

宏观点评

CPI 破 3% 将持续多久？“类滞胀”了吗？——兼评 9 月通胀

事件：9 月 CPI 同比 3.0%（预期 2.9%）；PPI 同比-1.2%（预期-1.3%）。

1、畜肉类食品走高，黑色石油续弱，CPI 与 PPI 继续分化。

- 9 月 CPI 同比上涨 3.0%，涨幅较上月扩大 0.2 个百分点，其中食品价格影响 CPI 约 2.21 个百分点，主要受猪价大幅上涨提振，同时牛羊肉、禽类、鸡蛋等价格也存在不同程度的上涨；鲜果增幅回落，蔬菜价格下降。往后看，CPI 涨幅主要取决于猪肉价格及其替代品，由于目前仍未看到存栏增速下行见底，叠加年底可能的猪油共振，CPI 同比可能维持在 3% 以上至 2020 年中。
- 9 月 PPI 同比持续走负，主要受高基数和需求疲弱拖累。分行业来看，黑色金属、石油化工行业增速下滑较大，食品、有色、电子行业同比较上月回升。综合翘尾因素和内外需，预计 PPI 将继续回落，四季度末再度小升。鉴于基建加码和 2015 年供给侧改革以来上游行业的成本刚性，倾向于认为，本轮 PPI 下行幅度总体较为有限。

2、CPI 破 3% 将持续多久？可能到 2020 年中

- 存栏增速下行未现拐点，猪肉价格上涨压力仍高。三种方式测算单一考虑猪价上涨对 CPI 同比的影响，发现至 2020 年中 CPI 同比将稳定在 3% 以上，明年 1 月通胀压力最大。10 月 CPI 同比可能持平 3% 或略升 3.1%。
- 2) 替代作用可能推升牛羊肉等其他肉类价格。与上一轮猪周期不同，2018 年 5 月本轮猪周期上行期以来，牛、羊肉 CPI 同比已经连续 4 个月上行。反映了本轮猪周期其他畜肉的替代效应可能也将超过以往。
- 3) 年底猪油可能短暂同涨，推升 CPI。根据我们测算，油价同比每增加 1 个百分点，CPI 同比增加 0.009 个百分点。多空交织下油价上下两难。由于去年底基数较低，11-12 月份油价同比增幅将达到 9% 和 22%，对应提升 CPI 同比 0.08 和 0.20 个百分点。

3、“类滞胀”了吗？

前期报告《滞胀对资产价格的影响：国际比较与历史经验》中，我们回顾 2000 年以来的两次“类滞胀”情景，分别是：次贷危机前后的 2007Q3-2008Q2、四万亿之后的 2010Q2-2011Q3。若仅从经济数据而言，2019Q4-2020Q2 确实存在统计意义上的“经济增速下行+通胀上行”风险，但本轮经济和通胀结构与前两次均有不同，即逆周期调节下，经济下行压力小于次贷危机时期，产能过剩缓解，企业盈利见底可期；本次猪油长期共振可能性较小，剔除猪价之后的核心 CPI 其实面临通缩，指向 GDP 平减指数难大幅上行。

4、货币政策盯住哪个通胀指标较为合适？中国的“实际通胀”情况如何？

前期报告我们曾两度提示通胀尚难制约货币政策的宽松，主因：1) 2013 年以来，货币政策的主要目标转为稳增长，通胀制约减弱。2) 我国整体融资结构以间接融资为主，“货币超发”未必同步同幅推升通胀。3) 在弱需求情况下，今年核心 CPI 大概率稳中缓降。

本文从理论和实践出发，得出结论：央行关注的通胀应以 CPI 和 GDP 平减指数为主，GDP 平减指数决定了趋势，而 CPI 的单月波动可能会短期干扰节奏。货币政策宽松基调难改，但节奏可能受扰动。

- 理论层面，根据菲利普斯曲线理论，当前我国产出缺口为负，指向面临实际的“通缩”压力。核心 CPI 和广义通胀更能反映这一物价变动的长期趋势，需要宽松货币政策的支持。
- 实践层面，央行关注的通胀指标大致遵循着从 CPI 到 GDP 平减指数（CPI 和 PPI 综合）的转变，特别是 2015 年之后，GDP 平减指数对货币政策的指导意义加强。往后看，在内外需走弱情况下，PPI 仍有较大下行压力，因此广义通胀（与 GDP 平减指数走势趋同）大概率难以拐头向上，对货币政策制约有限。

风险提示：假设模型有偏差，猪价超预期上行。

作者

分析师 熊园

执业证书编号：S0680518050004

邮箱：xiongyuan@gszq.com

研究助理 何宁

邮箱：hening@gszq.com

研究助理 刘新宇

邮箱：liuxinyu@gszq.com

相关研究

- 1、《LPR 报价再下的 5 大信号》2019-09-20
- 2、《从猪周期到 CPI 破 3 的测算，及如何影响货币政策》2019-09-11
- 3、《还有下次降准么？利率呢？》2019-09-06
- 4、《CPI 难挡降准降息，PPI 下半年仍有韧性——兼评 6 月通胀》2019-07-10
- 5、《猪价起、油价涨、货币松，今年 CPI 会“破 3”吗？——兼评 2 月通胀》2019-03-10
- 6、《滞胀对资产价格的影响：国际比较与历史经验——兼评 9 月通胀》2018-10-16
- 7、《四大因素看物价，谨防可能的滞胀》2018-08-10



内容目录

畜肉类食品走高，黑色石油续弱，CPI 与 PPI 继续分化	3
CPI 破 3%，猪价是主因	3
PPI 同比继续下滑，内外需走弱	4
CPI 破 3% 将持续多久？“类滞胀”了吗？	4
CPI 破 3% 会可能持续到 2020 年中，有三大原因	4
本轮“类滞胀”有何不同？	6
货币政策盯住哪个通胀指标较为合适？中国的“实际通胀”情况如何？	7
风险提示	9

图表目录

图表 1: 食品项推升 9 月通胀	3
图表 2: 9 月畜肉类价格均走高	3
图表 3: 生猪和能繁母猪存栏同比继续下滑	4
图表 4: 生猪价格对 CPI 同比的影响估计结果	5
图表 5: CPI 破 3% 可能至少持续至 2020 年中	5
图表 6: CPI 牛羊肉当月同比连续 4 个月上行	6
图表 7: 2000 年以来，我国发生过两轮明显的“滞胀”	7
图表 8: 产出缺口为负指向经济面临实质的“通缩”	8
图表 9: 核心 CPI 和广义通胀趋势下行	8
图表 10: 产出缺口指向未来物价方向	8
图表 11: 央行关注的通胀指标的转变	9

畜肉类食品走高，黑色石油续弱，CPI与PPI继续分化

CPI破3%，猪价是主因

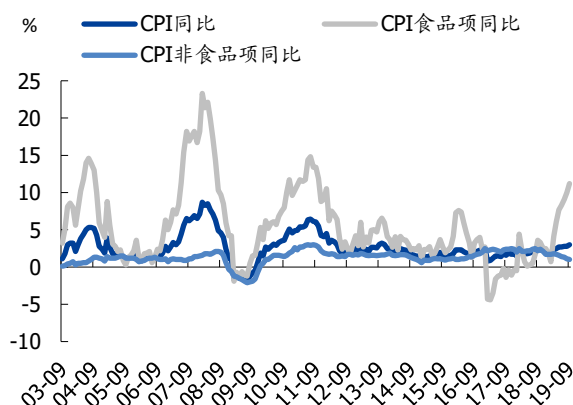
9月CPI同比上涨3.0%，涨幅较上月扩大0.2个百分点，连续6个月高于2.5%，其中食品价格影响CPI约2.21个百分点，主要受猪价大幅上涨提振，同时牛羊肉、禽类、鸡蛋等价格也存在不同程度的上涨；鲜果增幅回落，蔬菜价格下降。分项看，9月猪肉价格上涨69.3%，涨幅较8月大幅扩大22.6个百分点，拉动CPI同比1.65个百分点。此前报告《从猪周期到CPI破3的测算，及如何影响货币政策》中，我们提出，2018年5月，第四轮猪周期开启，8月非洲猪瘟疫情爆发，加速存栏去化，并抑制补栏意愿。猪肉供应偏紧持续推高2月以来的猪价。虽然8月以来，国家强调对猪肉供给的保障，以稳定猪价，各地也在陆续推出调控政策，但截至目前效果甚微，生猪、能繁母猪存栏继续快速去化，猪肉供应偏紧持续推升猪价。当前看，预计猪价的持续上涨可能要维持到2020年6月左右，并带动CPI同比至2020年中持续维持高位。

需要指出的是，食品中除猪肉之外，受天气转凉需求增加和消费替代的影响，牛肉、羊肉、鸡肉、鸭肉和鸡蛋价格也呈现了不同程度的上涨。同比看，牛肉、羊肉、鸡肉、鸭肉和鸡蛋价格涨幅在9.4%—18.8%之间。往后看，随着秋冬季的来临以及猪价上涨之后替代效应的加强，牛羊肉价格可能迎来持续上涨，并同步推升CPI同比。

此外，9月鲜菜和水果等供应充足，价格均环比下降，同比涨幅缩窄或下降，对CPI拉动减弱。9月非食品当月同比上涨1%，涨幅较上月缩窄0.1个百分点。受换季影响，衣着环比涨幅走阔，开学季带来教育文化和娱乐环比涨幅走阔，但整体看各项同比均稳定，预计后续非食品项走势应主要还是受季节性因素主导。

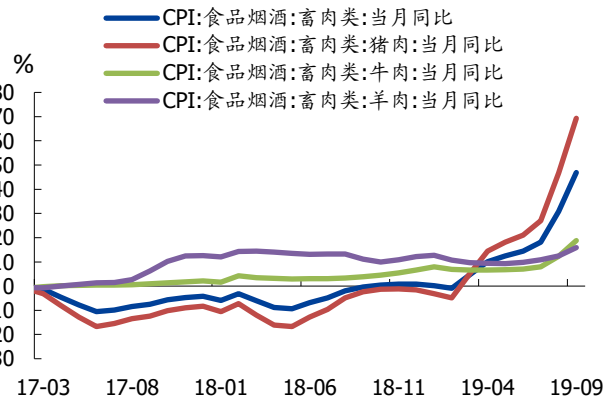
往后看，预计鲜果、蔬菜价格难大幅上涨，CPI涨幅主要取决于猪肉价格及其替代品，由于目前仍未看到存栏增速下行见底，因此CPI同比可能持续维持高位至2020年中。10月CPI同比可能持平3%或小升，由于去年12月油价基数较低，年底油价和猪价可能产生短期共振，继续推升11-12月的CPI同比至3.5%左右。

图表1：食品项推升9月通胀



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表2：9月畜肉类价格均走高



资料来源：Wind，国盛证券研究所

PPI 同比继续下滑，内外需走弱

9月PPI同比持续走负，主要受高基数和需求疲弱拖累。9月PPI同比-1.2%，低于前值-0.8%，基本持平市场预期的-1.3%，为近三年来的低点。其中，翘尾因素影响约-0.7个百分点，新涨价影响约-0.5个百分点，高基数是本月PPI回落的主要原因之一。9月PPI环比0.1%，高于前值的-0.1%，6月以来首次转正。PPI环比好转主要受沙特石油设施遇袭影响，9月原油价格环比上涨4%。但整体看这一环比涨幅仍明显低于去年同期的0.6%和近五年均值的0.3%，反映需求仍较疲软。分行业来看，黑色金属、石油化工业增速下滑较大，食品、有色、电子行业同比较上月回升。黑色金属采选、石油天然气开采、化纤制造、石油加工行业PPI分项同比增速分别下滑6.0、4.3、4.1、3.7个百分点；有色金属采选、食品加工、有色冶炼、电子设备行业价格同比增速分别上涨2.0、1.2、0.8、0.4个百分点。

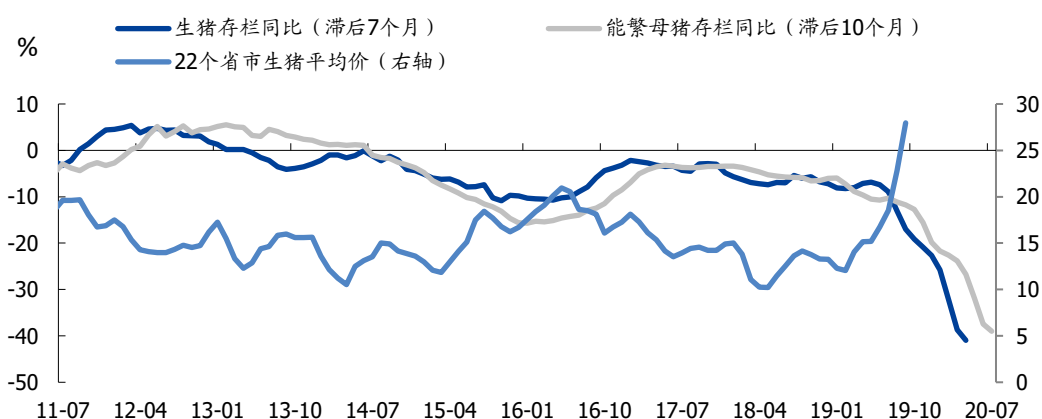
综合考虑翘尾因素和内外需，预计PPI将继续回落，四季度末再度小升。鉴于基建加码和2015年供给侧改革以来上游行业的成本刚性，倾向于认为，本轮PPI下行幅度总体较为有限。

CPI 破 3%将持续多久？“类滞胀”了吗？

CPI 破 3%会可能持续到 2020 年中，有三大原因

往后看，CPI 维持在 3%以上的高位可能持续到 2020 年中。其一，存栏增速下行未现拐点，指向猪肉价格上涨压力仍高。截至 2019 年 9 月，生猪存栏同比降幅继续走阔至 -40.96%，连续 11 个月降幅走阔；能繁母猪存栏同比为 -39%，连续 12 个月降幅走阔。生猪存栏同比增速和能繁母猪存栏同比增速均与猪价呈负相关关系，二者分别领先猪价 7 个月、10 个月。意味着至 2020 年中猪价均存在较大的上行压力。如前期报告所述，短期内，国家通过扩大进口、投放储备肉等方式可部分补充猪肉供给，但难以真正抚平猪价涨幅。考虑到从能繁母猪存栏到生猪出栏约存在 10 个月时滞，猪价调控政策真正开始起作用可能要到 2020 年下半年。关键在于观察生猪和能繁母猪存栏同比何时见底，猪价整体走势将在存栏同比见底回升后回落。

图表 3：生猪和能繁母猪存栏同比继续下滑



资料来源：Wind，国盛证券研究所

回归结果可得，CPI 猪肉分项同比对生猪价格同比的弹性系数约为 0.51；假设 CPI 中猪肉分项占比约为 2.2%（具体可见《从猪周期到 CPI 破 3 的测算，及如何影响货币政策》），可推算出当生猪价格同比上涨 20%、60%、100% 时，其对 CPI 同比的拉动分别为 0.2、

0.7 和 1.1 个百分点。

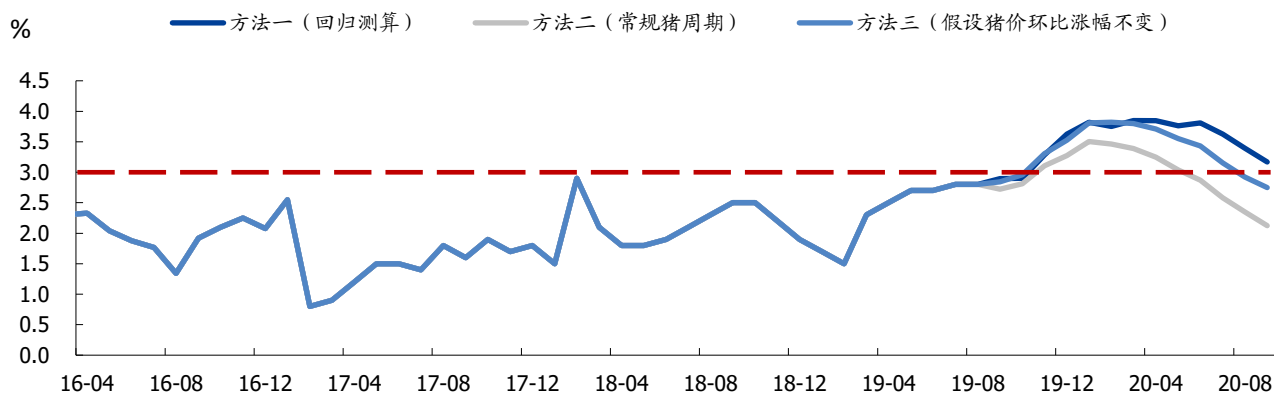
图表 4: 生猪价格对 CPI 同比的影响估计结果

生猪价格同比增速	CPI 猪肉同比增速	对 CPI 同比的拉动
20%	10.20%	0.22%
40%	20.40%	0.45%
60%	30.60%	0.67%
80%	40.80%	0.90%
100%	51.00%	1.12%
140%	71.40%	1.57%
160%	81.60%	1.80%
200%	102.00%	2.24%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

进一步, 我们利用三种方式测算了单一考虑猪价上涨对 CPI 同比的影响, 结果显示至 2020 年中 CPI 同比将稳定在 3% 以上, 明年 1 月通胀压力最大。前期报告《从猪周期到 CPI 破 3 的测算, 及如何影响货币政策》中我们曾指出本轮猪周期演化可能分两种情形, 即常规猪周期路径 (可能性很低) 和能繁母猪存栏同比下降引起猪价持续上行, 突破历史上前三轮的波动规律。本次测算我们附加第三种情形, 即假设生猪价格涨幅约等于 2019 年 1 月-9 月的复合增速。综合以上三种方法, 我们认为实际 CPI 节奏应更接近第一种和第三种情况。对于 10 月, 由于高频数据显示截至 10 月 11 日的生猪价格继续大幅上行至 32.19 元/千克, 指向 10 月 CPI 同比可能持平 3% 或略升 3.1%。

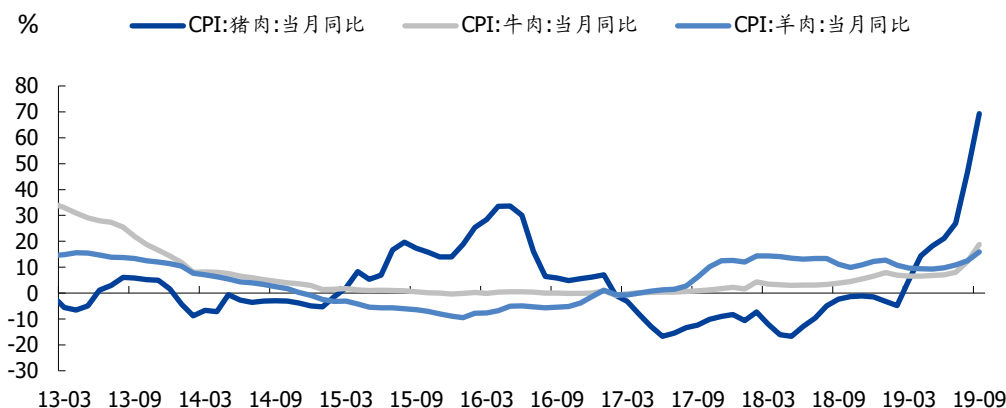
图表 5: CPI 破 3% 可能至少持续至 2020 年中



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

其二, 替代作用可能推升牛羊肉、鸡肉等其他肉类价格。与上一轮猪周期上行期 (2014.04-2016.05) 牛、羊肉 CPI 同比并无显著提升, 反而趋于下行不同的是; 2018 年 5 月本轮猪周期上行期以来, 牛、羊肉 CPI 同比已经连续 4 个月上行。反映了本轮猪周期其他畜肉的替代效应可能也将超过以往。

图表 6: CPI 牛羊肉当月同比连续 4 个月上行



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

其三, 年底猪油可能短暂同涨, 推升 CPI。根据我们测算, 油价同比每增加 1 个百分点, CPI 同比增加 0.009 个百分点。多空交织下油价上下两难。中性假设下布伦特原油月均价从 9 月的 62 美元/桶升至年底 65 美元/桶。由于去年底基数较低, 11-12 月份油价同比增幅将达到 9%和 22%, 对应提升 CPI 同比 0.08 和 0.20 个百分点。

本轮“类滞胀”有何不同?

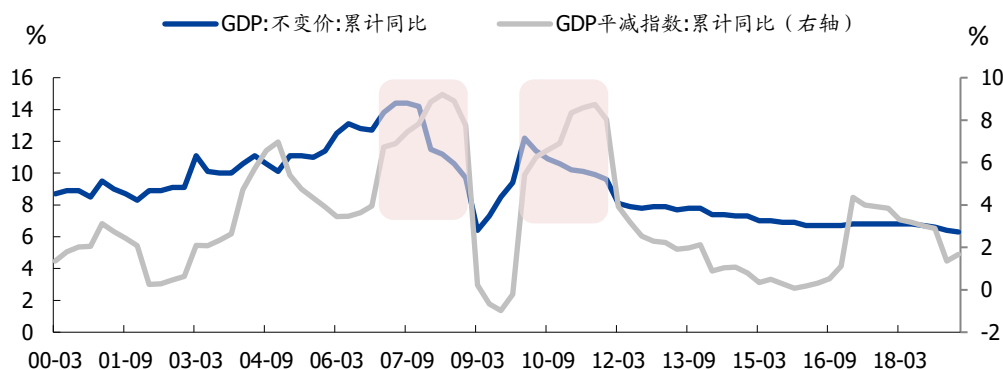
前期报告《滞胀对资产价格的影响: 国际比较与历史经验》中, 我们曾回顾了我国 2000 年以来的两次“类滞胀”情景, 分别是: 次贷危机前后的 2007Q3-2008Q2、四万亿之后的 2010Q2-2011Q3。

次贷危机前后的 2007Q3-2008Q2: 油价持续攀升, 工业原料价格高企, 企业成本端居高不下; 猪肉、粮食价格也大幅上涨, 抬高了居民消费品价格。然而, 美国次贷危机势起, 全球经济遭受拖累。对于当时靠出口、投资双轮拉动的国内经济而言, 企业盈利在 2007 年见顶后开始回落。

四万亿之后的 2010Q2-2011Q3: 次贷危机之后, “四万亿”带来的超发的货币涌入到各个行业, 抬升了物价水平, 国际原油价格、粮食价格也重回上行通道。但与此同时, “四万亿”刺激的后遗症开始显现, 钢铁、有色等行业积累了大量过剩产能, 国内地产、基建投资开始乏力, 因此通胀走高、但经济下滑。

本轮“类滞胀”了吗? 有哪些不同? 若仅从经济数据而言, 2019Q4-2020Q2 确实存在统计意义上的“经济增速下行+通胀上行”风险, 但需要指出的是, 本轮经济结构和通胀结构与前两次均有不同。经济方面, 在逆周期调节的支撑下, 经济下行压力小于次贷危机时期, 供给侧改革之后钢铁有色等行业产能过剩情况得到大幅缓解, 企业盈利见底可期。通胀方面, 本次通胀上行明显由猪价带动, 猪油长期共振可能性较小, 更能反映长期物价走势的核心 CPI 趋于稳定, PPI 在需求拖累下持续为负, 因此 GDP 平减指数难大幅上行。

图表 7: 2000 年以来, 我国发生过两轮明显的“滞胀”



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

货币政策盯住哪个通胀指标较为合适? 中国的“实际通胀”情况如何?

在前期报告《CPI 难挡降准降息, PPI 下半年仍有韧性——兼评 6 月通胀》和《从猪周期到 CPI 破 3 的测算, 及如何影响货币政策》中我们曾两度提示通胀尚难制约货币政策的宽松, 主要原因归结为以下几点: 1) 2013 年以来, 货币政策的主要目标转为稳增长, 通胀制约减弱。回顾 2004 年至今货币政策由紧至松的四次拐点, 发现 2015 年以来, 只要通胀不存在大幅上行压力, 就不会对货币宽松构成实质性限制。2) 我国整体融资结构以间接融资为主, “货币超发”未必同步同幅推升通胀。3) 将受气候和季节性因素影响较大的产品价格剔除后(一般为食品和能源)的核心 CPI 更能反映物价变动的长期趋势; 在弱需求情况下, 今年核心 CPI 大概率稳中缓降。

在此, 本文补充论证货币政策应盯住哪个通胀指标较为合适?

货币政策的一般目标可以概括为: 稳定物价、充分就业、经济增长、国际收支平衡、金融稳定。结合我国和海外国家货币政策制定的通行标准(阶梯目标或双重目标), 就业和物价无疑是两个最为重要的目标。

就业与经济增长密切相关, 并可以通过 PPI 和核心 CPI 的周期波动加以反映; 物价以 CPI

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_9633

