

货币供给与供需矛盾看通胀上行的风险

宏观研究报告

宏观分析师：袁野

电话：15810801367

Email: yuanye@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1250117080032

相关报告：

- 1.《从省级到市级的地方政府隐性债务测算》—2018/08/29
- 2.《全球债务观察》—2019/04/12
- 3.《经济转型期的日本与韩国：人口、资本与股市》—2019/06-10
- 4.《特朗普大选的隐忧：10 万条新闻大数据的启示》—2019/06/19
- 5.《从各国房地产税政策中探寻中国模式》—2019/07/18
- 6.《老旧小区改造的宏观效应》—2019/07/19
- 7.《如何启动农村市场：钱、地、人的乡村振兴》—2019/08/01
- 8.《美国菲利普斯曲线平坦化证伪——特朗普如何结束贸易战》—2019/09/10
- 9.《2.5 万亿减税降费后，明年财政如何稳增长？》—2019/11/10
- 10.《警惕 2020 年基建投资的下行风险》—2020/01/22
- 11.《“传统基建”与“新基建”——从全国到区域的国际比较分析》—2020/05/20
- 12.《对经济政策的理解：功能与目标错配》-2020/6/20

核心观点：

今年以来，央行的货币政策指引当中，开始不断出现平衡通胀的要求。如果通胀如预期，全年持续下行、前高后低，那么目前对通胀的担忧就显得有点过头。通胀会不会再来？我们试图从物价的货币供给论与物价的供需理论寻迹。

从对 CPI 的权重修正看，目前的 CPI 有低估的可能（仅作数据计算讨论，不考虑现实意义）。从货币供给与供需情况看，通胀风险不容小觑。

风险提示：疫情对需求的影响。

目录

一、通胀源起.....	1
二、调整权重再看 CPI.....	1
(一) CPI 各分项权重变化测算.....	1
(二) 房租价格如何计入.....	3
三、货币供给决定通胀水平	4
四、供需矛盾的通胀隐患	5

图表目录

图 1: 总供求决定的通胀水平.....	1
图 2: 货币供求决定的通胀水平.....	1
图 3: 美国 PCE 物价指数各分项权重.....	2
图 4: 美国 CPI 各分项权重.....	2
图 5: 美国 CPI 住房租金与房价.....	3
图 6: 中国 CPI 住房租金与房价.....	3
图 7: 简单调整食品与居住权重的 CPI 变化.....	4
图 8: M2 与核心 CPI.....	4
图 9: 计入房价的核心 CPI 与 M2.....	4
图 10: 供需缺口与核心 CPI (截至 2019 年年底)	5
图 11: 供需缺口与核心 CPI.....	5
图 12: 工业增加值与 PPI (截至 2016 年年底)	6
图 13: 工业增加值与 PPI.....	6
表 1: 2011 年居民消费支出结构与 CPI 各项权重	2
表 2: 中国 2016 年 CPI 的权重结构以及对最新 CPI 的权重回归结果.....	3

今年以来，央行的货币政策指引当中，开始不断出现平衡通胀的要求。如果通胀如预期，全年持续下行、前高后低，那么目前对通胀的担忧就显得有点过头。通胀会不会再来？我们试图从物价的货币供给论与物价的供需理论寻迹。

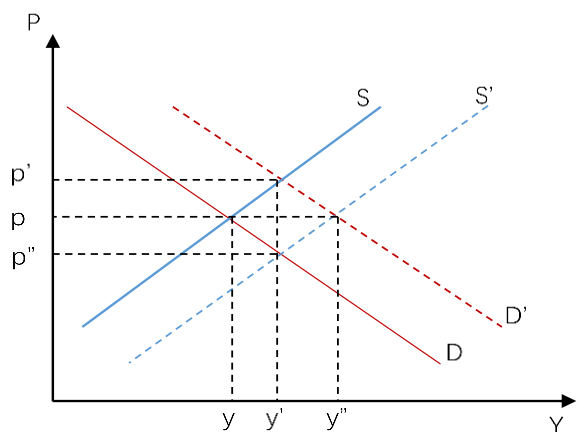
一、通胀源起

在凯恩斯主义经济学中，通胀产生的原因为经济体中总供给与总需求的变化导致物价水平的移动。而在货币主义经济学中，当市场上货币发行量超过流通中所需要的货币量时，就会出现纸币贬值物价上涨，进而导致购买力下降，发生通货膨胀。该理论也被总结为： $MV=PT$ 。二者相通之处在于，货币供给增加，拉动有效需求扩张，带动价格上行。理论上：

从总供求的角度：供给扩张与物价变动反向，而需求扩张则与物价同向。

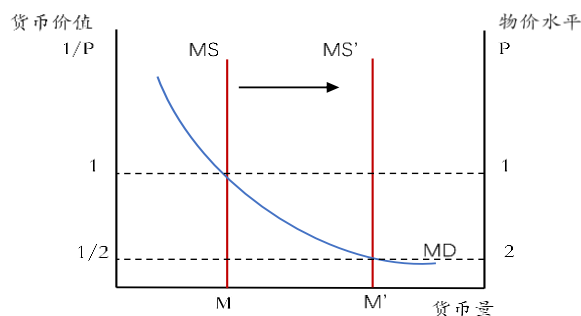
从货币供给的角度：货币扩张，利率下行，物价上涨。

图 1：总供求决定的通胀水平



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图 2：货币供求决定的通胀水平



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

二、调整权重再看 CPI

（一）CPI 各分项权重变化测算

（此部分测算仅是纯数据讨论，没有考虑现实意义）

货币作为一般等价物，其本身的价值可忽略不计。其使用价值即允许拥有者换取衣食住行等生活所需与生活所享。因此，控制由货币衡量的价格，即是为了稳定居民的日常生活。

从这一点出发，各国对于通胀的测量就应以居民消费分项的占比为权重依据，力求通胀测量

的客观性，进而成为宏观政策有效调控的重要依据。

各国对于通胀的统计，基本都遵循居民消费权重占比的原则，其中也有不同的侧重。如美国的 CPI 与美联储重点关注的 PCE 物价指数其分项就有不同的权重。二者最大的差别在于对住房与医疗保健的权重配比。美国的 CPI 住房权重配比较高，而 PCE 物价指数中医疗保健的权重配比较重（按月发布）。

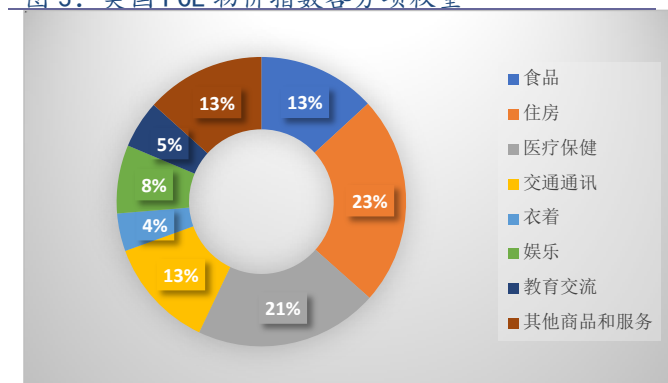
我国的 CPI 统计中，各分项的权重跟随经济的五年规划，每五年发布一次权重变动。因此，我们目前看到的仍是 2016 年的权重结构。从可观察数据来看，其权重的配比 2011 年之前，同样以居民各项的消费占比为依据。但遗憾的是 2011 年之后，统计年鉴中已不再发布居民各项支出的数据。对于 CPI 权重每年甚至每月的微调更是无从观察。

表 1：2011 年居民消费支出结构与 CPI 各项权重

	食品烟酒	衣着	生活用品及服务	医疗保健及个人用品	交通和通讯	教育文化和娱乐	居住	其他
2011年居民消费支出结构	30	8	6	10	11	12	16	7
2011年CPI官方权重	31.39	8.54	5.84	9.04	9.25	14.15	17.82	3.97

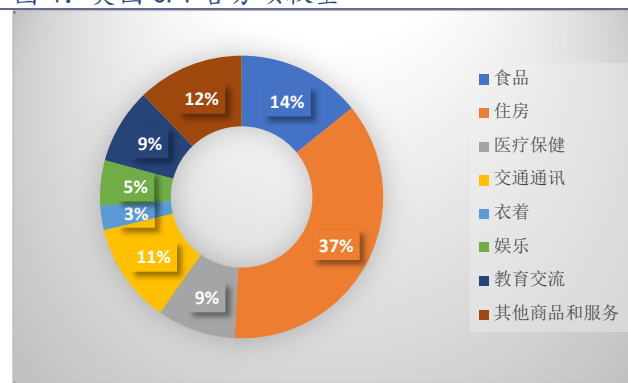
数据来源：Wind，太平洋研究院整理

图 3：美国 PCE 物价指数各分项权重



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图 4：美国 CPI 各分项权重



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

我们采用向量自回归模型对 2020.1-2020.6 的 CPI 权重进行纯数学测算，结果如表 2 所示。与 2016 年的权重相比，调整最大的是衣着、生活用品、医疗保健以及教育文化娱乐的权重。其中衣着的权重接近于美国 CPI 的衣着权重，教育文化和娱乐的占比明显偏低，但均符合新冠疫情对消费支出影响的逻辑。

食品烟酒的权重，2011 年以来几乎没有发生过变化，一直稳定在 30%左右。其中尤因猪肉价格波动最大，进而成为左右 CPI 变动的最主要因素。如果按照消费支出比重确定 CPI 分项权重的逻辑，虽然我们没有年度消费支出数据可参考，但可以参考恩格尔系

数（居民食品支出金额在消费支出总金额中所占的比例）。2011—2019 年，城镇居民恩格尔系数下降 24%，农村居民恩格尔系数下降 24.7%。如果以此下降幅度测算，目前的食品分项权重应调整至 22.5%。

表 2：中国 2016 年 CPI 的权重结构以及对最新 CPI 的权重回归结果

	食品烟酒	衣着	生活用品及服务	医疗保健及个人用品	交通和通讯	教育文化和娱乐	居住	其他
中国2016年CPI权重结构	29.99	8.51	4.74	10.34	10.35	14.15	20.02	1.90
2019-2020年的回归结果	30	2.47	13.8	14.54	11.6	5.89	19.7	2

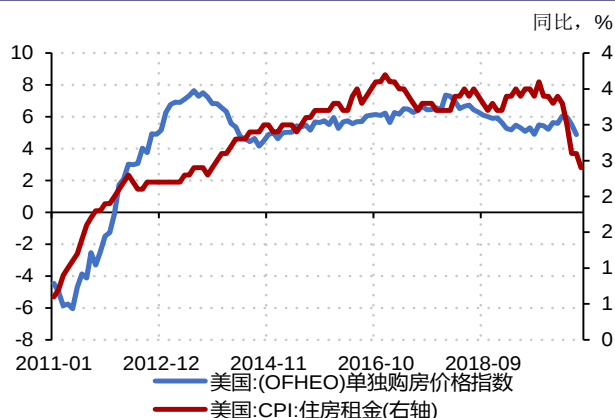
数据来源：Wind，太平洋研究院整理

（二）房租价格如何计入

CPI 中的居住分项分为租赁住房房租与水电燃料两个科目。水电燃料跟石油价格关系较大，波动可观，但通过全耗散系数的测算，我国 CPI 统计中，石油价格的波动对 CPI 整体的影响十分有限。租赁住房房租价格波动不大，波动范围基本框定在 0-5% 的区间。国际惯例不将房地产价格直接纳入 CPI 统计中，联合国 SNA 推荐使用等值租金法与使用者成本法，估计房产租金价格。美国采用的是等值租金法，租金等于拥有此房产月度支出（贷款偿还、税金等），其波动接近于房价变化。我国在计算房租时采用采用成本法，即自有住房折价租金，其波动与房价变化偏离较大。

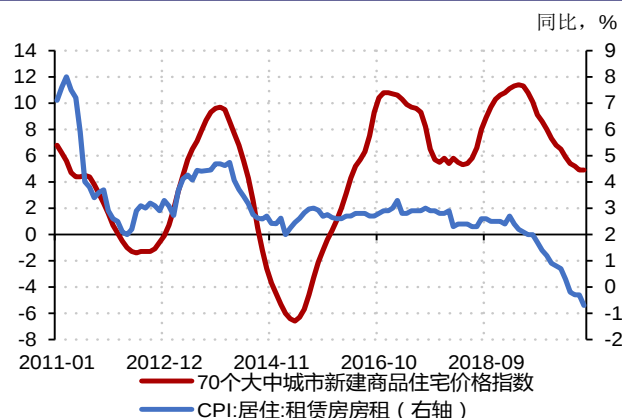
从租赁住房房租的 CPI 权重看，统计部门基于建筑成本估算的虚拟租金可能低估了居民居住支出的整体水平。房屋租金权重国际平均水平在 30% 左右。此处我们仅简单的将食品分项下调的 7.5 个百分点的权重，计入居住分项，并用 70 个大中城市新建商品住宅价格增速修正租赁住房房租，再看 CPI 的变动。目前仍在 3% 以上，且有拐头向上趋势。

图 5：美国 CPI 住房租金与房价



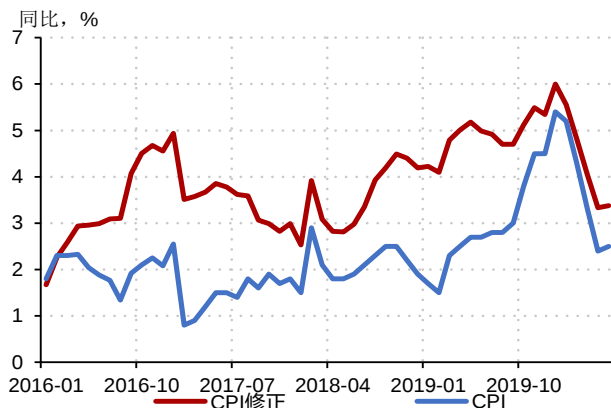
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图 6：中国 CPI 住房租金与房价



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图 7：简单调整食品与居住权重的 CPI 变化



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

三、货币供给决定通胀水平

“一切通胀都是货币现象”。货币供给扩张，即所谓的货币宽松政策通过刺激总需求，进而带动物价与产出的同向增长。我国货币供给主要依靠以商业银行为主的间接融资系统。08 年金融危机后 M2 同比增长持续两位数运行，直到 2017 年供给侧改革开始，M2 同比增速降至个位数水平，持续维持在 8% 左右，直至新冠疫情爆发。

鉴于我国 CPI 统计受猪肉价格变动的干扰较大，我们采用去除食品与能源价格的核心 CPI，并同样采用 70 大中城市新建住宅价格修正核心 CPI。同时考虑到货币供给的传导时滞。从图 9 可以看出，货币供给依然较好的决定着核心通胀的水平。未来核心通胀的上行风险依然较大。

图 8：M2 与核心 CPI



图 9：计入房价的核心 CPI 与 M2



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_3278

