得整体 CPI 环比略高于季节性。

图2: CPI 食品和非食品同比, %



数据来源: Wind, 安信证券

食品分项中，受南方洪涝灾害以及新发地市场关停的冲击，鲜菜价格明显攀升；与此同时，洪涝灾害、去年非洲猪瘟对出栏的滞后影响开始显现，猪肉价格重新开始上涨。其他食品价格分项涨跌互现。食品价格的回升主要受供应层面因素的冲击，这一因素目前仍在延续。

非食品价格反映出经济的需求仍然疲弱，核心 CPI 同比创有数据以来新低。环比层面，6 月交通和通信、教育文化和娱乐、生活用品及服务、衣着均出现回落，显示疫情对服务性消费的压制尚未完全消除。服务性消费的恢复程度远远落后于货物消费，部分服务性消费能达到的新均衡水平或许显著低于疫情前，这将对经济形成偏长期的压制。

往后看，南方洪灾以及猪肉自身供应的问题短期仍将推升食品价格，7 月的 CPI 同比有望小幅抬升。但考虑到经济偏弱的需求以及今年面临的高基数，CPI

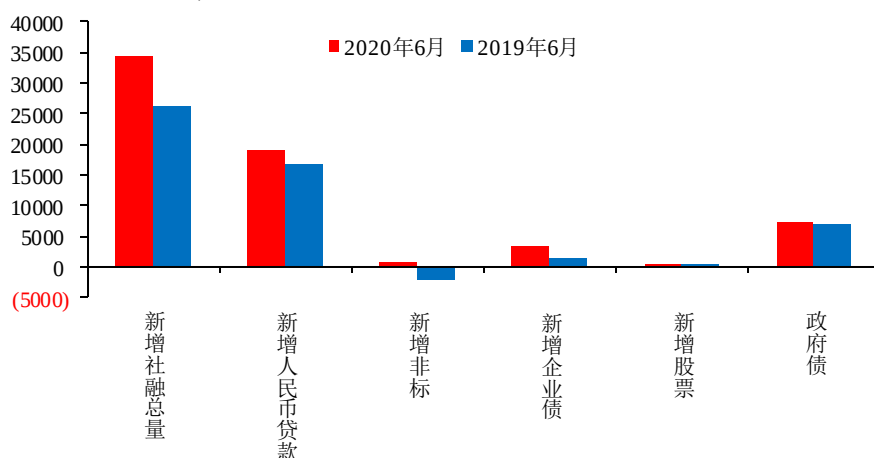
同比在经历小幅回升后，将重新进入回落的趋势中，四季度 CPI 或许将回落至 1% 以下。

下半年无论从 PPI 和 CPI 同比的绝对水平而言，还是从经济恢复的力度而言，通胀都处于偏弱的水平，这些因素也将有助于央行维持相对宽松的货币政策。

二、信贷环境延续宽松，中长期信贷改善

6 月新增社融 34300 亿元，同比多增 8057 亿元；余额同比 12.8%，较上月回升 0.3 个百分点。信贷环境依旧宽松，中长期信贷投放稳步改善。

图3：社融分项数据，亿元



数据来源：Wind，安信证券

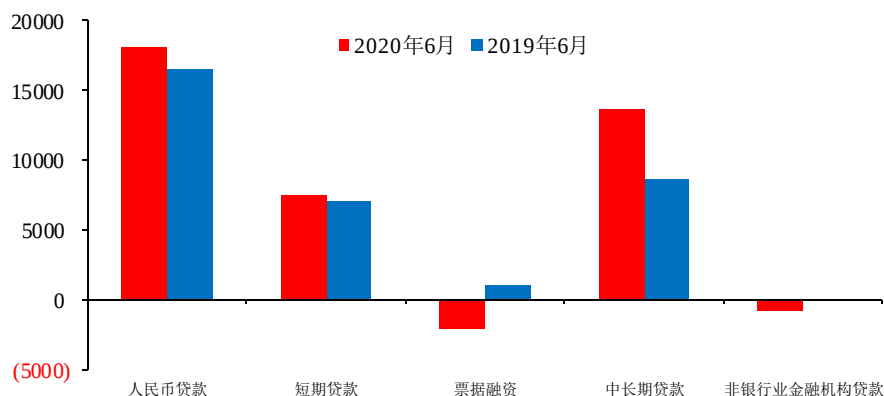
结构上看，社融上升最大的贡献源于人民币贷款，与此同时，非标融资的小幅回暖，企业债发行的持续改善都对社融回升有边际助推。

人民币贷款也延续前期上升的态势，这背后主要受到中长期贷款大幅回升的影响。其中居民户中长期贷款较去年同期多增 1491 亿元，为年内最高，这或许和房地产市场的回暖有关。企业中长期贷款也出现明显回升，这反映出，随着疫情在全国相对彻底的控制以及海外经济的逐步重启，国内企业对未来的预期开始边

际改善。

考虑到国内经济恢复动能的逐步放缓，以及海外经济和疫情控制的不确定性，央行有望维持信贷环境的宽松。

图4：信贷分项，亿元



数据来源：Wind，安信证券

三、股债跷跷板效应明显

7月以来，权益市场进入快速上行期，市场交易量显著放大，基金发行火爆，融资融券余额稳步抬升。

信贷环境的宽松是推升市场上涨的重要因素。疫情发生后整体信贷供应维持在较高水平，与此同时加权贷款利率下行，非标市场利率维持低位，显示信贷增速的上升主要源于供应的扩张。在此背景下，经济回升动能的放缓，实体信贷需求的回落，推动资金向资本市场的配置。

此外，改革的政策也在持续出台和落地。今年以来，除金融市场的改革以外，海南自贸港方案出台、负面清单制度落地和推广，国有企业改革、要素市场改革快速推进。这将有助于提振市场信心，提升经济可维持的增长水平，其相关进展值得密切关注。

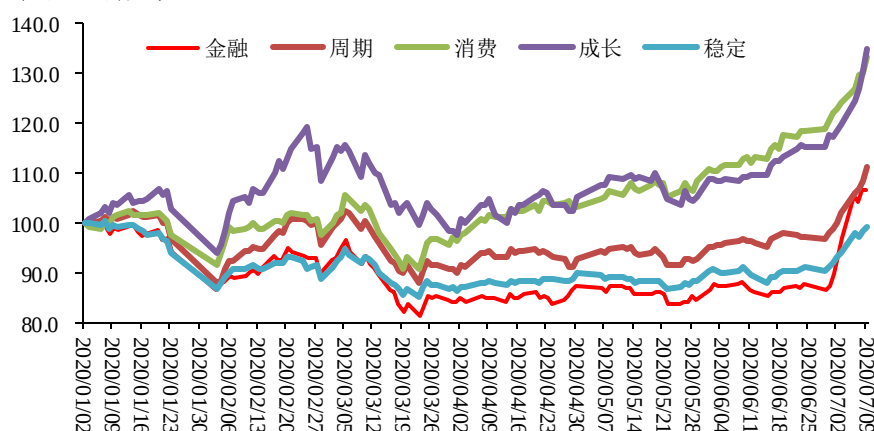
最后，从全球资金流动的角度看，外资流入呈现加速的态势，短期而言，权益市场的火热吸引外资加速配置。中期而言，中国经济基本面相对海外更快的恢复，以及美元从流动性短缺向流动性过剩的转变，都使得人民币资产更具配置价值。

站在当下，改革和全球资金的流入短期难有逆转。从信贷环境或者货币政策而言，会出现收紧吗？

一方面，经济恢复的力度从 6 月份至今趋势放缓，经济面临的结构性抑制因素开始显现，这也使得货币政策易松难紧；另一方面，经济恢复上行的减弱以及海外经济的缓慢恢复，也使得至少在下半年，中国无论 CPI 还是 PPI 层面都难有明显通胀的压力。此外，权益市场尽管经历了前期快速的上涨，但整体而言估值水平适中，杠杆的使用有限，通过信贷收紧来抑制资产价格上涨的必要性不高。

板块层面，7 月以来行业轮动加速，大票和小票的估值分化出现修复。受疫情影响小、与经济转型密切相关的成长和消费板块表现突出，与经济基本面关系紧密的金融和周期尽管也有上涨，但估值水平仍然偏低。

图5：各板块指数表现



数据来源：Wind，安信证券

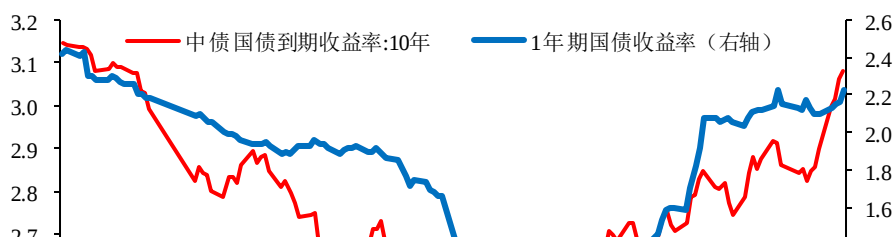
在流动性相对平稳，经济恢复动能放缓的背景下，债券市场收益率却大幅上行，1 年国债和国开债收益率分别上行 10bp、36bp；10 年国债和国开债收益率分别上行 26bp、36bp，收益率曲线快速陡峭化。

这一轮债券收益率的快速上行主要与股市大幅上涨有关，理财、债券基金短时间内被大规模赎回，形成明显的股债跷跷板效应。

当前 10 年期国债收益率已经回升至疫情前水平，短期而言，考虑到股票市场仍然偏强，债市收益率或许仍有上行空间，但中期而言，10 年期债券收益率新的中枢或许要比疫情前水平更低。

疫情导致的一系列结构性抑制因素，将使得经济新的均衡水平低于疫情前水平，在疫苗大规模推广使用前，这些抑制因素难以消除。此外，下半年经济上行幅度的放缓，央行货币政策的宽松都有助于压低长期收益率中枢。因此，当前债券市场的配置价值开始逐步体现。

图6：1 年期和 10 年期国债收益率，%



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_3984

