

日期：2021年02月03日



分析师：胡月晓  
 Tel：021-53686171  
 E-mail：huyuexiao@shzq.com  
 SAC证书编号：S0870510120021

报告编号：

相关报告：

《变局中寻求稳进》

(2021年1月8日)

《消费升级、通胀本质与货币放松》

(2019年10月8日)

# 中国通胀全景分析

## ■ 主要观点

### 从伪通胀到伪通缩，中国物价未来如何走？

能体现经济周期性变化的是核心CPI，之所以称2020年年初的通胀和年末的通缩，两者都是伪的，是因为中国核心CPI一直保持了稳定。2021年中国物价仍将延续伪通缩下实质平稳的态势，同时分化延续，波动性升高；未来降息仍是大概率事件。

### 周期管理与核心通胀

通胀是一个宏观经济周期阶段变化的先行和显性指标，价格的持续上涨表明经济景气度提升，反之则反。在市场经济制度下，中期视角下（10年期长）经济周期演化基本上是需求导向的，即认为供给冲击不具有周期趋势性；由于现代经济体系结构的变化，食品和能源的价格变动通常被认为是供给冲击的结果，因此在政策层面的通胀观察指标是核心CPI。

### 中国物价长期平稳趋势形成

当前中国物价走势的分化态势，表面上看很复杂：货币宽松环境下CPI高波动中相对高位，核心CPI持续低位运行，PPI持续收缩。但按照笔者观察通胀的三阶段划分，未来物价的长期趋势取决于经济体系中成本要素的变化，长期视角中货币因素已退居次位，中国未来30、40年的物价运行，将显著比过去改革后40年的物价低一个台阶。

### 中国物价运行的波动性显著加大

通胀在宏观经济体系中的菲利普曲线关系已失效，由于市场经济建设进程完成和税收体系变化，中国物价的高增长阶段已结束；受农产品资本化的影响，中国物价长期运行基准下台阶的同时，波动性将增加。经常引发市场对中国高通胀预期的重要基础，是农产品价格高涨推高CPI。

### “伪通缩”对宏调政策的影响

中国整体消费价格水平的大波动，主要是食品价格——尤其是猪肉价格，波动的结果。随着生猪生产恢复正常、猪肉涨价进程结束，通胀拐点到来，以及核心CPI的平稳，中国物价环境并不构成对降息政策的制约，“降息”仍是未来必不可缺的政策选项，未来再出台仍是大概率事件。

## 目 录

<b>一、从伪通胀到伪通缩.....</b>	<b>3</b>
1. 2020 年物价走势：年初通胀→年尾通缩.....	3
2. 周期管理与核心通胀.....	4
3. 农产品资本化造就中国 CPI 的高波动性.....	5
<b>二、中国通胀短期前景.....</b>	<b>6</b>
1. 2021 年中国物价走势：“伪通缩”下的高波动性.....	6
2. 防通缩仍应为物价管理重心.....	8
3. “伪通缩”对宏调政策的影响.....	9
<b>三、中国物价走势的长期前景.....</b>	<b>11</b>
1. 物价观察新视角.....	11
2. 中国物价高增长阶段结束.....	12
3. 中国物价长期平稳趋势形成.....	14
4. 中国物价运行的波动性显著加大.....	14

## 图

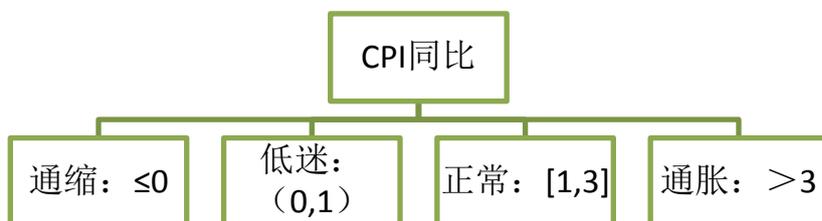
图 1 经济周期和系统性违约.....	3
图 2 中国物价发展变化态势（当月同比，%） .....	4
图 3 经济周期和通货膨胀.....	4
图 4 通货膨胀的组成层次.....	5
图 5 金融创新提高中国通货膨胀的水准和波动性.....	6
图 6 中国核心物价的平稳发展态势（当月同比，%） .....	7
图 7 大宗商品价格已到区间上部（日） .....	8
图 8 中国核心 CPI 和食品 CPI 走势的显著差异 .....	9
图 9 中国猪肉价格高位盘整中趋下行.....	10
图 10 中国利率期限结构（YC）仍居高位 .....	10
图 11 通胀观察阶段的变化.....	11
图 12 中国定基（1978=100）CPI 指数的变化 .....	12
图 13 改革初期 2 个时代持续高通胀的逻辑.....	13
图 14 食品 CPI 带动整体 CPI 波动的趋势 .....	15

## 一、从伪通胀到伪通缩

### 1. 2020 年物价走势：年初通胀→年尾通缩

人们通常以 CPI 同比值来衡量物价的高低和界定物价形势，当然通胀与否的标准是因时因势而定的。对中国当前的物价形势而言，市场认为 CPI 同比在 1-3 之间表示物价正常，超出则意味着通胀，超出上限 50% 以上即 CPI 同比超过 4.5 被认为是进入了高通胀状态；而 CPI 跌破 1 则被认为是低物价，跌破 0 就被认为是通缩了。

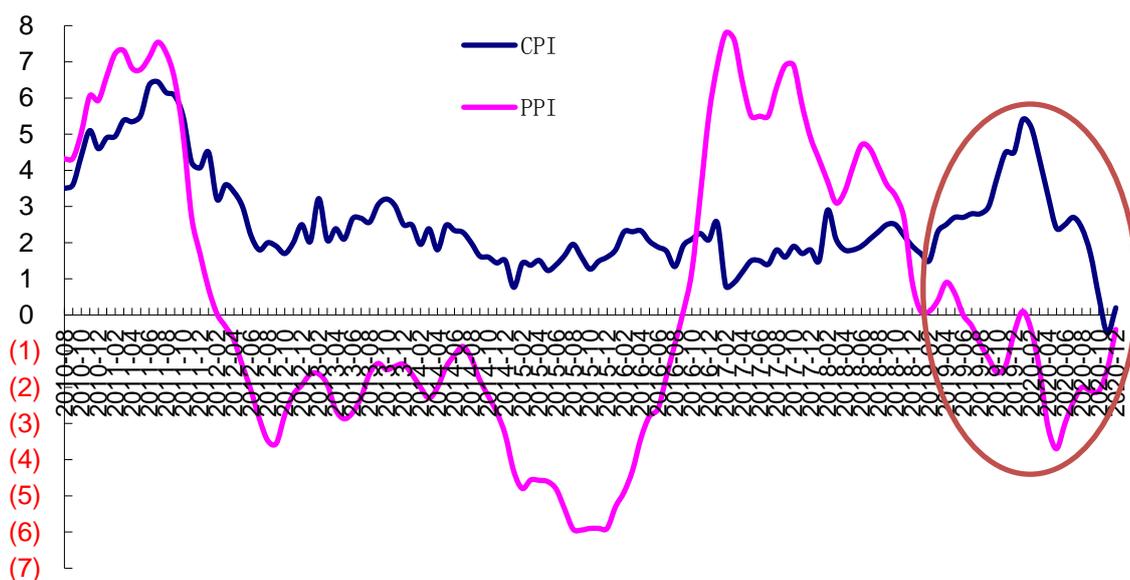
图 1 经济周期和系统性违约



从中国 CPI 同比值的变化历程看，中国物价自 2019 年 4Q 起进入了通胀状态，进入 2020 年后进一步发展成高通胀；由于年初疫情对正常供应的冲击影响，加上中国很久以来就存在的过分充裕货币环境，市场一度强烈预期高通胀将持续发展。

2019 年 2 月份后，中国物价持续上涨，年内由 2 月份的低点 1.5 上涨到 2019 年 12 月份的 4.5；2020 年年初，受疫情扰动影响，消费价格进一步上涨，开年首月达到了 5.4，但随后就一路下滑。2020 年 2Q 后，中国物价则迅速回落，5 月份就重回“2 时代”，9 月份再下降到“1 时代”，11 月份则延续了 10 月份的快速回落态势，下降到 -0.5，正式进入以 CPI 同比值衡量的“通缩”时代。

图 2 中国物价发展变化态势（当月同比，%）

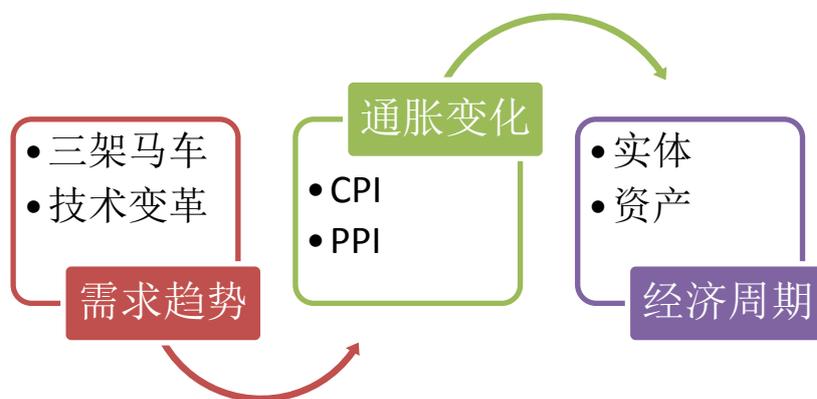


数据来源：Wind，上海证券研究所

## 2. 周期管理与核心通胀

市场之所以对通胀比较关心，是因为通胀是一个宏观经济周期阶段变化的先行和显性指标，价格的持续上涨表明经济景气度提升，反之则反。在市场经济制度下，中期视角下（10 年期长）经济周期演化基本上是需求导向的，即认为供给冲击不具有周期趋势性；由于现代经济体系结构的变化，食品和能源的价格变动通常被认为是供给冲击的结果，因此在政策层面的通胀观察中要将食品和能源类别排除，新引入核心通胀的概念和指标——这一指标才是真正衡量和经济周期阶段对应的通货膨胀水平。

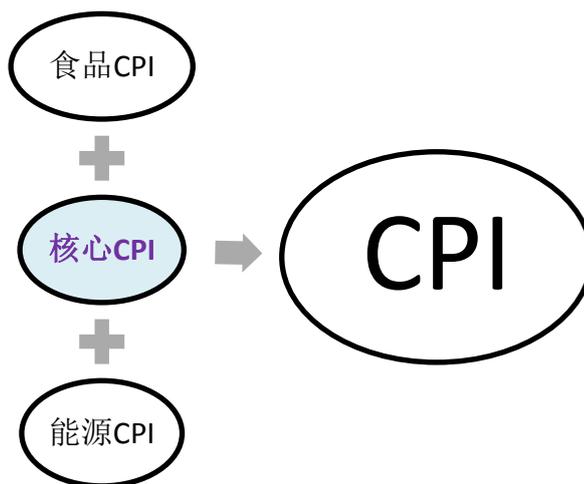
图 3 经济周期和通货膨胀



宏观调控中将价格管理作为需求管理和周期管理的工具，是因为通胀影响需求变化，更进一步的，是通胀和需求之间存在的预期反馈机制。按照通胀和需求间的预期反馈机制进行价格管理，隐含的前提是需求的其他方面是稳定的。然而，在现实世界中，影响到通胀走势变化的，更多地发生在供给方面。由于生产的不稳定，流通、分配渠道不畅造成的供给扰动，价格通常发生非因需求变化的波动，这些波动被认为是非周期性的，因此在宏观经济的周期管理中，需要专门剔除。

一般来讲，比较易受供给因素冲击而发生波动的领域有两类，即食品和能源；农产品生产受天气等非需求因素影响，而以石油为主的能源供应，经常受地缘政治、灾害性天气等非需求因素影响。因此，西方国家的价格统计体系中，对周期管理更能倚重的是扣除食品和能源后的核心通胀指标。

图 4 通货膨胀的组成层次

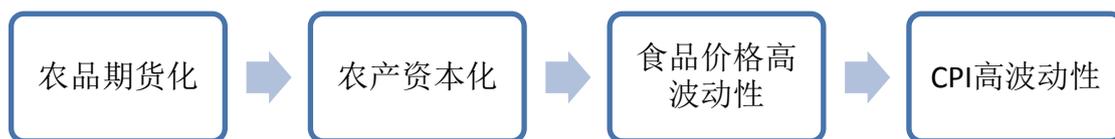


### 3. 农产品资本化造就中国 CPI 的高波动性

从决定消费价格走势的品种看，农产品仍然是决定性因素。尽管农业集约经营的程度已有所提高，但农产品生产分散型结构仍未有根本改变。相对于美国大农场经营和出口占比高的局面，中国农产品供需两端都是高度分散的；这种情况下农产品期货的增多和金融交易成为市场主流情况下，必然导致价格波动性加大。当前中国农产品的金融化已很普遍，农产品价格的季节性变化，往往在投机交易冲击下产生农产品期货价格的高波动性，从而对商品现货市场产生冲击，使得中国物价的波动性上升。非国际化的农产品期货越来越

多，经营机构出于自身利益大力推广下，一些国人好打“麻将”习性得以转移到农产品期货交易，市场在越来越活跃的同时，农产品的价格波动还有继续增大趋势！

图 5 金融创新提高中国通货膨胀的水准和波动性



在西方，由于生产经营模式主要为大农场、大资本模式，供给端的生产、经营者不仅抗波动能力较强，且对现货市场有着基本的定价权，因而农产品资本化对价格波动影响的“负作用”，能被限制在一定范围内，实践中农产品资本化的价格稳定作用，要表现更明显一点。与海外世界不同，中国农产品生产仍然以小规模经营为主，农户模式仍然是主要经营模式，即使农户联营的合作社等合作组织，也大多是松散型的，以信息共享、风险分担为主要目的合作组织。随着农产品商品化的发展，中间商对市场的价格控制力不断上升，生产环节的农户日益成为农产品市场上价格的被动接受者。在农产品资本化条件下，中国农产品经营的农户既对农产品金融产品价格没有影响力，对农产品现货市场也没有定价权。因此，随着近几年农产品资本化的发展，中国农产品价格波动性有着上升趋势。属于大宗品的农产品期货还有着国际市场产品“锚”，因此国内农产品市场资本化后波动程度要受到国际市场限制。但是对于属地化、区域性的农产品，资本化后的波动性上升就极易呈现。2013年9月，中国鸡蛋期货上市；2017年12月，中国苹果期货上市；2019年4月、8月，红枣期货和粳米期货上市。2019年3月后，中国CPI突然跃升并在高位运行，食用价格也打破季节性波动规律，原因就在于鲜果农产品期货炒作带高了现货市场价格。

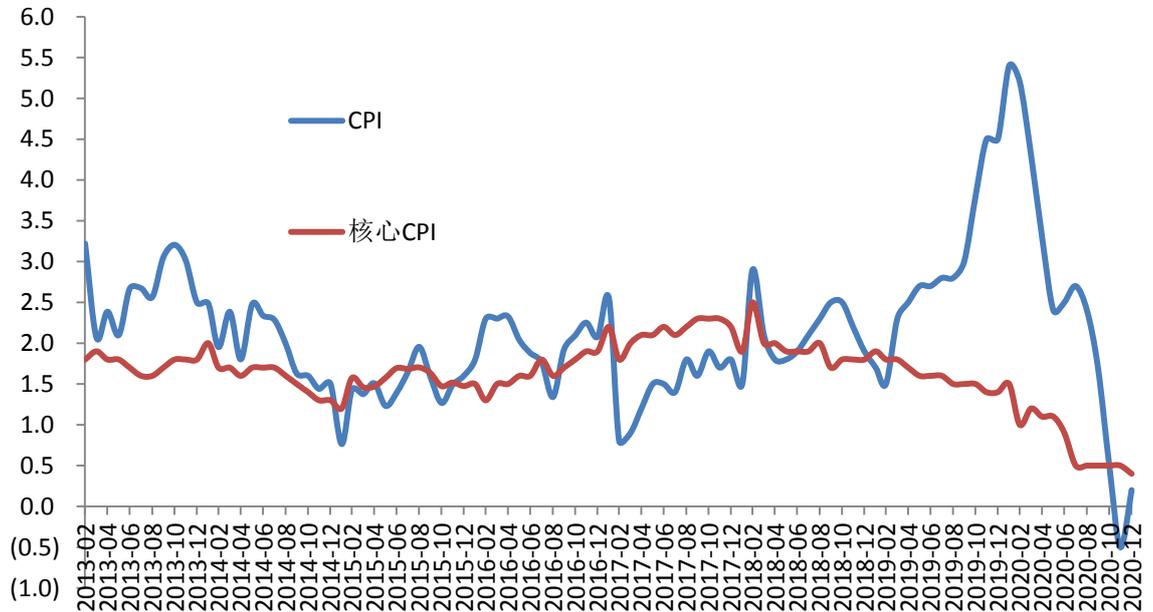
## 二、中国通胀短期前景

### 1. 2021年中国物价走势：“伪通缩”下的高波动性

由于基数差异，2021年中国经济增速表现将前高后低，但消除基数差异后的经济运行将延续当前的平稳局面，故而真正体现经济变化

的核心 CPI 也将延续平稳态势，CPI 同比负值体现的仍然是“伪通缩”，并和公众感觉继续存在差异。

图 6 中国核心物价的平稳发展态势（当月同比，%）



数据来源：Wind，上海证券研究所

整体看，价格的分化态势仍然持续：PPI 将延续缓慢回升态势，并在 2021 年下半年转正；CPI 同比通缩夹杂高波动，并于年末回归至核心 CPI 水准，并将绕其波动。之所以大概率会有这样的走势，首先在于工业品和消费品的不同走势——工业品运行体现趋势性，伴随经济企稳大宗商品市场企稳，深受大宗影响的工业价格走势将平稳中缓慢回升；消费品在生猪生产恢复后整体价格波动将回归季节性波动规律。其次，2021 年全球经济回稳力度仍较为疲弱，当期经济回升速度和各项经济指标的高水平，主要是基数差异，即 2020

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_18225](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_18225)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn