

供给冲击扩散不同 调控需有针对性

——宏观专题经济报告

分析师：周喜

SAC NO: S1150511010017

2019 年 12 月 23 日

证券分析师

周喜

022-28451972

宋亦威

022-23861608

SAC No: S1150514080001

助理分析师

严佩佩

022-23839070

SAC No: S1150118110003

相关研究报告

- 数据显示，美国能源 CPI 对于大多数品类的 CPI 均有较为明显的传导作用，进而不仅带动 CPI 同比持续走高，而且核心 CPI 同比亦出现较大幅度的抬升。面对“滞涨”这一新课题，调控失误势在难免，且总统大选不可避免导致了政策的摇摆，多方影响令美联储公信力持续下降，临危受命的沃尔克上任伊始即将控制通胀作为其核心要务，然而大力度的货币紧缩虽然有效地控制了通胀，但也对经济产生了明显的冲击，经济增速大幅回落的同时失业率持续抬升。
- 非洲猪瘟疫情导致国内生猪供给显著下降，甚至能繁母猪存栏量也出现大幅萎缩。然而自祖代猪扩繁开始，猪肉的供给需要经历约 3-4 年的时间周期，因此考虑到此次疫情已经伤及核心产能（祖代猪），则供给恢复或许要近 2 年时间。
- CPI 猪肉同食品、非食品 CPI 的相关系数分别为 57.9% 和 13.0%，依据月度数据，我们发现 CPI 猪肉环比对 CPI 食品环比的脉冲影响在第四期时达到最大累积值，而对于 CPI 非食品的冲击则基本可以忽略，且持续性很低。
- 猪肉价格走高将提升其在 CPI 中的权重水平，进而加大猪肉价格波动对 CPI 的冲击影响，且尤以同比增速更甚。因此，考虑到能繁母猪补栏到生猪生产恢复所需时间较长，2020 年猪肉价格仍存在供给不足的压力，期间价格波动叠加权重抬升将令其对 CPI 同比形成更大冲击，需要密切关注。
- 核心 CPI 的平稳以及 PPI 的迭创新低意味着需求的不足，针对这一现象，政策调控应有针对性，不可简单参考美国“滞涨”期的政策选择。我们一方面认为供给所导致的 CPI 高涨对货币放松的牵制有限，另一方面则认为需求扩张乏力的情况下，货币政策的逆周期调节更多地是为积极的财政政策提供助力，以提升财政刺激效果，在总量层面要做到同潜在产出和物价稳定相匹配，不可过力，重点在于理顺信用传导机制，否则精准滴灌也难以形成高效的良性循环。

风险提示：供给冲击再超预期

目 录

1. 石油危机雪上加霜 美国滞涨阴霾凸显	4
1.1 石油危机压缩供给 美国通胀大幅攀升	4
1.2 “滞胀”令政策反复 紧货币压制经济增长	5
2. 猪周期再度来袭 CPI 同比迭创新高	8
2.1 猪肉需求稳定 供给主导周期	8
2.2 猪肉冲击扩散有限 但对 CPI 冲击短期难消	9
2.2.1 猪肉对食品类冲击可见 但同核心 CPI 关联较低	9
2.2.2 权重态势影响加大 猪价走势更需关注	12
3. 通胀呈现新变化 调控需有针对性	15
3.1 供给主导通胀 需求不足未变	15
3.2 呵护供给抑猪价 维稳需求看财政	16

图 目 录

图 1: 美国 GDP 及 CPI 同比增速	4
图 2: 石油危机期间原油价格	4
图 3: CPI 能源同主要品类 CPI 走势对比	5
图 4: 为控制通胀美联储选择加息	6
图 5: 美联储加息大幅推升国债收益率	6
图 6: 高通胀期间美联储控制基础货币增长	6
图 7: 高通胀期间货币供应增速显著走低	6
图 8: 货币紧缩令经济出现显著萎缩	7
图 9: 货币紧缩令失业率显著抬升	7
图 10: 全国居民猪肉年消费总体稳定	8
图 11: 城乡居民猪肉年消费总体稳定	8
图 12: 猪肉需求的收入弹性	8
图 13: 猪肉需求的价格弹性	8
图 14: 生猪定点屠宰量显著下降	9
图 15: 能繁母猪存栏量显著减少	9
图 16: CPI 猪肉对 CPI 食品的脉冲影响	10
图 17: CPI 猪肉对 CPI 非食品的脉冲影响	10
图 18: 猪肉价格变动对牛肉价格的脉冲影响分析	11
图 19: 猪肉价格变动对羊肉价格的脉冲影响分析	11
图 20: 猪肉价格变动对鸡肉价格的脉冲影响分析	11
图 21: 猪肉价格变动对鸡蛋价格的脉冲影响分析	11
图 22: 猪肉价格变动对蔬菜价格的脉冲影响分析	11
图 23: 猪肉在 CPI 同比中的权重	13
图 24: 猪肉在 CPI 环比中的权重	13
图 25: 猪肉在 CPI 同比中的权重拟合	13
图 26: 猪肉在 CPI 环比中的权重拟合	13
图 27: CPI 同比与核心 CPI 同比首次出现明显背离	15
图 28: 供给主导了近年来 CPI 与 PPI 的背离	15
图 29: 三驾马车拉动力趋弱	15
图 30: 消费投资增长仍在震荡下行	15
图 31: 产能利用率虽有回升但仍较低	16
图 32: 需求不足令工业企业盈利能力承压	16
图 33: 猪肉进口增速大幅抬升	16
图 34: 生猪生产能力有所企稳	16

表 目 录

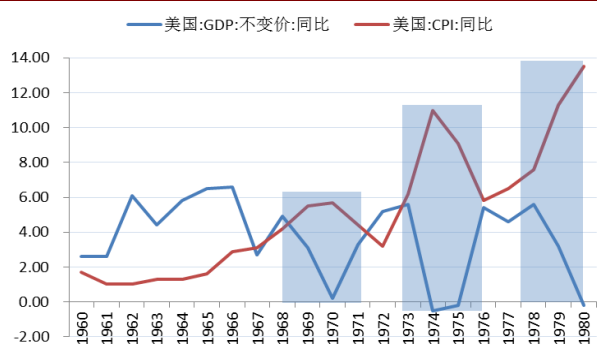
表 1: 猪价同主要食品价格相关性分析	10
---------------------------	----

2019 年，生猪供给因非洲猪瘟的影响而持续下降，这一冲击令猪肉价格自年中开始持续大幅走高，与此同时国内经济增长压力日渐沉重，有关滞胀的讨论不断增多，“剔除猪肉都是通缩”的戏谑之词也被不断演绎。本文我们将在回顾石油危机对美国经济及政策影响的基础上，通过对我国猪周期的梳理，探求目前中国所应采取的更合理的政策组合。

1. 石油危机雪上加霜 美国滞胀阴霾凸显

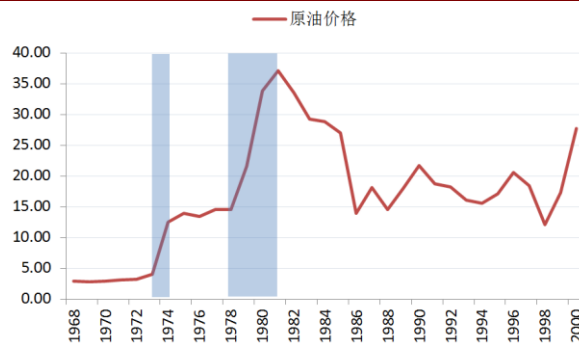
1.1 石油危机压缩供给 美国通胀大幅攀升

图 1: 美国 GDP 及 CPI 同比增速



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 2: 石油危机期间原油价格

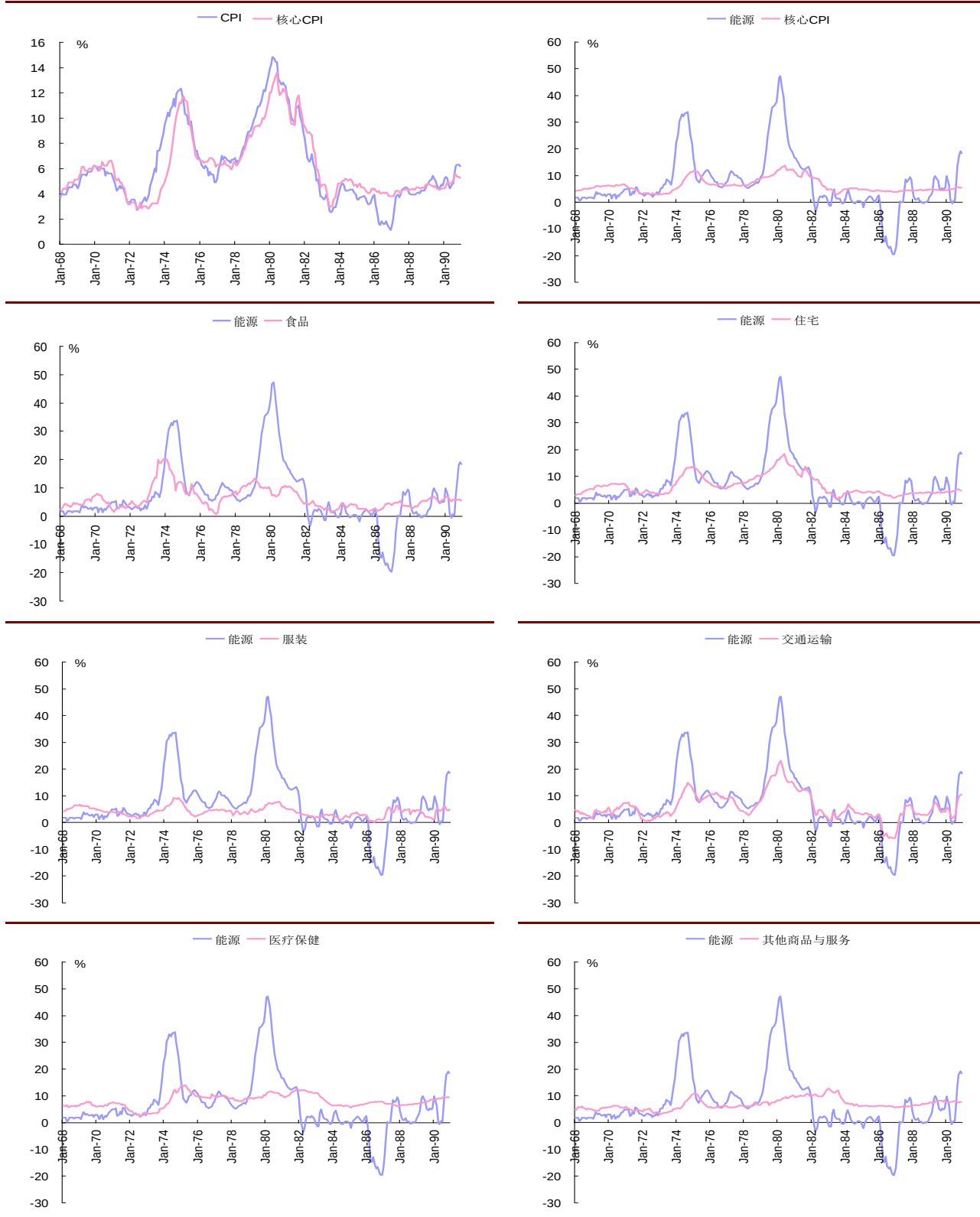


资料来源: Wind, 渤海证券研究所

20 世纪 60 年代，由于减税政策和财政支出的扩大，美国的经济快速扩张。与此同时，约翰逊政府对越战规模的扩大更加速了财政赤字，美元贬值预期加强。虽然高涨的通胀在紧缩性调控的推动下得到抑制，但是随着 1973 年第一次石油危机的爆发，世界油价大涨，美国通胀再度大幅攀升。

通过对比能源 CPI 同比增速与 CPI、核心 CPI 及其他主要品类 CPI 的变动趋势，我们可以较为清晰的看出，能源对于大多数主要品类的 CPI 均有较为明显的传导作用，进而不仅带动 CPI 同比持续走高，而且核心 CPI 同比亦出现较大幅度的抬升。

图 3: CPI 能源同主要品类 CPI 走势对比



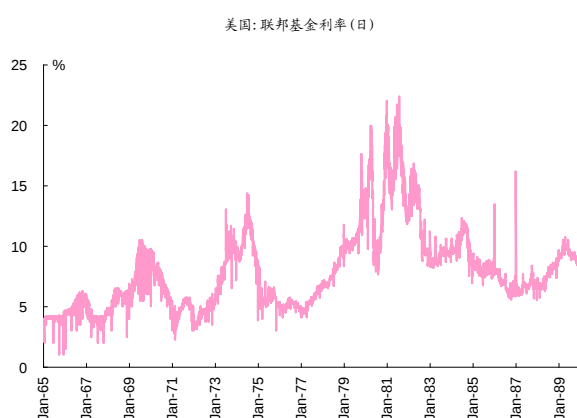
资料来源: Wind, 渤海证券研究所

资料来源: Wind, 渤海证券研究所

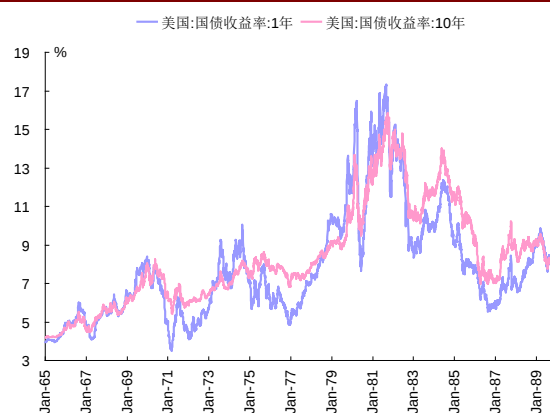
1.2 “滞胀”令政策反复 紧货币压制经济增长

请务必阅读正文之后的免责声明

美国“滞胀”的经济环境，无论对于理论界，还是对于美国政府都是一个崭新的课题，尽管美国一度采取冻结工资和物价这一比较务实的措施加以干预通胀，但是因为没有在货币和财政政策上采取根本性行动，短暂的工资和物价冻结后通胀预期再次反弹。更为重要的是，美国四年一度的大选令选举年政府更多关注“滞”，由此导致的政策摇摆令美联储公信力持续走低。然而随着石油危机令美国通胀大幅窜升至两位数，民众对于通胀的抗议之声也不断升级，于是临危受命的沃尔克上任伊始即将控制通胀作为其核心要务，并且难能可贵的是，其顶住了国会与总统的压力，坚持立足美国的长期利益进行政策调控。

图 4：为控制通胀美联储选择加息


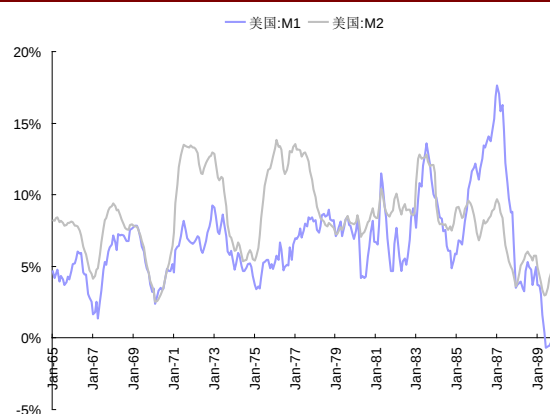
资料来源：Wind，渤海证券研究所

图 5：美联储加息大幅推升国债收益率


资料来源：Wind，渤海证券研究所

图 6：高通胀期间美联储控制基础货币增长

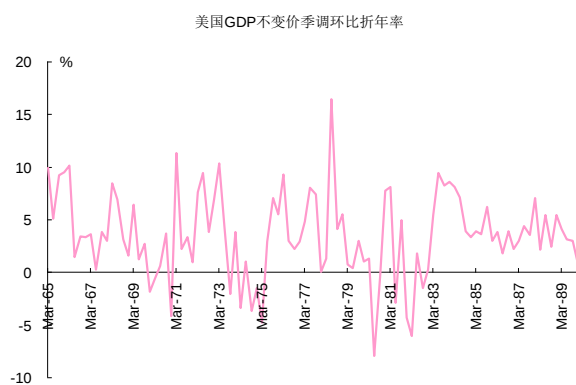

资料来源：Wind，渤海证券研究所

图 7：高通胀期间货币供应增速显著走低


资料来源：Wind，渤海证券研究所

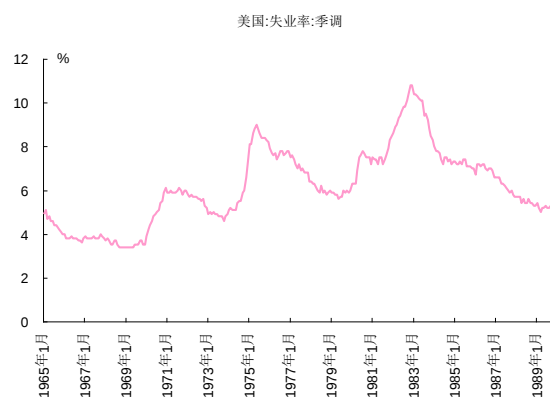
为了控制通胀，沃尔克实施大力度的货币紧缩，尽管最终取得了胜利，但是期间紧缩政策对经济的打击也异常明显，GDP 季调环比折年率在 1980 年二季度一度出现-8%的明显降幅，不堪的经济增长导致就业市场持续恶化，并一定程度上成为阻挡卡特总统连任的原因之一，里根总统上任后也对沃尔克的紧缩多有指摘。

图 8: 货币紧缩令经济出现显著萎缩



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 9: 货币紧缩令失业率显著抬升



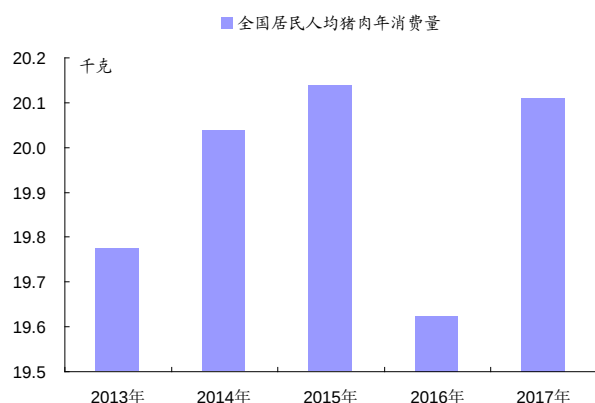
资料来源: Wind, 渤海证券研究所

2. 猪周期再度来袭 CPI 同比迭创新高

非洲猪瘟疫情导致生猪供给显著下降，甚至能繁母猪存栏量也出现大幅萎缩，面对稳定的猪肉需求，供给冲击主导的供不应求令生猪价格持续走高，成为 2019 年下半年推升 CPI 同比增速的关键变量，而且考虑到猪肉权重随其价格抬升而强化，2020 年猪肉将对 CPI 同比产生更大的影响力。

2.1 猪肉需求稳定 供给主导周期

图 10: 全国居民猪肉年消费总体稳定



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 12: 猪肉需求的收入弹性

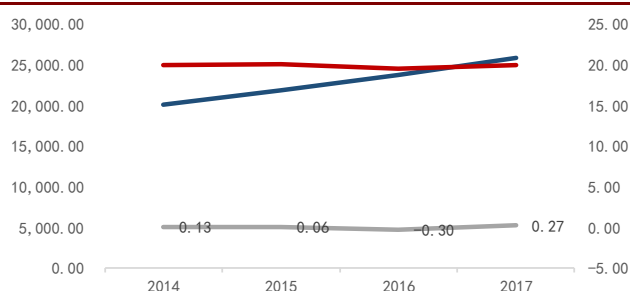
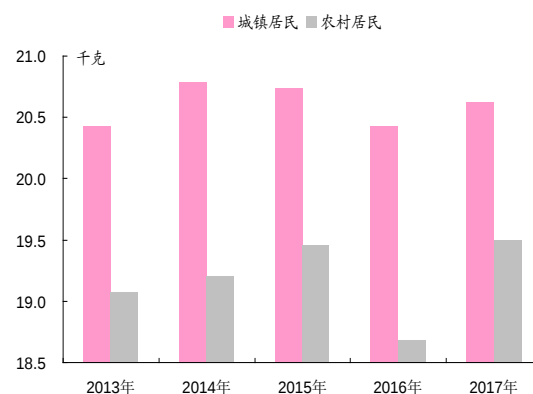
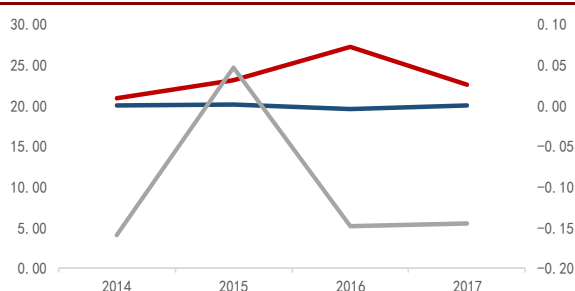


图 11: 城乡居民猪肉年消费总体稳定



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 13: 猪肉需求的价格弹性



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_8175

