

3%的通胀与6%的GDP，央行会更关注哪个？

摘要

今日统计局公布通胀数据显示CPI同比在时隔六年后再度破3%，而且在猪价上涨驱动之下，通胀压力会继续上升。我们预计年末CPI同比回到3.5%附近，在明年初春节猪价上涨和春节错位效应叠加情况下，通胀可能达到甚至突破4%，达到这轮的峰值。通胀压力不可谓不大，但同时我们也看到经济在持续放缓，3季度GDP可能下降至6%。如果货币政策为控通胀而收紧，那么经济下行压力可能进一步上升。面对3%以上的通胀和存在跌破6%风险的GDP，货币政策会更关注哪个呢？

我们认为，央行不会，也无需对猪肉单一商品驱动的通胀作反应。首先，本轮通胀基本上由猪肉价格单一商品驱动，其它价格均保持弱势，因而并非物价全面上涨；其次，即使央行收紧货币政策，猪肉价格也不会下来，通胀压力也不会减轻，因为猪价问题出在供给，而货币政策调节的是需求；再次，如果经济下行压力继续上升，会波及就业稳定，而稳就业是政策首要目标。因此，我们认为3%甚至4%的通胀对央行货币政策影响有限，央行不会因此而收紧货币政策，因而市场也无需过度担忧，债市调整空间有限，资金流向依然是决定债市的主要变量。我们维持对债市震荡走强的看法。

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

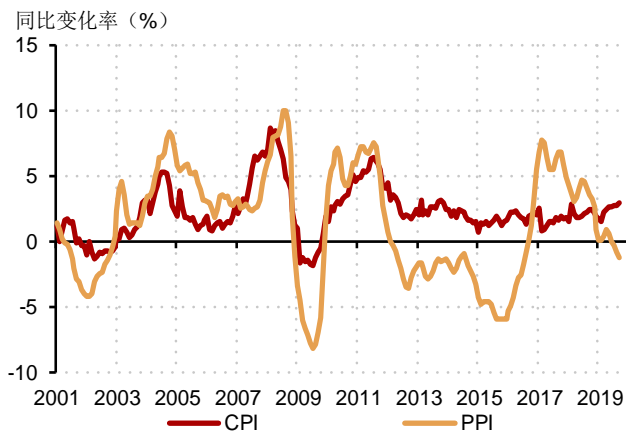
1. 全球经济放缓外需走弱，经济平稳更需内需改善 (2019-10-14)
2. 如何理解联储再度扩表 (2019-10-14)
3. 联储扩表但并非QE，国内经济短期平稳 (2019-10-13)
4. 中美贸易谈判再吹暖风与非标认定范围扩大的政策预示 (2019-10-13)
5. 我们就业压力到底有多大？——就业市场分析报告（二） (2019-10-11)
6. 就业看哪些指标比较有效？——就业市场分析报告（一） (2019-10-09)
7. “美元荒”的原因和机制 (2019-10-09)
8. 暂时的弱平稳不改变放缓的趋势——月度经济预测 (2019-10-08)
9. 论预测，金融条件比全球PMI更好——全球央行追踪第13期 (2019-10-07)
10. 国庆长假期间国内外经济与资本市场状况述评 (2019-10-07)

1 猪肉价格持续推升通胀，时隔六年 CPI 再度破 3%

随着猪肉价格上涨，CPI 同比在时隔六年后再度破 3%。如我们在 8 月下旬报告《猪又飞了，这次影响如何？》中指出，猪肉价格上涨将持续推升通胀，CPI 同比增速可能在 8、9 月份破 3%。今天统计局公布数据验证了这种判断，9 月 CPI 同比增长 3.0%，增速较上月提升 0.2 个百分点。这是时隔六年后，CPI 同比增速再度破 3%（图 1、表 1）。9 月猪肉价格环比大涨 19.7%，同比大涨 69.3%，是 CPI 上涨最主要的原因，剔除猪肉之后，CPI 同比增速只有 1.4%。猪肉价格上涨明显加大通胀压力。

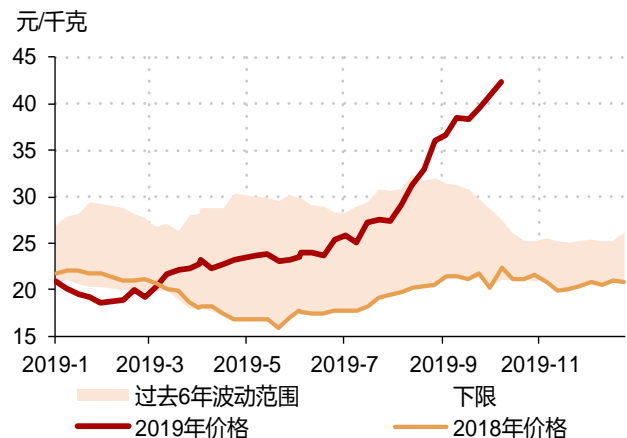
猪肉供给问题并未改善，未来猪肉价格将继续上升。从高频数据来看，10 月猪肉价格继续上涨，10 月 11 日 22 省市猪肉价格较 9 月末的 39.6 元/公斤再度大幅上涨至 42.3 元/公斤，继续创下历史新高。猪肉价格持续上涨意味着 10 月通胀压力继续存在。同时，猪肉供给问题并未解决，8 月生猪存栏量和能繁母猪均继续大幅下跌，环比分别下挫 9.8% 和 9.1%，9 月跌幅虽然有所收窄，依然在继续下跌，分别下跌 3.0% 和 2.8%。从去年末到今年 9 月生猪存栏和能繁母猪分别累计减少 38.3% 和 36.0%。供给的持续收缩意味着未来猪肉价格存在持续上涨风险，我们之前分析报告中说明了生猪存栏/能繁母猪对趋势值的偏离对猪价有很好的预测作用，按这个指标看，本轮 22 省市平均猪肉价格高点可能达到甚至超过 50 元/公斤。

图 1：CPI 同比增速时隔六年后再度破 3%



数据来源：wind、西南证券整理

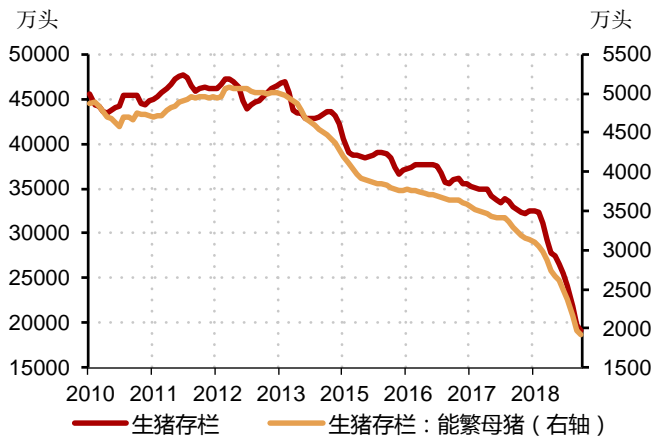
图 2：猪肉价格持续大幅上涨，推升通胀压力



数据来源：wind、西南证券整理

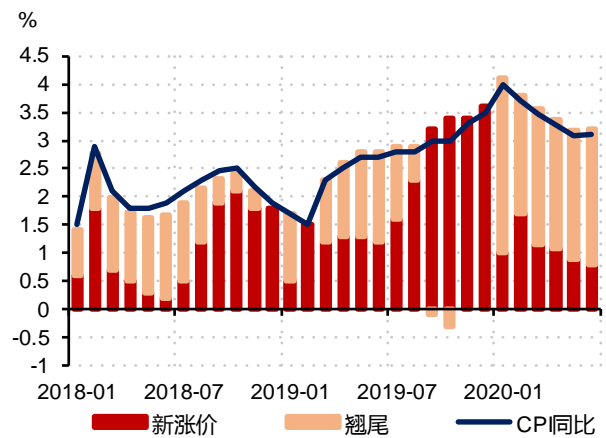
CPI 同比增速将继续攀升，年末可能达到 3.5% 左右，本轮高点可能到 4% 甚至更高。由于猪肉价格持续上涨，未来 CPI 同比增速存在继续提升的风险。我们预测年末 CPI 同比增速可能攀升至 3.5% 左右。而明年初 CPI 同比增速可能创下这轮通胀的最高水平，峰值可能在 4% 甚至更高。这一方面是因为春节是猪肉需求的旺季，在供给不足的情况下，价格上涨压力将更为明显；另一方面，2020 年春节存在明显的错位效应，2019 年春节为 2 月 5 日，主要影响在 2 月，而 2020 年春节在 1 月 25 日，春节错位因素将再度推升通胀。在猪价上涨和春节错位因素共同驱动下，CPI 可能在今年 1 月突破 4% 并创下这轮通胀的峰值。

图 3：猪肉供给继续收缩，未来上涨压力依然存在



数据来源：wind、西南证券整理

图 4：本轮 CPI 峰值可能在 4%或以上



数据来源：wind、西南证券整理

2 面对 3% 以上的 CPI 和 6% 的经济增速，央行会更关注哪个

市场最为关注的是通胀的高企是否会制约货币政策。但在这之前，我们先来看看货币政策面临的两难困境，一方面，货币政策会面临 3% 甚至更高的通胀水平，另一方面，也会面临 6% 甚至更低的 GDP 增速。按 7、8 月工业增加值来看，如果其它行业增速与 2 季度持平，那么 9 月工业增加值同比需要回升至 5.8% 以上，经济增速才能够保持在 6.0%，经济下行的压力在持续。这意味着央行如果因为通胀回升而收紧货币政策，经济增速就有跌破 6% 的风险。货币政策必须在抑制通胀和稳定经济增长之间做选择。那么到底货币政策会选择哪个目标呢？

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。

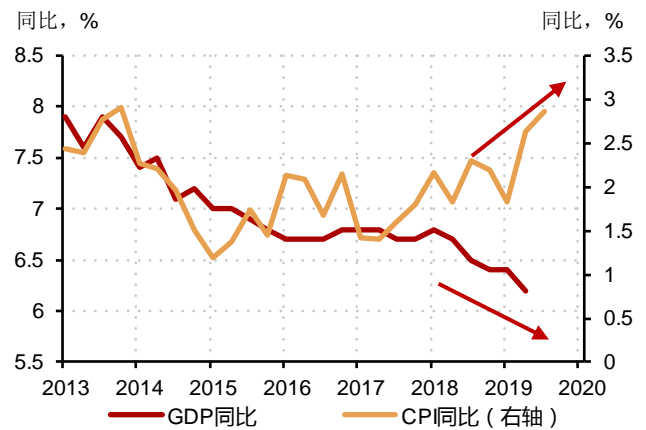
其次，核心通胀和非猪肉价格持续弱势，显示一般物价水平并不高。发达国家货币政策最关注的价格指标是核心通胀，背后的逻辑是食品和能源价格波动主要由于供给面冲击，而货币政策对此无能为力，因而发达国家货币政策主要关注核心通胀。对我国目前的情况来说也是，更应关注核心通胀。而从核心通胀来看，9 月 CPI 同比增速 1.5%，与上月持平，无论是绝对水平还是变化来看，都是较低水平，显示物价上涨压力并不大。即使在食品内部，持续上涨的压力也基本上来自猪肉，9 月蔬菜、水果等食品价格均有所下跌。剔除猪肉后 9 月 CPI 同比上涨 1.4%，较上月 1.6% 的水平甚至小幅下行。显示大部分价格保持弱势，只有猪肉价格保持强势。

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 5：核心通胀继续走弱


数据来源：wind、西南证券整理

图 6：政策会更为关注经济稳定，而非结构性通胀


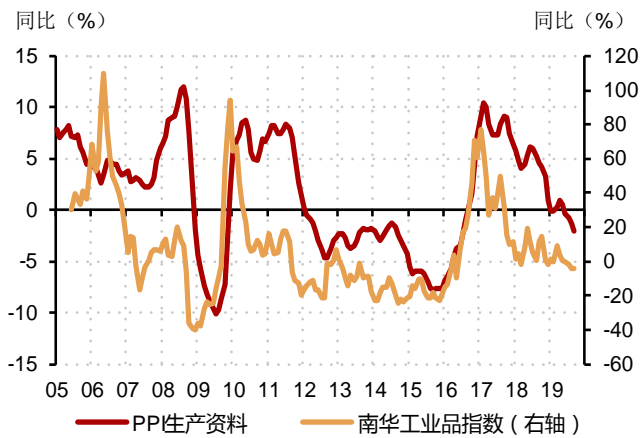
数据来源：wind、西南证券整理

因此，我们认为通胀破 3 无需过度惊慌，央行也不会因此而收紧货币政策。虽然本月通胀在时隔六年后再度破 3%，而且后边可能进一步上升至 4%，但无需过度惊慌。这种通胀主要由于产业政策失误，导致猪肉供给大幅收缩，形成猪肉价格持续大幅上涨，推升通胀的局面。问题主要出在供给面，而货币政策主要功能为管理需求，面对这种通胀，即使央行收紧货币政策，通胀也不会得到有效控制。因而我们认为货币政策不会因这种通胀而收紧，面对 3% 以上的通胀和 6% 的 GDP，央行货币政策会更为关注后者，毕竟稳定的经济增长直接影响就业稳定，而稳定的就业是政策的首要目标。

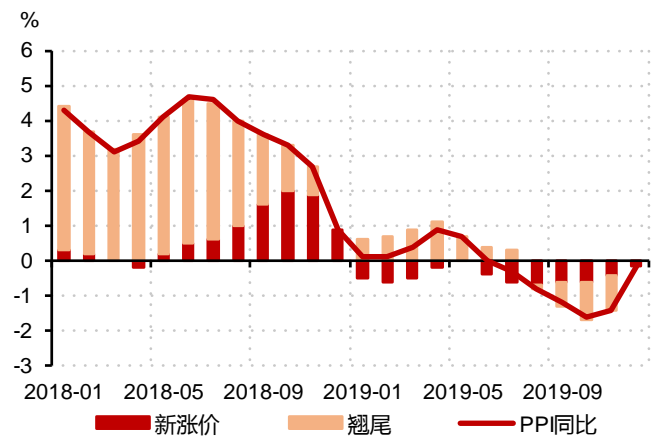
3 基数因素推动工业品通缩压力上升

工业品价格环比平稳，高基数因素推动同比通缩加深。9 月 PPI 同比下跌 1.2%，跌幅较上月加深 0.4 个百分点。9 月 PPI 环比上涨 0.1%，这与 9 月高频数据显示的供需平稳一致。但在高基数因素推动下，PPI 同比跌幅加深 0.4 个百分点。PPI 高基数因素在 10 月将持续，预计 PPI 同比跌幅将继续加深。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。

年底之前 PPI 可能延续同比下跌态势，年末同比跌幅或收窄至零附近。PPI 的持续下跌可能对企业盈利产生负面效应，加剧企业盈利放缓压力。而企业盈利下行环境下，投资意愿有限，未来制造业投资将延续弱势。

图 7：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 8：PPI 同比将持续通缩


数据来源：wind、西南证券整理

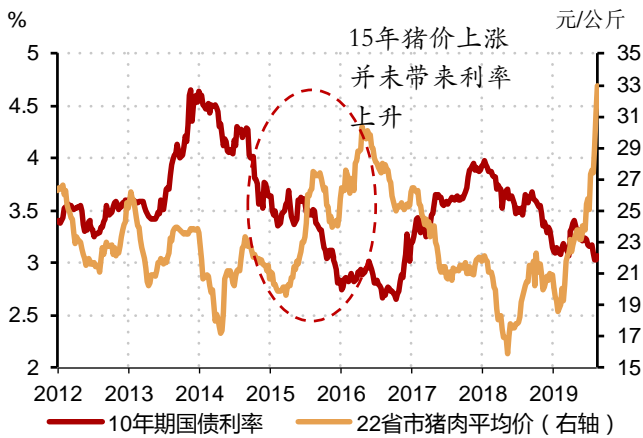
4 猪周期推升通胀但无需过度担忧，资金面依然是决定债市的最主要变量

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 年已经破 3%，甚至可能接近 4%。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，经验数据显示，猪肉价格上涨并不一定对应着债券利率下跌，15 年 3 季度猪肉价格上涨事实上对应利率下行。因而本轮通胀回升并非债券利率的最主要决定因素。

近期债券市场弱势主要由于银行配置资金变化。9 月中下旬以来债券市场出现了一定程度的调整，虽然通胀等对投资情绪会有影响，但最为实质性的影响依然是资金的变化，主要是银行配置资金的变化。我们可以看到，9 月商业银行结束连续多个月增持利率债的情况，而开始减持利率债。9 月全国性商业银行减持利率债 502.8 亿元，同时减持国开债 1147.0 亿元。这是今年 3 月以来商业银行如此大规模的同时减持国债和国开债。我们认为一方面是因为 9 月流动性偏紧，商业银行流动性诉求较高；另一方面，9 月信贷社融可能继续保持平稳，实体经济融资并未明显收缩。

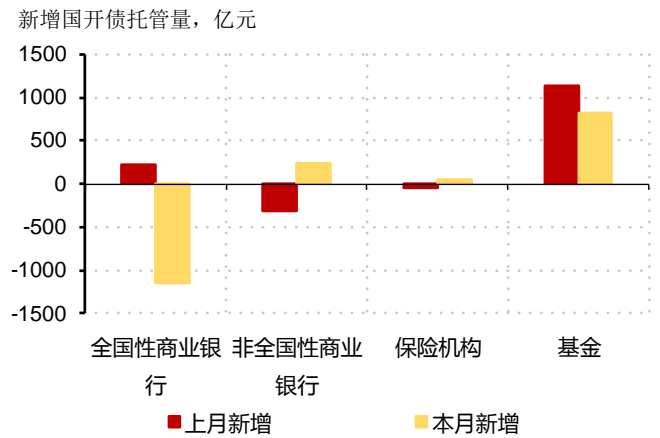
但结构性政策下，资金向实体传导渠道并不顺畅，央行也难以持续保持审慎，因而债券市场调整空间有限，如果未来经济放缓压力上升，存在再度走强可能。虽然近期债市有所调整，但我们看到在结构性政策下，资金向实体经济传导并不顺畅，特别随着房地产管控的强化，实体融资依然存在收缩压力。而金融监管的在强化会推动资金再度进入债市。同时，偏弱的经济环境下央行难以持续保持审慎，10 月流动性再度趋于宽松，这为债市提供更为有利的环境，未来流动性将继续保持充裕装填。因而，我们认为债市调整空间总体有限，如果未来经济放缓压力再度上升，债市将再度走强。

图 9：经验数据显示猪价上涨不一定会推高利率



数据来源：wind、西南证券整理

图 10：商业银行在 9 月减持利率债，导致债市调整



数据来源：wind、西南证券整理

表 1：我国宏观经济指标预测

															西南预测	市场预测	
		2018-8	2018-9	2018-10	2018-11	2018-12	2019-1	2019-2	2019-3	2019-4	2019-5	2019-6	2019-7	2019-8	2019-9	2019-9F	2019-9F
CPI	同比%	2.3	2.5	2.5	2.2	1.9	1.7	1.5	2.3	2.5	2.7	2.7	2.8	2.8	3.0	2.9	2.8
PPI	同比%	4.1	3.6	3.3	2.7	0.9	0.1	0.1	0.4	0.9	0.6	0.0	-0.3	-0.8	-1.2	-1.1	-1.3
工业增加值真实增速	同比%	7.2	5.8	5.9	5.4	5.7		5.3	8.5	5.4	5.0	6.3	4.8	4.4		5.6	5.2
固定资产投资名义增速	同比%	5.3	5.4	5.7	5.9	5.9		6.1	6.3	6.1	5.6	5.8	5.7	5.5		5.4	5.5
消费品零售名义增速	同比%	9.0	9.2	8.6	8.1	8.2		8.2	8.7	7.2	8.6	9.8	7.6	7.5		7.8	7.8
新增人民币贷款	亿人民币	12800	13800	6970	12500	10800	32300	8858	16900	10200	11800	16600	10600	12100		13000	14214
M2增速	同比%	8.2	8.3	8.0	8.0	8.1	8.4	8.0	8.6	8.5	8.5	8.5	8.1	8.2		8.0	8.2
一年期定存	%	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50
出口名义增速(美元计价)	同比%	9.8	14.4	15.6	5.4	-4.4	9.1	-20.7	14.2	-2.7	1.1	-1.3	3.3	-1.0	-3.2	-5.0	-2.6
进口名义增速(美元计价)	同比%	19.9	14.5	21.4	3.0	-7.6	-1.5	-5.2	-7.6	4.0	-8.5	-7.3	-5.3	-5.6	-8.5	-6.0	-4.7
贸易顺差	亿美元	278.9	312.8	340.2	447.5	570.6	391.6	41.2	326.5	123.7	416.6	509.8	450.5	348.3	396.5	297.3	333.4
人民币兑美元汇率(月末值)	人民币/美元	6.82	6.88	6.96	6.94	6.87	6.70	6.69	6.72	6.74	6.90	6.87	6.89	7.15	7.14	7.13	7.10
存款准备金率	%	15.5	15.5	14.5	14.5	14.5	13.5	13.5	13.5	13.5	13.5	13.5	13.5	13.5	13.5	13.0	

资料来源：CEIC, Wind, 西南证券

注：市场预测为Wind调查的市场预测均值，其中汇率为即期汇率，西南预测汇率为中间价

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_9568



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn