



结构性通胀会演变成全面性通胀吗

——肺炎疫情疫情影响评估（八）

宏观深度

投资要点：

- 在疫情和猪周期共同推动下，年初以来各种商品价格出现不同幅度的上涨，结构性通胀引发全面通胀的预期增强。本文回顾历次通胀的成因并结合当前我国实际情况，认为当前时点我国发生全面通胀的概率低。
- **货币超发、需求上行、其他商品共振上涨是结构性通胀演变为全面性通胀的主要原因。**复盘2000年以来我国历史上的三轮高通胀，发现经济需求是否充足、货币环境是否宽松、其他商品是否出现共振上涨，是结构性通胀演变为全面性通胀的前提条件。如**2004年通胀**：前期货币超发和投资过热下，粮食价格上涨导致结构性通胀快速转为全面通胀。**2007-2008年通胀**：猪肉领先于食品、CPI、PPI达到峰值，结构性特征明显，同时国内经济过热、全球原材料价格上涨加快了结构性通胀向全面通胀的传导。**2010-2011年通胀**：“猪油共振”下CPI和PPI同步上涨，“四万亿”刺激后国内流动性过剩为本轮高通胀提供“燃料”。
- **本轮结构性通胀引发全面性通胀的概率低。**一是猪周期是本轮CPI结构性上涨的主导因素，但当前猪价上涨的扩散效应还停留在替代品层面，并未出现其他商品价格全面共振上涨现象，叠加下半年猪肉价格回落概率较大，未来猪肉结构性上涨特征将有所弱化。二是疫情对不同商品供需两端影响的方向、程度、时间均存在较大差异，将加剧物价短期结构性分化特征，但随着国内疫情得到有效控制，各类商品价格将逐步回归正常走势，疫情对物价的影响是短暂且结构性的。三是我国粮食基本能实现自给自足、对外依存度较低，沙漠蝗灾进入我国概率较低，以及国际粮价对国内粮价的传导效应较弱，沙漠蝗灾对国内粮价和通胀的影响有限。四是当前我国正处于经济增速换挡期，经济总需求整体偏弱，叠加央行实施稳健的货币政策，坚决不搞“大水漫灌”，物价不具备大幅上涨的基础。

伍超明

财信国际经济研究院 副院长
财信证券 首席经济学家

李沫

宏观经济研究中心 高级研究员
电话：18811575811
邮箱：limo.ye@163.com

财信宏观经济研究中心微信号

目 录

一、结构性通胀演变为全面性通胀：货币超发、需求上行、其他商品共振上涨	3
.....	
（一）2004 年：粮食诱发+投资过热+货币超发，结构性快速转为全面通胀.....	4
（二）2007-2008 年：猪价上涨+经济过热+输入性压力，结构性引发全面通胀.....	5
（三）2010-2011 年：猪油共振+货币宽松，呈全面通胀特征.....	6
二、2020 年不会发生全面性通胀	8
.....	
（一）猪周期是 CPI 上涨的主导力量，但其扩散效应还不强.....	8
（二）疫情加剧物价结构性特征，但影响短暂.....	9
（三）沙漠蝗灾：对通胀影响有限.....	10
（四）需求和货币视角：通胀不具备全面上涨的条件.....	12

正文：

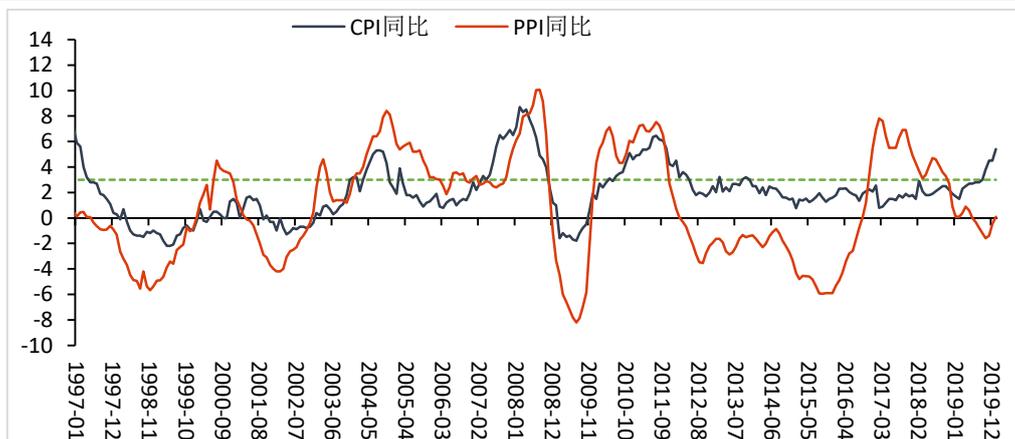
经济学理论中通胀通常被视为总量性问题，但在各国实践中，通胀经常呈现出结构性特征，即一部分商品价格上涨的同时，另一部分商品的价格上涨较慢或基本稳定。单一商品或某类商品导致的高通胀不足为惧，但一旦价格上涨扩散至其他商品进而引发全面性通胀，则会对经济活动带来危害。

2019年在“猪周期”推动下，我国物价呈现出典型的结构性特征，即食品价格大幅上涨但非食品涨幅平稳，CPI快速上涨但PPI低增长甚至负增长。2020年以来，受疫情对供需两端的影响，1-2月份各种商品如蔬菜、水果、建材价格纷纷出现上涨，结构性通胀是否会演变成全面性通胀，也是市场关注的焦点之一。本文先回顾我国历史上高通胀的形成原因，再结合目前我国经济现状，对未来通胀走势给出一个预判。

一、结构性通胀演变为全面性通胀：货币超发、需求上行、其他商品共振上涨

21世纪之前，我国价格体制和经济体制改革同时推进，国内价格经历了从管制到放松的阶段，叠加期间固定资产投资过热、信贷投放过多、自然灾害爆发等问题，在1961年、1985年、1988年、1994年国内出现了几次高通胀，年度CPI增速分别达到16.1%、9.3%、18.8%和24.1%。上述几次高通胀是经济及价格体制改革过程中供需两端匹配矛盾导致的，对当前通胀的参考意义不大，这里不做具体分析。

图1：CPI和PPI同比增速（%）



资料来源：WIND，财信研究院

进入新世纪之后，我国分别在2004年、2007~2008年、2010~2011年经历了三轮CPI和PPI同时上涨的高通胀阶段（2016年PPI出现大幅攀升，但同期CPI相对温和）（见图1）。历史数据表明，上述几轮通货膨胀中，食品价格的上涨幅度和持续时间明显高于整体CPI（见图2），说明食品价格主导了上述三轮通货膨胀，具有一定的结构性特征。2019年至今，我国也正在经历新一轮食品价格上涨过程，市场担心是否会引发新一轮全面性通胀。下面我们回顾一下历次通胀，以获得一些历史经验或规律。

图 2: 食品价格波动幅度通常大于 CPI



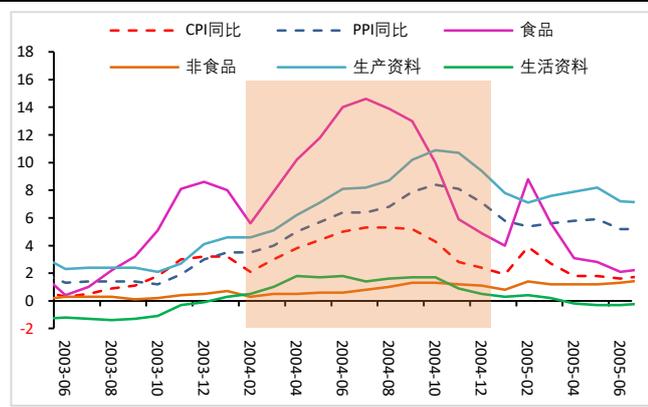
资料来源: WIND, 财信研究院

(一) 2004 年: 粮食诱发+投资过热+货币超发, 结构性快速转为全面通胀

2004 年通胀表现为 CPI 和 PPI 同时快速上涨, 但两者内部均呈现出一定的分化, 即 CPI 中食品价格上涨幅度高于整体, 但非食品上涨平稳; PPI 中生产资料上涨幅度高于生活资料 (见图 3)。

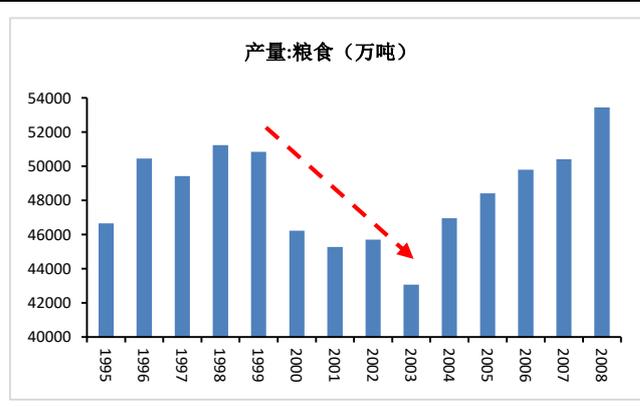
从细项商品价格看, 粮食价格大涨是食品价格上涨的主要催化剂, 畜肉类价格上涨幅度亦较高; 非食品中居住分项上涨幅度较高, 但其他分项价格上涨幅度较小甚至有些服务项同比依然为负; PPI 中采掘和原材料等上游工业价格上涨势头凶猛, 但加工工业等下游和生活资料等消费端出厂价格涨幅相对较小 (见图 5)。

图 3: 2004 年通胀具有一定的结构性特征



资料来源: WIND, 财信研究院

图 4: 2003 粮食大幅减产



资料来源: WIND, 财信研究院

粮食价格快速上涨是 2004 年通胀的直接原因。从成因看, 受 2003 年粮食大幅减产影响 (见图 4), CPI 粮食价格同比增速由 2003 年 8 月的 0.4% 上涨至 2004 年 4 月份的 33.9%, 粮食价格快速上涨是 2014 年通胀的直接原因, 同时粮食价格上涨亦带动其他主要食品分项价格上涨。值得注意的是, 食品项先于 CPI 和 PPI 达到峰值 (见图 3), 表明食品项价格上涨后其他商品价格也出现一定程度的上涨。

前期货币超发和投资过热是结构性通胀演变为全面通胀的基础。在 2002 年通缩压

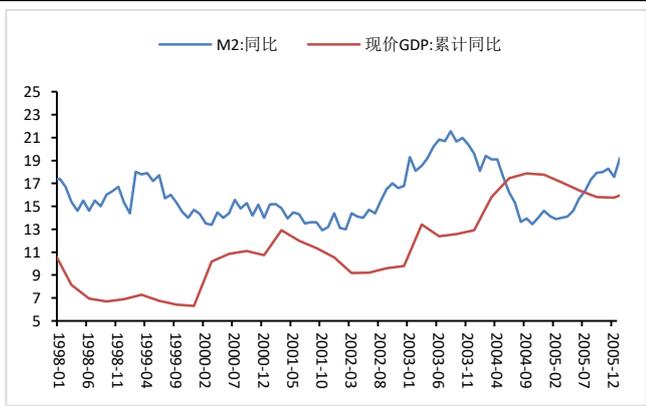
力和 2003 年非典疫情的影响下，2002 年以来我国货币环境较为宽松，M2 增速由 2002 年初的 13.1% 提高至 2003 年末的 20% 左右，持续高于名义 GDP 增速（见图 6）。另外，2002-2003 年，投资增速尤其是房地产投资增速长期维持在 30% 左右的水平（见图 7），实体经济需求旺盛。货币超发和投资过热下，结构性价格上涨才能有效地传导至其他商品，进而导致全面性通胀。

图 5：2004 年通胀期间各细项商品价格变化

	2003-08	2004-08	变动幅度		2003-08	2004-08	变动幅度
CPI 同比	0.9	5.3	4.4	PP 同比	1.4	6.8	5.4
食品	2.2	13.9	11.7	生产资料	2.4	8.7	6.3
粮食	0.4	31.8	31.4	采掘工业	6.5	23.1	16.6
鲜菜	4.9	5.8	0.9	原材料工业	5.1	11.4	6.3
畜肉类	3.5	23.5	20	加工工业	0.1	4.9	4.8
水产品	1.1	15.6	14.5	生活资料	-1.4	1.6	3
鲜果	14.4	-0.6	-15	食品类	0.3	6	5.7
非食品	0.3	1	0.7	衣着类	-0.1	1.2	1.3
衣着	-1.9	-1.7	0.2	一般日用品类	-0.5	1.7	2.2
居住	2.2	6	3.8	耐用消费品类	-4.5	-3.6	0.9
生活用品及服务	-2.5	-1.1	1.4				
交通和通信	-2.3	-1.2	1.1				
教育文化娱乐	1.6	1.1	-0.5				
医疗保健	1.4	-1	-2.4				

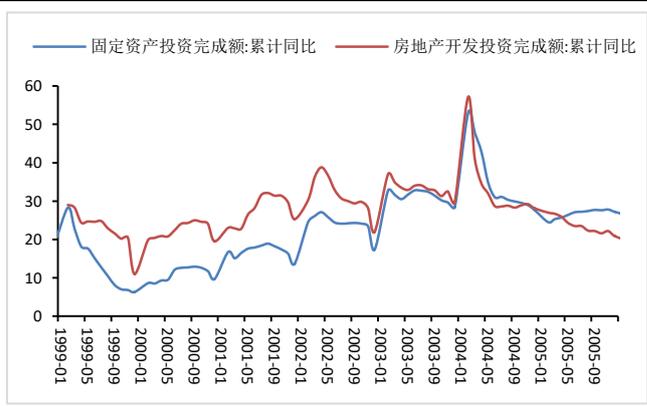
资料来源：WIND，财信研究院

图 6：2002-2003 年 M2 增速持续高于名义 GDP 增速



资料来源：WIND，财信研究院

图 7：2000 年以来固定资产投资增速持续提高



资料来源：WIND，财信研究院

（二）2007-2008 年：猪价上涨+经济过热+输入性压力，结构性引发全面通胀

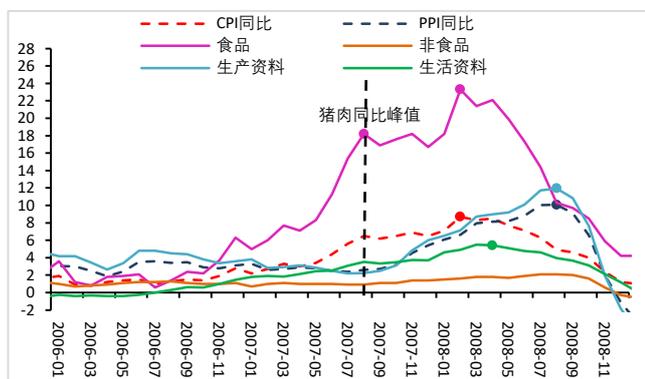
以 2007 年 8 月为分界线，我们可以将此次通胀分为两个阶段。

阶段一：2007 年 8 月前，猪肉价格上涨带动 CPI 快速攀升，但 PPI 波动幅度较小。实际上猪肉价格从 2006 年 6 月份开始就已经进入上行周期，CPI 中猪肉价格同比增速由 2006 年 6 月份的 -16.8% 提高至 2007 年 8 月份的 80.9%，14 个月增幅达 97.7%，导致 CPI 同比由 1.5% 提高至 6.5%。但 CPI 的上涨主要集中在食品上，期间非食品价格同比由 1.2% 降至 0.9%，还略有下降。同时此阶段的 PPI 也是相对平稳的，并未出现大幅上涨。

阶段二：2007 年 8 月后，食品价格上涨逐渐传导至其他商品价格上涨，CPI 继续上涨，

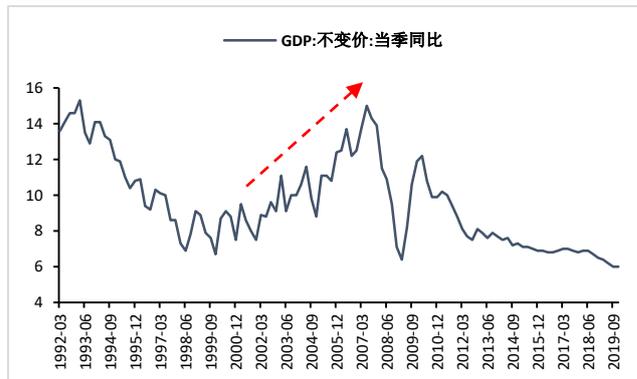
PPI 快速上行，全面性通胀压力凸显（见图 8）。

图 8：2007-2008 年通胀期间物价表现



资料来源：WIND，财信研究院

图 9：实际 GDP 增速（%）



资料来源：WIND，财信研究院

从 2007-2008 年各类商品物价走势看，猪肉同比增速最先达到峰值，随后食品项、CPI、生活资料、生产资料、PPI 先后达到峰值，表明“蓝耳病”爆发导致猪肉上行是物价上涨的导火索。但最后全面性通胀的形成是多种因素共同作用的结果：

一是国内经济过热。2007 年二季度国内实际 GDP 增速高达 15%，是我国 2001 年以来经济上行周期的顶点（见图 9），经济持续高增长带来一定的通胀压力。

二是国际原油和金属等大宗商品价格大幅上涨带来一定的输入性通胀压力。由于美元持续贬值和地缘政治等因素影响，2007 年原油、金属等原材料进口价格持续提高（见图 10），高成本的原材料进口必然转嫁到下游产业链上，促成了全面性通胀的爆发。

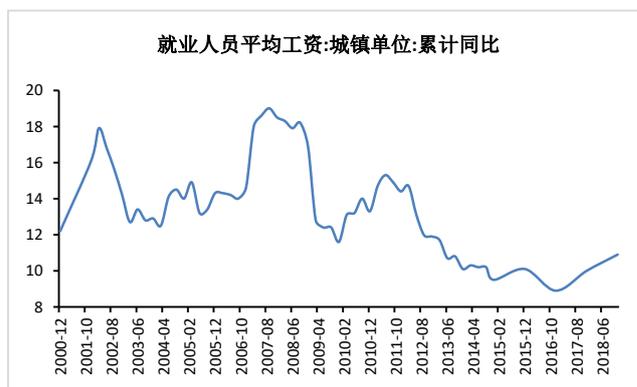
三是劳动力等要素成本提高较多推升企业成本。2006 年 3 季度起国内劳动力成本提高较快，城镇单位就业人员平均工资同比增速由 14% 提高至 2007 年末的 18.5%（见图 11），劳动力成本的大幅提高带来一定的成本性通胀压力。

图 10：国际大宗商品价格走势



资料来源：WIND，财信研究院

图 11：2007-2008 年劳动力成本上升较快



资料来源：WIND，财信研究院

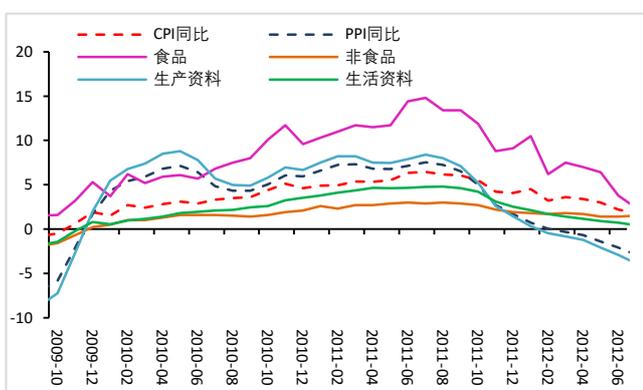
（三）2010-2011 年：猪油共振+货币宽松，呈全面通胀特征

在 2010-2011 年的通胀中，各类商品价格同步性较强。从各类物价的走势看，2010-2011 年各类物价出现了全面上涨，在涨幅上虽然食品依然高于非食品 and CPI 整体，

但各类商品价格峰值位置基本相同（见图 12）。换言之，本轮通胀各类商品价格上涨同步性较强，并无明显的领先与滞后关系。

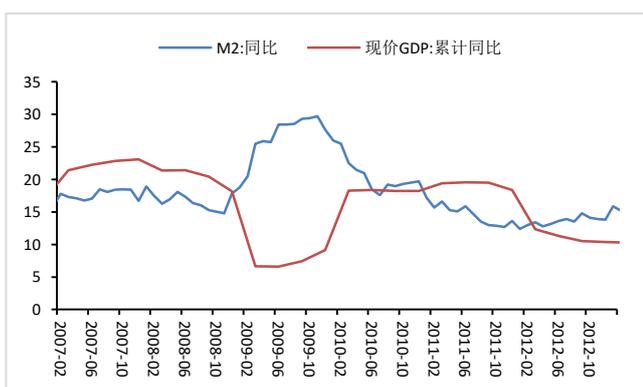
“猪油共振”叠加四万亿刺激下货币宽松，2010~2011 年物价呈全面通胀特征。2010 年 5 月~2011 年 6 月，CPI 猪肉同比由 2010 年 5 月份的 0.8% 提高至 2011 年 6 月份的 57.1%，
“口蹄疫”导致的猪周期是本轮通胀上行的主要贡献力量。同时全球金融危机过后国际原油和金属等大宗商品进入新一轮上涨周期（见图 13），是国内 PPI 上行的主要助推力。本轮通胀与全球金融危机期间释放大量的流动性，包括我国推出的“四万亿”刺激政策有关，共同导致市场流动性过剩，进而带来物价的全面上涨。如我国 M2 增速由 2008 年末的 17.8% 大幅上涨至 2009 年 11 月份的 29.7%，并且持续高于名义 GDP 增速（见图 14）。

图 12：2010-2011 年通胀期间物价表现



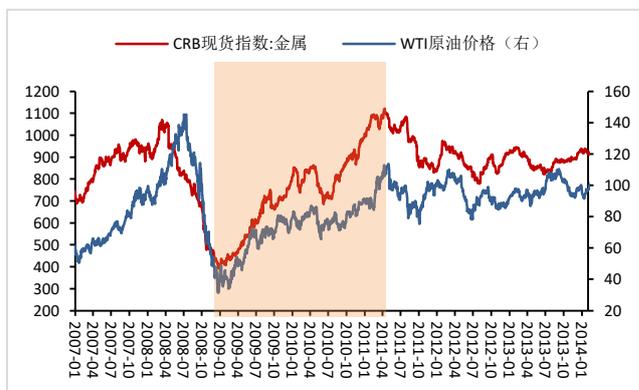
资料来源：WIND，财信研究院

图 14：四万亿刺激下流动性过剩



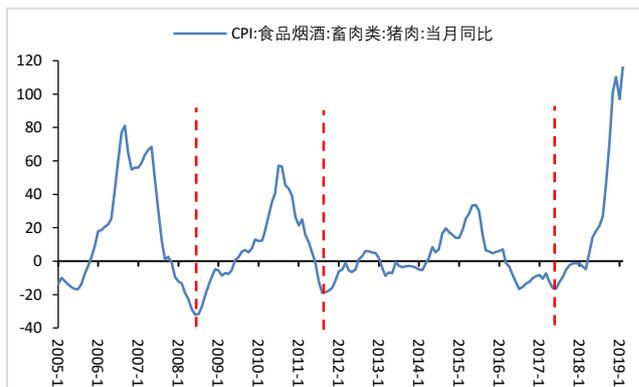
资料来源：WIND，财信研究院

图 13：金融危机后大宗商品价格出现大幅上行



资料来源：WIND，财信研究院

图 15：本轮猪周期涨幅和节奏均快于以往



资料来源：WIND，财信研究院

复盘 2000 年后中国历史上的三次高通胀，有两次结构性特征较为明显。第一次是 2004 年通胀，发生在货币超发和投资过热的背景下，粮食价格上涨是其诱导因素。第二次是 2007-2008 年高通胀，与国内经济过热和全球原材料价格上涨不无关系，猪周期带动了全面性通胀的到来。而“四万亿”刺激下国内流动性过剩下的 2010-2011 年通胀，一开始就呈全面性特征，猪肉上涨并不是其核心因素。

综上，不难发现，经济需求是否充足、货币环境是否宽松、其他商品是否出现共振

上涨，是结构性通胀演变为全面性通胀的条件。

二、2020 年不会发生全面性通胀

（一）猪周期是 CPI 上涨的主导力量，但其扩散效应还不强

猪周期是 CPI 上涨的主导力量。通过上面的分析，我们发现中国三轮高通胀时期猪周期从未缺席，2004、2007、2011 年我国 CPI 畜肉类同比增速高点分别为 23.5%、49.0%、33.6%（由于猪肉同比数据从 2005 年开始，我们用畜肉类数据来代替），均处在猪肉价格上行周期。回到当前时点，猪周期是 2019 年以来 CPI 回升的主要贡献力量，如 2 月份 CPI 同比 5.2% 的涨幅中，就有 3.2 个百分点是猪肉贡献的，同时受非洲猪瘟和环保“一刀切”影响，本轮猪周期涨幅和节奏均快于以往（见图 15），使 CPI 的结构特征更加突出。

疫情期间猪价将持续高位，下半年或有所下降。2 月 21 日农业部公告“全国所有疫区均已解除封锁，1 月份没有接到新发非洲猪瘟疫情报告”，表明非洲猪瘟已得到控制，其对猪肉供给的负面冲击将逐渐减弱。产能恢复方面，2019 年 10 月起，能繁母猪存栏环比增速由负转正，生猪补栏周期或已开启（见图 16）。但新冠疫情下生猪运输受阻、屠宰场无法正常开工、在建或拟建养殖场进度延后，生猪补栏节奏放缓、补栏周期被动拉长，疫情对猪肉供给的恢复形成一定的拖累。同时从母猪补栏到生猪出栏大概需要一年左右的时间，因此疫情期间猪价将持续高位，后续下降速度也将低于预期。能繁母猪存栏同比增速领先生猪价格增速 10 个月左右（见图 17），预示着猪肉同比增速上半年都会维持高位，下半年或出现回落。

图 16：能繁母猪存栏由负转正

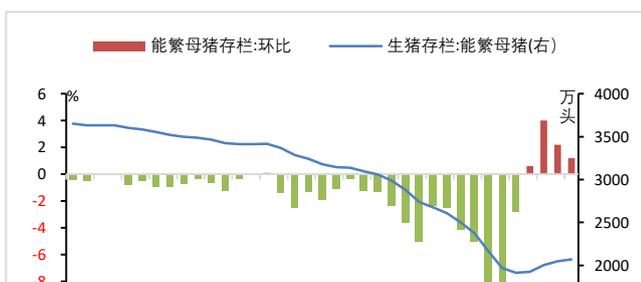
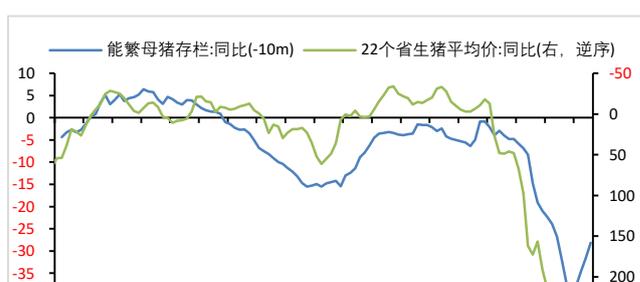


图 17：能繁母猪存栏领先猪肉价格 10 个月左右



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_6293

