

怎样理解央行对通胀的关注？

2022年08月11日

**分析师：周君芝**

执业证号：S0100521100008

电话：15601683648

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

8月10日，国内外通胀数据同时发布，央行也发布了二季度货政执行报告。

➤ 7月通胀读数低于预期，国内外如此，上下游亦然。

本月CPI同比2.7%，较前值走高0.2 pct。CPI同比上行趋势在市场预期之内，上行幅度却不及预期，毕竟7月猪肉价格大幅上涨，果蔬价格高位运行。

本月CPI同比之所以涨幅不及预期，一个重要原因是猪肉价格权重明显下修，从2.3%（今年1月），降至1.3%（今年7月）。

本月中国PPI同比4.2%，较前值下滑1.9pct，趋势上符合预期。本月PPI环比创2020年4月以来新低，PPI同比走弱的步子迈的略大。

7月美国总体CPI和核心CPI均逊于市场预期。美国7月CPI同比增速8.5%，预期8.7%；核心CPI同比5.9%，预期6.1%。

美国通胀和中国PPI均超预期回落，7月能源价格下行是一个非常重要的解释因素。

➤ 《二季度货政执行报告》花费大量笔墨探讨“警惕结构性通胀压力”。

专栏四强调，“短期内我国结构性通胀压力可能加大，输入性通胀压力依然存在，多重因素交织下物价涨幅可能阶段性反弹”，并指出中国未来结构性通胀的三个压力来源：疫后需求修复，猪周期启动，上游能源价格向下游传导。

紧接着“警惕结构性通胀”表述之后，央行提到“坚持不搞‘大水漫灌’、不超发货币”。提前筹备货币政策，为后续“可能阶段性反弹”的通胀做出充分准备。

我们看到的事实是，上游大宗及PPI同比趋势走低，终端CPI涨幅不及预期。然而央行却不惜设立专栏针对性探讨“结构性通胀压力”。如何理解央行对通胀的关注？

➤ 美国央行关注的是当下物价高低，政策取向是不遗余力控通胀。

史诗级通胀注定了美联储需要启用非凡力度的货币紧缩，才能压制通胀。可以说当下阶段，就业、经济等目标已经让位于通胀，成为美联储唯一的货币政策锚。美联储7月议息会议宣布放弃前瞻指引，转向完全的通胀数据依赖，便是极好例证。

7月美国名义通胀回落而核心通胀坚实，或意味着大幅超预期加息概率降低，但加息持续时间不能低估。我们判断未来大宗商品价格下行将带动名义通胀趋缓，美联储单次超预期加息（比如75-100BP）概率较低。

➤ 中国央行关注的是未来物价的可能变动，政策立场是“走在市场曲线之前”。

我们先看两组数据，判断央行对单纯CPI读数的关注程度。

第一组是猪肉价格对CPI的贡献，因不断削减猪肉价格权重而有所降低。第二组数据是2019年核心CPI和CPI。同样受猪肉涨价驱动，2019年核心CPI低迷，CPI单月同比却甚至逼近6%。

CPI主要由食品价格和核心CPI构成。若CPI上行没有核心通胀参与，单纯由猪肉价格驱动，CPI读数不会成为货币政策锚。

中国央行到底关注通胀的什么？未来“物价涨幅可能阶段性反弹”。

中国央行并不是对当下物价担忧，也不是单纯对CPI读数担忧，而是未来的一种可能性。而为提前应对这种可能性，预计货币政策取向或有边际调整。

➤ 未来流动性环境展望。

4月至今，大规模财政投放叠加居民信贷需求萎缩，银行间流动性宽松，隔夜利率降至1%左右的历史低位。未来财政仍将牵引流动性表现，但大规模净投放状态将有调整。若央行对流动性态度也有所调整，预计未来流动性状态从极宽走向偏宽。

风险提示：经济走势超预期；疫情发展超预期；海外地缘政治超预期。

相关研究

1.宏观事件点评：7月通胀数据点评-2022/08/10

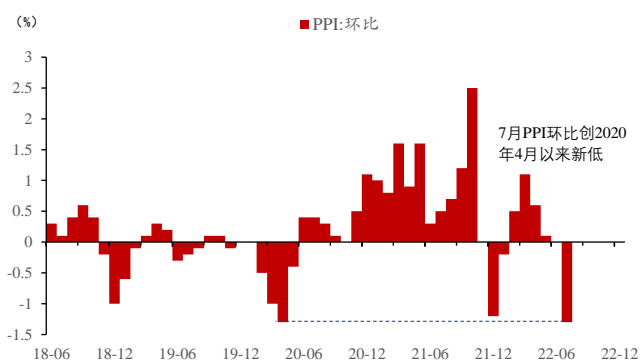
2.宏观专题研究：常识与反常识（二）：能用议价判断出口么？-2022/08/10

3.全球大类资产跟踪周报：流动性定价继续内松外紧-2022/08/09

4.7月出口数据点评：看空中国出口，再度被证伪-2022/08/07

5.美国就业强劲验证经济韧性——美国7月非农数据点评-2022/08/07

图 1: PPI 环比创 2020 年 4 月以来新低



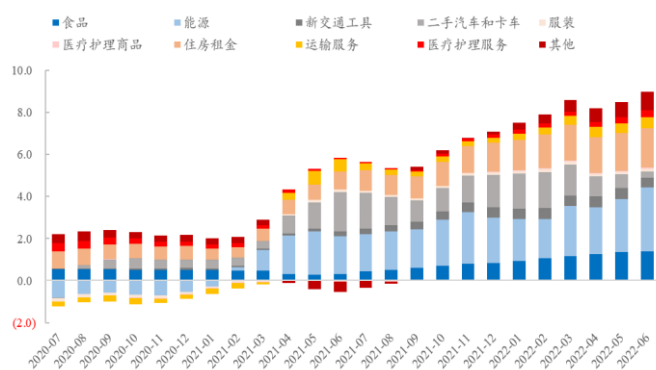
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 2: 本轮猪肉权重下修快于以往



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 3: 美国 CPI 各分项的同比拉动 (单位: %)



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 4: 货币政策可能更加关注核心通胀



资料来源: Wind, 民生证券研究院

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026