

结构性货币政策是医治滞涨的良药

——2019年10月价格数据点评

固定收益简报

◆ 事件

2019年10月，全国居民消费价格同比上涨3.8%。其中，城市上涨3.5%，农村上涨4.6%；食品价格上涨15.5%，非食品价格上涨0.9%；消费品价格上涨5.2%，服务价格上涨1.4%。10月，全国工业生产者出厂价格同比下降1.6%，环比上涨0.1%。生产资料价格同比下降2.6%，降幅比上月扩大0.6个百分点，影响工业生产者出厂价格总水平下降约1.95个百分点。生活资料价格同比上涨1.4%，涨幅比上月扩大0.3个百分点，影响工业生产者出厂价格总水平上涨约0.36个百分点。

◆ 点评

目前，经济运行中存在结构性通胀与经济增速下行并存的局面。一方面，今年8月以来，猪肉价格已经出现了明显的上涨。上周（11月2日-11月8日），22个省市猪肉平均价为54.13元/公斤，较7月末上涨了96.2%。与此同时，在猪肉价格等因素的推动下，CPI的涨幅加大，并于10月份达到3.8%。

值得一提的是，当前的通胀是结构性的。虽然CPI中食品部分的涨幅逐月提高，但是非食品部分的涨幅持续下行。此外自今年4月以来，PPI增速亦逐月下行，至10月时同比增速已经下降至-1.6%。

另一方面，目前经济下行压力加大，国际经济金融形势错综复杂，外部不确定不稳定因素增多。统计局PMI已经连续6月低于50%的荣枯线，且10月进一步降低至49.3%这个近几个月以来最低的水平。

似乎货币政策正在面临“两难”的抉择：一方面需要防止通胀预期扩散，另一方面需要加大金融对实体经济特别是小微企业的支持力度。但是，单靠传统的货币政策不容易协调好上述这两方面的关系。

总量工具不容易控制资金的流向。如果通过总量工具提供“适量”的流动性，那么金融体系的资金会首先被大型国企、融资平台等“优势部门”所攫取，此时小微企业和民营企业等“薄弱环节”不容易获得足够的金融支持。如果通过加大资金供给量的办法提高“薄弱环节”的资金可得性，那么又无法做到货币政策的松紧适度，其结果是造成“优势部门”过度加杠杆，同时还容易累积金融市场的风险。而且，如果流动性总量持续供给过多，会对通胀预期的管理带来进一步的压力，更会造成结构性问题的固化，导致资金路径依赖般地流向“优势部门”。

我们认为，具有激励相容机制的结构性工具正是应对上述“两难”的良药。该类工具可以在不明显增加流动性总量的前提下，实现流动性的精准滴灌，将金融资源直接输送至国民经济的薄弱环节，如小微企业。

◆ 风险提示

结构化的货币政策使债券市场在经济下行中所获得的利好降低。

分析师

张旭（执业证书编号：S0930516010001）

010-58452066

zhang_xu@ebcn.com

危玮肖（执业证书编号：S0930519070001）

010-58452070

weiwx@ebcn.com

邬亮（执业证书编号：S0930518040003）

010-58452047

wuliang16@ebcn.com

邵闯（执业证书编号：S0930519050004）

021-52523677

shaocuang@ebcn.com

相关报告

“稳增长”还是“去杠杆”？——7月30日政治局会议感触

.....2019-07-30

包商银行债权处置方案引发的思考——用TLAC解决负向宏观外溢性

.....2019-07-26

债券市场以稳为主——光大证券2019年下半年利率债投资策略

.....2019-06-19

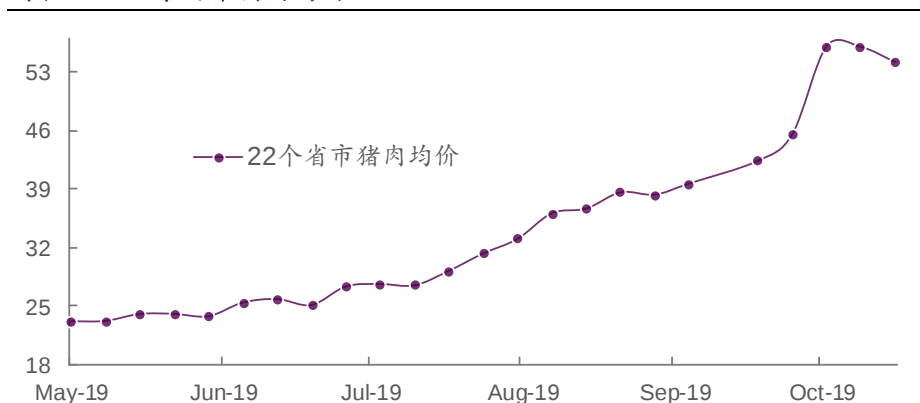
1、事件

国家统计局今天(11月9日)发布了2019年10月份全国CPI和PPI数据。全国居民消费价格同比上涨**3.8%**。其中,城市上涨3.5%,农村上涨4.6%;食品价格上涨15.5%,非食品价格上涨0.9%;消费品价格上涨5.2%,服务价格上涨1.4%。全国工业生产者出厂价格同比下降**1.6%**,环比上涨0.1%。生产资料价格同比下降2.6%,降幅比上月扩大0.6个百分点,影响工业生产者出厂价格总水平下降约1.95个百分点。生活资料价格同比上涨1.4%,涨幅比上月扩大0.3个百分点,影响工业生产者出厂价格总水平上涨约0.36个百分点。

2、点评

目前,经济运行中存在结构性通胀与经济增速下行并存的局面。一方面,今年8月以来,猪肉价格已经出现了明显的上涨。上周(11月2日-11月8日),22个省市猪肉平均价为54.13元/公斤,较7月末上涨了96.2%。与此同时,在猪肉价格等因素的推动下,CPI的涨幅加大,并于10月份达到3.8%。

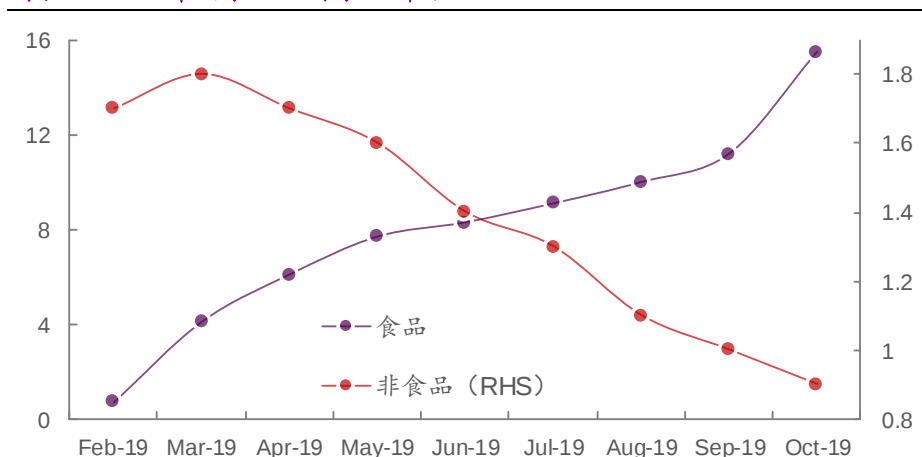
图表 1: 22 个省市猪肉均价



资料来源: Wind, 光大证券研究所 纵轴: 元/公斤 注: 数据截至 19 年 11 月 8 日

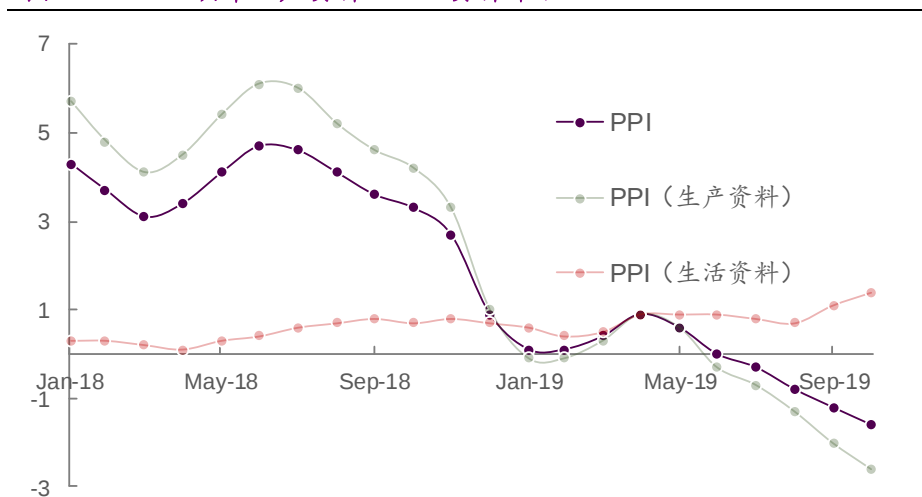
值得一提的是,当前的通胀是结构性的。虽然CPI中食品部分的涨幅逐月提高,但是非食品部分的涨幅持续下行。此外自今年4月以来,PPI增速亦逐月下行,至10月时同比增速已经下降至了-1.6%。

图表 2: CPI 中的食品及非食品部分



资料来源: Wind, 光大证券研究所 纵轴: % 注: 数据截至 19 年 10 月

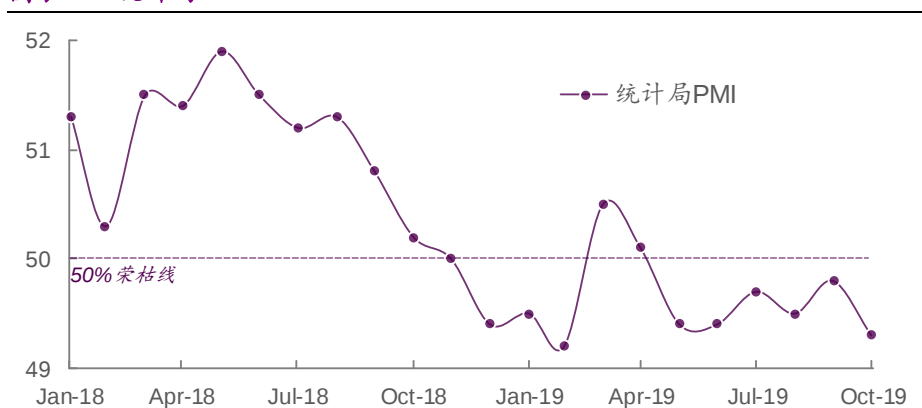
图表 3: PPI 及其中生产资料、生活资料部分



资料来源: Wind, 光大证券研究所 纵轴: % 注: 数据截至 19 年 10 月

另一方面, 目前经济下行压力加大, 国际经济金融形势错综复杂, 外部不确定不稳定因素增多。统计局 PMI 已经连续 6 月低于 50% 的荣枯线, 且 10 月进一步降低至 49.3% 这个近几个月以来最低的水平。

图表 4: 统计局 PMI



资料来源: Wind, 光大证券研究所 纵轴: % 注: 数据截至 19 年 10 月

似乎货币政策正在面临“两难”的抉择：一方面需要防止通胀预期扩散，另一方面需要加大金融对实体经济特别是小微企业的支持力度。但是，单靠传统的货币政策不容易协调好上述这两方面的关系。

总量工具不容易控制资金的流向。如果通过总量工具提供“适量”的流动性，那么金融体系的资金会首先被大型国企、融资平台等“优势部门”所攫取，此时小微企业和民营企业等“薄弱环节”不容易获得足够的金融支持。如果通过加大资金供给量的办法提高“薄弱环节”的资金可得性，那么又无法做到货币政策的松紧适度，其结果是造成“优势部门”过度加杠杆，同时还容易累积金融市场的风险。而且，如果流动性总量持续供给过多，会对通胀预期的管理带来进一步的压力，更会造成结构性问题的固化，导致资金路径依赖般地流向“优势部门”。

我们认为，具有激励相容机制的结构性工具正是应对上述“两难”的良药。该类工具可以在不明显增加流动性总量的前提下，实现流动性的精准滴灌，将金融资源直接输送至国民经济的薄弱环节，如小微企业。

图表 5：总量型和结构性货币政策的对比



资料来源：光大证券研究所绘制

3、风险提示

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_9107

