



## 从实体经济层面看货币政策走向

### 摘要

从金融市场流动性较为充裕和实际融资利率下行的情况来看，央行全面加息的空间并不是没有，但是目前实体经济并不存在过热的迹象，不过在CPI和PPI大幅抬升的趋势下，假如未来信贷和投资增长导致通胀水平超预期走高的话，货币政策将会面临更复杂的情况。

由于过去我国的通胀基本是由需求过热所引起的，所以当通胀大幅上升时，货币政策通过控制信贷和货币供给就抑制了需求，进而促使通胀回落。但是本轮通胀的上行有明显的不同，表现为PPI大幅上升，但是投资并没有明显的增加，或者说仍在下滑趋势当中，这是因为此轮通胀更多的是供给面在起作用。如果未来CPI和PPI回落的话，货币政策自然没有收紧的必要性，但假如通胀继续上升，投资增长较为疲弱的话，货币政策可以操作的空间就比较小，特别是目前实体经济的信贷和投资行为存在明显的分化，表现为国企的投资增速大幅提高，杠杆率仍在上升，民营企业继续主动去杠杆、民间投资增速持续下滑，在此情况下，假如货币政策继续收紧的话，将导致民间投资需求更加疲弱，同时也难以解决供给方面导致的价格上涨。

南华期货研究所

黎敏

[limin@nawaa.com](mailto:limin@nawaa.com)

010-63151317-855

章睿哲

助理研究员

[zhangruizhe@nawaa.com](mailto:zhangruizhe@nawaa.com)

010-63151317-855

## 从实体经济层面看货币政策走向

2月17日公布的央行四季度货币政策报告提到：“8月下旬和9月中旬，综合考虑经济运行、流动性形势以及市场“以短搏长”现象较为普遍等情况，中国人民银行在公开市场操作中先后增加了14天期和28天期逆回购品种，适当延长央行资金投放期限，引导金融机构提高负债稳定性，并通过公开市场业务一级交易商传导优化货币市场交易期限结构，对于防范资产负债期限错配和流动性风险发挥了积极作用。”也即是说，央行从去年8月份以来，重启14天和28天逆回购、减少7天逆回购、增加28天逆回购和中期借贷便利（MLF）投放量、最后全面提高各类政策工具的利率水平等行为，其着眼点主要在于抑制金融机构的投机行为，其目的在于引导金融机构提高负债稳定性，优化货币市场交易的期限结构，所以当金融机构的债券交易行为正常之后，央行针对于此的调控行为将会告一段落。具体从数据方面可以看到，1月以下期限的银行间市场同业拆借交易量和银行间债券质押式回购交易量在去年四季度以后已经大幅下降，可见央行调控的效果是比较明显的，但短期交易占整体成交量的比重仍然很高，而且伴随着短期交易量的下降，整体银行间拆借和债券质押式回购交易量也出现大幅下滑。目前还难以判断央行希望债市去杠杆能达到一个什么样的程度，这将在很大程度上影响央行对于政策利率的调控行为，而且近期实体经济层面的情势已经发生了一些变化，未来这些因素将对货币政策会产生更大的影响。

图1、银行间同业拆借成交情况

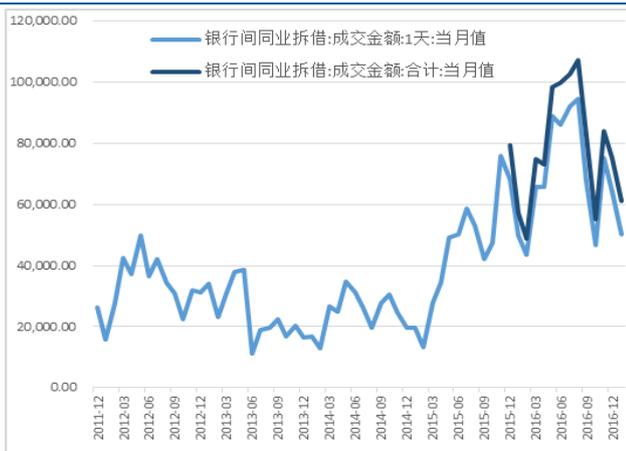


图2、银行间债券质押式回购成交情况



资料来源：WIND 资讯 南华研究

### 一、核心通胀上升

首先是核心通胀的上升。1月份食品类CPI走势符合我们的预期，但是核心CPI的大幅上涨在我们预料之外，假如后期持续上涨的话，将会对货币政策预期产生重要影响。具体来看，1月份CPI同比上涨2.5%，涨幅创2013年12月份以来新高，环比上涨1%，创去年2月份以来新高，核心CPI同比上涨2.2%，涨幅创2013年1月有数据以来的新高。食品烟酒类CPI环比涨幅达1.7%，蔬菜和猪肉价格大幅上升，不过涨幅仍小于去年春节期间，而且目前蔬菜和猪肉价格已经大幅

回落，后期对CPI的影响将趋于平稳。但与此同时，诸如医疗、教育文娱、交通通信、生活用品及服务以及居住等指数均出现较大幅度的上涨，教育文娱和交通通信指数环比涨幅分别达到1.6%和1.4%，仅次于食品烟酒涨幅。

从历史数据中可以看到，今年以来食品价格的环比涨幅在历年中是比较小的，但是核心CPI环比涨幅创有数据以来（2013年）的新高，其中主要是交通通信、教育文娱和医疗保健等服务品CPI出现大幅上涨，其中也有相当一部分季节性因素在起作用。近年来，一些基于传统行业的互联网服务业大规模兴起，诸如互联网外卖、滴滴打车、代驾、私厨等，大量带动了低端服务人员的需求，也分流了传统行业的劳动力，提高了人力成本。春节前后由于人们回家过年，快递挤压、打车难、厨师荒等情况尤为严重，节后返工的劳动力重新定价将会导致劳动力成本的进一步抬升，在这种情况下，服务品的上涨不会像食品那样迅速回落，而是持续上涨，至少在一季度，我们认为CPI仍会保持上涨态势。

图3、食品CPI历史环比涨跌情况

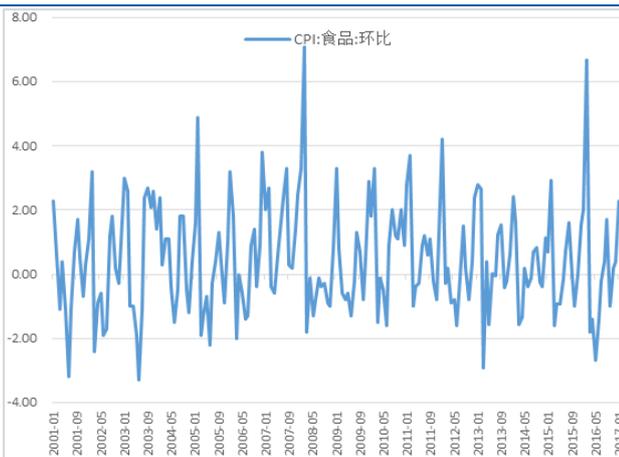
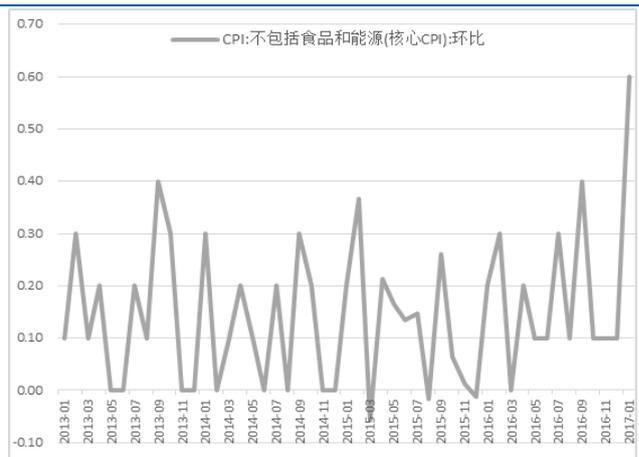


图4、核心CPI历史环比涨幅情况



资料来源：WIND 资讯 南华研究

## 二、1月份信贷增长被低估

第二是实体经济需求出现一定的回暖，这一回暖表现在信贷和投资增长两方面。首先信贷方面，目前市场对于1月份的新增社融和信贷数据的看法存在一些分歧，一种观点认为信贷不及预期，主要是1月份信贷低于去年同期规模，人民币贷款存量的同比增速也低于去年同期水平；另一种观点认为今年的信贷增长超预期，信贷结构大幅改善。我们倾向于后一种观点，认为今年1月份金融数据被明显低估，有多方面的数据可以佐证这一问题。

首先看货币供给增速。2016年1月M1同比大幅增长18.6%，M1和M1-M2剪刀差均处于大幅扩张的趋势中，大部分企业持币观望，资金脱实向虚的迹象非常明显。而今年1月份M1同比增速大幅回落至14.5%，M1和M1-M2剪刀差均处于下降趋势中，资金脱虚向实的情况较为明显。

其次，信贷方面，一方面是贷款存量增速的观点不足以说明问题，因为存量概念涵盖了去年全年的信贷增长，但去年贷款增速本身是比较低的，不足以说明今年1月份的情况；另一方面尽管新增人民币信贷规模低于去年水平，但是信贷

结构有较大改善，企业中长期贷款和居民中长期贷款均创历史新高，短期票据融资持续大幅下降，降幅再创历史新高。我们在之前一篇报告中较为详细地分析了票据和短融大幅下降的原因，主要是短期融资利率的大幅抬升，从这一角度来看，央行四季度以来的调控手段是卓有成效的。值得一提的是，尽管1月份新增居民贷款占比下降至37%，但是居民信贷仍创历史新高，这很大程度意味着短期内商品房销量增速将大幅回暖。

第三，社融方面，2016年的社融存量规模增长12.8%，比上年多增0.4个百分点，2017年1月份新增社融规模为37400亿元，创历史最高水平。1月份社融大幅增长主要受新增信托和委托贷款、境内股票融资和银行承兑汇票大幅增长的影响，这是因为1月份企业债券发行规模大幅下降，与去年同期相比降幅高达5622亿元，信托和委外增长主要是弥补债券发行的下滑，另外和近期房地产融资限制也有一定关系。

最后也是最重要的一点，去年1月份的天量信贷水分太多。受人民币贬值的影响，从2015年9月开始，企业新增外币贷款大幅下滑，2015年9月至2016年1月，企业新增外贷降幅达到近8000亿元。企业还外贷借内贷，内外贷的此长彼消是造成去年1月天量信贷的主要原因之一。而2016年5月份开始，外贷降幅已经开始逐渐收窄，2017年1月新增外贷126亿元，尽管数额很小，但也是2015年6月份以来的最高水平，这也说明了1月新增人民币信贷水平在很大程度上是被低估的。

图5、货币供给增长趋势

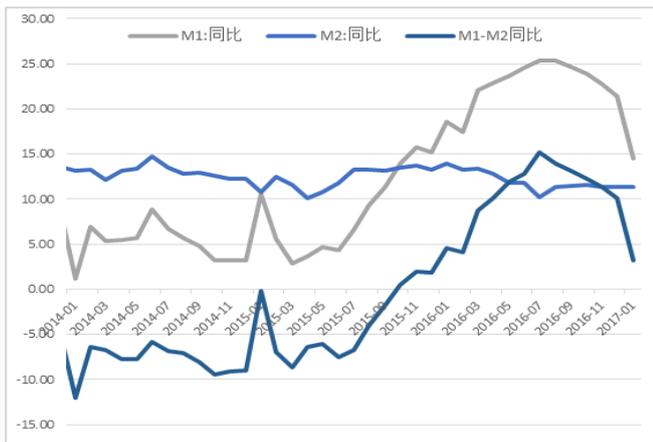


图7、新增人民币信贷增长情况

图6、今年与去年1月份新增社融结构对比

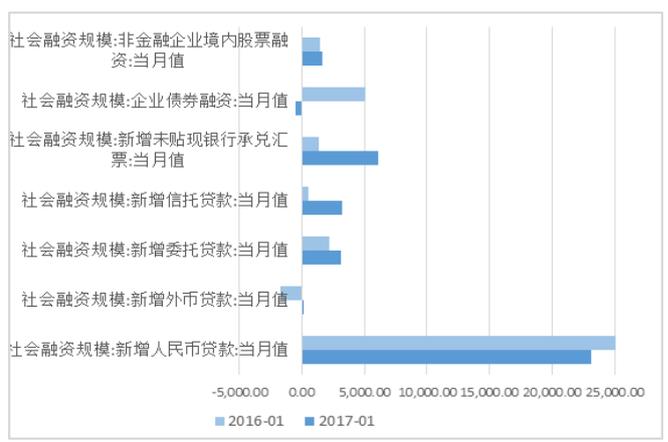


图8、中长期贷款增长情况

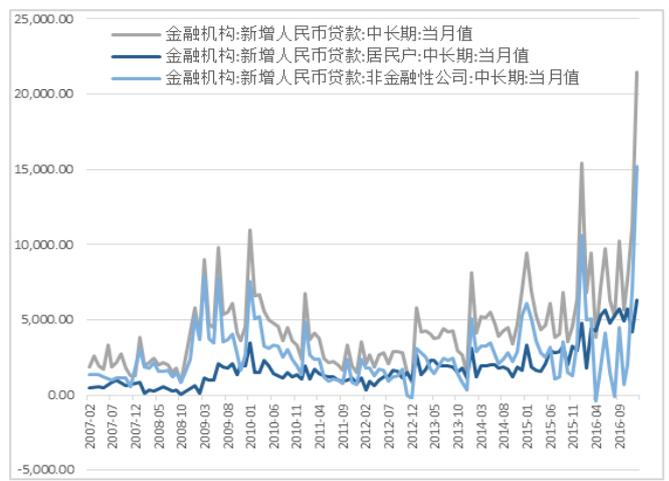
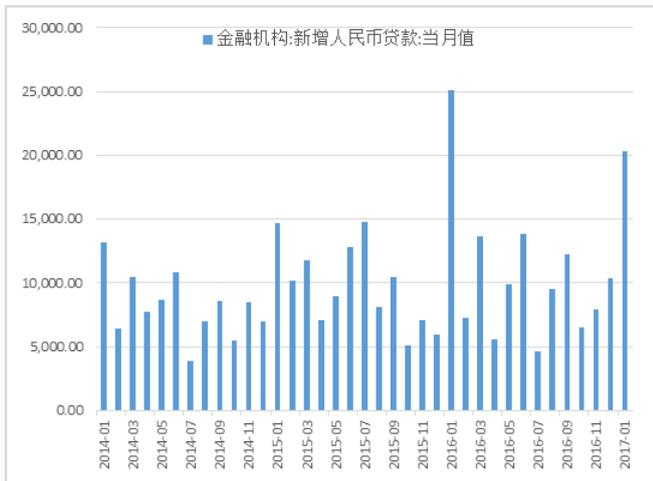
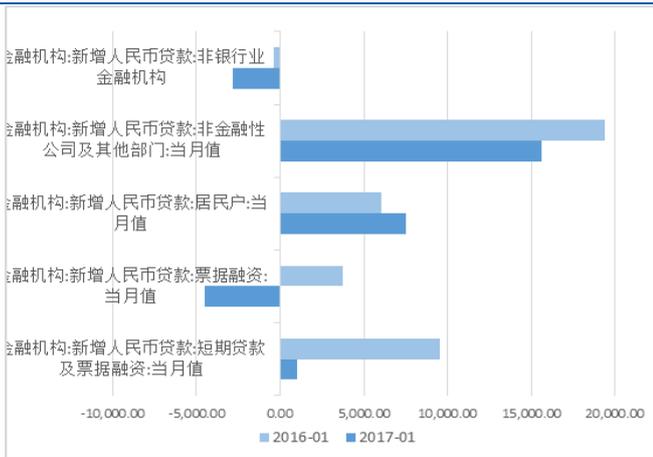


图9、今年与去年1月份新增人民币贷款结构对比

图10、新增外币贷款增长情况



资料来源：WIND 资讯 南华研究

### 三、投资需求回暖

**PPP投资额超预期增长。**全国PPP信息平台第五期季报显示，2016年底国家示范项目总数和投资额出现大幅增长，12月末国家示范项目总数大幅增至743个，季度环比增幅达220%，其中进入执行阶段的项目为363个，环比增幅达184%。项目总投资额为1.86万亿元，环比增长137%，其中执行阶段投资额9380亿元，环比增长171%；

全国PPP项目数和投资总额环比增速也出现较大幅度的抬升，12月末PPP总入库项目数为11260个，环比增长3.99%，其中执行阶段项目1351个，环比大幅增长21.71%。全国项目总投资额为13.5万亿元，环比增长4%，其中执行阶段项目投资额为2.23万亿，环比大幅增长21.86%。

与此同时，PPP项目主要分布在交通运输、市政工程和片区开发等基础设施行业，地区主要分布在中西部省份。目前全国进入执行阶段的PPP项目总投资额已达到2.23万亿元，与年初4100亿的规模相比，已经增长了4.4倍，PPP项目在拉动投资和经济增长方面的作用将逐步凸显。

图 11、国家示范项目投资额增长情况

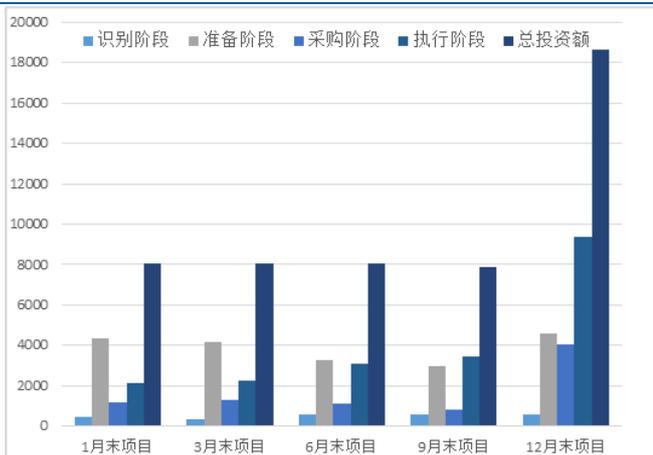
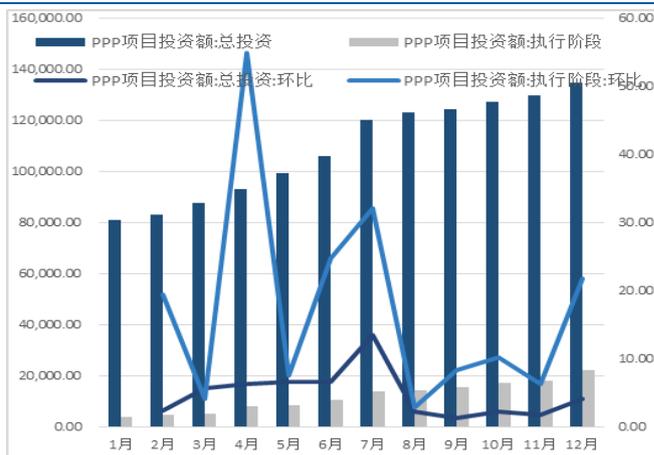


图 12、全国项目总 投资额增长情况



资料来源: WIND 资讯 南华研究

**一带一路投资或将全面启动。**2015年张高丽副总理曾在国际论坛上表示未来将修建6条连接亚欧的经济走廊,亚投行和丝路基金将为此提供资金,国开行也曾透露,计划向一带一路投资的资金逾8900亿美元,相当于6万亿人民币,而亚投行和丝路基金目前尚未透露具体投资额度。有数据表明,未来10年,亚洲基础设施投资需要8.7万亿美元,平均每年就是8700亿美元,就算打个五折,每年也有4000多亿美元,还不包括对欧洲的投资。以上资料都说明未来一带一路的投资是一个海量数字,但从2016年的投资数据来看,显然一带一路的投资需求还未开始释放。

2016年,国内固定资产投资累计增长8.1%,比上年下降1.9个百分点,基建投资增长15.71%,比上年下降1.58个百分点,民间投资增长3.17%,比上年大幅下滑7个百分点,除了房地产投资有所起色和国企投资大幅增长之外,2016年国内的投资几乎没什么亮点可言。对外投资方面,2016年,我国非金融类对外直接投资为1701.1亿美元,同比增长44.1%,其中对“一带一路”沿线的53个国家进行了非金融类直接投资145.3亿美元,同比下降2%,占同期总额的8.5%。从商务部对外投资的项目情况来看,出海企业还是以对欧洲高端制造业的投资为主,对亚非地区的投资进展较慢。

近期随着全国各地两会的召开,2017年各省经济增长目标陆续公布,不少省份上调经济增速目标,上调GDP增速的省份包括辽宁、吉林、四川、西藏和宁夏,中西部省份将维持较高投资增速,辽宁、安徽和新疆上调了投资增速目标,尤其是新疆政府工作报告公布2017年固定资产投资将达到1.5万亿以上,同比增长50%。2016年新疆的固定资产投资完成额为9984亿元,在全国排在倒数第9位,过去新疆的投资增速在大部分年份里都低于全国的平均水平,即使2017年新疆全额完成投资目标1.5万亿,在全国也大致只到中游,还不到云南和广西的投资水平。考虑到新疆的一带一路重镇地位,作为丝绸之路经济带核心区的新疆,与作为一带一路有机衔接重要门户的广西、面向东南亚辐射中心的云南,以及海上丝绸之路核心区的福建,这几个重镇的地位是相当的,而新疆对于基础设施的需求

显然更多，因此2017年的投资目标应该是合理的，有可能还会超额完成，新疆投资增长50%，将拉动全国投资增速近1个百分点，这对于比上年下降2个百分点的全国投资增速来说，也算是雪中送炭了。

一带一路重镇方面，2016年云南、陕西、甘肃、吉林的实际投资增速均超额完成，但是福建、广西和新疆这几个最主要的地区投资增速均未达到目标，随着一带一路投资的逐渐启动，我们认为这些地区的投资增速将会有所提升，2017年实现全年投资增速上行值得期待。

**避免对房地产投资增速的误判。**我们在去年的报告中已多次提到2016年房地产投资端与销售端的偏离，这种偏离意味着去年的房地产投资增速存在着很强的或主观或客观的抑制因素。从土地供应面积累计同比、房屋新开工面积累计同比和房地产开发投资累计同比这三个指标来看，可以发现三者有很强的相关关系，前两者走势高度相关，房地产投资走势较为平缓。2016年房地产投资没有大幅上升与土地供给面积持续下滑有很大关系，应当说地产投资节奏基本是由政策当局所控制。目前我们看到2017年1月份土地供应量大幅增长了13.42%，增速创2014年1月份以来新高，这意味着短期内房地产投资增速大幅回落的可能性很低，有可能还会小幅提高甚至超预期提高。

目前虽然1月份的投资数据还未公布，但挖掘机销量、新开工和施工总量能够说明一些问题。1月份挖掘机销量同比增长54%，尽管同比增速有所下滑，但从绝对量上看，1月份的销量已经超过了2014年的水平，而且考虑到春节错位因素，1月份的挖掘机销售是比较火爆的。另一方面，2016年固定资产投资新开工项目计划总投资额累计增长20.9%，比上年大幅增加了15.4个百分点，施工项目计划总投资额累计增长10%，比上年高了5.7个百分点，新开工项目和施工项目个数增量均创历史新高。

图 13、土地供给与房地产开工和投资增速对比

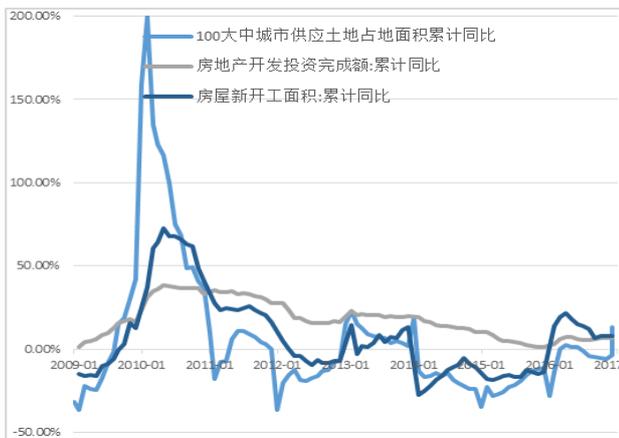


图 15、固定资产新开工和施工项目同比增长情况

图 14、挖掘机销量的历年情况对比

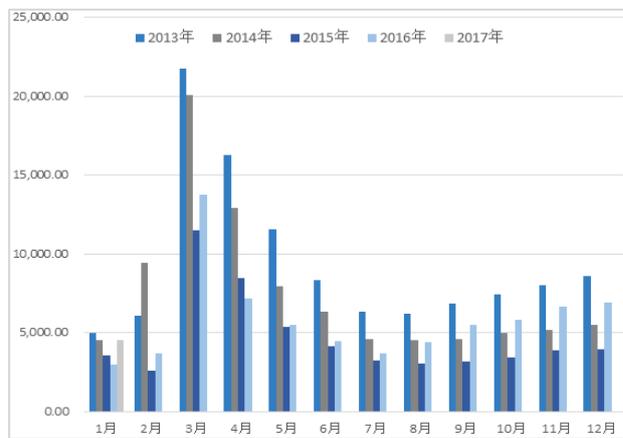
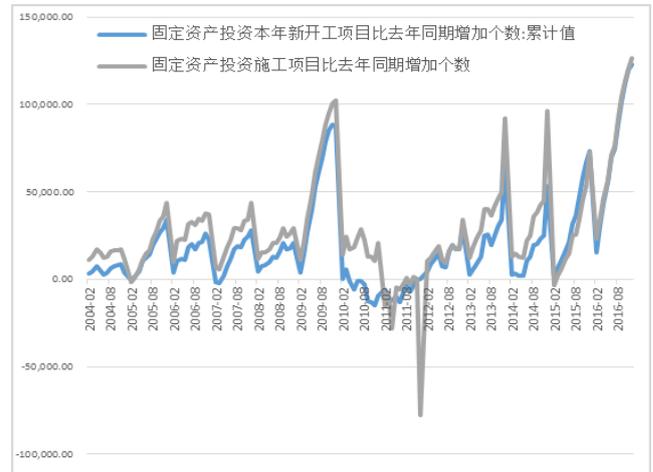
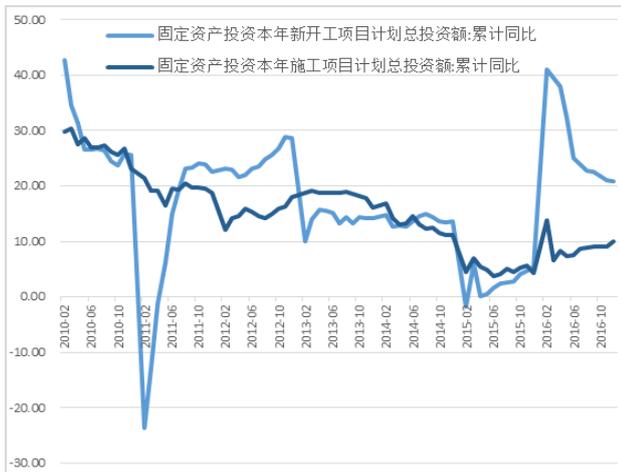


图 16、固定资产投资项目同比增长情况



资料来源：WIND 资讯 南华研究

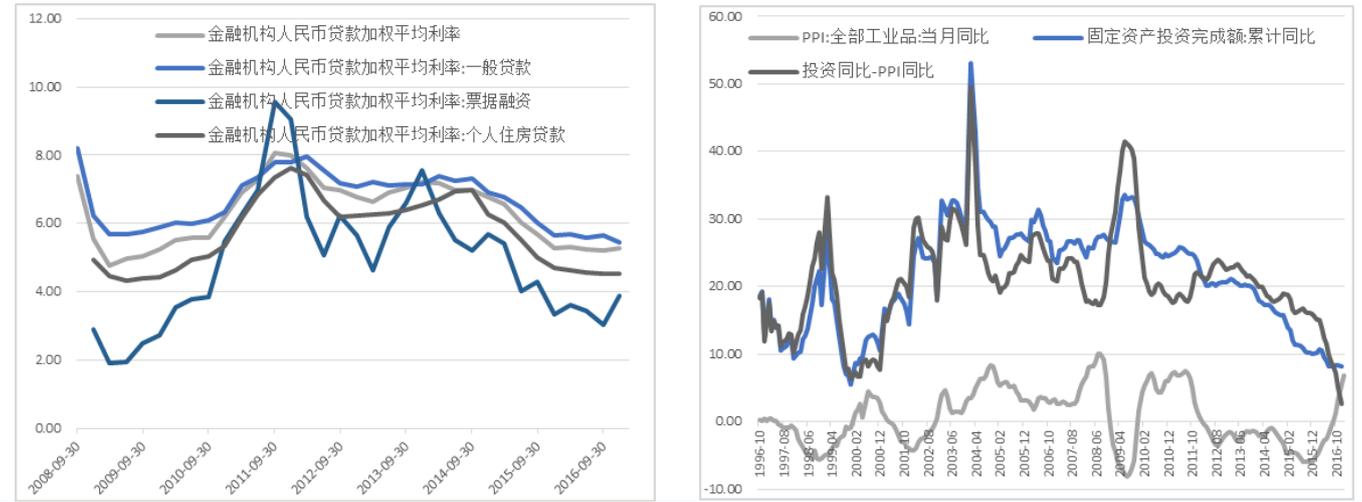
### 三、实际融资成本下降

随着去年四季度以来央行收紧政策利率，金融机构人民币贷款加权平均利率也随之上行 0.05 个百分点至 5.27%，与去年四季度持平，但是考虑到通胀水平已经创 2013 年以来新高，实际融资成本应该是下降的，这对于投资也存在一定的刺激作用；另一方面是 2016 年基础货币余额扭转了 2015 年下滑的态势，全年累计增长 10.2%，比上年同比多增 16.2 个百分点，央行投放流动性的灵活性大幅增强。所以整体来看，央行全面加息的空间并不是没有，但是目前实体经济并不存在过热的迹象，不过在 CPI 和 PPI 大幅抬升的趋势下，假如未来信贷和投资增长导致通胀水平超预期走高的话，货币政策将会面临更复杂的情况。

由于过去我国的通胀基本是由需求过热所引起的，所以当通胀大幅上升时，货币政策通过控制信贷和货币供给就抑制了需求，进而促使通胀回落。但是本轮通胀的上行有明显的不同，表现为 PPI 大幅上升，但是投资并没有明显的增加，或者说仍在下滑趋势当中，这是因为本轮通胀更多的是供给面在起作用。我们用固定资产投资增速减去 PPP 同比增速可以明显发现这一问题，两者之差已经创历史新低，由于 1 月份 PPI 增速大幅抬升，这一差值还会再创新低，同样的投资与 CPI 增速之差也创下新低。如果未来 CPI 和 PPI 回落的话，货币政策自然没有收紧的必要性，但假如通胀继续上升，投资增长较为疲弱的话，货币政策可以为之的空间就比较小，特别是目前实体经济的信贷和投资行为存在明显的分化，表现为国企的投资增速大幅提高，杠杆率仍在上升，民营企业继续主动去杠杆、民间投资增速持续下滑，在此情况下，假如货币政策继续收紧的话，将导致民间投资需求更加疲弱，同时也难以解决供给方面导致的价格上涨，因为货币政策本身是宏观需求管理的工具，供给方面的因素货币政策是难以有所作为的。

图 17、金融机构人民币贷款利率走势

图 18、PPI 和投资增速对比

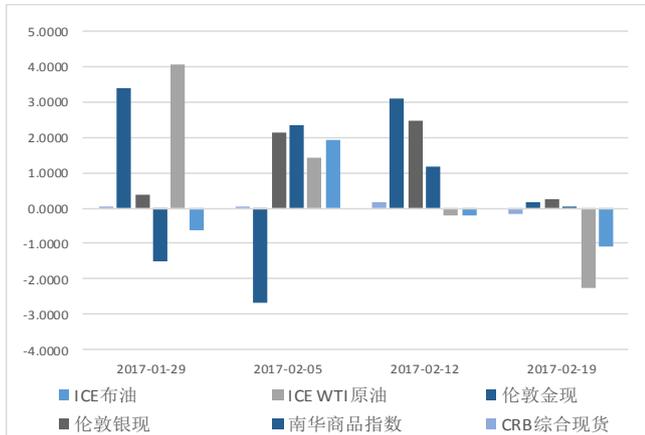


资料来源: WIND 资讯 南华研究

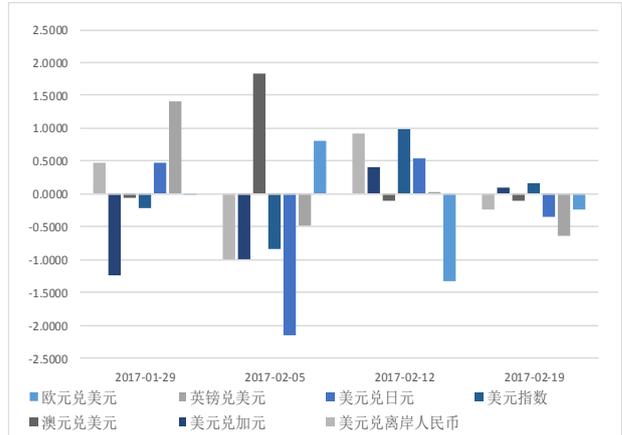
**【本周全球大类资产表现】**

2017年2月18日

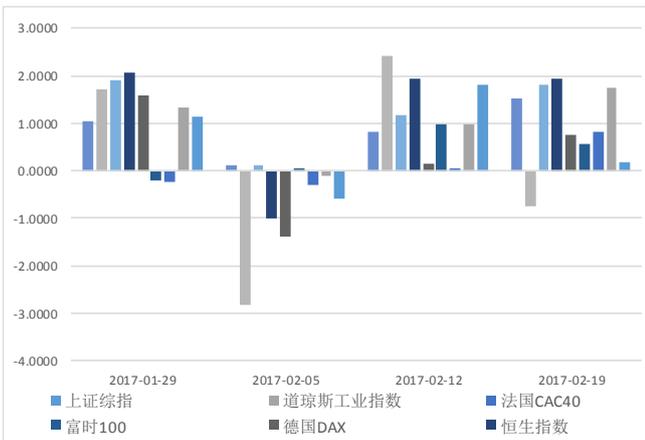
**主要大宗商品涨跌幅**



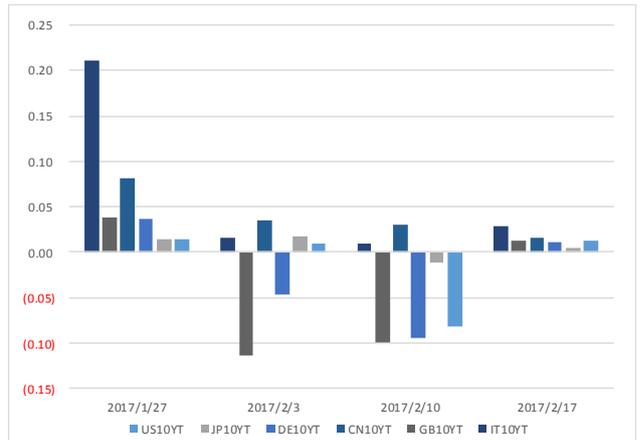
**全球主要货币对涨跌幅**



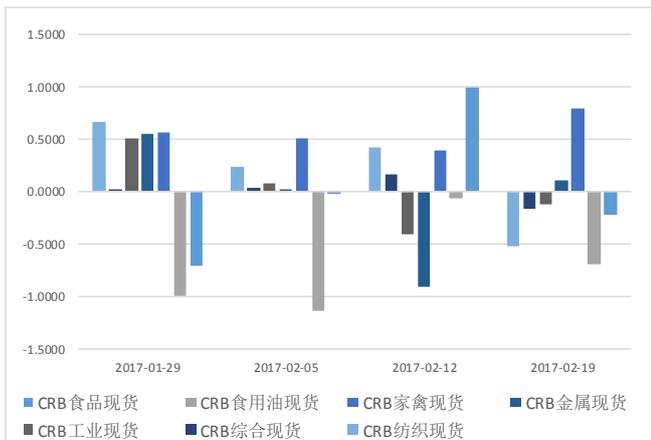
**全球股指涨跌幅**



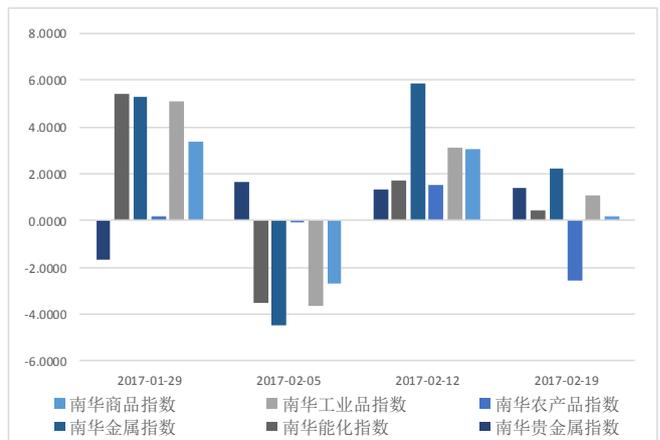
**全球债市涨跌基点**



**CRB 指数涨跌幅**



**南华指数涨跌幅**



资料来源: WIND 南华研究

## 南华期货分支机构

### 萧山营业部

杭州市萧山区北干街道金城路438号东南科技研发中心2101室  
电话: 0571-83869601

### 台州营业部

台州市经济开发区东商务区巨鼎国际商厦203室  
电话: 0576-88539900

### 温州营业部

浙江省温州市车站大道2号华盟商务广场1801  
电话: 0577-89971820

### 宁波分公司

宁波市海曙区和义路77号901、902  
电话: 0574-87280438

### 宁波营业部

浙江省宁波市和义路77号汇金大厦9楼  
电话: 0574-87274729

### 慈溪营业部

慈溪市浒山街道开发大道1277号香格大厦7楼  
电话: 0574-63925104

### 嘉兴营业部

嘉兴市中山路133号综合大楼东五楼  
电话: 0573-82153186

### 绍兴营业部

绍兴市越城区昆仑商务中心1幢1单元3101室  
电话: 0575-85095807

### 成都营业部

四川省成都市高新区天府大道北段1700号1栋2单元12层1209号  
电话: 028-86532609

### 兰州营业部

甘肃省兰州市城关区张掖路街道酒泉路437-451号金地商务大厦11楼001号  
电话: 0931-8805310

### 大连营业部

大连市沙河口区会展路129号大连国际金融中心A座大连期货大厦第34层3401、3410号  
电话: 0411-39048000

### 北京分公司

北京市西城区宣武门外大街28号2幢B803、B805室  
电话: 010-63155309

### 北京营业部

北京市西城区宣武门外大街28号2幢B801、B802、B608、B609室  
电话: 010-63161286

### 哈尔滨营业部

哈尔滨市香坊区中山路93号201、801、804、811室  
电话: 0451-58896600

### 郑州营业部

郑州市商务外环路30号期货大厦1306室  
电话: 0371-65613227

### 青岛营业部

青岛市闽江路2号1单元2501室  
电话: 0532-80798985

### 沈阳营业部

沈阳市沈河区北站路51号闽商总部大厦15层C室  
电话: 024-22566699

### 天津营业部

天津市河西区友谊路与平交道交口东南侧大安大厦A座802  
电话: 022-88371079

### 上海分公司

中国(上海)自由贸易试验区松林路300号1701室  
电话: 02150431979

### 上海世纪大道营业部

上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦26层  
电话: 021-68400692

### 上海虹桥路营业部

上海市虹桥路663号1楼、7楼  
电话: 021-52586179

### 深圳分公司

深圳市福田区金田路4028号荣超经贸中心2701、2702室  
电话: 0755-82577529

### 深圳营业部

深圳市福田区金田路4028号荣超经贸中心2703、2705室  
电话: 0755-82577909

### 广州营业部

广州市天河区天河北路28号时代广场东座717房、718房  
电话: 020-38809869

### 芜湖营业部

芜湖市镜湖区伟星时代金融中心1003、1004、1005室  
电话: 0553-3880211

### 重庆营业部

重庆市江北区建新南路1号20-2、20-3  
电话: 023-62611626

### 永康营业部

永康市丽州中路63号11楼  
电话: 0579-89292777

**太原营业部**

太原市迎泽区解放南路2号山西景峰国际商务大厦2501室  
电话: 0351-2118001

**余姚营业部**

余姚市城区余姚中国塑料城国际商务中心3幢102室  
电话: 0574-62509011

**普宁营业部**

广东省普宁市中信华府南向门市东起3至8间首层至二层  
电话: 0663-2663855

**海宁营业部**

海宁市钱江西路238号广隆财富中心301、302、312、313室  
电话: 0573-80703000

**舟山营业部**

浙江省舟山市定海临城街道翁山路555号交易中心大楼三层  
3232、3233、3234、3235室  
电话: 0580-8125381

**苏州营业部**

苏州工业园区苏惠路88号环球财富广场1幢2909室  
电话: 0512-87660825

**南通营业部**

江苏省南通市南大街89号总部大厦六层603、604室  
电话: 0513-89011168

**厦门营业部**

厦门市思明区鹭江道96号之二2104-2107室  
电话: 0592-2120366

**齐齐哈尔营业部**

黑龙江省齐齐哈尔市龙沙区迈特广场15层1号、2号  
电话: 0452-5883883

**南昌营业部**

江西省南昌市红谷滩新区中央广场B区准甲办公室1405室(第14层)  
电话: 0791-83828829

**义乌营业部**

浙江省义乌市宾王路208号2楼  
电话: 0574-85201116

## 免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的变更，在任何情况下，我公司报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与南华期货公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表了南华期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映南华期货公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经南华期货公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“南华期货公司”，并保留我公司的一切权利。



公司总部地址：杭州西湖大道 193 号定安名都 3 层邮编：31002

全国统一客服热线：400 8888 910

网址：[www.nanhua.net](http://www.nanhua.net)