

从通缩到通胀

- 6月PMI中的“购进价格”指数已经明显回升，预示通胀数字将触底回升。新冠疫情所带来的通缩即将被通胀所取代。通胀压力来自需求的扩张，背后是国内社会融资规模的高增长。
- 今年上半年，货币政策已经越过了第一个拐点，从今年1季度“危机应对式的极度宽松”转向了2季度的“常态式宽松”，令利率水平触底回升。
- 今年下半年，货币政策应该会迎来第二个拐点，从当前的“常态式宽松”转向“有节制的宽松”，从而给利率带来更强上行压力。

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观及策略：宏观经济

证券分析师：徐高

(8610)66229055

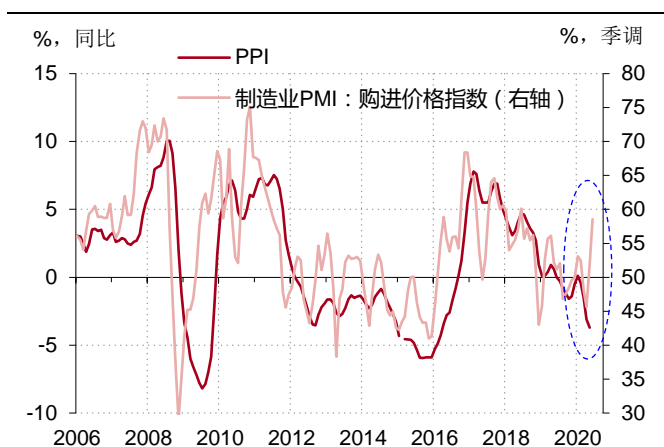
gao.xu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300519050002

新冠疫情在今年上半年给我国带来了明显的通缩压力。受疫情影响，我国生产者价格指数（PPI）同比增长率从今年1月的0.1%下降到5月的-3.7%。消费者价格指数（CPI）同比增长率也在同期从5.4%降到2.4%。CPI数字虽然仍显著高于0，但这主要是受到与经济形势关系度不高的猪价的推动。如果将食品价格剔除，非食品CPI的同比增长率已经在今年5月下降到0.4%，距离通缩仅一步之遥。

领先指标预示着通缩即将被通胀所取代。制造业采购经理人指数（PMI）中的“购进价格”分项指数是PPI的领先指标。今年6月，“购进价格”指数已经从今年4月的低点强劲回升至56.8%，创出了2018年11月以来的最高读数。“购进价格”指数如此明显的升势预示着PPI即将触底回升，表明通胀压力正在抬头。（图表1）

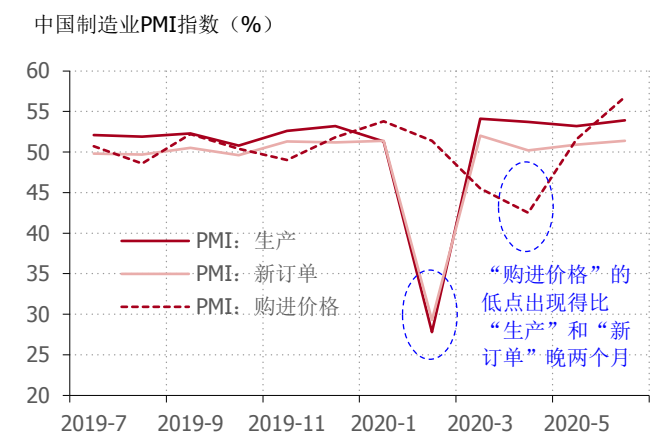
图表1. 我国制造业PMI购进价格指数在近两月已明显回升，预示通胀即将来临



资料来源：万得，中银证券

当前的通胀压力来自需求的扩张。在制造业PMI的各个分项指数中，除“购进价格”之外的其他分项指数的低点都出现在今年2月，只有“购进价格”指数的低点出现在4月。这个时间差值得玩味。今年2月，受疫情防控措施的影响，我国经济供需两弱，PMI中表征供给的“生产”指数和表征需求的“新订单”指数都大幅下挫。在供需双弱的背景下，2月“购进价格”指数反而走势平稳，并未像其他分项指数那样大幅下降。其后，随着复工的推进，生产活动恢复得比需求更快，从而形成了供过于求背景下的通缩压力，令“购进价格”指数在3月和4月明显下降。而在“购进价格”指数明显回升的5月和6月，生产活动显然没有再度衰弱，“购进价格”指数的上升只能为需求扩张所解释。（图表2）

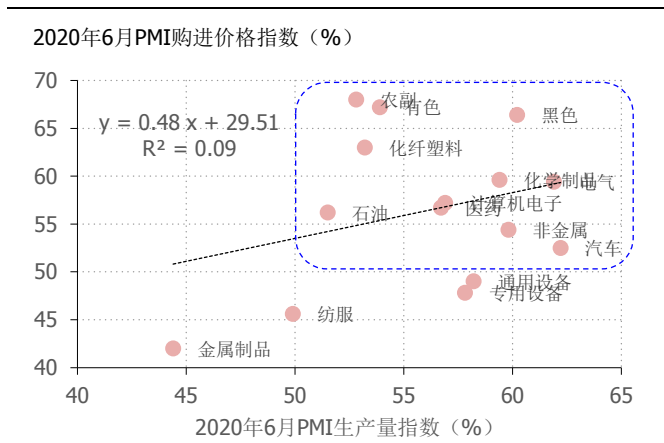
图表2. “购进价格”指数的低点出现在今年4月，比“生产”和“新订单”指数的低点晚了2个月



资料来源：万得，中银证券

分行业 PMI 数据也显示出需求拉动型通胀压力的抬头。今年6月，在制造业 PMI 指标体系所涵盖的 15 个制造业行业中，有 11 个行业的“生产量”和“购进价格”两个指标都回升至 50% 这一扩张收缩临界点之上，进入了扩张区间。目前在行业层面，“生产量”和“购进价格”二者之间存在一定正相关性，表明通胀压力确实来自需求面——供给收缩带来的通胀会呈现出“生产量”和“购进价格”负相关的格局，而非当前数据中的正相关。（图表 3）

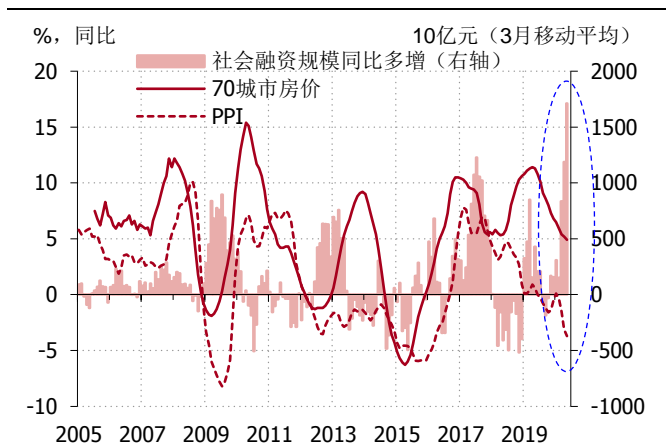
图表3. 我国大部分制造业行业的“生产量”和“购进价格”读数都同已同时进入 50% 以上的扩张区间



资料来源：万得，中银证券

历史经验显示，社会融资的高增长一定会带动通胀和房价的上扬——这次也不应该例外。社会融资规模统计了实体经济从金融体系获得的融资总和，对应着实体经济名义购买力的增量。过去十多年的历史经验已经证明，社融的高增长势必带来通胀和房价的上扬。今年前 5 个月，我国新增社会融资规模 17.4 万亿元，比去年同期增量多出了 5.4 万亿元——这一增幅已创出了新的历史记录，自然会带动实体经济需求的扩张，从而最终拉升通胀和房价。（图表 4）

图表 4. 社会融资规模的快速上升势必带动房价和通胀的上升



资料来源：万得，中银证券

货币政策在今年4月越过了年内第一个拐点。今年4月，国内货币政策从今年1季度“危机应对式的极度宽松”转向了2季度的“常态式宽松”。虽然都是“宽松”，但前者以稳定市场为几乎唯一的目标，带来了海量流动性的投放。在疫情冲击经济，市场弥漫恐慌情绪的2、3两月，那样的政策态度是适当的。进入2季度，随着疫情的逐步受控、以及市场恐慌情绪的下降，货币政策理应回到多目标兼顾的常态，既要考虑市场稳定，也要关心金融资产价格泡沫、杠杆交易、房价、物价等其他风险。相比“危机应对式的极度宽松”，这种多目标兼顾的“常态式宽松”意味着流动性投放的减弱，因而导致了金融市场流动性的边际收紧。相应地，今年4月以来，银行间市场短期和长期利率都已触底回升。（图表5）

图表 5. 新冠疫情爆发以来，国内货币政策已经越过了第一个拐点，令利率水平触底回升



资料来源：万得，中银证券

货币政策在今年下半年将迎来第二个拐点。随着通胀和房价压力的抬头，今年下半年，货币政策应该会迎来第二个拐点——从当前的“常态式宽松”转向“有节制的宽松”。央行会把更多的注意力放在社融高速增长可能带来的副作用上，对社融增长施加更强约束。越过这第二个拐点之后，国内利率水平将面临更强上行压力。（完）

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371