

当前通胀趋势与货币政策可能的临界点

当前情况与历史经验

受国内外多重因素影响，4 季度通胀环境预计对债券市场较为友好。货币政策转向的临界点可能是 4 季度 PPI 同比-0.8%，而这一水平很难被达到。

- **经验证据显示，能源和建材是影响国内 PPI 走势的两大类主要工业品。**其中，能源价格在很大程度上受国际原油价格影响；而建材价格与国内建材供给、地产基建投资等供求因素高度相关。
- **地产基建投资增速趋稳以及建材市场供给增加将限制国内建材价格的反弹。**建材价格上涨是近期 PPI 持续反弹的重要推动力。尽管地产基建投资目前仍保持近年来的较高增速，但增速已经趋于稳定，需求侧因素短期内不会为建材价格提供新的动能。而经验证据显示，供给侧因素对部分建材价格的影响甚至大于需求侧因素。在当前的就业环境下，国内不太可能出现与前期供给侧改革相似的去产能调整。供给侧因素预计将进一步限制建材价格反弹。
- **国际能源市场疲弱将限制国内能源价格的反弹。**当前全球经济复苏仍然缓慢，欧洲又可能面临第二波疫情冲击，特别是国际原油库存处于高位，预计将继续限制能源价格整体反弹的动能。而能源价格能够从多种渠道向国内工业品和消费品价格传导，对通胀具有全方位的影响。
- **4 季度 PPI 同比涨幅大概率在-2%至-1.5%之间波动。参考“次贷危机”后的经验判断，货币政策对 PPI 同比涨幅给出反应（比如调整 OMO 利率）的临界点在 4 季度至明年 1 月、明年 2 月、明年 3 月这三个时段可能依次为-0.8%、0、0.8%。尽管 PPI 缓慢震荡上行仍是大概率事件，但在今年 4 季度，货币政策需要对通胀做出反应的可能性很低。**
- **风险提示：**通胀的超预期上行，可能对债券市场产生负面冲击。11 月的美国大选结果可能影响我国金融市场风险偏好，对债券市场的影响具有很大的不确定性。

相关研究报告

《新稳态的开启与终结——2020 年下半年固收策略》20200720

《探寻潜在增速对债市影响——从央行关注的要点讲起》20200902

《如何看后续降准的必要性——基于货币政策精准导向的视角》20200914

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: 固定收益

证券分析师：肖成哲
（8610）66229354
chengzhe.xiao@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300520060005

证券分析师：张鹏
peng.zhang_bj@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300520090001

通胀反弹、实体经济超预期与政府债供给高峰是当前债券市场所面临的主要负面因素。随着 4 季度政府债供给高峰的渡过，债市能否迎来阶段性走强的机遇将在很大程度上取决于通胀走势以及实体经济能否持续超预期。

我们预计，**4 季度 PPI 同比涨幅大概率在-2%至-1.5%之间波动，进一步上行的难度较大。**参考“次贷危机”后的经验判断，货币政策对通胀给出反应的临界点可能是工业品价格反弹至此前采取偏宽松操作时的绝对水平。**以此类推，可能触发本轮货币政策实质转向（比如上调 OMO 利率）的 PPI 同比涨幅数字在 4 季度至明年 1 月、明年 2 月、明年 3 月这三个时段可能依次为-0.8%、0、0.8%。如果 PPI 涨幅在相应时段达到这些临界点，且仍有继续上行趋势，央行才可能会采取行动。因此，尽管 PPI 缓慢震荡上行仍是大概率事件，但在今年 4 季度，货币政策需要对通胀做出反应的可能性很低。**

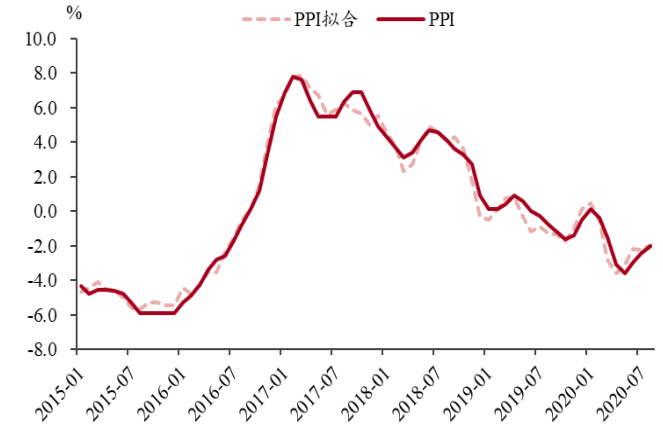
1. PPI 的“二分法”：建材与能源

经验证据显示，能源和建材是影响国内 PPI 走势的两大类主要工业品。我们选择代表性工业品价格对 2015 年 1 月至 2020 年 8 月的 PPI 同比涨幅进行多元回归分析，回归方程如公式（1）。该方程可以解释样本期内 PPI 变动的 98%（R^2=0.98）：

PPI=0.08×建材因子 1+0.01× 建材因子 2+0.06× 能源因子 1+0.01× 能源因子 2+0.05× 其它因子　　（1）

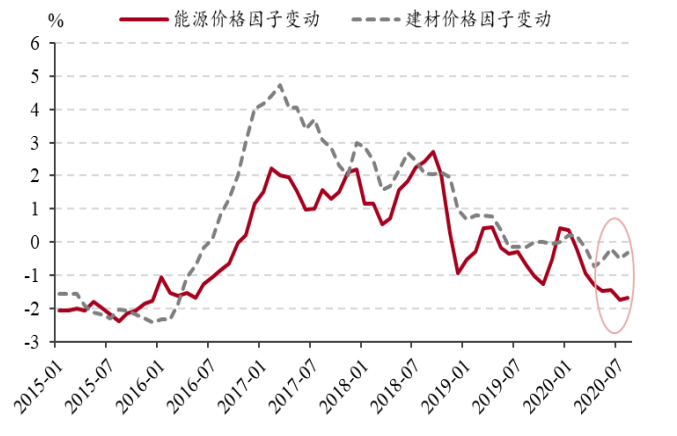
如图表 2 所示，在能源价格低位震荡的情况下，建材因子是近期 PPI 反弹的重要原因。下面我们将从建材和能源二分法的角度，分析未来 PPI 的走势。

图表 1. 代表性工业品价格对 PPI 指数的拟合



数据来源：万得，中银证券

图表 2. 建材价格推动当前 PPI 反弹的重要因素



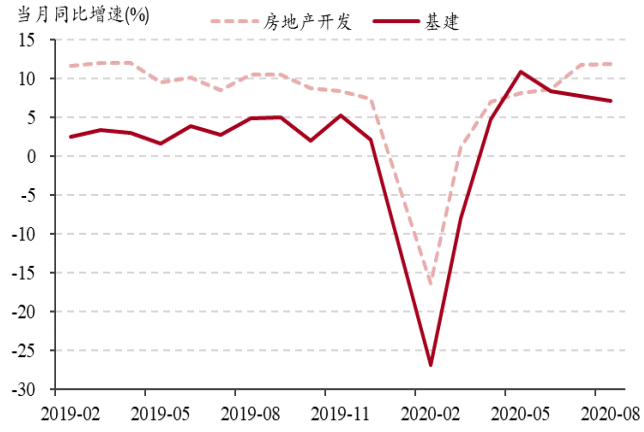
数据来源：万得，中银证券

2.建材价格：需求侧拉动渐缓、供给侧压力犹存

需求侧：基建和地产投资已经回到疫情前水平。自今年 3 月份以来，地产和基建投资增速出现快速反弹（图表 3）。目前，这两大类固定资产投资的当月同比增速已双双超过疫情以前的增长中枢。然而随着我国通过宏观经济政策，特别是货币政策对于固定资产投资的方向进行引导，近两个月来地产、基建投资增速变动已经趋于平缓。这说明，**需求侧因素短期内不会为建材价格提供新的反弹动能。**

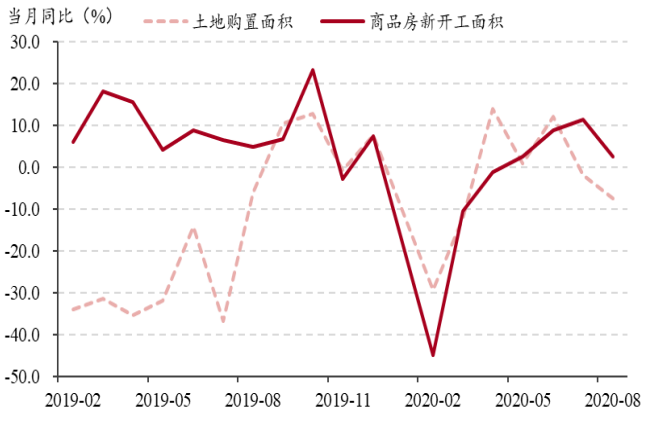
地产投资领域出现拿地和开工增速双双回落。从当月同比增速来看，7 月和 8 月的土地购置面积分别同比下滑 1.8%和 7.6%。商品房新开工面积的同比增速也从 7 月的 11.3%下降到 8 月的 2.4%。这反应在融资政策有一定收紧（所谓的“三条红线”）的背景下，开发商投资趋于谨慎。年内房地产投资增速继续提升的空间不大。

图表 3. 地产基建投资增速已趋于收敛



数据来源：万得，中银证券

图表 4. 房地产土地购置与新开工面积增速出现下滑



数据来源：万得，中银证券

基建投资领域的财政投入也可能不及预期。财政赤字更多的来自于收入下降而非支出增加；而考虑到明年年初的低基数效应，经济企稳后进一步显著推高基建增速的必要性也在下降；此外投向传统基建领域的财政资源可能也低于预期。

根据 8 月 6 日财政部调研小组发布的《上半年中国财政政策执行报告》，今年下半年的财政支出将聚焦六大领域，包括：1、稳定和扩大就业（带动就业能力强的补短板项目、双创支撑平台建设，社区家庭服务业）；2、脱贫攻坚（污染防治、教育、核心技术攻关、健康、养老）；3、减税降费；4、粮食能源安全；5、产业链和供应链稳定（战略关键领域、疫苗、新药、基础研究、外贸新增长点、外商投资公共服务体系）；6、民生、工资、运转等“三保”底线。从下半年财政支出的导向来看，传统基建投入与之前市场对所谓刺激政策的高预期相比，可能有一定落差。

供给侧压力还将进一步限制建材价格的反弹。我国建材行业多数具有一定的产能过剩属性。因此，除需求侧因素影响建材价格以外，供给侧因素同样是影响建材市场定价的重要力量。以螺纹钢市场为例，我们考察了供求因素对螺纹钢价格同比涨幅的解释力。需求变量选取地产投资当月同比，供给变量选取黑色金属冶炼及延压工业增加值的同比增速，如公式（2）所示，模型可以解释样本期内（2015 年 2 月至 2020 年 8 月）螺纹钢价格变动的约 90%，其中工业增加值增速的单位变化对螺纹钢价格变动的影响更大，且在剔除“地产投资”变量以后，模型对螺纹钢价格的解释力仍然达到 89%。**这说明，对于部分建材价格而言，供给侧因素的影响甚至大于需求侧因素的影响**。

$$螺纹钢价格=0.74\times螺纹钢价格_{(-1)}-1.38\times工业增加值+0.79\times地产投资+2.72 \quad (2)$$

供给侧因素预计将会进一步限制建材价格反弹。仍以钢铁行业为例，供给和产能利用率都处于较高水平：8 月份黑色金属冶炼及延压工业增加值的同比增速已经达到 9.2%，为近年来较高的增速水平，8 月份我国粗钢产量同比增长 8.7%。9 月 25 日当周，全国 247 家钢厂高炉开工率为 89.1%，同比增加 12.89%。同样是 9 月 25 日当周，钢材总库存同比增长 36%，其中螺纹钢厂库库存同比增速高达 57%。

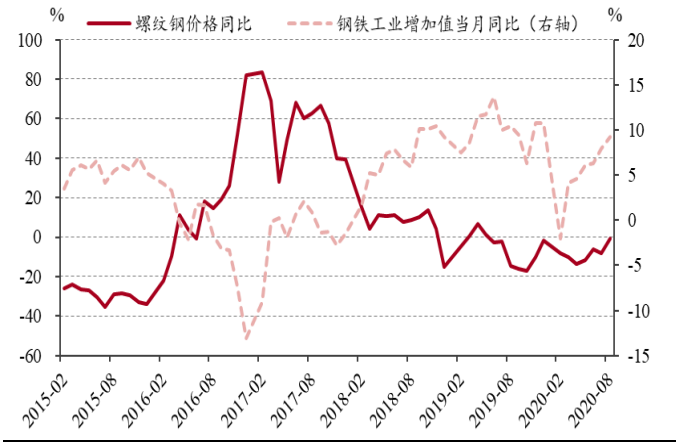
尽管受疫情影响，除我国以外的主要经济体钢材出现了不同程度减产，但这主要是由这些地区下游需求偏弱所导致的。由于内外贸价差扩大，今年前 8 个月我国进口钢材数量同比增长 59.6%，为 2003 年以来最高的累计增速。其中，7-8 月我国进口钢材均超过 200 万吨，同比几乎翻番，创 2004 年以来的新高。总的来看，国内的产能扩张并非抵消海外产能衰减，而更多反映了国内前期较强的需求预期；但是在库存高位、内外价差和需求衰减的阴影下，价格进一步上行的空间有限。**在当前稳就业、双循环的大背景下，国内也不太可能出现与前期供给侧改革相似的去产能调整。**

图表 5.螺纹钢价格拟合



数据来源：万得，中银证券

图表 6.钢材价格上行仍面临供给侧压力

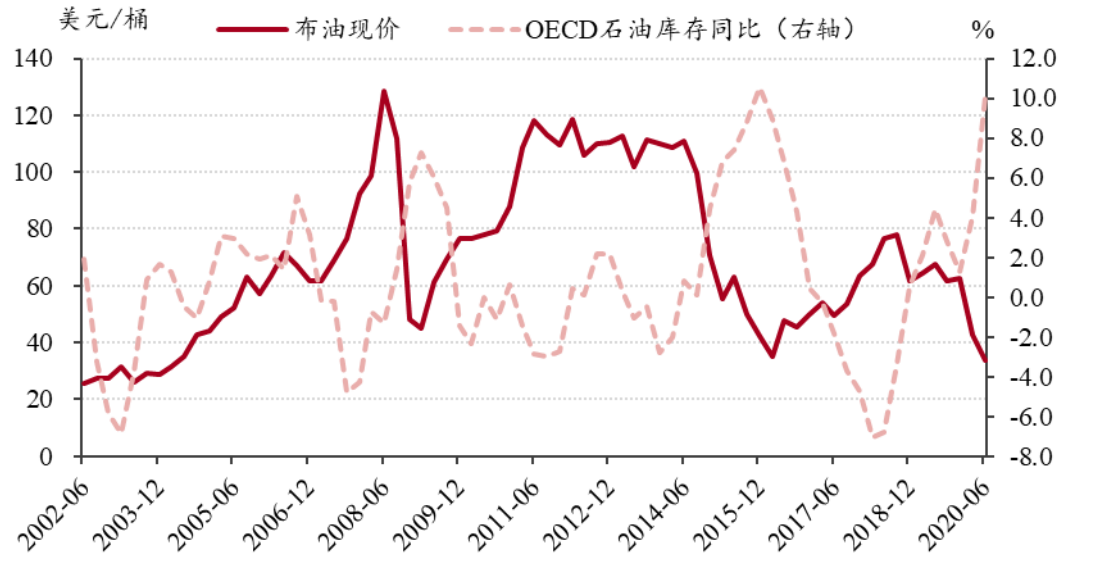


数据来源：万得，中银证券

3.能源价格：高库存限制高油价

国际能源市场疲弱将限制国内能源价格的反弹。当前全球经济复苏仍然缓慢，欧洲又可能面临第二波疫情冲击，国际原油市场需求疲弱的整体格局尚未改变。截止 2020 年 2 季度，OECD 国家陆上商业石油库存已达到 32.35 亿桶，再创历史新高，较去年同期增长 10.11%。如图表 7 所示，OCED 国家石油库存的增速与国际油价呈现显著的反向变动关系。当前国际原油库存处于高位，预计将会继续限制国际原油价格的反弹。

图表 7.国际原油市场高库存限制能源价格反弹



资料来源：万得，中银证券

我国是世界最大的原油进口国，国际油价从多个方面对我国通胀产生影响。国际原油价格除对石油、炼焦、燃气等行业的产品价格具有直接影响外，还通过燃料和原料价格等途径对交运、化工、金属及非金属制品、电力和热力等行业的产品价格产生影响。**国际原油价格低位徘徊预计也将继续限制国内能源价格的反弹动能。**

从 PPI 周期来看，4 季度 PPI 同比涨幅大概率在-2%至-1.5%之间波动。图表 8 使用定基指数更直观地反映了 PPI 通胀周期（以 2001 年 12 月的 PPI 指数为 100）。过去 20 年间，PPI 价格分别经历了 3 个波峰（2008 年 8 月、2011 年 8 月和 2018 年 10 月）和 2 个波谷（2009 年 3 月和 2016 年 2 月）。相比于此前两次从波峰到波谷的调整，2018 年 10 月以来这轮调整的幅度仍然不算充分。

鉴于现阶段 PPI 继续上行的动能有限，我们预计 2020 年 4 季度的 PPI 定基指数大概率在 129 至 130 之间波动；到 2021 年 1 季度可能突破 130，但在没有新驱动因素的前提下很难突破 131。由于 2019 年 4 季度 PPI 定基指数基本保持在 132，因此 2020 年 4 季度 PPI 同比涨幅大概率在-2%至-1.5%之间波动。

图表 8.从 PPI 周期看出清特征仍不明显

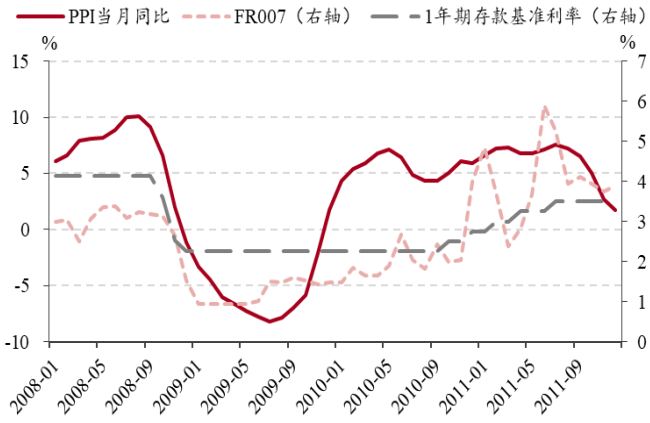


资料来源：万得，中银证券

4.寻找货币政策可能的临界点

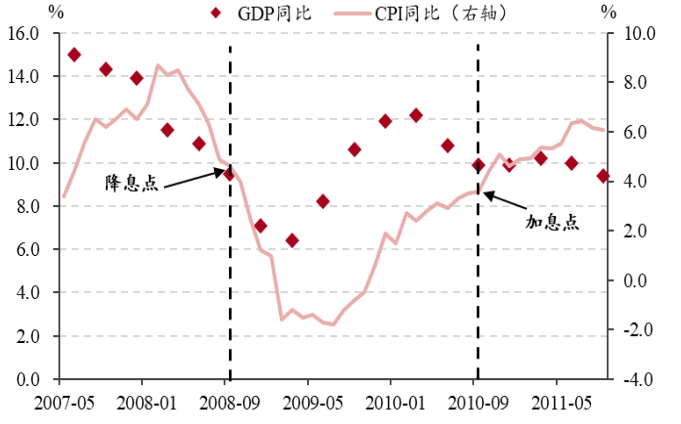
在经济基本面受到大幅度冲击以后，由于基数剧烈变动，在经济增速和通胀反弹过程中，同比数据可能不适合用来寻找货币政策转向的临界点。在这种情况下，定基数据由于排除了基数效应，可能提供更有参考价值的信息。以“次贷危机”后的货币政策操作为例，如图表 9 所示，央行在 2008 年 10 月开始下调存款基准利率，同时开始逐步下调货币市场利率。这与 PPI 同比涨幅下滑的时点较为一致。然而在 2010 年上半年 PPI 同比涨幅已经持续超过 5%、5 月份超过 7%时，货币政策并没有对其给予明确的反应。反而在 8、9 月 PPI 同比涨幅降至 4.3%以后，央行在 10 月上调存款基准利率 25 个 BP。随后，公开市场操作也逐步进入收紧阶段。

图表 9. 次贷危机后货币政策反应与同比 PPI 并不同步



数据来源：万得，中银证券

图表 10. 次贷后货币政策对 CPI 和 GDP 同比数据的反应

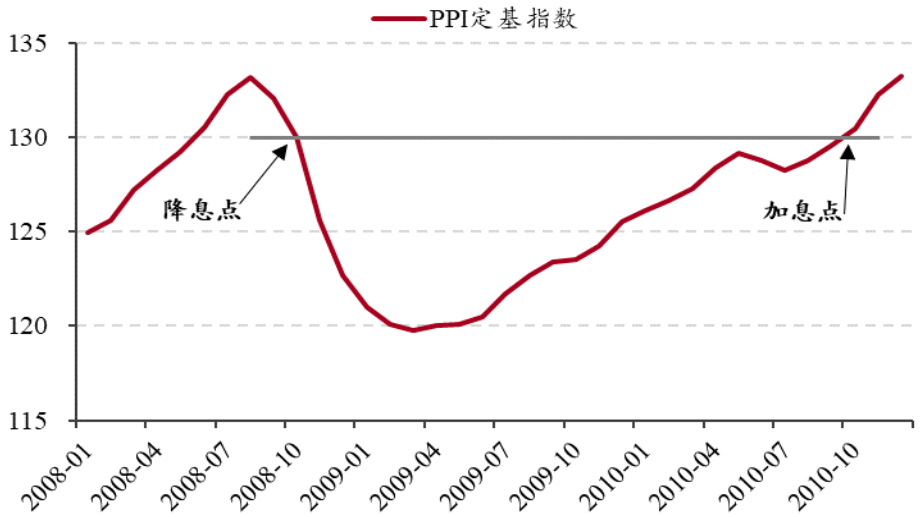


数据来源：万得，中银证券

从 GDP 同比增速和 CPI 同比涨幅的角度来看，类似的不同步现象同样存在。如图表 10 所示，早在 2009 年 3 季度，GDP 同比增速就已经在基数效应作用下突破了此前降息时的水平（9.5%），达到 10.6%。随后在 2010 年 1 季度更是达到了 12.2%的较高水平。然而，同期货币政策并未做出反应，反而是在 2010 年 3 季度 GDP 同比增速回落到 9.9%以后启动了加息。而从 CPI 同比涨幅来看，2008 年启动降息前的 CPI 同比涨幅为 4.6%，而 2010 年启动加息前的 CPI 同比涨幅为 3.6%，又没有超过降息前的水平。**这些经验证据显示，当基数剧烈变动时，经济增速和通胀的同比数据可能不适合用来寻找货币政策转向的临界点。**

如果从定基通胀指数的角度来看，当时货币政策的操作则比较容易理解。如图表 11 所示，从工业品价格的绝对水平来看，央行在 2010 年 10 月进行存款加息的时候，定基 PPI 的水平刚刚达到 130。而这个水平与央行在 2008 年 10 月进行存款降息以前的定基 PPI 水平是一致的。

图表 11.次贷后货币政策对定基 PPI 的反应比较清晰

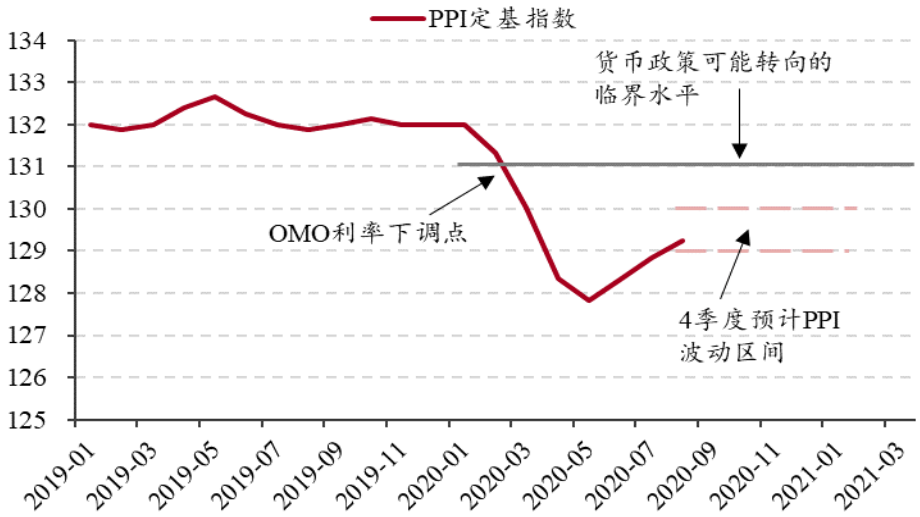


资料来源：万得，中银证券

从货币政策操作的角度来看，这种逻辑也是比较合理的。如果基本面冲击使物价的绝对水平低于某个临界点，从而触发央行采取了某种偏积极的货币政策操作，那么当物价的绝对水平重新回到这个临界点，且仍有向上趋势时，央行有理由认为基本面的冲击已经被消化，从而可以退出这种偏积极的操作。

参照“次贷危机”以后的经验，我们可以尝试通过定基的 PPI 指数，来寻找当前货币政策可能转向的临界点。在疫情冲击显现以后，央行在 2020 年 3 月下调 OMO 利率，此前 2 月份的 PPI 定基指数约为 131.3。如图表 12 所示，我们预计当 PPI 定基指数重返 131 水平、而且仍有继续向上趋势时，货币政策可能对其做出反应，比如上调 OMO 利率。

图表 12.当前货币政策可能转向的临界点



资料来源：万得，中银证券

将 PPI 定基指数换算为同比涨幅，**2020 年 4 季度到 2021 年 1 月，PPI 同比涨幅的临界点预计为-0.8%。到 2021 年 2 月和 3 月，随着基数下降，PPI 同比涨幅的临界点预计将依次变为 0 和 0.8%。**而按照前文分析，4 季度 PPI 定基指数大概率在 129 至 130 区间内波动，相应的 PPI 同比涨幅在-2.0%至-1.5%之间。因此，**尽管 PPI 缓慢震荡上行仍是大概率事件，但综合来看，我们预计 4 季度货币政策需要对通胀做出反应的可能性很低。**

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，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