

拿掉猪以后不再通胀

恒大研究院研究报告

宏观研究

点评报告

2020/9/10

首席经济学家：任泽平

首席宏观研究员：马家进

majiajin@evergrande.com

事件：

中国 8 月 CPI 同比 2.4%，前值 2.7%；PPI 同比-2.0%，前值-2.4%。

目录

1 拿掉猪以后不再通胀	4
2 经济和就业低迷，核心 CPI 同比持续下行	4
3 猪周期见顶带动 CPI 回落	5
4 经济逐步恢复，基建和地产投资拉动 PPI 降幅收窄	6
5 货币宽松却未通胀：钱去哪了？	7
6 双循环的三大抓手：新基建、城市群和放开生育	9

图表目录

图表：2019 年猪肉供给减少导致价格飙升.....	4
图表：超级猪周期主导近两年 CPI 同比	4
图表：经济低迷，核心 CPI 同比持续下行.....	5
图表：服务消费有望回暖	5
图表：8 月猪肉和鸡蛋价格上涨	5
图表：8 月蔬菜价格上涨，水果价格下跌.....	5
图表：8 月 PPI 同比回升	6
图表：上游原材料价格上涨	6
图表：生产资料价格同比显著回升	6
图表：采掘和原材料工业价格同比显著回升.....	6
图表：PPI 同比翘尾因素减弱	7
图表：基建地产投资同比显著回升	7
图表：M2 和社融存量同比重回两位数	7
图表：核心 CPI 和 PPI 同比均处低位	7
图表：居民收入增速持续放缓	8
图表：社零增速逐年下滑	8
图表：原油和大宗商品价格处于相对低位.....	8
图表：美欧日央行资产负债表快速扩张	9
图表：美国房价和股价持续上升	9
图表：美国前 10%和后 90%的收入差距持续扩大.....	9
图表：美国前 10%和后 90%的财富差距持续扩大.....	9

1 拿掉猪以后不再通胀

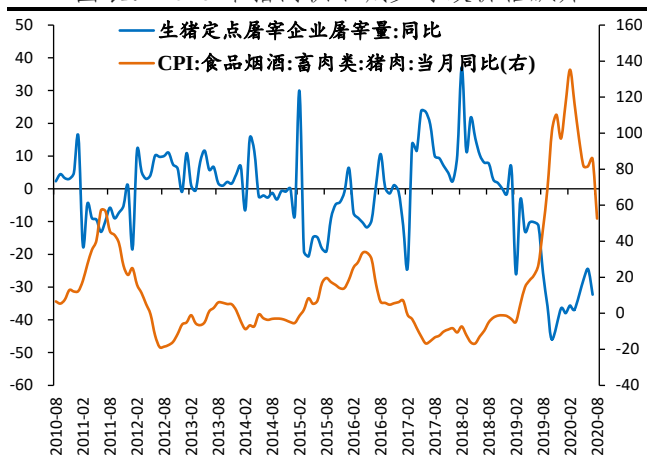
近期物价走势简单讲：随着经济逐步恢复和猪价回落，CPI 高位回落，后在 2.5% 左右保持稳定，PPI 在负增长区间温和回升；由于全球经济深度衰退，就业低迷，核心 CPI 同比持续下行，8 月降至 0.5% 的历史低位；随着猪肉供给恢复，猪价趋稳甚至有所回落，猪通胀不再；拿掉猪以后不再通胀，通胀不再是制约货币政策的主要障碍，货币政策在稳增长和控风险之间寻求平衡，即跨周期调节。

去年由于“超级猪周期”导致 CPI 飙升，引发宏观经济领域分歧，有的观点建议收紧货币政策加息，我们提出“拿掉猪以后都是通缩”。事实上，无论随后的物价走势和货币政策取向都验证了我们的科学分析。

近两年 CPI 同比主要由猪周期主导。猪肉消费在 CPI 一篮子商品和服务中占比 2.5-3.5%，权重较高，同时猪肉价格波动幅度大、持续时间长，因此对 CPI 同比产生巨大影响。受非洲猪瘟、环保限养冲击以及猪周期自身触底，2019 年猪肉供给大幅减少，价格飙升，CPI 同比由年中的 2.7% 快速升至年末的 4.5%。

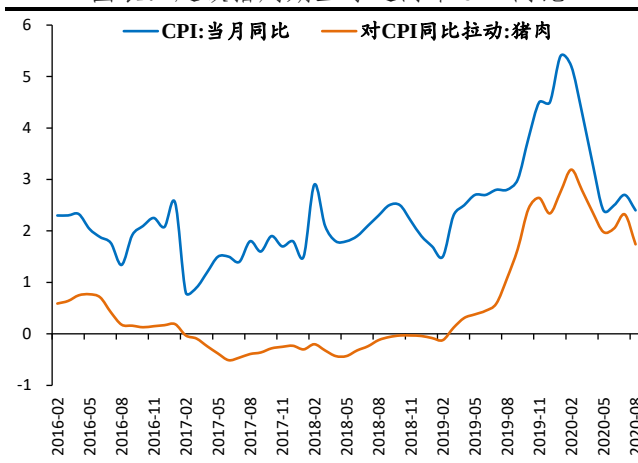
近期猪肉供给有所改善，但需求持续增加，8 月猪肉价格环比上涨 1.2%，较上月回落 9.1 个百分点。CPI 持续回落至通胀警戒线以下。8 月 CPI 同比 2.4%，较上月下降 0.3 个百分点；环比 0.4%，较上月下降 0.2 个百分点。

图表：2019 年猪肉供给减少导致价格飙升



资料来源：Wind，恒大研究院

图表：超级猪周期主导近两年 CPI 同比



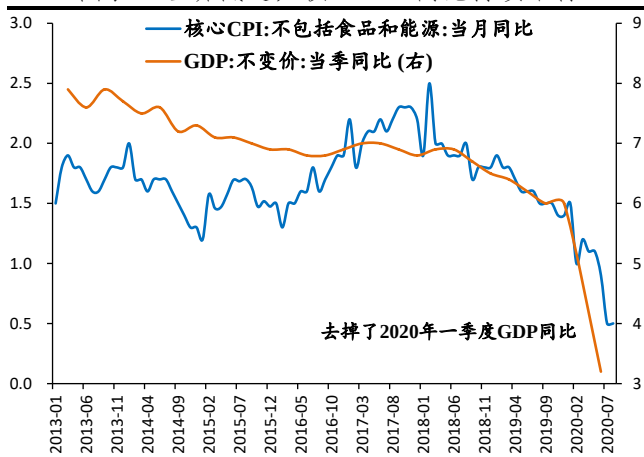
资料来源：Wind，恒大研究院

2 经济和就业低迷，核心 CPI 同比持续下行

8 月剔除食品和能源价格的核心 CPI 同比处于 0.5% 的历史低位，与上月持平。核心 CPI 同比自 2018 年以来持续下行，与经济下行趋势相一致。受疫情冲击，2020 年核心 CPI 同比进一步下滑。

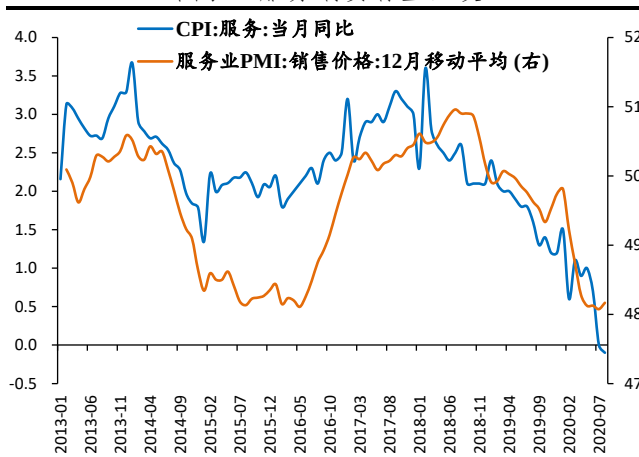
随着国内疫情得到有效控制，居民消费尤其是服务消费回暖，核心 CPI 有望逐步低位回升。

图表：经济低迷，核心CPI 同比持续下行



资料来源：Wind，恒大研究院

图表：服务消费有望回暖



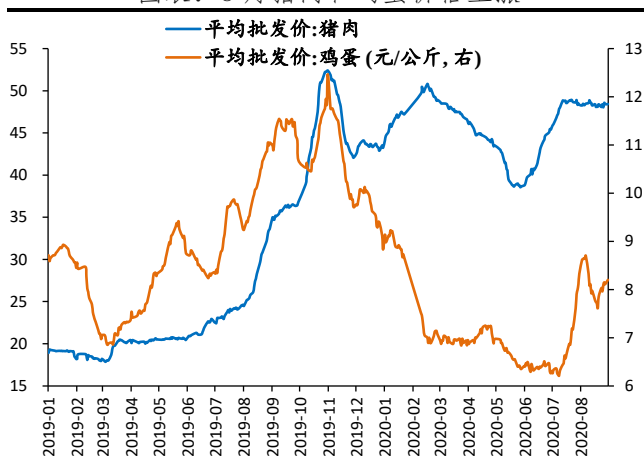
资料来源：Wind，恒大研究院

3 猪周期见顶带动CPI 回落

8月CPI同比2.4%，较上月下降0.3个百分点；环比0.4%，较上月下降0.2个百分点。

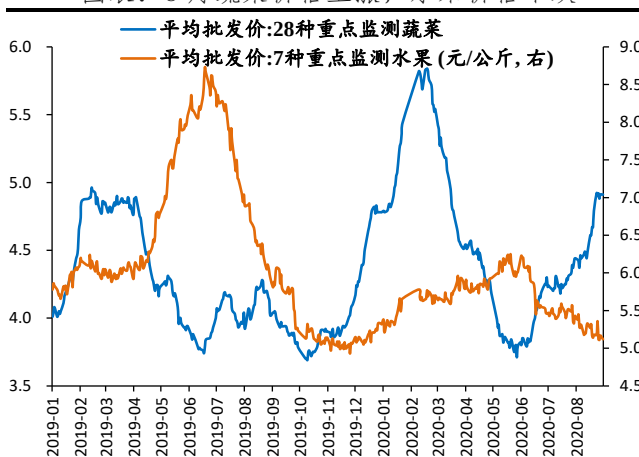
食品中，猪肉供给有所改善，但需求持续增加，价格环比上涨1.2%，较上月回落9.1个百分点；受饲料成本上升、需求恢复及猪肉价格上涨带动等因素影响，牛肉、羊肉、鸡肉和鸭肉价格环比上涨0.5-1.4%；蛋鸡存栏量仍处低位，夏季产蛋率不高，同时临近开学和中秋，需求增加较多，鸡蛋价格环比上涨11.3%，较上月扩大7.3个百分点；受高温及降雨天气影响，鲜菜价格环比上涨6.4%；鲜果供应充足，价格环比下降0.4%。非食品价格由上月环比持平转为上涨0.1%，为今年2月以来首次上涨。非食品中，受国际原油价格波动影响，汽油和柴油价格环比分别上涨0.9%和1.0%；暑期出行增多，飞机票和宾馆住宿价格环比分别上涨7.3%和2.1%。

图表：8月猪肉和鸡蛋价格上涨



资料来源：Wind，恒大研究院

图表：8月蔬菜价格上涨，水果价格下跌



资料来源：Wind，恒大研究院

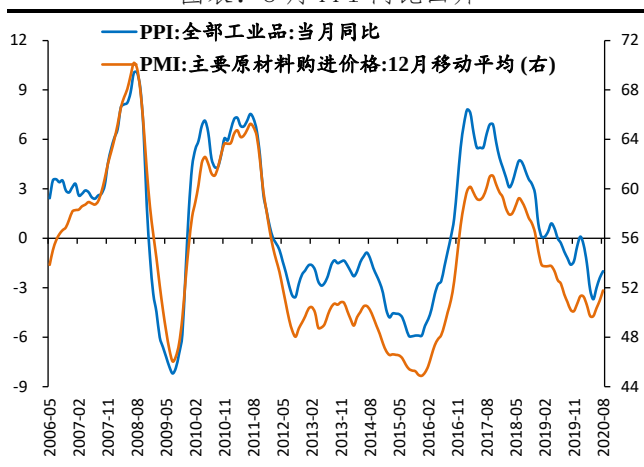
4 经济逐步恢复，基建和地产投资拉动 PPI 降幅收窄

8 月 PPI 同比-2.0%，降幅较上月收窄 0.4 个百分点；环比 0.3%，较上月下降 0.1 个百分点。

工业生产持续向好，市场需求继续恢复，原油、铁矿石和有色金属等国际大宗商品价格延续上涨势头，带动国内工业品价格继续回升。

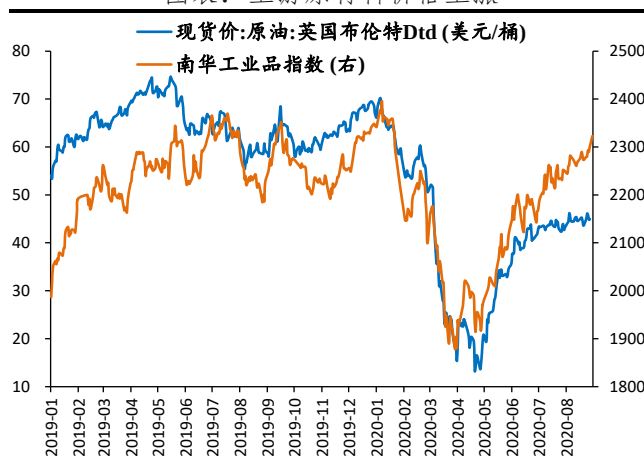
其中，石油和天然气开采业价格环比上涨 3.6%，石油、煤炭及其他燃料加工业价格环比上涨 1.2%，黑色金属矿采选业、黑色金属冶炼和压延加工业、有色金属冶炼和压延加工业价格环比分别上涨 4.3%、1.5%和 3.0%。

图表：8 月 PPI 同比回升



资料来源：Wind，恒大研究院

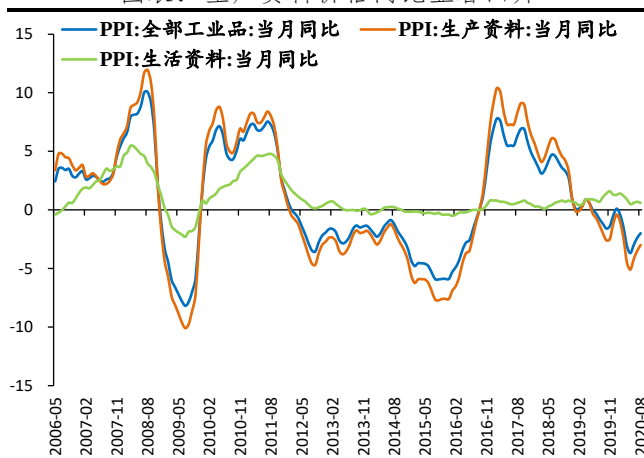
图表：上游原材料价格上涨



资料来源：Wind，恒大研究院

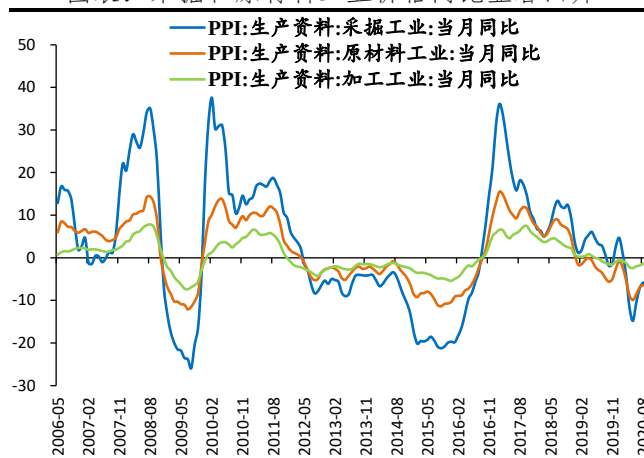
PPI 同比回升主因基建地产投资拉动上游原材料价格上涨。终端消费低迷，生活资料价格同比低位徘徊；而基建地产投资较旺，带动生产资料价格同比由 5 月的-5.1%持续回升至 8 月的-3.0%。生产资料中，采掘和原材料工业价格同比回升最为显著，8 月同比降幅分别较 5 月收窄 9.0 和 3.5 个百分点。

图表：生产资料价格同比显著回升



资料来源：Wind，恒大研究院

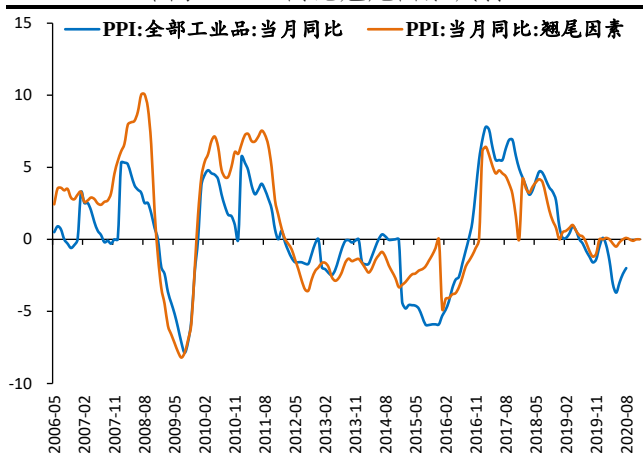
图表：采掘和原材料工业价格同比显著回升



资料来源：Wind，恒大研究院

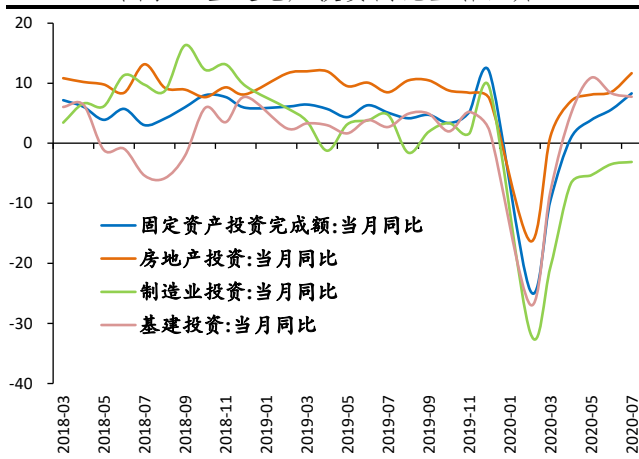
翘尾因素影响减弱，地产基建投资仍强，PPI 同比将继续回升。下半年翘尾因素基本在 0 附近，PPI 同比主要由新涨价因素驱动。地产销售投资持续回暖，7 月全国商品房销售面积和销售金额当月同比分别为 9.5% 和 16.6%，房地产投资当月同比 11.7%。7 月基建投资当月同比 7.7%，连续四个月正增长，政策持续发力，后续基建投资有望提速。8 月建筑业商务活动指数为 60.2%，连续五个月高于 59%，继续维持高景气。

图表：PPI 同比翘尾因素减弱



资料来源：Wind，恒大研究院

图表：基建地产投资同比显著回升

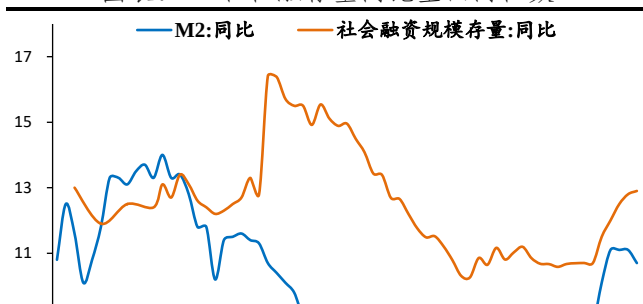


资料来源：Wind，恒大研究院

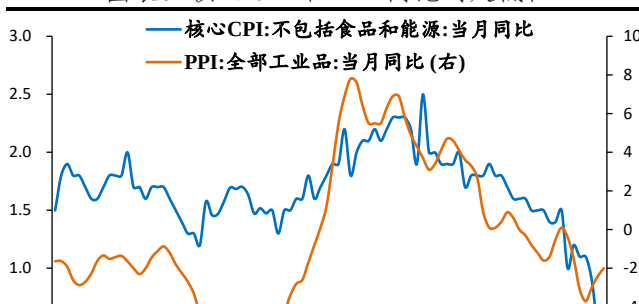
5 货币宽松却未通胀：钱去哪了？

为应对疫情冲击，年初货币政策总量超宽松，5 月以来经济稳步恢复后转为结构性宽松。M2 和社会融资规模存量同比增速重回两位数，分别由 2019 年末的 8.7% 和 10.7% 回升至 2020 年 7 月的 10.7% 和 12.9%。但同时，核心 CPI 和 PPI 同比均处低位，为何货币宽松却未引发通胀？

图表：M2 和社融存量同比重回两位数



图表：核心 CPI 和 PPI 同比均处低位



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_2613

