



任泽平谈货币宽松：经济和通胀放缓



意见领袖 | 任泽平团队



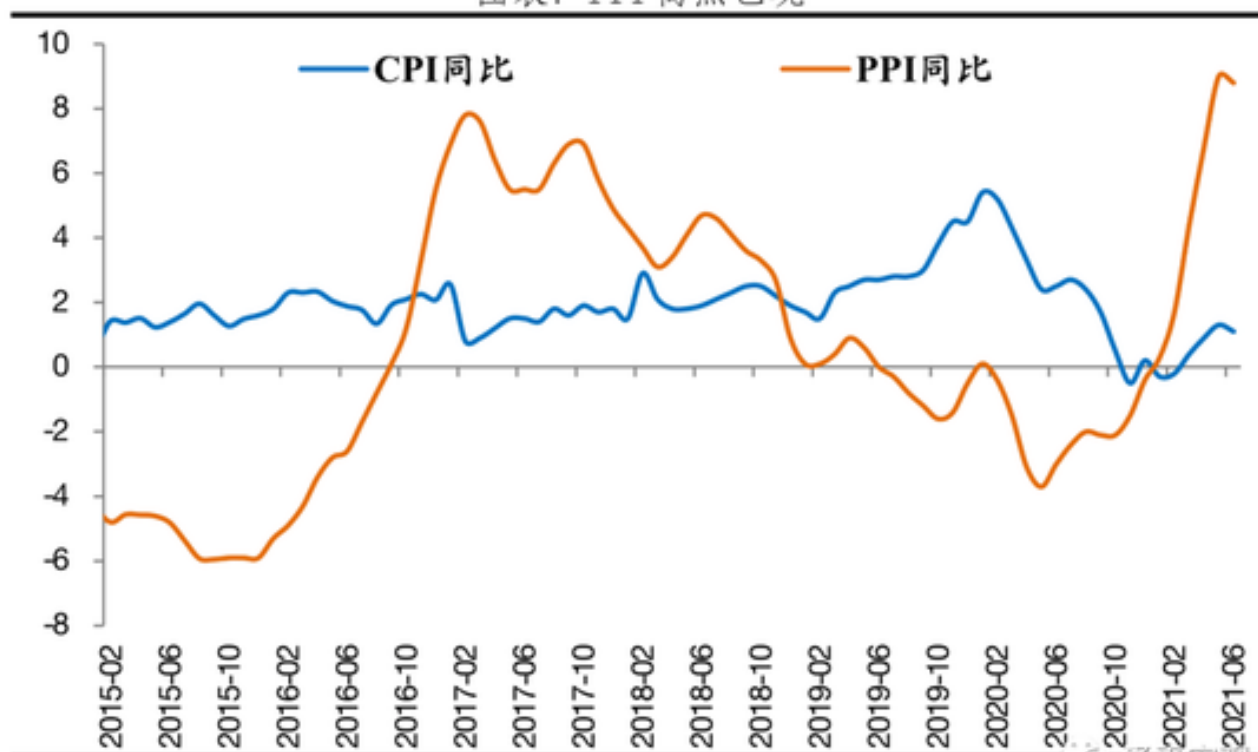
我们在 2019 年流行“洗洗睡”“离场论”的悲观论调时，提出“否极泰来”“未来最好的投资机会就在中国”。

在 2020 年底-2021 年初市场十分亢奋时提出“通胀预期”“流动性拐点”。

我们最新的判断是：大宗商品通胀的高点已现，经济将逐季放缓，现在处在经济周期的滞胀后期和衰退初期，今年下半年到明年上半年是两期转换时点，货币宽松周期的时间窗口正在打开，货币政策将对资本市场逐步友好。未来的货币政策周期四部曲：不急转弯 - 慢转弯 - 转弯 - 轰油门。

中国 6 月 PPI 同比上涨 8.8%，预期涨 8.5%，前值涨 9.0%；中国 6 月 CPI 同比上涨 1.1%，预期涨 1.2%，前值涨 1.3%。

图表：PPI 高点已现



资料来源：Wind，泽平宏观

1、通胀回落、经济韧性放缓、货币宽松周期的窗口正在打开

6 月 PPI、PMI 同比均自高点回落，全球大宗商品价格表现呈现分化态势，能源化工类价格保有韧性，工业金属价格回落。6 月布伦特原油均价环比涨 5.9%，南华螺纹钢环比-6.9%，LME 铜环比-5.5%。较 5 月相比，6 月工业品价格环比涨幅明显收窄。

这验证我们的判断，大宗商品价格快速上涨阶段或已结束，高点临近，市场对货币政策收紧的预期和焦虑会逐步缓解，但欧美经济复苏、印度拉美深陷疫情所带来的供求缺口仍然存在，所以大宗商品价格短期可能高位盘整、品种分化。

值得重视的是，疫情后经济呈现 K 型复苏，不仅体现在居民收入上，

也体现在企业经营上，这对消费和制造业投资的恢复产生一定的负面影响。当前，大中小企业景气度分化、上下游企业利润率分化。中小企业经营恢复不牢固，叠加大宗商品上涨，成本抬升对下游、小企业利润压制尤为突出。1-5月采掘业、上、中、下游制造业利润两年复合增长率分别为15.3%、31.3%、22.4%和4.1%。

站在周期角度，我们现在处在经济周期的滞胀后期和衰退初期，今年下半年到明年上半年是两期转换时点，经济将逐季放缓，房地产和出口是主要拖累，宽松周期将来未来。

未来的货币政策周期四部曲：不急转弯 - 慢转弯 - 转弯 - 轰油门。对今年下半年到明年上半年的经济下行压力要有预判和准备。未来的货币政策周期和所有新事物一样，将经历：看不见 - 看不起 - 看不懂 - 来不及。

我国经济周期比美国领先三个季度左右，下半年美国将从复苏转入过热，6月FOMC议息会议释放收紧信号，或将在三季度讨论缩减购债规模。

央行决定于7月15日下调金融机构存款准备金率0.5个百分点。我国货币政策保持独立性，以我为主，从“稳货币、结构性紧信用”转向“稳货币、稳信用”格局。

2、大宗商品超级通胀高点临近，未来高位盘整、品种分化

6月全球大宗商品价格表现呈现分化态势，能源化工类价格保有韧性，

工业金属价格回落。疫情带来的出行限制压力缓解、消费场景放开、美国复苏进程由商品端消费转向服务端、部分欧美国家谨慎放宽跨境旅行限制，支撑油品需求加速回暖，6月布伦特原油均价环比5.9%。但受国内“保供稳价”和防止过度炒作大宗商品政策影响，6月南华螺纹钢环比下跌6.9%；受海外货币政策预期收紧以及商品消费边际放缓影响，6月LME铜环比跌5.5%。

当前全球处于供需再平衡初期。从需求端看，美国经济从复苏转向过热，未来经济修复的重心将转移到服务，财政补贴高峰后商品消费端需求增速正在放缓；中国经济处于滞胀后期和衰退初期。从供给端看，美国供给持续修复，耐用品累库上升；新兴经济体产能处于逐步恢复进程之中，供给边际不足情况将有所缓解；国内政策强化保供稳价，国内定价的钢铁、煤炭等大宗商品价格上涨空间有限。

站在产能周期角度，当前美国产能利用率接近疫情前水平，增幅趋于放缓，供需缺口正在修复，对大宗价格拉动效果有所放缓。1) 在出现阶段性外部冲击后，如2020年全球疫情冲击、2008年金融系统冲击，经济进入衰退期，存量产能阶段性的快速出清，产能利用率迅速下滑。2) 而后在逆周期政策调节作用下，经济开始复苏，需求端以较快速度修复，而供给端由于前期被动出清导致边际供给不足，供需缺口阶段性的迅速拉大，这一阶段也会对大宗商品工业品价格快速上行起到拉动作用。3) 而在经济修复进一步深化后，工业产能利用率同比变动也处于相对高位，物价处于较

高水平，经济进入过热和滞胀阶段，全球经济供需端面临再平衡。4) 随着产能利用率接近冲击以前高点，供需缺口边际收窄，产能利用率绝对水平维持高位，但增幅趋于放缓，因此对大宗价格拉动效果明显放缓。

与2009年相比，本轮因疫情产生的生产供应限制对供给端冲击更深，因此供需缺口维持时间会更长，大宗商品价格高位盘整时间或会更长。叠加中国碳达峰碳中和等带来的供给约束、长期落后产能出清、全球优质资源稀缺性等问题，长期来看大宗价格运行中枢边际抬升。

3、关注猪肉和粮食价格对CPI影响

国内PPI对CPI的传导正在显现，但是受终端需求温和复苏影响、叠加此前猪肉价格周期下行，PPI向CPI传导整体并不畅通，但拿掉猪以后都是通胀。6月国内PPI同比8.8%，CPI同比1.1%，PPI同比和CPI同比都较上月回落0.2%，PPI-CPI剪刀差前期走扩后当前仍维持较高水位。从分项看，CPI食品和非食品项分化仍存在，6月CPI非食品价格同比1.7%，而食品项同比负1.7%，食品项环比连续4个月下滑；6月PPI生活资料价格涨幅环比下滑0.2%，同比涨幅0.3%，远不及生产资料涨幅。

当前美洲干旱天气对农产品价格和国内CPI影响相对可控，后续需要关注干旱面积是否继续扩散。6月末CBOT大豆、豆粕、豆油、玉米价格自低点分别反弹9%、5%、16%、14%。中国大豆进口贸易占比在80%以上，豆价内外联动性较强，但美国豆作物带主要集中在北部、中西部和部分南部地区，西部干旱对豆作物影响不大。中国玉米进口占比低，且多进

口自乌克兰，当前美玉米价格对国内影响有限。

6 月底猪肉价格呈现阶段性反弹的特征，但供需基本面尚未出现根本性转变，猪肉价格不具备大幅上涨的基础。6 月底生猪现货和期货价格均涨超 15%，结束此前连续 5 个月下跌；猪粮比 4.47 进入一级预警。本轮猪周期始于 2018 年中，持续上行至 2019 年底，开始高位震荡，2021 年初加速下跌。产能方面，生猪存栏量与能繁母猪存栏量均于 2019 年 10 月见底后持续增长，2021 年初能繁母猪存栏环比放缓，但供大于求的格局并未转变。此前我们提出拿掉猪以后都是通胀，猪肉价格周期下行对 CPI 的上涨起到一定平抑作用。

4、货币政策转向“稳货币、稳信用”区间

通胀已从前期高点回落，国际主要大宗商品工业品价格环比涨幅明显收窄，国内消费者物价水平整体受猪肉价格拖累仍处于温和区间。通胀水平对货币政策掣肘作用减退，下半年经济增速放缓将会成为后续货币和财政政策更为关注的目标。6 月 18 日，国务院常务会议部署进一步推动金融机构减费让利惠企利民。7 月 7 日，央行印发《关于深入开展中小微企业金融服务能力提升工程的通知》，要求加大对中小微企业的信贷投放，表明政策可能通过定向降准，加大对中小企业支持力度，降低中小企业融资成本，托底就业、居民收入和消费。货币政策将稳字当头，以我为主，从“稳货币、结构性紧信用”转向“稳货币、稳信用”格局，保持流动性的合理宽裕的同时，加大对实体经济、中小企业、低碳经济、地方基建信用扩张

的支持力度。央行决定于 7 月 15 日下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点。

5、PPI 同比回落，环比涨幅收窄

6 月 PPI 同比涨 8.8%，同比涨幅较上月收窄 0.2 个百分点；环比涨 0.3%，环比涨幅较上月明显收窄 1.3 个百分点。

分行业看，环比涨幅较大的是煤炭开采、石油和天然气开采、黑色金属矿采选、石油煤炭及其他燃料加工业。具体来看，煤炭开采和洗选业价格同比涨 37.4%，环比涨 5.2%，涨幅较上月边际收窄 5.4%；石油和天然气开采业价格同比涨 53.6%，环比涨 2.5%，涨幅较上月上升 0.8%；黑色金属矿采选业价格同比涨 52.6%，环比涨 5.4%，环比涨幅收窄 2%；石油、煤炭及其他燃料加工业价格同比涨 36.1%，环比涨 3.1%，环比涨幅收窄 1.3%。

6 月 PMI 两个价格分项指数自 2020 年 3 月以来首次出现环比较大幅度收窄。6 月制造业 PMI 主要原材料购进价格指数和出厂价格指数分别为 61.2% 和 51.4%，分别较上月下滑 11.6 和 0.2 个百分点。主要材料购进价

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_33399

