

# 是一般物价上涨吗？如果不是，货币政策无需应对

## 摘要

10月猪肉价格上涨继续推升大幅推升通胀，CPI同比攀升至3.8%的高水平，未来猪价上涨推动下CPI将继续攀升，高点可能在5%甚至更高。对猪肉价格上涨和通胀抬升市场已经形成一致预期，但关键在于货币政策是否会对通胀上升作反应，这里边关键在于通胀是一般物价上涨还是单一物价上涨。如果是单一商品物价上涨，更应通过产业政策应对，但如果是一般物价上涨，那么货币政策就需要应对。目前来看，通胀依然是猪肉单一价格上涨，其它食品和非食品价格依然疲弱，而且往后来看，由于整体宏观经济疲弱，本轮猪肉价格和其它商品价格并未呈现出以往的正相关性，而是呈现负相关性。显示整体经济疲弱，居民收入有限情况下，猪肉价格上涨对在其它商品和服务上的消费能力形成了挤压，因而猪肉价格上涨难以传导至其它商品价格。未来大概率依然是猪肉单一商品价格上涨，因而货币政策无需对其应对。近期央行调降MLF利率也显示货币政策目标更多的以经济稳定为主。无需过度担忧猪价单一商品推动的通胀上行，流动性将保持当前状况，债券利率将延续震荡态势。

风险提示：经济放缓超预期。

## 西南证券研究发展中心

分析师：杨业伟  
执业证号：S1250517050001  
电话：010-57631229  
邮箱：yyw@swsc.com.cn

分析师：张伟  
执业证号：S1250519060003  
电话：010-57758579  
邮箱：zhwhg@swsc.com.cn

## 相关研究

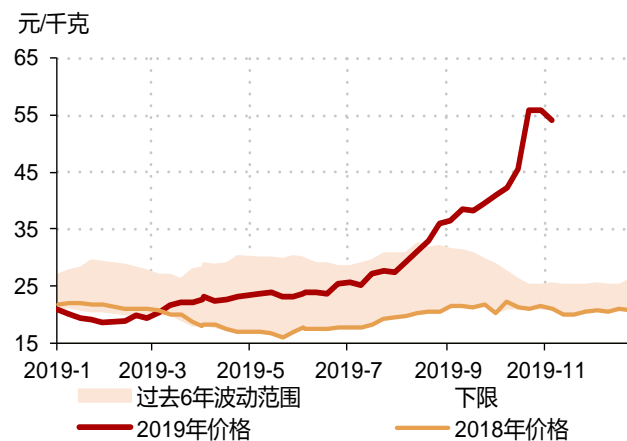
1. 决定出口走向的是全球经济，而非中美贸易摩擦 (2019-11-09)
2. MLF降息，信号意义重于实质 (2019-11-05)
3. 虚的通胀，实的经济——月度经济预测 (2019-11-04)
4. 经济保持平稳，通胀上行压力依然较大 (2019-11-01)
5. 联储再度鸽派降息鹰派表态，降息或暂缓但不会停止 (2019-11-01)
6. 数据再度不一致，如何看待中采PMI下行 (2019-11-01)
7. 关注信贷继续超预期的风险——2019年4季度银行信贷经理调研 (2019-10-28)
8. 企业盈利再度走弱，但无需过度悲观 (2019-10-27)
9. 砾中拾金：从宏观基本面寻找A股长期投资机会——基本面看股市系列（二） (2019-10-21)
10. 金融危机以来A股表现弱于海外的宏观解释——基本面看股市系列（一） (2019-10-20)

## 1 猪肉价格继续大幅推升通胀，未来将进一步攀升

随着猪肉价格大幅上涨，CPI 同比再度超预期回升。10 月猪肉价格出现大幅上涨，这显著推升了 10 月通胀水平。10 月 CPI 同比增长 3.8%，增速较上月提升 0.8 个百分点，创下六年以内新高（图 1、表 1）。猪肉价格继续是推动 CPI 上涨最主要的原因。10 月 CPI 中猪肉分项环比大涨 20.1%，同比暴涨 101.3%，猪肉对 CPI 同比拉动高达 2.43 个百分点，较上月高出 0.78 个百分点。10 月 CPI 同比增速的回升基本上全部来自猪肉价格的贡献。

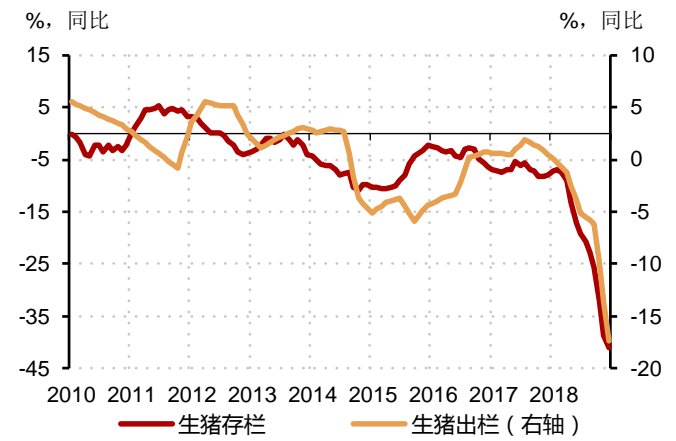
供给缺口依然存在，3 季度出栏大幅下降导致供给剧烈收缩，未来猪肉价格将继续上涨。在产业政策、环保以及非瘟冲击下，近几年生猪存栏和能繁母猪存栏持续下降，特别是今年年初以来，存栏量更是加速下降。而存栏下降对供给的冲击在今年 3 季度得到明显体现，今年 3 季度单季生猪出栏量仅为 9632 万头，同比下跌 40.4%。而上半年生猪加快出栏支撑了出栏量相对平稳，上半年近同比下跌 6.2%。3 季度出栏量大幅下跌直接导致 3 季度猪肉价格飙升，目前来看，生猪存栏和能繁母猪存栏环比跌幅虽有收窄，但依然在下降，未来供给缺口继续存在。因而未来几个月猪肉价格将继续上涨，特别是在明年 1 月春节猪肉需求较高时期，猪价可能创下历史新高。

图 1：22 省市猪肉价格



数据来源：wind、西南证券整理

图 2：三季度猪肉出栏大幅下降，直接催生猪价大涨

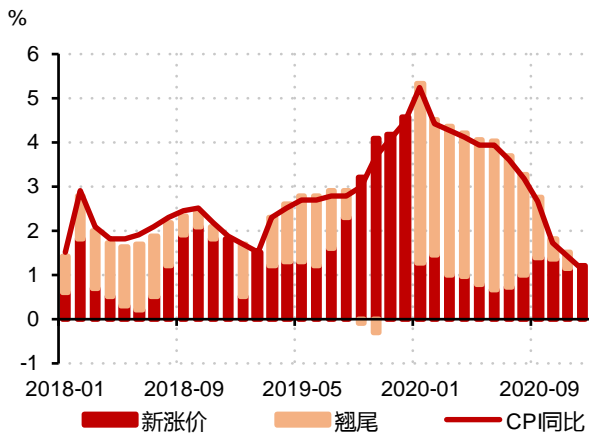


数据来源：wind、西南证券整理

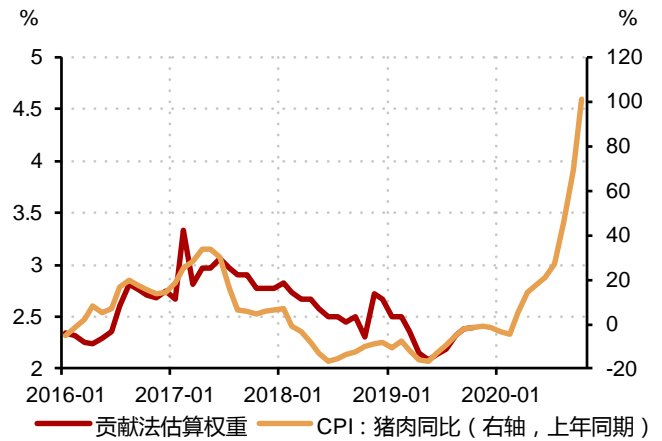
猪价上涨将继续推升通胀水平。随着猪肉价格上涨，将继续推动 CPI 同比增速回升。一方面，明年 2 月份之前猪肉价格基数较低，叠加猪价环比上涨，猪肉价格同比增速将继续回升，推升通胀水平。另一方面，明年 1 月存在春节错位因素，明年春节在 1 月，今年春节在 2 月，春节错位因素也将推升 1 月 CPI 同比增速。即使保守估计，22 省市猪肉价格保持当前 55 元/公斤左右水平，明年 1 月份 CPI 同比增速也将回升至 5.0% 甚至更高。因而未来几个月 CPI 同比将继续攀升。

猪肉在 CPI 权重的确定取决于方法，如果使用贡献法可能会发现未来一年猪肉在 CPI 中权重持续回升。我们在 7 月 19 日报告《CPI 猪肉项权重真被调低了吗？》中说明了如果按定基方法估算猪肉在 CPI 中权重，会发现过去几年权重基本稳定在 2.4% 左右。但市场普遍使用贡献法来估算，即用统计局公布的猪肉价格对 CPI 同比拉动除以猪肉价格同比增速来推算猪肉权重。但这种计算方法结果会呈现出猪肉权重波动加大。事实上，这种方法推算出权重高度依赖于上一年猪肉价格同比增速，这在逻辑上可以推断，我们会在后续报告中详细

说明。从经验相关关系看，随着猪肉同比增速上升，未来一年通过 CPI 权重法计算的猪肉在 CPI 中权重将持续提升。

**图 3：猪肉价格将继续推升通胀水平**


数据来源：wind、西南证券整理

**图 4：贡献法估算权重与上年猪肉价格同比高度相关**


数据来源：wind、西南证券整理

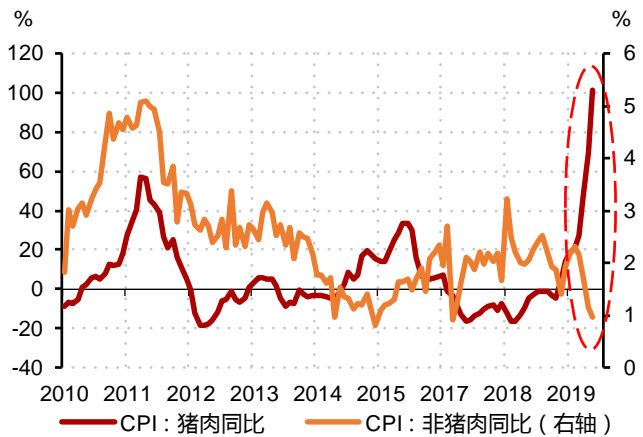
## 2 目前通胀依然是猪肉单一物价上涨，未来也难以成为一般物价上涨

目前物价上涨依然是猪肉单一商品价格上涨，其它物价水平保持平稳甚至呈现弱势。在猪肉价格大幅上涨的同时，其它商品价格并未明显上涨。10 月核心 CPI 同比增速与上月持平于 1.5% 的低位，而非食品 CPI 同比增速甚至较上月下降 0.1 个百分点至 0.9%。显示并非物价全面上涨。而在食品内部，也并非物价全面上涨。鲜果、鲜菜类 CPI 在 10 月环比下跌 5.7% 和 1.7%，蛋类环比同样环比下跌 1.3%，这些食品价格基本上都呈现弱势。只有牛羊肉随猪肉价格小幅上涨，但幅度也较为有限。10 月牛肉、羊肉类 CPI 环比小幅上涨 2.5% 和 2.0%，涨幅远低于猪肉 20.1% 的环比上涨水平。因而目前依然是猪肉单一商品价格上涨。

**猪肉价格上涨难以驱动物价全面上升。**虽然现在依然是猪肉单一商品价格上涨，但市场目前的核心担忧之一是猪肉价格上涨是否会蔓延，进而驱动物价全面上涨。猪肉上涨固会增加生产生活成本，进而对其它物价产生推升作用。但另一方面，猪肉价格上涨后，由于猪肉消费相对刚性，因而猪肉总体消费支出增加，在居民收入不变的情况下，其它商品支出将减少，这将对其它商品产生下跌压力。因而成本推动效应和挤压效应对其它商品价格会产生相反影响，因而关键在于那种效应更强。

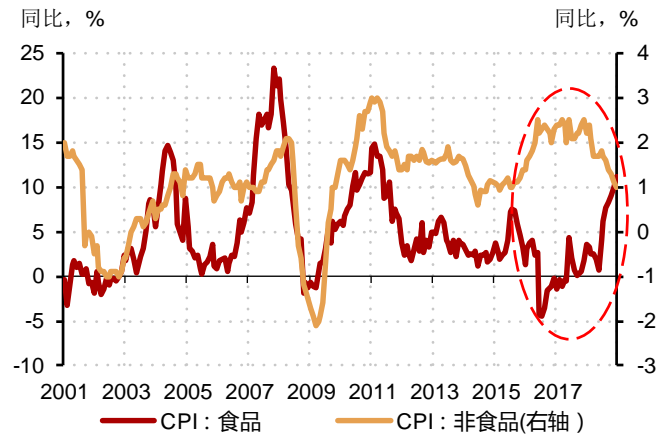
**事实上，本轮猪肉价格与其它食品价格的关系呈现出明显特殊性，表现为第一次出现负相关关系。**以往历轮通胀周期，我们都可以看到猪肉价格上涨与其它食品价格、非食品价格呈现同向性。而猪肉价格并不领先于其它食品价格或者非食品价格，因而也不能认为是猪肉价格驱动其它价格上涨，而是宏观因素决定的一般物价上涨。但本轮周期来看，猪肉价格与非食品价格、猪肉价格和其它食品价格却呈现负相关性或者无相关性，显示猪肉价格难以驱动其它商品价格上行，甚至由于挤出效应的体现，猪肉价格与其它价格一定程度出现了反向走势。

图 5：本轮猪肉价格与非猪肉商品价格呈现负相关性



数据来源：wind、西南证券整理

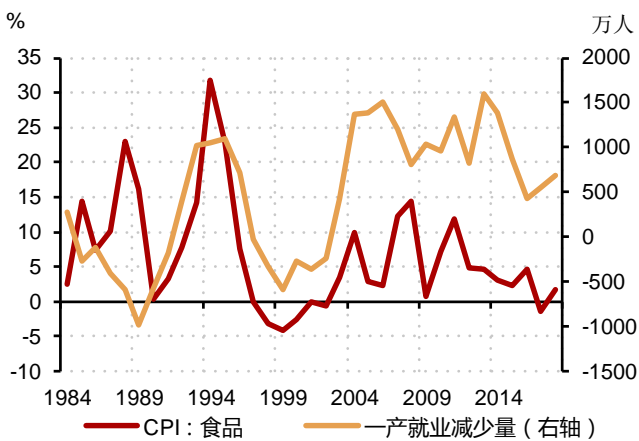
图 6：本轮食品价格与非食品价格也呈现负相关性



数据来源：wind、西南证券整理

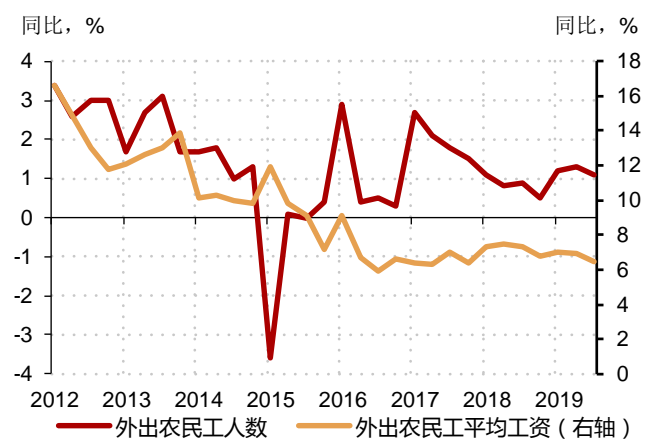
偏弱的宏观环境是难以出现一般物价上涨的最主要原因。此前通胀周期猪肉价格和其它商品价格同时上涨主要是面临景气的宏观环境，其中重要的机制是通过劳动力转移导致食品和非食品价格同时上涨。经济上升时期，劳动力转移加速，这一方面会推升农副产品生产成本，另一方面也会增加城市中的食品、居住等需求，导致猪肉等食品和其它商品价格同时上涨。但本轮面临疲弱的经济环境，劳动力转移速度缓慢，外出农民工同比增速在 1%左右，工资同比增速今年 3 季度仅为 6.5%，因而难以从宏观面上推动物价统一上涨。因而，在目前偏弱的宏观环境下，难以出现一般物价上涨，而更多是单一商品价格的上涨。

图 7：历史上食品 CPI 于劳动力转移速度具有高度正相关性



数据来源：wind、西南证券整理

图 8：劳动力转移速度与收入均继续疲弱



数据来源：wind、西南证券整理

### 3 货币政策无需对单一商品价格上涨作反应

目前的通胀依然是猪肉单一商品价格上涨的通胀，而且未来依然可能是单一商品价格上涨，因而央行无需对此作反应。虽然猪肉价格继续大幅推升通胀，但到目前为止，依然是单一商品价格上涨。同时，居民收入未提升、劳动力转移未改善情况下，其它商品价格难以上涨。货币政策无需对单一商品价格上涨作反应，一方面是因为货币收紧无法抑制猪价上涨，另一方面，货币收紧对货币政策负面效应更强。因而，无需过度担忧货币政策，央行近期调降 MLF 利率，显示政策依然以经济为主，因而货币政策将继续保持总体宽松。

**首先，我们认为央行的货币政策难以抑制目前的通胀。**总所周知，目前的通胀是由猪肉价格上涨引起的，而猪肉价格上涨则主要是由于非洲猪瘟和产业政策带来的供给收缩所致。对于央行货币政策来说，主要功能在于通过利率调控需求。即使央行收紧货币政策，猪肉价格也难以明显回落，因而通胀压力也难以显著缓解。因此，央行无需对这种单一商品价格上涨带来的通胀作反应。抑制猪肉价格上涨，最有效的是产业政策，需要及时补栏，改变猪肉供给持续收缩的局面，在这方面，货币政策爱莫能助。

**其次，核心通胀和非猪肉价格持续弱势，显示一般物价水平并不高。**发达国家货币政策最关注的价格指数是核心通胀，背后的逻辑是食品和能源价格波动主要由于供给面冲击，而货币政策对此无能为力，因而发达国家货币政策主要关注核心通胀。对我国目前的情况来说也是，更应关注核心通胀。而从核心通胀来看，10月CPI同比增速1.5%，与上月持平，无论是绝对水平还是变化来看，都是较低水平，显示物价上涨压力并不大。即使在食品内部，持续上涨的压力也基本上来自猪肉，10月蔬菜、水果等食品价格均有所下跌。剔除猪肉后10月CPI同比上涨1.4%，与上月持平。显示大部分价格保持弱势，只有猪肉价格保持强势。

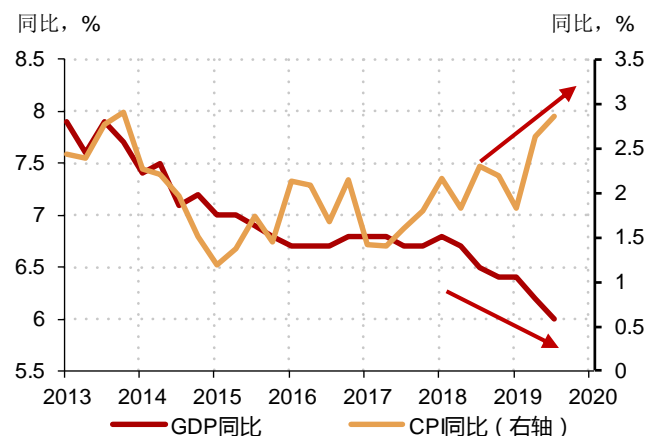
**再次，稳定的经济增长影响更为显著，平稳的经济增长是就业稳定的前提。**稳就业是“六稳”之首，是短期宏观政策的首要目标。而稳定的经济增长是稳就业的前提，只有经济增长平稳，就业才能够保持平稳增长。而如果因为猪肉价格上涨推升的通胀收紧货币政策，导致经济增速下行，掉到6%以下，影响就业稳定，对政策来说会得不偿失，因而政策也不会因为单一商品价格上涨推升的通胀来收紧货币政策。

图9：央行调降 MLF 利率反映政策更为关注经济



数据来源：wind、西南证券整理

图10：政策会更为关注经济稳定，而非结构性通胀



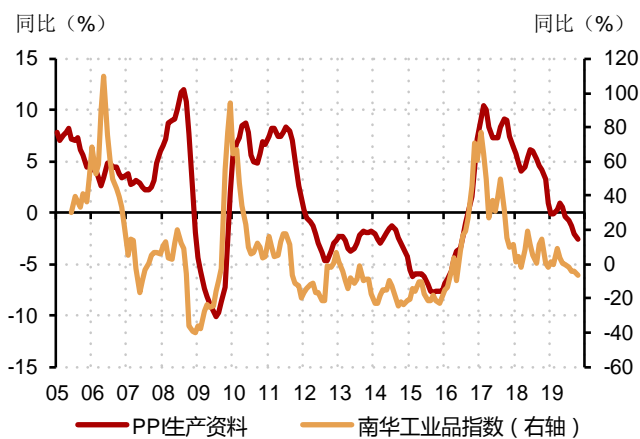
数据来源：wind、西南证券整理

## 4 工业品价格同比低点已现，预计明年年初转正

工业品价格环比小幅回升，高基数因素推动同比通缩加深。10月PPI同比下跌1.6%，跌幅较上月加深0.4个百分点。10月PPI环比上涨0.1%，但在高基数因素推动下，PPI同比跌幅加深0.4个百分点。而分产品看，钢铁相关产品价格跌幅明显，9月钢铁业和铁矿石PPI环比分别下跌1.3%和2.4%，而农副食品加工业PPI价格涨幅明显。

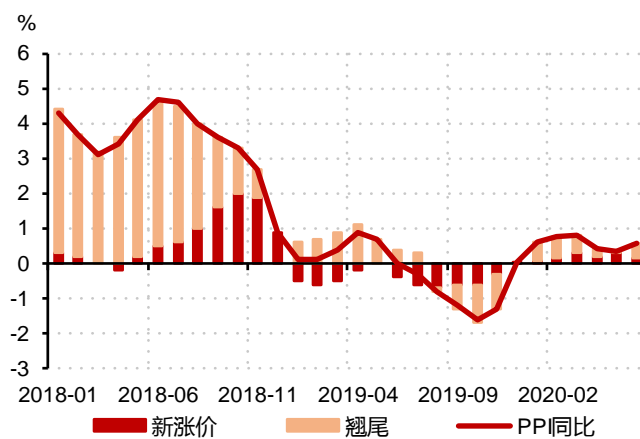
**PPI同比低点已现，未来几个月跌幅将持续收窄，预计明年年初将转正。**随着需求企稳，环比将继续回升，同时叠加基数效应减弱，PPI同比将在未来几个月快速改善。预计年末PPI同比将回升至0附近，而明年1月左右将转正。PPI同比低点过去意味着企业盈利同比跌幅最大时期将过去。随着经济企稳，企业盈利也将逐步进入改善阶段。

图 11：工业品价格环比平稳，同比通缩加深



数据来源：wind、西南证券整理

图 12：PPI 同比将持续通缩



数据来源：wind、西南证券整理

## 5 债券市场将延续震荡态势

**猪周期推升通胀，但无需过度担忧。**虽然猪肉价格在未来一段时期将继续上涨，推升通胀压力，CPI 高点可能在 5%甚至更高。但无需对此过度担忧。本轮猪肉价格上涨推动的通胀事实是供给收缩所致，面对这种供给收缩带来的通胀，货币政策无需也不大会去作反应，因为货币政策功能为调整需求。在经济下行压力之下，我们认为，货币政策将更多的经济目标为主，因而继续保持宽松。货币政策基调不变，通胀上升对利率影响就有限。

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\\_9136](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_9136)

