

宏观专题

通胀还是通缩？——从宏观机理到中观线索

近期市场担忧货币超发会否带来再通胀风险？本文系统论述货币超发能否引发通胀，指出后续可重点观测的因素，并对物价走势进行展望。

一、货币超发、财政赤字能否引发通胀？——从宏观机理说起

1、基本面角度：论产出与物价

“产出-物价”菲利普斯曲线表明，当现实经济增长率高于潜在经济增长率时，物价存在上涨压力，反之亦然。H-P 滤波法计算我国截至 Q1 的 GDP 产出缺口为负，指向面临“通缩”压力。不过，工业增加值产出缺口体现 4-5 月已由负转正，指向后续核心 CPI 有望顺势修复。总体看，下半年经济回升幅度仍受外需、消费等制约，对通胀拉升有限，真正压力可能从明年开始显现。

2、货币角度：论货币供需与物价

(1) 货币数量论角度，货币超发可能伴随着通货膨胀，但具体能否引发通胀还取决于其他条件。我国历史数据显示 M2-GDP 增速差与 CPI 同比的关系并不稳定，原因在于货币流通速度的变化和贫富分化、金融市场发展加速了货币向资本市场、房地产的转移。金融危机之后美日数据也对此形成印证。我们提示，观察能否引发通胀：第一，可看货币流通速度变化，指标包括超储率和 M1-M2 剪刀差；第二，将房价同比、CPI 同比、上证综指同比+金价同比与各自占居民资产权重对应，得到“加权大类资产通胀率”，大概滞后货币超发（M2 同比-GDP 同比）半年。往后看，鉴于“房住不炒”仍是今年主基调，疫情和就业对消费仍存制约，预计超发的货币可能会分流至股市、黄金、存款，从而抑平实体经济通胀和房价的上涨。整体看，涨价可能遵循资本市场-房地产-实体的顺序进行，货币超发对 CPI 的明显拉动预计要到 2021 年。

(2) 货币市场均衡角度，通货膨胀率等于货币供给增速与货币需求增速之差。提示可通过跟踪 M2-社融同比观测货币供需增速差，截至 5 月，这一指标由升转降，若下行趋势确认，则会对实体通胀形成抑制。

3、财政角度：论赤字与物价

政府赤字可通过税收、发债、创造货币弥补。最后一种以赤字货币化为主，可能引发严重通胀。从央行态度看，我国大概率不会搞财政赤字货币化，恶性通胀可能性不大。

二、跟踪物价，需关注哪些变量？——从六大线索展开

线索一，粮食（CPI）：可能小涨但无大忧，即便粮食涨价，由于可能涨价的大豆、玉米分项占 CPI 比重较低，对 CPI 直接拉动有限。重点关注大豆涨价对下游豆制品、饲料、畜肉等可能的影响。

线索二，猪价（CPI）：疫情局部反弹造成短期涨价压力，下半年大概率仍会迎来降价拐点，对 CPI 拉动有望从目前的 1 个百分点以上下滑至负值。

线索三，油价（CPI、PPI）：预计下半年油价逐步回升，但同比拉动仍为负。基于布伦特原油下半年回升至 50 美元/桶左右，乐观到 60 美元/桶的判断，油价可能平均拖累 CPI 同比 0.2-0.3 个百分点，最乐观情形是拖累 0 个百分点；拖累 PPI 同比 0.8-1.2 个百分点，最乐观情形是拖累 0.4 个百分点。

线索四，基建（PPI）：基建投资资金来源高增、各省项目计划投资额增长有望带动今年基建投资达到两位数，对 PPI 形成支撑。

线索五，外需（PPI）：受疫情影响，2020 年全球经济将遭受重创，对 PPI 形成压制。趋势看随着海外复工复产，下半年 PPI 环比可能逐渐修复。此外，仍需警惕美国在贸易、金融等方面对我国的制约。经测算，受外需影响较大行业为电子设备、金属制品、机械设备修理、文娱、皮革、纺服等行业。

线索六：领先指标（PPI）：如生产资料价格指数、CRB 现货指数和南华工业品指数。

三、后续 CPI 和 PPI 怎么走？——从逻辑&测算入手

1、CPI：预计 6 月小升至 2.7% 之后，三季度回落至 2% 左右，四季度至 1% 以下，考虑油价、猪价的额外拖累，四季度 CPI 同比实际值可能较我们预测的更低。2021 年面临猪价下行和货币超发的博弈，如果需求恢复较好，二季度之后可能会有再通胀风险，但中性假设下全年同比增速可能小于 2020 年。

2、PPI：预计 6 月回升至 -3.2% 左右，之后继续逐渐回升，但四季度仍在 -1% 甚至 -2% 以下。基于可预期的内外需改善，明年 PPI 大概率好于今年，同比有望转正。

风险提示：疫情反弹超预期、猪肉供给恢复超预期、实体经济恢复速度超预期。

作者

分析师 熊园

执业证书编号：S0680518050004

邮箱：xiongyuan@gszq.com

研究助理 何宁

邮箱：hening@gszq.com

相关研究

- 1、《欧美复工七八成，需求延续复苏—国内外高频半月观》2020-07-05
- 2、《海外第二波疫情来袭，对出口影响几何？》2020-06-27
- 3、《央行近期行为怎么看？兼谈利率的三大跟踪指标》2020-06-15
- 4、《货币超发会引发通胀吗？——兼评 5 月物价数据》2020-06-10
- 5、《全面评估粮食涨价的可能性与影响—兼评 3 月通胀》2020-04-11
- 6、《农产品通胀 PK 能源通缩，物价怎么走？大类资产呢？》2020-03-10



内容目录

一、货币超发、财政赤字能否引发通胀？——从宏观机理说起.....	4
1、基本面角度：论产出与物价.....	4
2、货币角度：论货币供需与物价.....	5
(1) 货币数量论似乎并不总是奏效.....	5
(2) 从货币市场均衡看，通货膨胀取决于货币供需的相对增速.....	9
3、财政角度：论赤字与物价.....	10
二、跟踪物价，需关注哪些变量？——从六大线索展开.....	10
1、与CPI相关的线索.....	10
(1) 粮食：可能小涨但无大忧，重点关注大豆可能涨价对下游的影响.....	10
(2) 猪价：疫情局部反弹造成短期涨价压力，下半年大概率仍会迎来降价拐点.....	12
2、与PPI相关的线索.....	13
(1) 油价：预计下半年油价逐步回升，但同比拉动仍为负.....	13
(2) 基建：关注扩基建对PPI的支撑.....	15
(3) 外需：关注海外疫情、复工和中美关系.....	15
(4) 领先指标：生产资料价格指数、CRB现货指数和南华工业品指数等.....	17
三、后续CPI和PPI怎么走？——从逻辑&测算入手.....	17
1、预测方法.....	17
2、预测结果.....	17
(1) 2020年下半年CPI逐渐回落，PPI回升但难转正.....	17
(2) 2021年CPI面临猪价下行和内需回升的博弈，PPI大概率好于今年.....	19
风险提示.....	19

图表目录

图表 1: 截至 2020 年一季度的"GDP 产出缺口"为负.....	4
图表 2: 2018 年至今核心 CPI 下行趋势仍未逆转.....	4
图表 3: 2020 年 4-5 月"工业增加值产出缺口"转正.....	5
图表 4: "工业增加值产出缺口"与核心 CPI 的关系.....	5
图表 5: M2 同比-GDP 同比与 CPI 同比的正向关系并不稳定.....	6
图表 6: 2019 年以来金融机构超储率呈上升趋势.....	6
图表 7: M1-M2 同比可用来观察货币活性.....	6
图表 8: 货币超发与股市的关系.....	7
图表 9: 货币超发与房市的关系.....	7
图表 10: 美联储扩表，但物价稳定.....	7
图表 11: 金融危机之后美国股价持续攀升.....	7
图表 12: 日本 CPI 始终难达目标.....	8
图表 13: 2013 年以来日本房价持续攀升.....	8
图表 14: 居民各类资产占比情况.....	8
图表 15: 加权大类资产通胀率滞后货币超发约半年.....	9
图表 16: 通货膨胀率等于货币供给增速与货币需求增速之差.....	9
图表 17: 我国今年赤字率有望上升.....	10
图表 18: 我国主要粮食作物进口依赖情况.....	11
图表 19: 粮食分项权重测算.....	11

图表 20: 全球大豆供给充足	12
图表 21: 巴西大豆出口屡创新高	12
图表 22: 我国大豆进口量好于去年同期	12
图表 23: 近期大豆价格有所上涨	12
图表 24: 2019 年 10 月以来猪肉进口量大幅增长	13
图表 25: 8 月之后可能迎来猪肉价格下行的趋势性拐点	13
图表 26: 生猪价格对 CPI 影响测算	13
图表 27: OPEC 国家原油持续减产	14
图表 28: 美国原油产量被动下降	14
图表 29: 原油供需平衡表	14
图表 30: 油价对 CPI 影响测算	15
图表 31: 油价对 PPI 影响测算	15
图表 32: 基建回升将一定程度上给 PPI 带来支撑	15
图表 33: 基建回升直接带动传统基建相关行业 PPI	15
图表 34: IMF 预测 2020 年全球 GDP 实际增长率将大幅下滑	16
图表 35: 谷歌活动指数——美国已恢复至 80% 左右	16
图表 36: 对外依存度最高前五大行业的出口交货值增速与 PPI 的关系	16
图表 37: 生产资料价格指数可用来预测当月 PPI 环比	17
图表 38: 南华工业指数和 CRB 工业原料指数可判断未来 1-3 个月 PPI	17
图表 39: 2020 年下半年 CPI 同比展望	18
图表 40: 2020 年下半年 PPI 同比展望	18
图表 41: 2021 年 CPI 和 PPI 预测	19

受疫后经济供给恢复快于需求，油价低迷影响，年初以来CPI和PPI同比持续下行；但同时，市场担忧随着疫后经济的逐步恢复，货币超发会否带来再通胀风险？本文从宏观机理、中观线索、前瞻指标、预测方法等角度系统论述货币超发能否引发通胀，指出后续可重点观测的因素，并对下半年乃至明年物价情况进行展望。

一、货币超发、财政赤字能否引发通胀？——从宏观机理说起

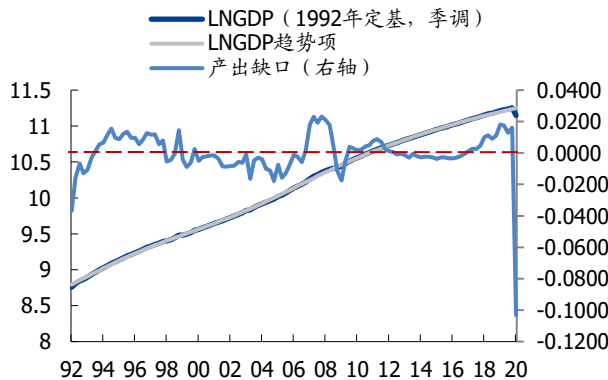
宏观层面，本部分主要从三方面观测影响物价走势的因素：一是基于实体经济的总供给-总需求关系；二是基于货币市场的均衡；三是基于通胀与财政的关系。

1、基本面角度：论产出与物价

总供给-总需求是衡量物价的一般方法，物价本质反映的是实体经济的供需关系。在报告《货币超发会引发通胀吗？——兼评5月物价数据》中，我们曾指出，短期经济增速仍低于潜在增速，面临通缩风险。“产出-物价”菲利普斯曲线表明，当现实经济增长率高于潜在经济增长率时，物价存在上涨压力，反之亦然。此处我们引用产出缺口来衡量经济实际增长速度与潜在增长速度之差：

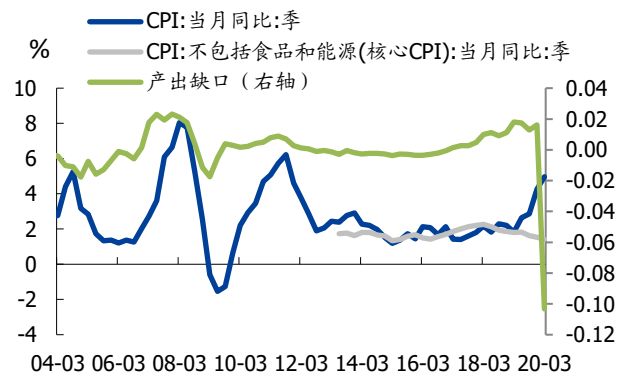
1) “GDP产出缺口”表明疫情短期给经济造成巨大冲击。以实际GDP为基准，采用H-P滤波法计算我国截至2020年一季度的产出缺口为负，经济增速仍未恢复至潜在水平，指向我国面临实际的“通缩”压力。事实上，2018年初至今核心CPI下行趋势仍未逆转。

图表1：截至2020年一季度的“GDP产出缺口”为负



资料来源：Wind，国盛证券研究所

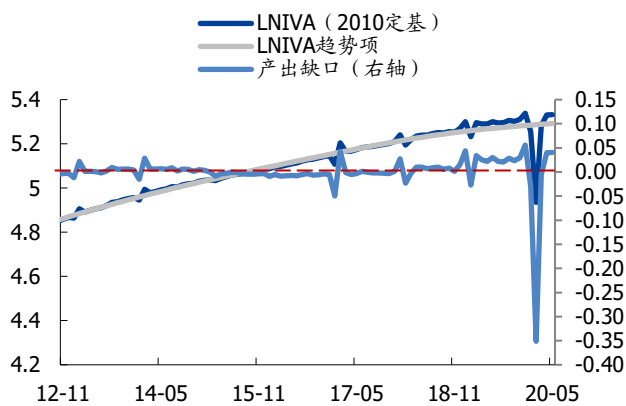
图表2：2018年至今核心CPI下行趋势仍未逆转



资料来源：Wind，国盛证券研究所

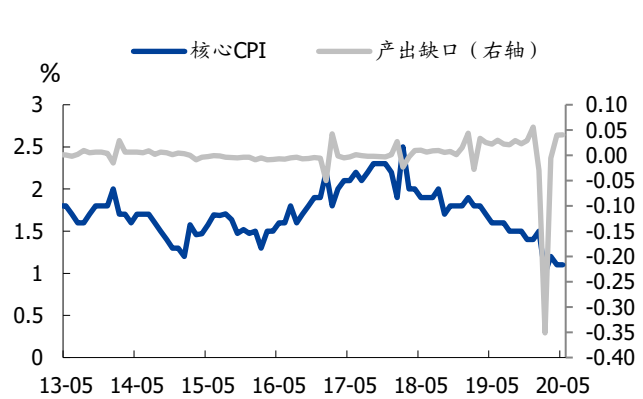
2) “工业增加值产出缺口”体现实际经济增速在向潜在增速靠拢。GDP为季度数据，频率较低，宏观经济研究中常采用工业增加值同比拟合高频（月度）的经济增长情况。采用H-P滤波法得到以工业增加值衡量的产出缺口，今年1-3月为负，4-5月由负转正，指向随着疫后复工复产、需求恢复，后续经济有望逐步修复至潜在增速上方，核心CPI也有望顺势修复。

图表3: 2020年4-5月“工业增加值产出缺口”翻正



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表4: “工业增加值产出缺口”与核心CPI的关系



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

3) 展望未来, 中短期看, 下半年经济回升幅度仍受制约, 超出潜在增速的幅度有限, 因此对通胀拉升可能也有限, 比如制造业投资受盈利制约, 消费受疫情防控常态化和居民收入、人口老龄化制约, 出口受外需制约等。我们判断 Q3-Q4 实际 GDP 增速可能在 6%-7% 之间, 若以 5.5%-6% 的潜在增速计, 对通胀拉升有限。长期看, 随着经济的恢复, 明年实际经济增速可能持续超过潜在增速, 给物价带来支撑。不过, 受人口老龄化、技术进步放缓、资本存量增速下降等影响, 需求拉动型通胀的整体风险不高。

2、货币角度: 论货币供需与物价

无论何时何地, 通货膨胀无一例外都是货币现象。

——米尔顿·弗里德曼

从货币理论角度, 通货膨胀被看成是一种货币现象。这里我们从货币数量论和货币市场均衡出发, 探讨影响物价的因素。

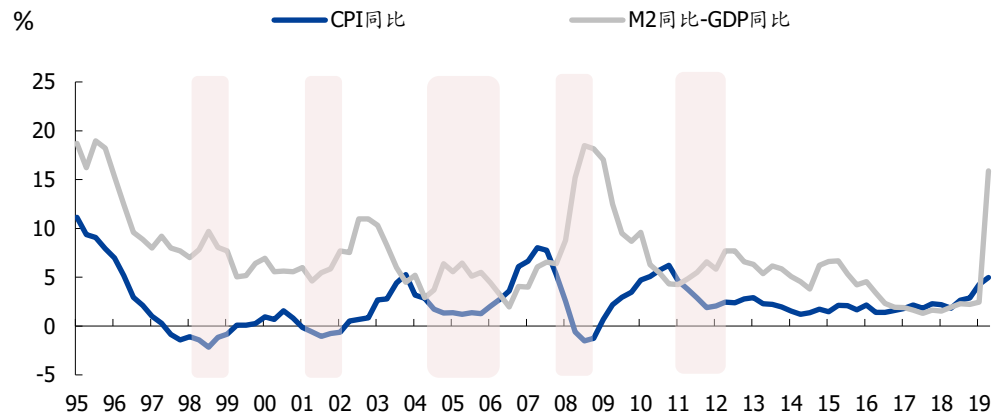
(1) 货币数量论似乎并不总是奏效

从货币数量论角度, 货币超发可能伴随着通货膨胀, 但具体能否引发通胀还取决于其他条件。

费雪的交易方程式认为 $M*V=P*Y$, 即货币数量乘以货币流通速度=名义收入。进一步地, 古典经济学家 (包括费雪) 认为短期货币流通速度稳定, 即 V 不变; 总产出总维持在充分就业水平, 即 Y 不变, 因此货币数量 (M) 的变动可以带来物价 (P) 的成比例变动。

事实上这一关系并不稳定。例如 98-99 年和 02-03 年 M2-GDP 同比持续上升, 但 CPI 保持在通缩区间; 05-07 年 M2-GDP 同比维持高位, CPI 同比却维持低位; 08-09 年 M2-GDP 同比大幅攀升, CPI 同比却持续下行, 11-12 年前后有类似规律。

图表 5: M2 同比-GDP 同比与 CPI 同比的正向关系并不稳定

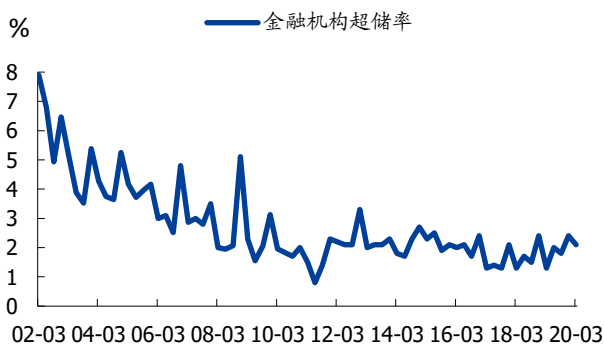


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

表面理解, M2-GDP 与 CPI 的背离可能源于货币流通速度发生变化; 深层次看, 随着城镇化、全球化等的发展, 贫富分化、金融市场等增加对资产的需求, 抽离了一部分能够真正转化为有效购买力的货币供给, 从而剩余的货币反映为房价、股价的上涨, 或者是黄金等避险资产的上涨。

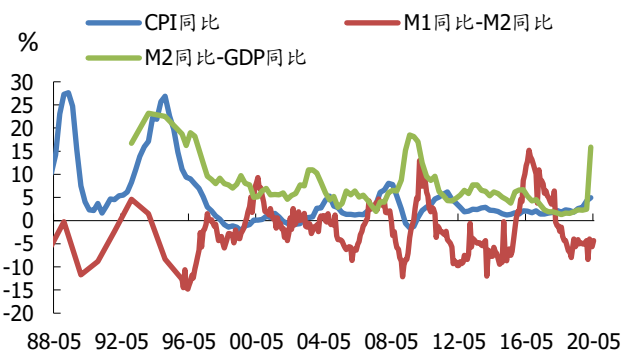
第一, 观察货币流通速度的变化可以辅助判断货币超发能否引发通胀, 指标包括超储率和 M1-M2 剪刀差。一方面, 如果超发的货币滞留一部分在银行, 则对通胀将产生一定的抑制, 体现为超储率提升。数据显示, 2002 年以来金融机构超储率呈现整体下降趋势, 但是 2019 年以来再度边际上行。另一方面, M1-M2 可以一定程度上衡量活期存款相对于定期存款的增速, M1-M2 越高则意味着货币流通速度可能相对更高。事实上, 2000 年以来的数据显示, 当 M2-GDP 同比上行带动 CPI 上行的时候, 往往 M1-M2 同比也为上行趋势。当前 M1-M2 仍处于负区间, 且尚未确认上行拐点, 需持续观察。

图表 6: 2019 年以来金融机构超储率呈上升趋势



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 7: M1-M2 同比可用来观察货币活性

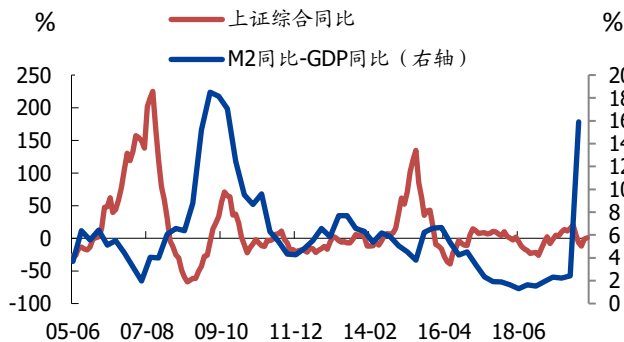


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

第二, 贫富分化和金融市场的发展抬高了以资产价格表征的通货膨胀, 从而压低了实体的一般通胀。一方面, 穷人的边际消费倾向高于富人, 因此当富人占据越来越多的财富的时候, 资产投资需求大幅提升、消费需求相对较弱。另一方面, 随着发展中经济体资本市场的发展和向全球市场的融入, 居民对资产的需求也有所提升, 货币超发越容易引

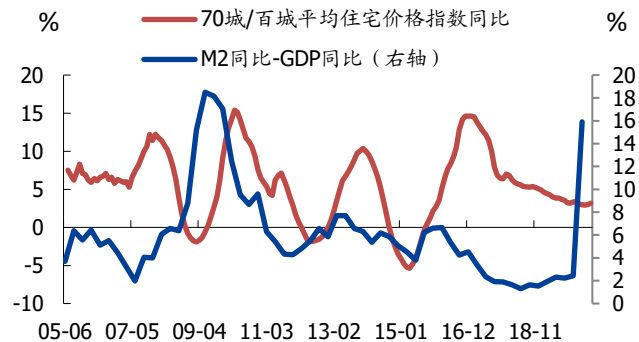
起资产价格和金融市场的波动，代表性的为股市和房地产市场。数据显示，2008-2010年我国 M2-GDP 同比与上证综指同比¹相关度较高，房价对 M2-GDP 同比的反映存在半年到一年的时滞。

图表 8: 货币超发与股市的关系



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

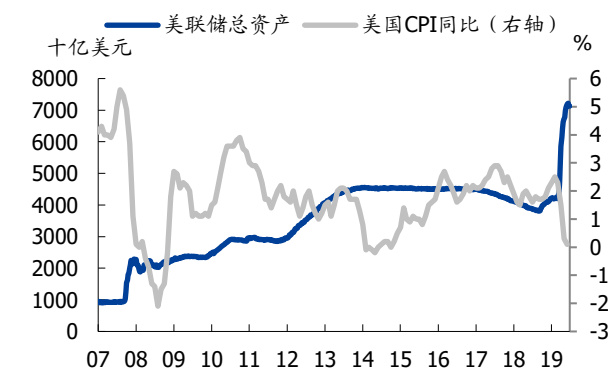
图表 9: 货币超发与房市的关系



资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 由于数据可得性问题, 70 城/百城平均住宅价格指数在 2005 年 7 月-2011 年 5 月取 70 个大中城市新建住宅价格指数, 在 2011 年 6 月-2017 年 12 月取 70 个大中城市新建住宅价格指数和百城住宅价格指数的均值, 在 2018 年 1 月-2020 年 6 月取百城住宅价格指数。

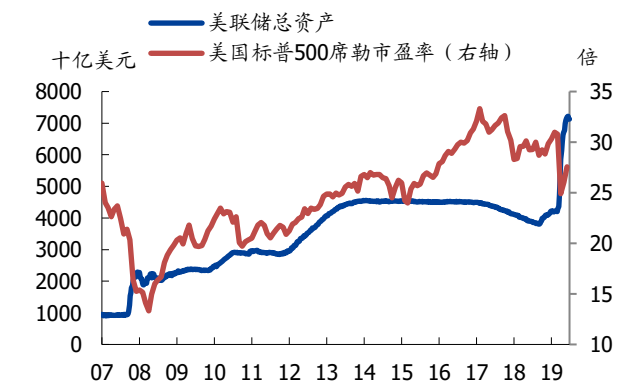
事实上，2008 年金融危机之后的海外国家数据也可以说明这一点。金融危机爆发之后，美欧日等多国都相继出台量化宽松政策，全球流动性过剩，但除印度、俄罗斯、巴西等新兴市场国家物价出现快速上升外，大部分国家物价均维持在较低的水平。原因上看，金融危机之后，由于实体经济回报率较低，叠加贫富分化削弱了居民消费能力，大量货币流入房地产和股票市场，而不进入实体经济，对一般通胀形成抑制。以美日为例，2008 年美联储扩表以来，标普 500 市盈率大幅提升，而美国物价相对稳定；2013 年以来日本央行资产大幅扩张，对应日本房价指数大幅提高，日本 CPI 虽也有提高但大部分时间在通缩区间，也始终难达到 2%。

图表 10: 美联储扩表，但物价稳定



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

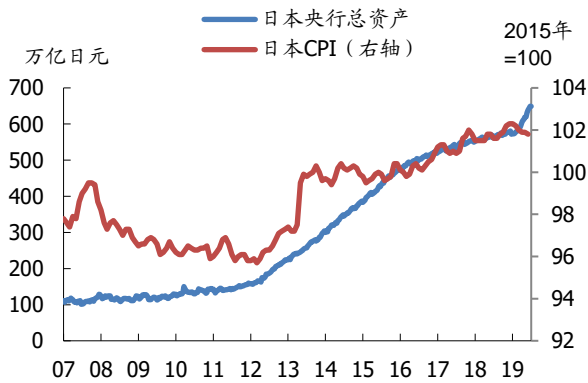
图表 11: 金融危机之后美国股价持续攀升



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

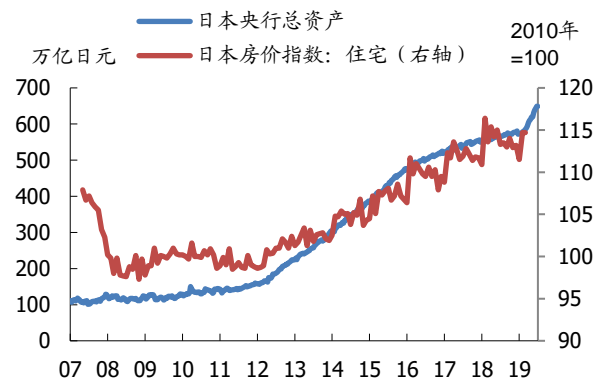
¹ 采用上证综指的同比数据是为与 M2、GDP、CPI 等同比统一单位，结论可能会受基数效应的影响。

图表 12: 日本 CPI 始终难达目标



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

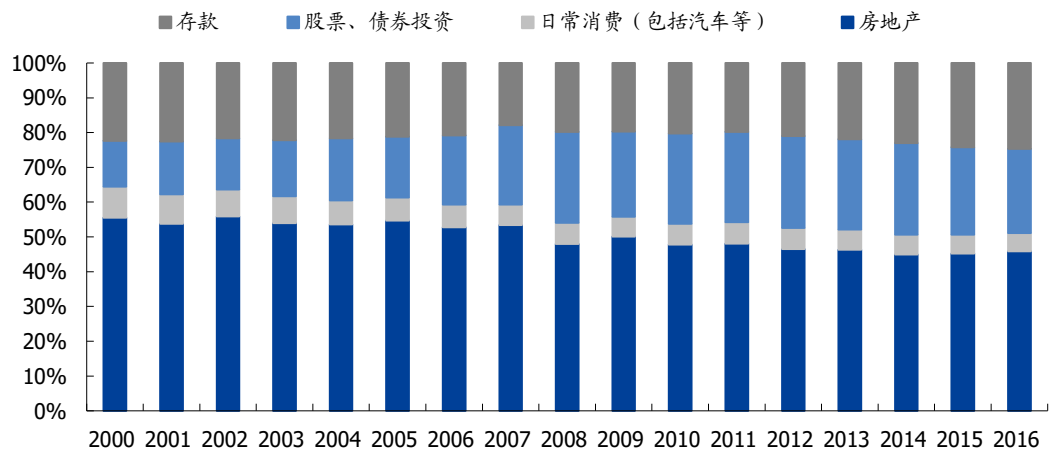
图表 13: 2013 年以来日本房价持续攀升



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

因此, 货币超发并不一定会引发实体经济的通货膨胀, 还取决于货币流向, 且存在约半年时滞。根据社科院居民资产负债表, 将居民部门资产分成房地产、日常消费、资本市场投资和储蓄存款四类, 来大体推测货币去向², 截至 2016 年, 这四个部分占比分别为 46%、5%、24%、25%。其中前三者分别对应房价、CPI、股价等, 可以代表广义的通胀情况, 而储蓄存款这里看成不引起通胀的因素。

图表 14: 居民各类资产占比情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所测算。注: 数据来源于社科院居民资产负债表。数据区间为 2000-2016 年。此外还

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_4090

