

金融市场部 研究创新团队

胡云瀚

0571-85171780

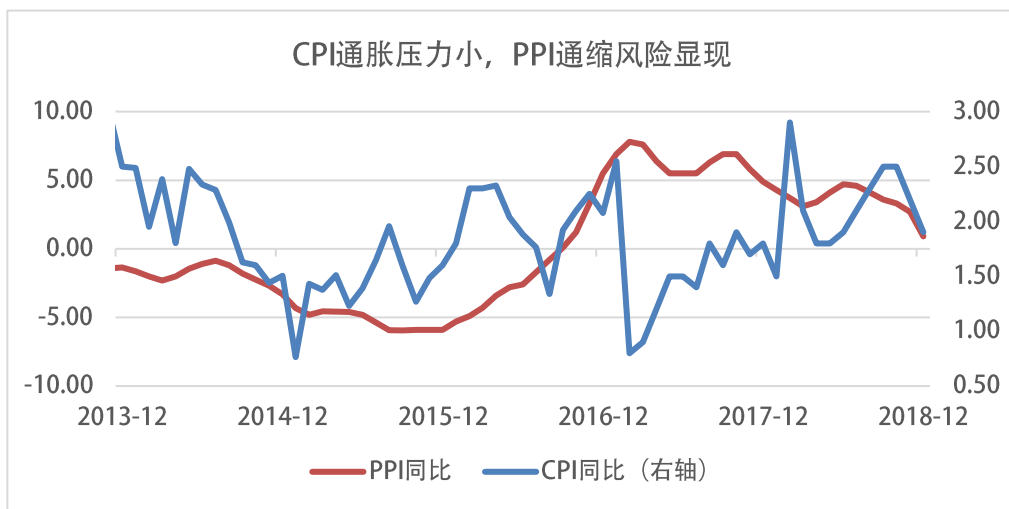
huyunhan@hzbank.com.cn

陆桔利

0571-85157120

lujuli@hzbank.com.cn

通缩风险将显现， 未来货币市场政策利率或全面下调 ——18年12月通胀数据点评



数据来源：WIND，杭银研究

统计局数据显示，12月CPI同比1.9%，市场预期2.1%，前值2.2%；环比0.0%。12月PPI同比0.9%，市场预期1.6%，前值2.7%；环比-1.0%。

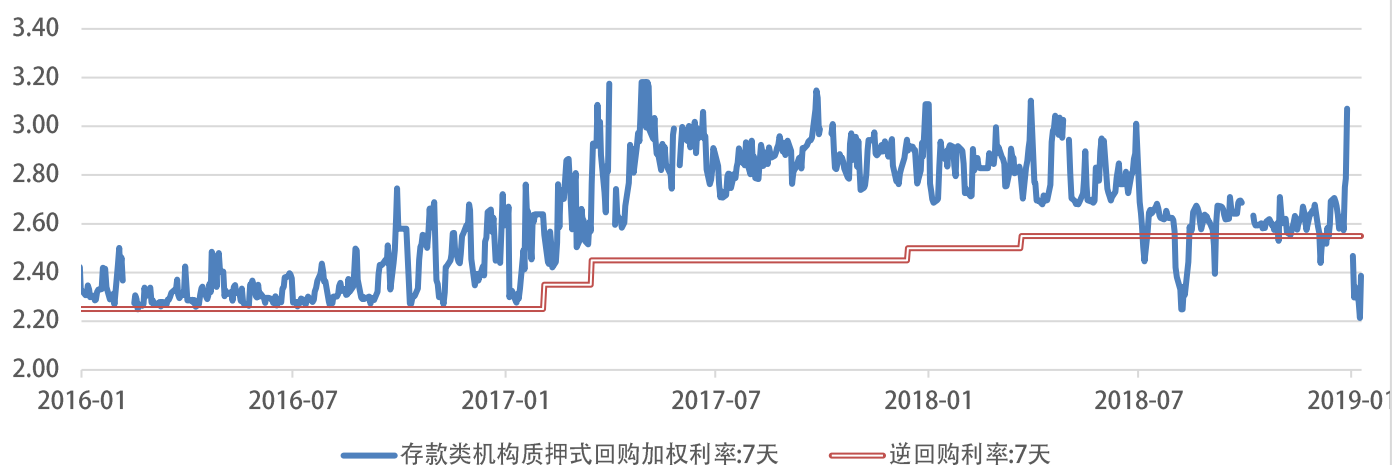
CPI方面，食品通胀涨幅平稳，核心CPI同比增长1.8%，增幅与上月持平，油价下跌带动非食品项明显下跌。整体通胀并无压力，但食品结构性价格变化仍需关注，受到猪瘟影响下猪肉禁止跨省运输，部分地区猪肉价格大幅上涨。此外，在猪肉价格上涨的

同时，牛肉、羊肉等替代性肉类食品价格也开始上行。PPI 方面，随着环保限产放松，工业品价格下跌，加上 12 月国际油价大跌导致能源价格环比大幅下行。临近春节，工业需求走弱，且上游价格、以及大宗商品较去年同期明显下行，预计 19 年 1 月 PPI 即将转负。

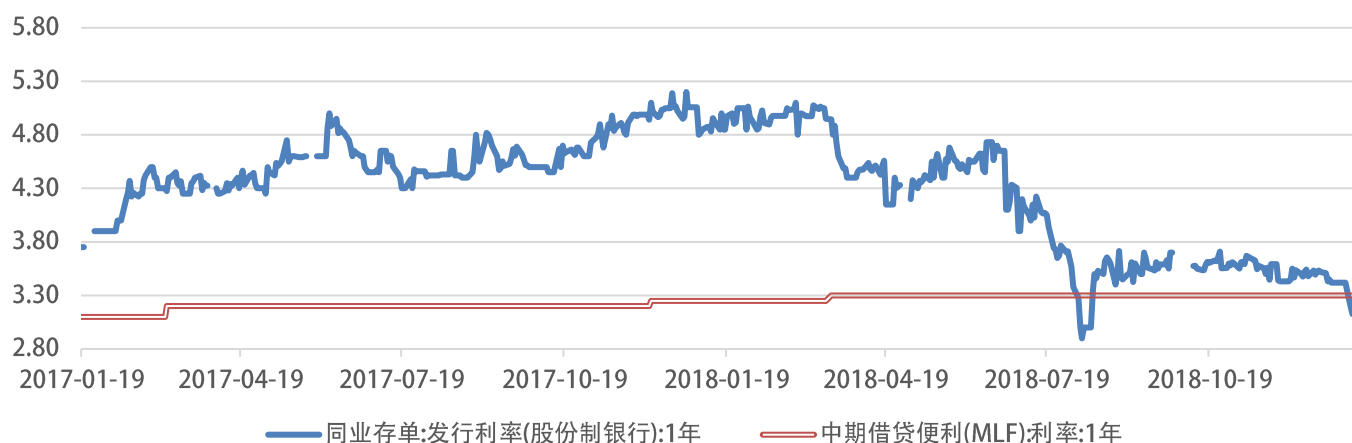
总体来看，核心 CPI 走势平稳，但在工业利润下行、下游需求走弱、工业品价格下降的情况下，工业通缩风险逐步上升。从货币政策角度来看，通胀不构成对货币政策的制约。相反地，央行将强化逆周期调节，实施稳定的货币政策，保持流动性合理充裕和市场利率水平合理稳定，完善市场化的利率形成、调控和传导机制，促进宽货币向宽信用的传导。为了更好地促进市场利率保持合理稳定、促进货币政策传导，我们认为除了在合适时点继续实施降准以外，未来货币市场政策利率很可能出现全面下调。

首先，在具体措施上，央行在一月继续实施降准 1 个百分点，TMLF 也将在 1 月下旬实施。目前基础货币投放方式已经从投放 MLF（利率 3.3%）转至通过降准、实施更便宜的 TMLF（利率 3.15%）以及发放再贷款、再贴现的方式，货币市场资金利率也开始大幅下降，市场利率（DR007）连续数日位于政策利率下方（对此，近日也未出现监管层窗口指导）。第二，从资金波动情况来看，虽然 18 年 8 月起 R001 与 DR001 的分层状况逐渐减弱，但由于市场流动性时点性宽裕，导致存款机构隔夜资金价格在 8 月 8 日、10 月 30 日、12 月 28 日以及 1 月 7 日跌至 1.5% 以下，隔夜资金价格的波动幅度较过去大幅上升。第三，从外部影响因素来看，美联储加息缩表可能即将逐渐接近尾声，使得人民币汇率贬值压力渐缓（1 月 2 日以来，美元指数近日从 97 直线下行至 95 左右，在岸人民币已升值至 6.78）。未来，随着降准政策进一步实施，市场资金利率与政策利率可能会持续出现分歧。在这样的背景下，若联储“转鸽”得以进一步证实，国内货币政策将具备继续放松的可能性，届时主要政策利率或出现下调，带动广谱利率继续下行。

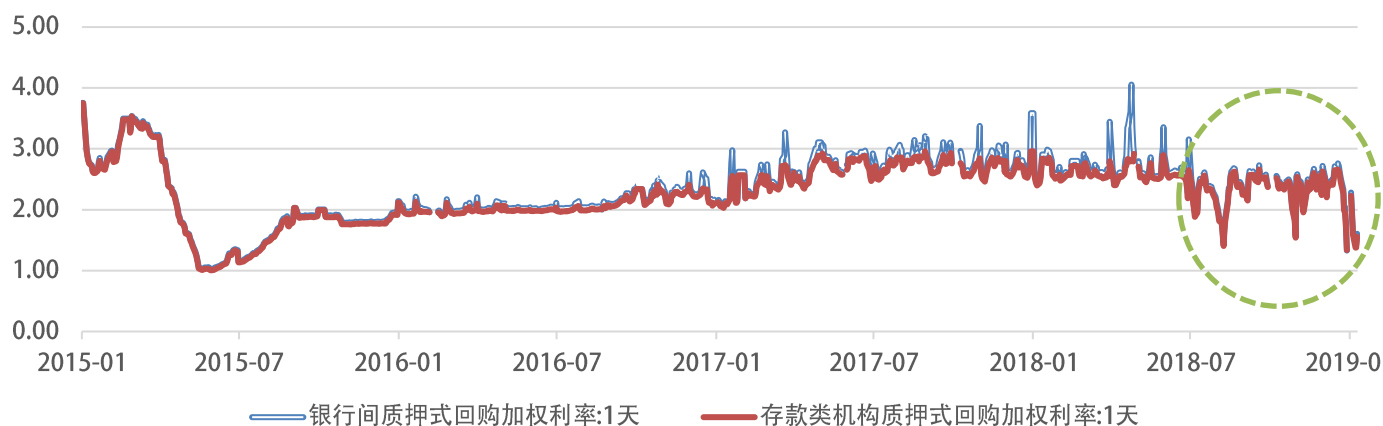
流动性充裕的情况下，市场利率与政策利率开始多次出现分歧



随着投放方式的转变，MLF利率已非利率之锚



货币市场资金充裕，隔夜资金波动加大



数据来源：WIND，杭银研究

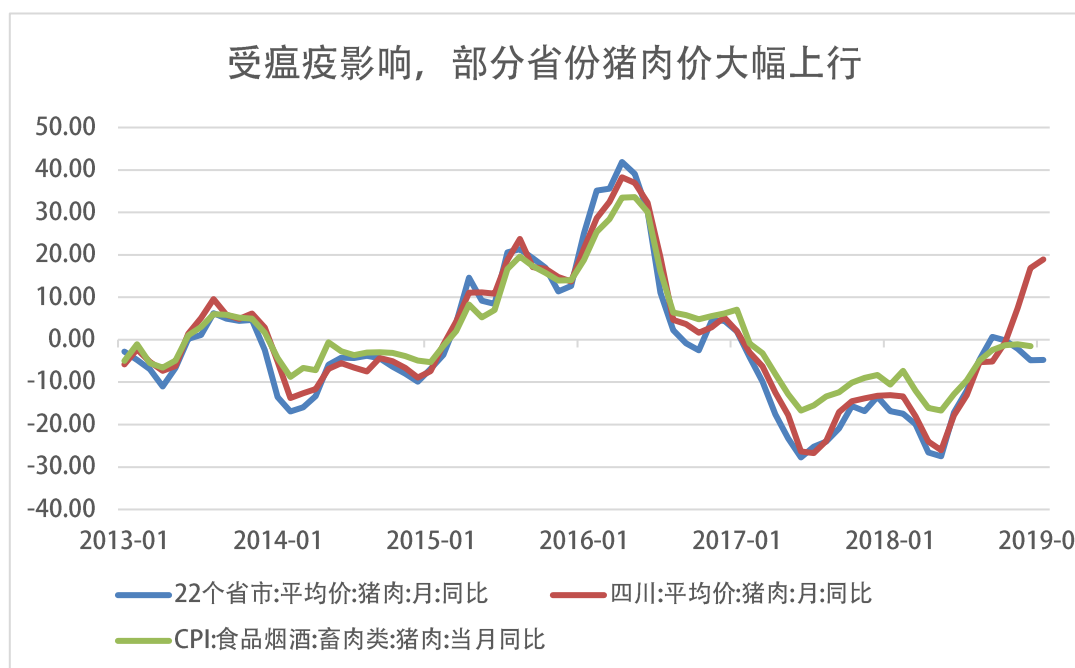
请务必仔细阅读本文尾部的免责声明

3

具体来看:

一、 油价下行带动 CPI 同比下跌，猪瘟影响下肉价分化

12 月国内 CPI 同比增长 1.9%，其中食品项同比增长 2.5%，与上月持平，非食品项同比增长 1.7%，同比增速为近两年来新低。其中，鲜菜和肉类价格上涨导致食品烟酒价格维持在高位，国际油价下行导致交通价格同比下行 0.7%，居住和文娱价格保持相对平稳的涨势，而前期大幅上涨的医疗保健价格同比已大幅下行。环比来看，食品项环比增涨 1.1%，环比涨幅略高于季节性，其中鲜菜由于受到严寒天气影响，环比出现季节性上涨。猪肉分项环比微升，但在季节性需求下，部分受到非洲猪瘟影响、猪肉禁止跨省运输的省份，猪肉价格出现大幅上涨，平均猪肉价格接近 16 年年初最高水平。同时，作为替代品的牛肉与羊肉价格也持续上升。另外，受到 12 月国际油价暴跌影响，交通价格环比跌 2%，下行幅度创新高。

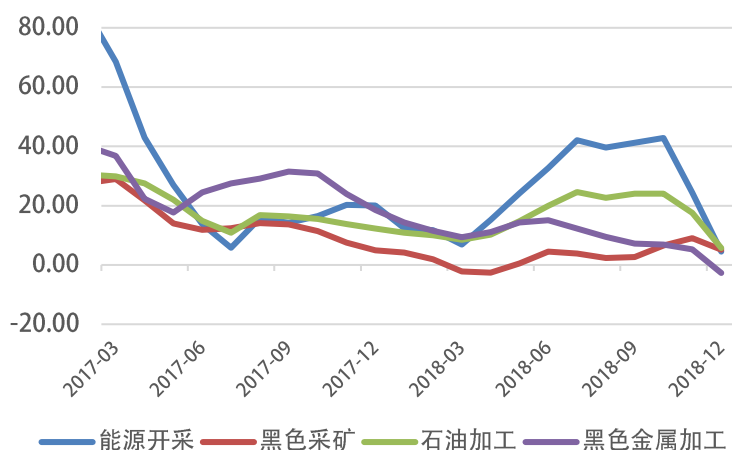


数据来源: WIND, 杭银研究

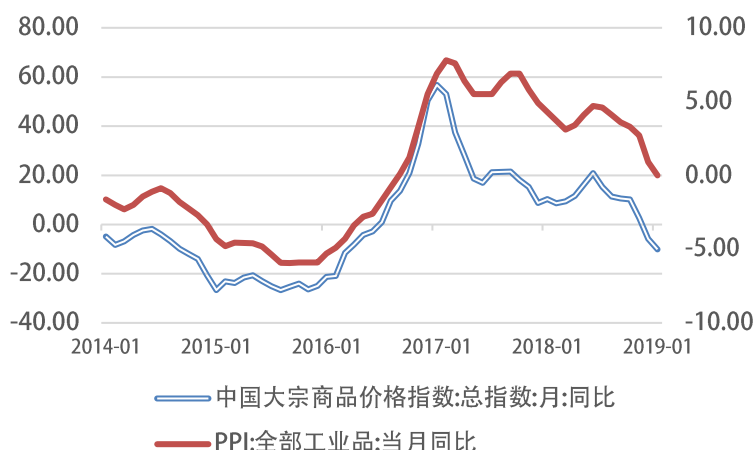
二、工业品价格下行，PPI 即将转负

工业品方面，12 月 PPI 同比下跌至 0.9%，较上月大幅降低 1.8 个百分点。环比下行 1%，环比跌幅接近 15 年以来的最高值。分行业来看，上游行业价格下行是 PPI 下降的最主要因素，能源行业有关价格随着国际油价的下行出现暴跌（如石油与天然气开采业环比下降 13%），而环保限产松动以及基建、建筑等需求不强，导致钢价（黑色金属加工业环比下降 4.3%）出现下行。此外，需求较弱导致下游行业价格走势平稳，汽车制造、计算机设备制造、通用设备制造等行业价格仅较前期小幅上涨。展望 19 年，领先 PPI 走势的大宗商品价格同比已经转负，预计 19 年 1 月 PPI 将继续下行，环比降幅可能随着近期油价有所回升小幅收窄。

上游行业价格大幅下降



大宗商品价格领先PPI转负



免责声明:

本报告中的信息均来自于公开资料及合法获得的相关内、外部资料，我们对来源的相关信息的准确性和完整性不作任何保证，我们的观点和建议仅供投资机构或者个人参考。任何时候任何情况下，本报告观点并不构成对任何机构或者个人的投资建议，对因本报告任何内容引起的任何损失，我们不承担任何责任。