

## 2020年CPI会如期回落吗？

### ——兼论猪价对通胀影响

**引言：2019年，猪肉价格高企抬升CPI引发市场高度关注，核心问题在于，猪价上升是否会引发全面通胀？2020年CPI的变化节奏是怎样的？**本文围绕这些问题，试图从通胀本质入手，通过历史回顾、CPI影响因素分析等，对2020年CPI的整体节奏和方向进行预判。

**1、通胀的定义：**通货膨胀是指一段时间内物价全面地、持续地上涨现象。从货币主义来看，通胀本质上是一种货币现象，即货币超发是造成通胀的主因；而新凯恩斯主义认为，通胀是经济体中总供给与总需求的变化导致的，即总供需关系变化是通胀主因。因此，单就某一个分项的变化就定义为通胀显然是不合适的，现阶段，猪价上涨虽抬高了整体CPI但不能称之为全面通胀。

**2、历史上的通胀：**总结国际经验，大部分情况下通货膨胀由两个因素引起：供需结构变化以及货币供应量。中国1980年以来一共经历了5轮通胀，其中第一轮通胀（1987-1989）主要由财政赤字、货币超发以及放开价格管制导致，这三个因素共同影响了总供需结构，从而引起通胀；后四轮通胀（1991-1994，2002-2004，2006-2008以及2009-2011）主要由经济增长（实际需求）以及货币供应量加大共同驱动。美国两次大的通胀主要是供给结构发生变化所导致（石油危机），属于成本推动型的通胀。日本则是实体经济疲软但货币强刺激的典型，通胀被需求限制，窄幅波动。

**3、我国CPI影响因素分析及预测：**从波动程度以及权重两个维度看，猪肉、蔬菜、水果以及燃料价格对CPI影响最大。拟合结果当中，要素价格环比数据的效果最好，我们以此作为CPI预测的出发点，同时考虑CPI季节性变化，以及四类商品价格对CPI的超季节性贡献，最终确定CPI。结果显示，预测值与实际值偏离程度在0.2%左右，效果较好。

**4、对于2020年通胀，市场关注的核心问题在于：第一，猪肉价格能否推升全面通胀？第二，2020年CPI变化节奏如何？第三，货币政策会不会受到猪价推升的CPI的掣肘？第四，对资本市场有什么影响？我们认为：**

**(1) 猪价上涨可能阶段性拉高CPI，但无法推升全面通胀。**首先猪价上涨不具备可持续性，其次猪价上涨无法推升全面提升生产生活成本，最后历史经验表明，全面通胀一般源于货币超发或总供需结构变化，现阶段这些因素均不满足，反而核心CPI以及PPI处于低位，无全面通胀趋势。

**(2) 2020年CPI研判：中枢抬升，节奏前高后低，但二季度CPI可能仍具韧性（市场预期：CPI年后逐季回落）。**市场认为年后猪价随需求下行，并且二季度较一季度也是消费淡季，所以猪价下行拉动CPI逐季向下。但我们认为，猪价可能小幅下滑后保持一定韧性，核心原因在于，为保证春节供应以及节后跌价预期，2Q20标猪提前出栏以及该阶段猪肉本身的供应缺口（3Q19能繁母猪快速下降）综合导致二季度猪肉供应可能更差，所以，以此推算的CPI在2Q20可能仍具韧性，到下半年才开始回落。

**(3) 对货币政策的影响：猪价高位难以引发全面通胀，故不会掣肘货币政策宽松节奏，2020年在杜绝“大水漫灌”的基础上，政策利率下调空间打开，预计2020年央行降息2次，降准2次。**首先，猪价高位推升CPI并非全面通胀，反过来思考，货币收紧或者不放松也无助于缓解猪价上涨。其次，货币政策核心制约因素是房价而非猪价，2020年房价下行压力加大，货币政策空间也将打开。最后，科技类成长型企业发展需要宽松的货币环境，如今企业实际利率成本仍高，货币宽松仍有必要。

**(4) 对资本市场的影响：股市方面，CPI在2020年二季度的韧性可能对股市的估值提升形成一定影响，但影响相对偏短期化，A股市场仍将以转型驱动和盈利驱动为核心因素，本轮结构性牛市大方向不变；债市方面，2020年债券收益率前高后低，但回落的节奏和幅度可能放缓。**

**风险提示：**猪瘟疫情持续发酵、企业盈利超预期下滑、房地产风险、中美贸易摩擦升温、经济超预期下行风险等。

**边泉水** 分析师 SAC 执业编号：S1130516060001  
bianquanshui@gjzq.com.cn

**段小乐** 联系人  
(8621)61038260  
duanxiaole@gjzq.com.cn

**高翔** 联系人  
gaoxiang1@gjzq.com.cn

**沈嘉妍** 联系人  
shenjiaayan@gjzq.com.cn

## 内容目录

一、通胀的本质 .....	4
二、历史上的通胀 .....	5
1、中国 .....	5
2、美国 .....	6
3、日本 .....	8
4、总结 .....	9
三、我国 CPI 的影响因素分析及预测 .....	10
1、国家统计局如何统计和计算 CPI? .....	10
2、CPI 预测逻辑和方法 .....	11
四、2020 年通胀怎么看？如何影响资本市场？ .....	14
1、猪价上涨不会引发全面通胀 .....	14
2、2020 年 CPI 预测：中枢上移，节奏前高后低，二季度可能仍具有韧性 .....	15
3、对货币政策的影响 .....	21
4、对资本市场的影响 .....	22

## 图表目录

图表 1：1991-1994 年，我国通胀中经济和货币的表现 (%) .....	5
图表 2：2000 年后，中国三段通胀中经济和货币的表现 (%) .....	6
图表 3：原油价格上涨推升全面通胀 .....	7
图表 4：美国 1970 年代两次大通胀来源于成本推动 (%) .....	7
图表 5：美国核心 CPI、食品 CPI 跟随油价上涨 (%) .....	8
图表 6：1985 年以后货币供应带动的通胀 (%) .....	8
图表 7：日本经济疲软，通胀程度有限 .....	9
图表 8：CPI 的结构 (%) .....	11
图表 9：CPI 分项权重与标准差 .....	12
图表 10：食品烟酒的结构中猪肉、鲜菜、鲜果占比较大 .....	12
图表 11：环比拟合的结果 (%) .....	13
图表 12：同比拟合的结果 (%) .....	13
图表 13：多元线性回归结果分析 .....	13
图表 14：CPI 预测值与实际值比较 (%) .....	14
图表 15：核心 CPI、非食品 CPI 仍是下降趋势 .....	15
图表 16：猪、油共振可能性不高 .....	15
图表 17：能繁母猪存栏及变化率 .....	16
图表 18：我国猪肉进口及消费量 (千吨) .....	16
图表 19：我国猪肉进口来源 .....	16
图表 20：收储量占比小 (万吨) .....	17

图表 21: 大部分情况下, 过完年后猪肉价格下降 .....	17
图表 22: 屠宰企业开工率 .....	18
图表 23: 冻品库存率 .....	18
图表 24: 猪肉价格预测 .....	18
图表 25: 蔬菜价格预测 .....	19
图表 26: 水果价格预测 .....	19
图表 27: 原油价格预测 .....	20
图表 28: CPI 当月同比预测 .....	20
图表 29: 企业实际利率被动抬升 .....	21
图表 30: 十年期国债收益率与 CPI .....	22

**引言：**近期，猪肉价格高企抬升 CPI 引发市场高度关注，主要核心问题在于：第一，猪肉价格能否推升全面通胀？第二，2020 年 CPI 变化节奏如何？第三，货币政策会不会被猪价推升的 CPI 掣肘？第四，对资本市场有什么影响？本文围绕这些问题，试图从通胀的本质入手，通过历史回顾、CPI 影响因素分析、猪肉供需分析、其他分项变化，尝试对 2020 年 CPI 的整体节奏和方向做出预判。

## 一、通胀的本质

**货币主义：通胀本质上是一种货币现象。**货币学派代表人物弗里德曼教授认为“通货膨胀无论何时何地都是一种货币现象”，这一著名断论是研究通胀的起点<sup>1</sup>。其主要观点是：通胀发生的根本原因在于货币的供给大于货币实际需求，即货币超量供给造成货币贬值，从而引起的一段时间内物价持续而普遍地上涨现象。一般经济学界用  $MV=PY$  方程来解释，其中 M 是货币供应量，V 是货币流通速度，P 是物价水平也就是通货膨胀的量度，Y 是以实物量计算的国民生产总值。当 M 上涨的速度快于经济增长 Y 的速度时，物价水平 P 将会上升。因此，任何通胀不能离掉货币体系。

**新凯恩斯主义：通胀实质是经济体中总供给与总需求的变化导致物价水平的移动。**从 AS-AD 曲线分析，物价的变化一般由两个因素造成：一是总需求，当需求增长较快时，太多的货币追逐太少的货物，造成经济过热而带来物价上涨。研究表明，中国的经济增长率与通货膨胀率之间存在显著的正相关关系<sup>2</sup>，促使总需求增加的任何因素都可以造成需求拉动的通货膨胀，例如财政赤字、信用膨胀、投资需求膨胀和消费需求膨胀常常会导致我国需求拉动型通胀；二是总供给，供给又分为两个方面因素：第一是供给收缩引起的通胀，例如“文化大革命”时期社会生产力严重不足，商品供给不足导致的被动通胀，第二是生产成本增加引起的通胀，即成本推动型通胀。一般造成成本提升的因素有：工资上涨、利润增加（供给侧改革期间）、进口商品上涨（即输入型通胀）以及主要能源减产（1970s 美国石油危机）等等。总而言之，通胀不能离掉总供需结构。

从通胀的定义出发，就某一个分项的变化就定义为通胀显然是不合适的。根据上文的分析，通胀现象至少应包含这样两个关键因素：整体性以及持续性，而其变化主因源于货币供应过量、供需结构变化。换句话说，通胀的必要条件是整体性和持续性，单一因素导致的某类商品价格上涨导致整体 CPI 上行不能定义为通胀。

通胀一般产生的原因有两点：从货币主义来说是货币供应量过大，从凯恩斯主义来说是供需结构变化。总结而言，通胀一般出现在以下几种情况当中：1. 总体经济潜在增长率较大即总需求向好拉动通胀；2. 货币政策宽松造成货币供应超量，信用扩张；3. 成本上行推动物价整体上涨（PPI 向 CPI 传导，例如美国 2 次石油危机）；4. 财政积极，赤字上升带动需求扩张拉动通胀；5. 总供给收缩，产能去化（供给侧改革）等等。因此，当某一分项由于供需结构发生变化出现极端上升或下降而导致 CPI 或 PPI 的涨跌能否引起通胀，关键要看这一因素是否具有可持续性、能否对社会总供需结构产生影响从而引起物价哥哥品类全面地上涨，是否引起社会生产成本提升、货币供应量是否上升等等。

现阶段，猪肉价格上涨导致 CPI 破“4”甚至未来可能继续上涨，我们认为这并不能引起全面通胀。原因在于单由猪肉供给收缩导致的 CPI 上涨，无法引起物价全面地、持续性的上涨，且现阶段货币供应并未超发，实际需求仍然偏弱，

<sup>1</sup> 易纲；中国的货币供求与通货膨胀[J];经济研究;1995 年 05 期

<sup>2</sup> 刘金全，谢卫东；中国经济增长与通货膨胀的动态相关性[J];世界经济;2003 年 06 期

不具备引发全面通胀的条件，核心 CPI 以及 PPI 等仍处于下行的趋势当中，无通胀趋势。后文中我们将对此做详细阐述。

## 二、历史上的通胀

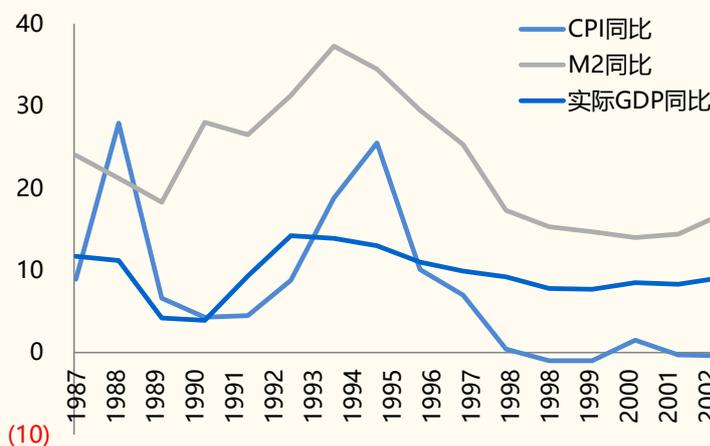
### 1、中国

中国 1980 年以来一共经历了 5 轮 CPI 上涨，分别是 1987-1989 年，1991-1994 年，2002-2004 年，2006-2008 年以及 2009-2011 年。这五轮物价上涨的共同特征是：出现了货币供应量大幅增加以及总供求关系的改变。其中第一轮通胀由财政赤字、放开价格管制、货币超发共同影响，最终影响了总供求关系引发通胀；后四轮则是受到了货币超发、需求释放的共同影响。

**1987-1989 年，财政赤字、货币超发、放开价格管制带来通胀。**此期间，CPI 同比 5.1% 升至 28.4%，与此同时，M2 同比由 29.3% 降至 21.2%，实际 GDP 同比由 8.9% 升至 11.2%。这段时期，物价飙升的最主要原因有三点：第一，为加强投资建设，从 1986 年开始加大政府财政支出，不断扩大财政赤字；第二，为了解决政府赤字问题，货币超发，M2 同比一直维持高位与此相印证；第三，国家决定开始进行价格改革，放开一些农副产品、烟酒的零售价格，导致民间出现抢购潮。总结而言，这三个因素使得总供求关系发生变化，最终引发通胀。

**1991-1994 年，货币供应和需求释放共同主导下的通胀。**此期间，CPI 同比由 1.3% 升至 27.3%，同时 M2 同比由 26% 升至 34%，实际 GDP 同比由 3.9% 升至 13.0%。我国经济进入高速增长的快车道，但当时很快就出现了投资扩张过猛，金融时序混乱现象。有人形象地总结为“四热”（房地产热、开发区热、集资热、股票热）、“四高”（高投资膨胀、高工业增长、高货币发行和信贷投放、高物价上涨）、“四紧”（交通运输紧张、能源紧张、重要原材料紧张、资金紧张）和“一乱”（经济秩序特别是金融秩序混乱）。

图表 1：1991-1994 年，我国通胀中经济和货币的表现 (%)



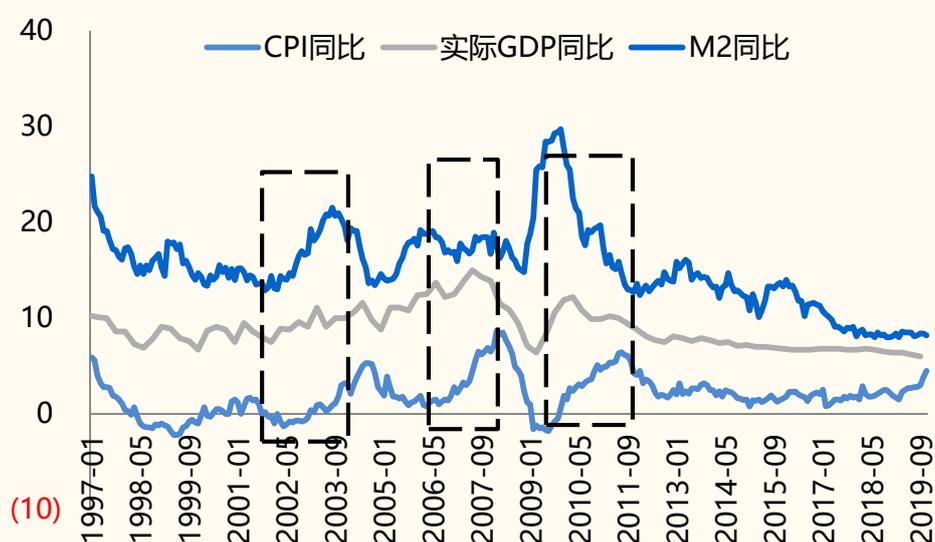
来源：Wind，国金证券研究所

**2002-2004 年，货币供应主导下的通胀。**此期间，CPI 同比由 -1.3% 升至 3.8%，同时 CPI 非食品项由 -0.9% 升至 1.4%，CPI 服务项由 1.4% 升至 4.2%，PPI 由 -4.0% 升至 8.4%，是物价的全面上涨。与此同时，M2 同比 13% 上涨至 21%，实际 GDP 同比由 7.5% 升至 11.6%。因此，2002-2004 年是一次物价整体地、全面性的上涨，伴随着经济增长加快，需求释放以及货币供应量的上升。值得注意的是，这段时间经济确实保持了中高速增长，但 M2 同比的上涨更大，这可能催生通胀发生更重要的原因。

**2006-2008 年，需求释放主导下的通胀。**此期间，CPI 同比由 0.9% 升至 7.1%，其中 CPI 非食品项由 1.1% 升至 2.1%，CPI 服务项由 0.7% 升至 2.6%，PPI 由 1.8% 升至 10.0%。同时，M2 同比保持在 15% 以上高位，实际 GDP 同比由 8% 升至 15%。值得注意的是，这段时间 M2 整体增速较为平稳，而实际 GDP 却出现了较大提速，需求的巨大释放带来了价格的全面提升，是经济增长需求全面释放下的通胀。

**2009-2011 年，需求释放和货币供应共同主导下的通胀。**此期间，CPI 同比由 -1.8% 升至 6.4%，其中 CPI 非食品项由 -2.1% 升至 3.0%，CPI 服务项由 -1.8% 升至 4.6%，PPI 由 -8.2% 升至 7.5%。与此同时，M2 同比 14.8% 升至 29.7%，实际 GDP 同比由 6.4% 升至 11.9%。这段时间的主基调是复苏，是全球金融危机后政策刺激经济的鼎盛时期。财政、货币政策发力，为我国带来了经济的全面复苏以及货币供应量的大幅提升，因此这段期间通胀是由需求释放和货币供应提升共同导致。

图表 2：2000 年后，中国三段通胀中经济和货币的表现 (%)

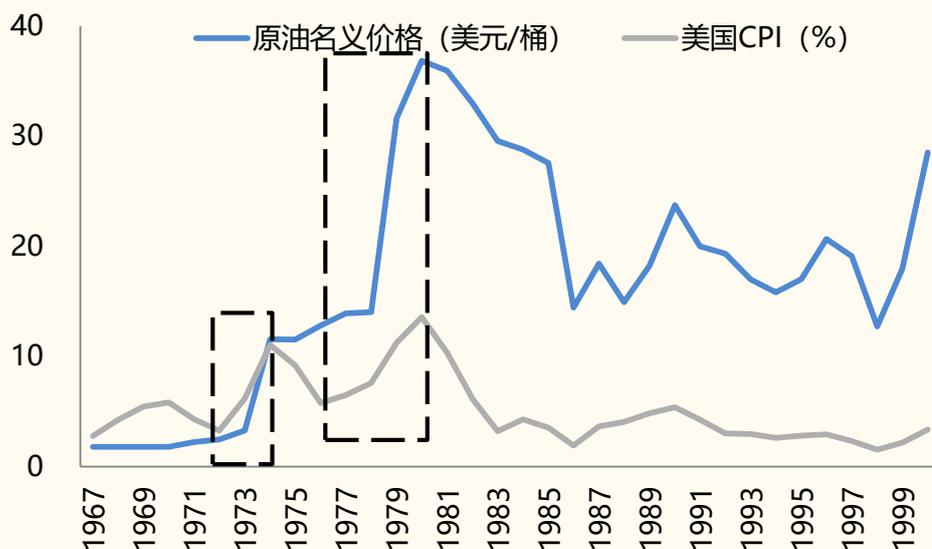


来源：Wind，国金证券研究所

## 2、美国

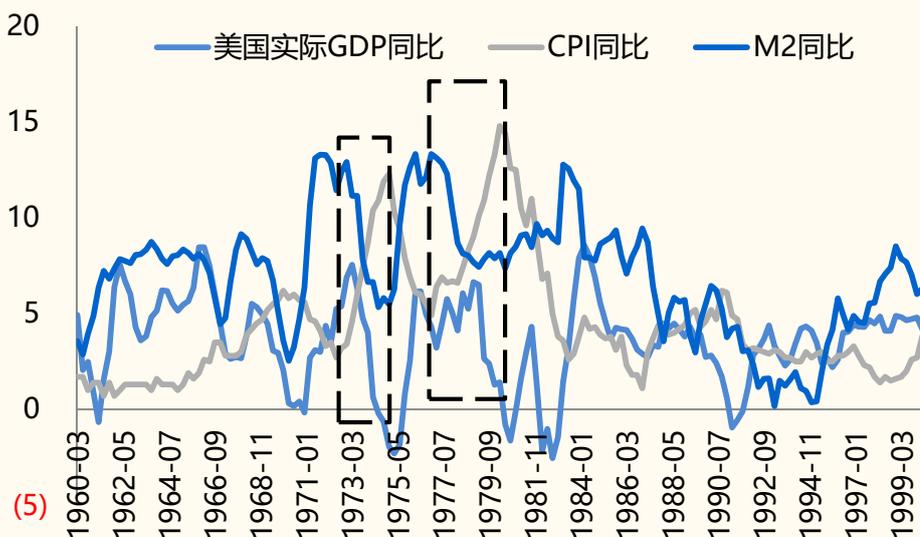
美国历史上两次大的通胀发生在 1970 年代，当时经历了两次石油危机，属于成本推动型通胀。1972-1974 年，石油名义价格由 2.5 美元/桶涨至 11.6 美元/桶，CPI 由 2.7% 上涨至 12.3%，但实际 GDP 同比由 7.5% 降至 -2.3%，M2 同比 12.8% 降至 5.9%；1976-1980 年，石油名义价格由 12.8 美元/桶涨至 36.8 美元/桶，但实际 GDP 同比由 5.7% 降至 -1.6%，M2 同比 13.8% 降至 7.7%。石油价格连续上涨且长时间维持高位，带动社会生产生活成本全面提升，这两段时期，美国核心 CPI 以及食品 CPI 也出现了较大幅度上涨。因此是全面的通胀，由供给端成本推动导致。值得注意的是，石油价格上涨确实推升了全面通胀，但这一传导过程当中，原油价格基本长时间处于高位，且原油具有特殊属性，是所有生产生活的成本，如猪肉有本质区别。

图表 3：原油价格上涨推升全面通胀



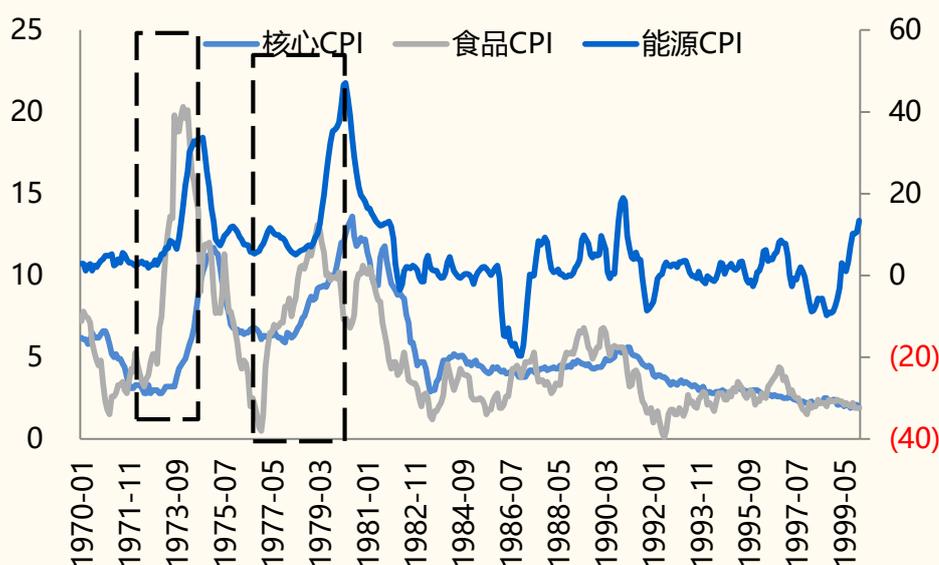
来源：Wind，国金证券研究所

图表 4：美国 1970 年代两次大通胀来源于成本推动 (%)



来源：Wind，国金证券研究所

图表 5：美国核心CPI、食品CPI 跟随油价上涨 (%)



来源：Wind，国金证券研究所

在 1986-1990 年，以及 2006-2008 年，美国也发生了两次由货币供应较多带动的通胀。以 2006-2008 年期间为例，美国经济自 2004 年增速开始放缓，由 3.3% 跌至 2009 年 -3.8%，此期间 M2 同比却不断攀升，由 4.2% 升至 10.4%。货币供应超出了货币实际需求导致通胀的发生。

图表 6：1985 年以后货币供应带动的通胀 (%)



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\\_8160](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_8160)

