



分析师 李怀军

证书编号: S1080510120001

电话: (010) 63197789

邮箱: lihuaijun@fcsc.com

明年通胀压力难解、优化供给侧改革是关键

2019年11月18日

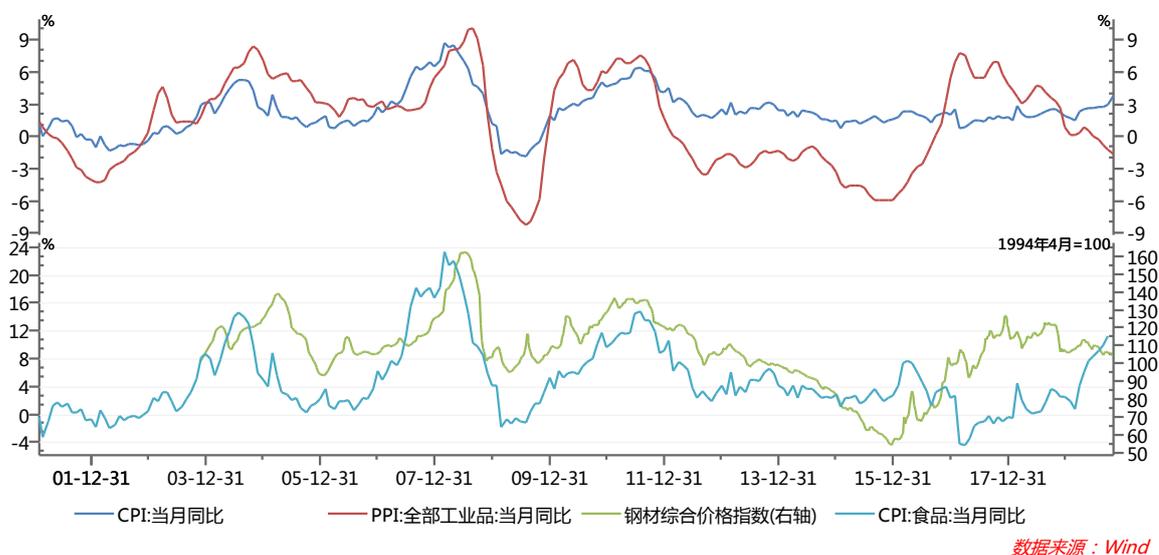
摘要:

- 在2015年之前CPI和PPI同比基本保持着高度正相关的走势；而在2015年之后，CPI同比与PPI同比之间走势的分化成为一种常态，这主要是供给侧因素造成的。17年至今，钢铁和煤炭固定资产投资增速不断上升，并在今年超过高技术产业，而在非洲猪瘟之前生猪存栏量已经持续下滑了五年之久，15年以后的下滑趋势更为明显，这些都离不开前期对供给的行政干预。
- 生猪出栏量前三季度分别下跌5.1%、6.2%和17.3%，三季度生猪出栏同比下跌这么多并不是非洲猪瘟更严重了，而是由于生猪、特别是仔猪价格的大幅度上涨造成的，养殖户更舍不得出栏了，更倾向于延长养殖周期和增加母猪的饲养。只有仔猪价格出现下跌，生猪出栏量才会上升，与猪粮比的关系反而不大，生猪养殖和供给结构的改变，将使得明年猪肉价格继续维持在高位。
- 2001年以来的通胀过程无不与食品价格的上涨密切相关，只不过前三次非食品价格也出现了一定程度的上涨，而此次非食品反而出现了下跌走势，并表现为服务价格的下跌，这与中美贸易摩擦导致巴拉萨-萨缪尔森效应失效有关。随着中美贸易战降温而使关税减少甚至取消，在人口红利减少的背景下服务价格下跌必是一种短暂现象，明年服务价格将在今年低基数的基础上出现上涨。而原油价格往往滞后于经济增速，在经济下滑的前1-2年价格往往也会出现上涨，目前美国页岩油产量已经开始呈现下跌走势，明年原油供求将是紧平衡状态。
- 自改革开放以来，中国经济增长的主线来源于两条：一是投资主导的低价工业化不断升级后的出口导向型战略；二是消费主导的居民城镇化水平不断上升后的内需扩张型战略。从目前的形势看，第一条主线的发展空间已有限，而第二条主线的发展空间还很大，但迫切需要从住宅和汽车消费两方面，以基建投资加快新型城镇化建设，从供给侧面破除影响消费扩张的体制性障碍。
- 20年基建投资增速的继续回升最为确定，但基建投资不能只用于消耗螺纹钢这个“长板”，应多用于补上有关民生方面的“短板”，这样才能扩大有效需求，在稳增长的同时改善供给结构。确立以大城市为中心的都市圈发展战略，加快国家新型城镇化规划2020年目标的实现，对城市新居民的基本的住和行的需求，不能“一限了之”，而是要以智慧城市和智慧交通为手段，在科学管理上下功夫，切实提高城市管理水平。

一、从供给侧看 CPI 与 PPI 同比分化的原因

从图 1 中我们可以看出，在 2015 年之前 CPI 和 PPI 同比基本保持着高度正相关的走势；而在 2015 年之后，CPI 同比与 PPI 同比之间的走势分化成为一种常态。这并不是偶然的经济现象，我国供给侧结构性改革的正式提出并开始实现，正是在 2015 年年底的时候。也就是说，CPI 和 PPI 同比的分化走势，正反映出宏观调控的重点从需求侧向供给侧的转移过程，PPI 同比在 16-17 年的快速上涨和 CPI 同比在近期的快速上升，都同样是受到了供给制的影响，而与需求侧并无太大关系。

图 1 15 年以来 CPI 和 PPI 同比的分化走势成为一种常态



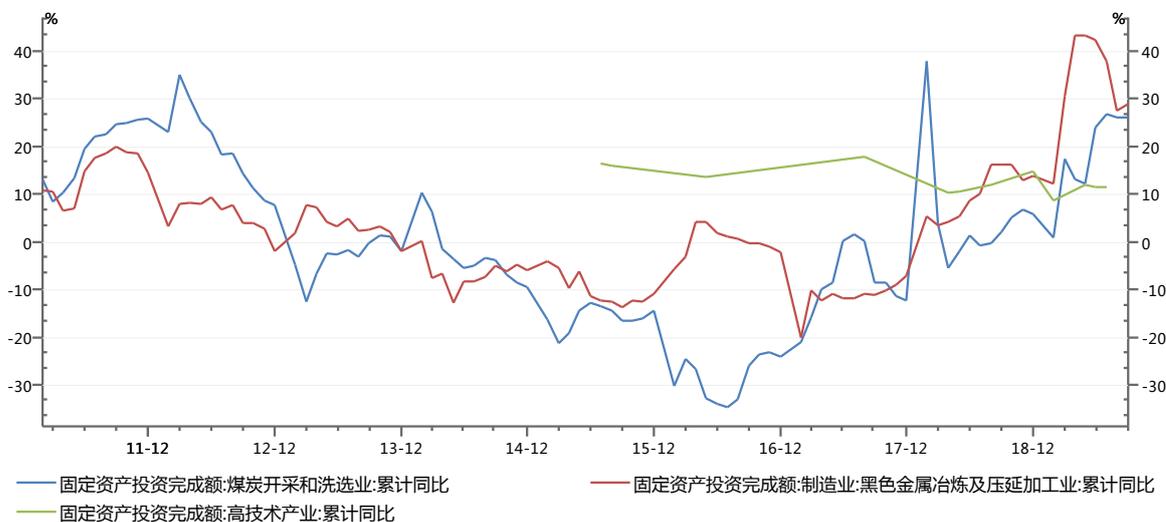
资料来源：WIND 第一创业整理

我们知道，供给侧结构性改革的主要思路是“三去一降一补”，如今四年过去了，我们可以看到“去产能”和“去库存”是比较成功的，这其中又以煤炭和钢铁行业的变化最为突出。但价格的上涨和利润的巨增必然带来投资的快速回升，今年前三季度煤炭业的固定资产投资达到 26.1%，而钢铁业则达到 28.9%，都是 11 年以来的高水平，这必然要形成新的产能（图 2 所示）。而与此同时，高技术产业的投资却有所下滑，这不得不令人反思。同样，2018 年 8 月 3 日，中国确诊首例非洲猪瘟疫情，而在此之前，生猪存栏和能繁衍母猪存栏已经持续下滑了五年之久，15 年以后的下滑趋势更为明显，也未能引起我们的重视。非洲猪瘟只不过加速了这种猪肉供给的收缩进程，使之出现断崖式下跌。这里面都离不开前期对供给的人为干预措施的出台。

2015 年 6 月以后，年出栏生猪在 5000 头以上的，或者涉及环境敏感区域的，需要编制环境影响评价报告书，其它的只要填写一个环评登记表就可以了。然而，各地在政策实行过程中，纷纷划定禁养区和区内污染养殖户的搬迁计划，层层加码扩大化，一刀切的政策屡见不鲜。大量中小养殖户因为不符合“环保标准”而被迫大量退出，导致猪肉供给大幅下降，复养更慢。供给结构的改变以及近 6 个月的养殖周期，使得明年生猪出栏量不容乐观，而进口的占比又太低。同样，11-15 年煤炭和钢铁行业已经通过价格信号对产能过剩状况作出了减少投资的反映，而近三又年消减煤炭产能 8 亿吨

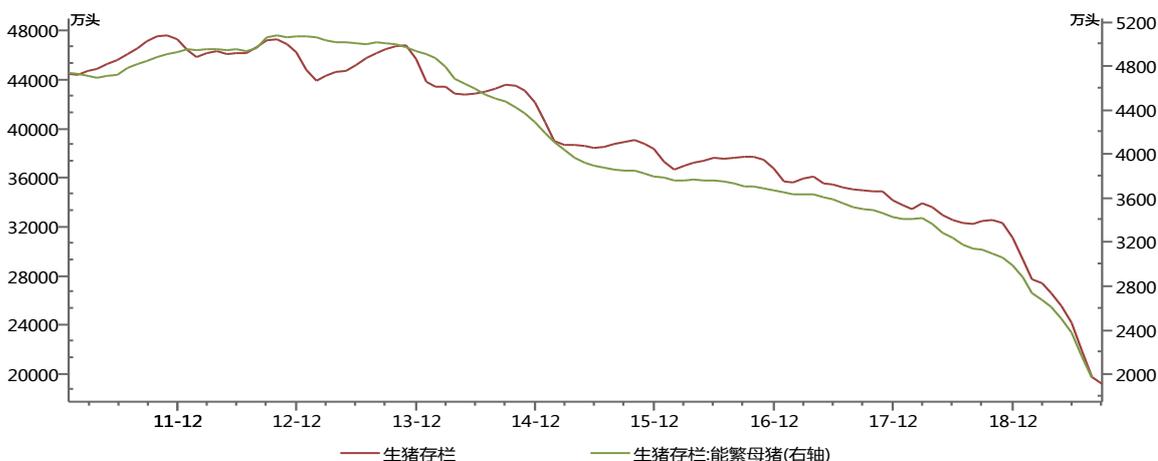
和钢铁产能 1.5 亿吨，投资增速的反弹是正常的反映。

图 2 今年以来煤炭和钢铁固定资产投资增速开始超过高技术产业



数据来源：Wind

图 3 在非洲猪瘟爆发前生猪和能繁衍母猪存栏已连续下滑五年



数据来源：Wind

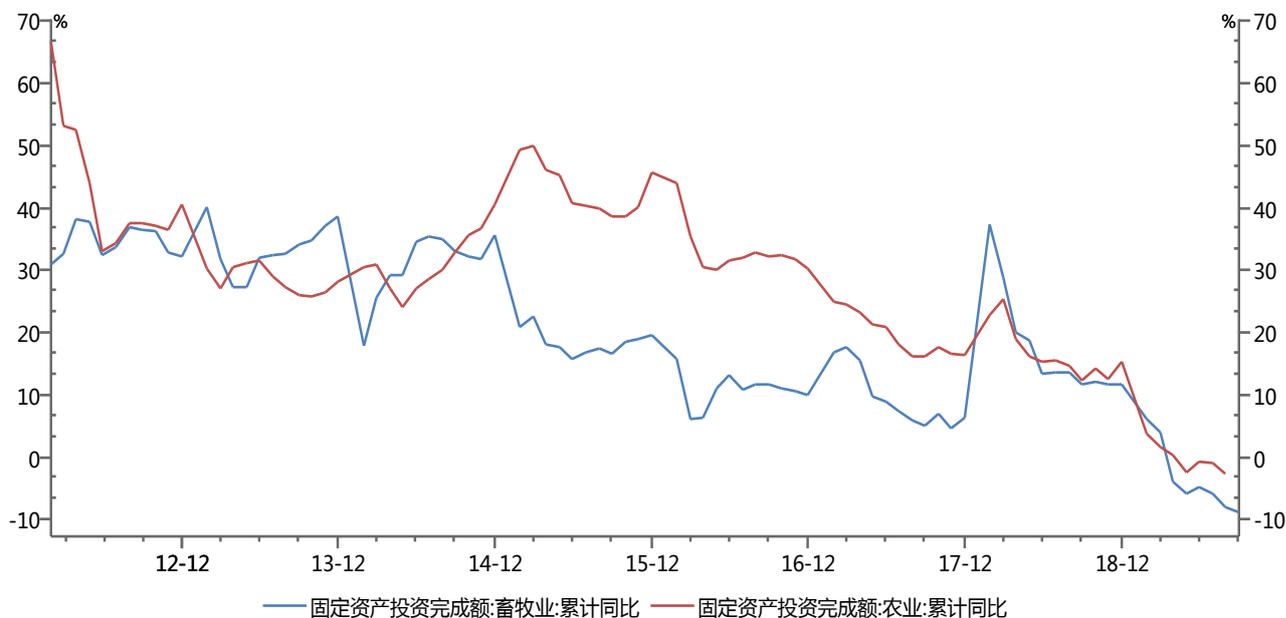
资料来源：WIND 第一创业整理

供给经济学起源于美国，其理论基础一是拉弗曲线，二是垄断竞争理论，虽未形成一个完整的理论体系，但却具有强烈的政策含义，其要旨一是减税，二是破除垄断，实际上是秉承以“看不见的手”作为资源配置核心与决定性机制的古典经济学的传统。一种开放与自由竞争的环境对于经济的重要性是不可替代的，如果各种组织控制了市场而且政府经常按照特殊利益集团的要求进行干预，则不可能找出一种能将经济理顺的宏观经济政策。

从长期的经济增长的角度看，中国面临的人口老龄化步伐加快、无划时代的重大技术突破、贫富分化加剧以及逆全球化的外部贸易环境，也是全球经济面临的巨大考验，在短期内是无法改变的。当“去杠杆”遭遇金融风险后，以“降成本”和“补短板”来平衡稳增长和防风险之间的关系就显得尤其重要。“降成本”就是要降低企业的经营成本，为企业经营创

造出良好的环境；而农业和高技术产业一样，都属于中国的“短板”产业。图4显示，18年以来的中国农业和畜牧业投资呈现快速下滑的趋势，农业从22.9%下降至0.3%，畜牧业从37.4%下滑至-8.8%。

图4 18年以来农业和畜牧业固定资产投资的快速下滑



数据来源: Wind

资料来源: WIND 第一创业整理

结果，从图1中我们可以看出CPI同比与食品价格高度正相关，食品在CPI中占比最高，而猪肉又是食品中的最大权重；就PPI而言，煤炭和钢铁的权重要超过10%，PPI同比走势与钢铁高度正相关。因此，按照图2和图4中的趋势发展下去，“短板”没有补成，反而要补了“长板”，CPI与PPI同比的走势分化就不难理解了。

二、“结构性通胀”仍会加大明年物价上涨的压力

从图5的生猪存栏和生猪生产价格指数的关系上看，由于蛛网原理，上期价格决定本期产量，而本期产量决定本期价格。因而，上一年度生猪存栏的减少往往对应着下一年度价格的上升。这从2002-2003年、2006年2010年存栏量减少后，接下来的1-2年内生猪价格的上升可以证明这一点，这就是所谓的“猪周期”，是导致2004年、2007-2008年和2010-2011年前三轮通胀周期的最重要的原因。2012-2015年生猪存栏量连续四年下降，但是2016年猪肉价格的涨幅并不大，这样对来年猪肉养殖没有了应有的刺激作用，2015年以后因环保问题的行政干预也起到关键作用，导致2017-2018年生猪存栏量继续下降，而生猪出栏量反而有所上升，因而生猪价格出现大幅度下跌。进入2019年，没有生猪存栏支撑加之非洲猪瘟的蔓延，生猪出栏量终于出现断崖式下跌，前三季度分别下跌5.1%、6.2%和17.3%（图6所示）。为什么三季度生猪出栏同比下跌这么多？并不是非洲猪瘟更严重了，而是由于生猪、特别是仔猪价格的大幅度上涨造成的，养殖户更舍不得出栏了，更倾向于延长养殖周期和增加母猪的饲养。从生猪的养殖周期看，从补栏到出栏需要6个月左右的

时间；更何况，由于环保要求的提高，很多散养户即便想补栏，政府也不允许了。图 6 显示，只有仔猪价格出现下跌，生猪出栏量才会上涨，与猪粮比的关系反而不大，生猪供给结构的改变也使得明年猪肉价格继续维持在高位的可能性很大。

图 5 2001-2018 年生猪存栏/出栏量与生猪生产价格指数变化示意图

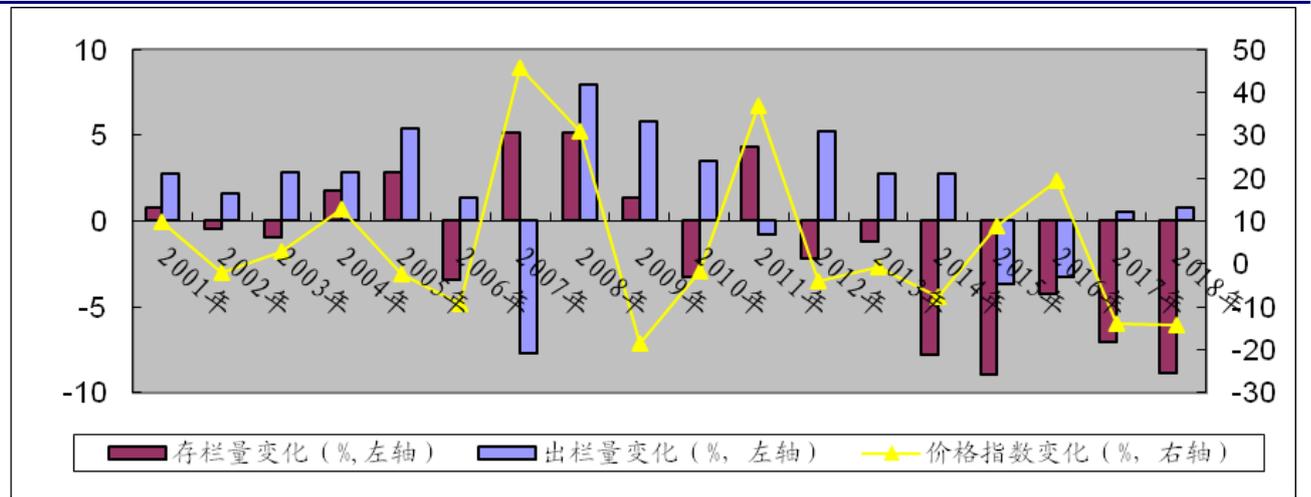
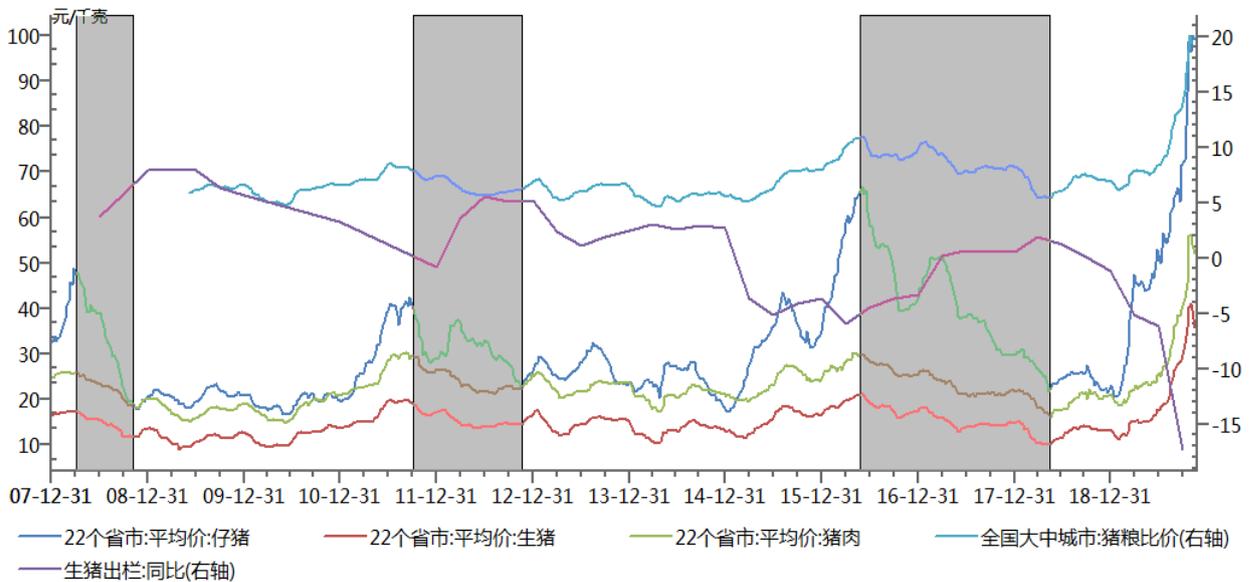


图 6 历史上只有仔猪价格出现下跌走势后生猪出栏量才会上升

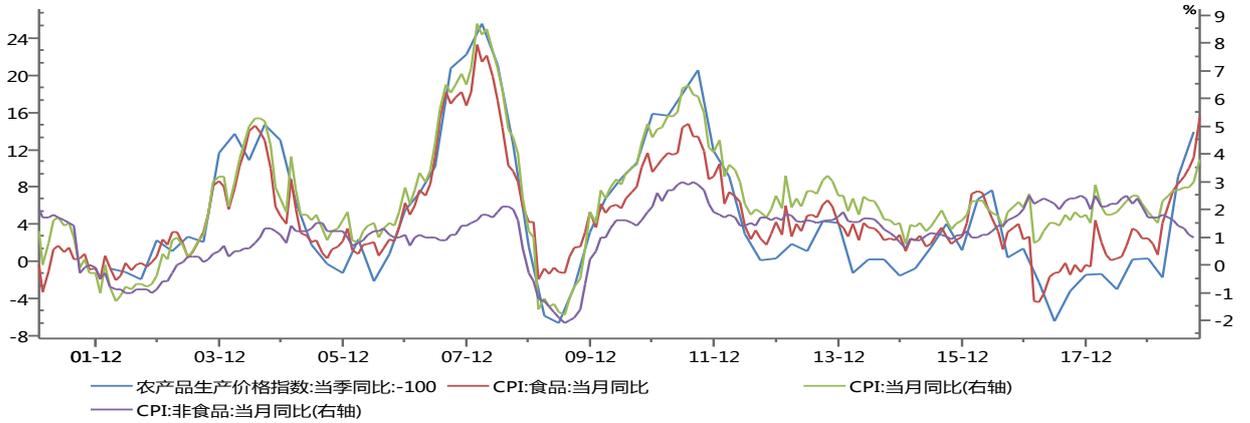


数据来源：Wind

资料来源：WIND 第一创业整理

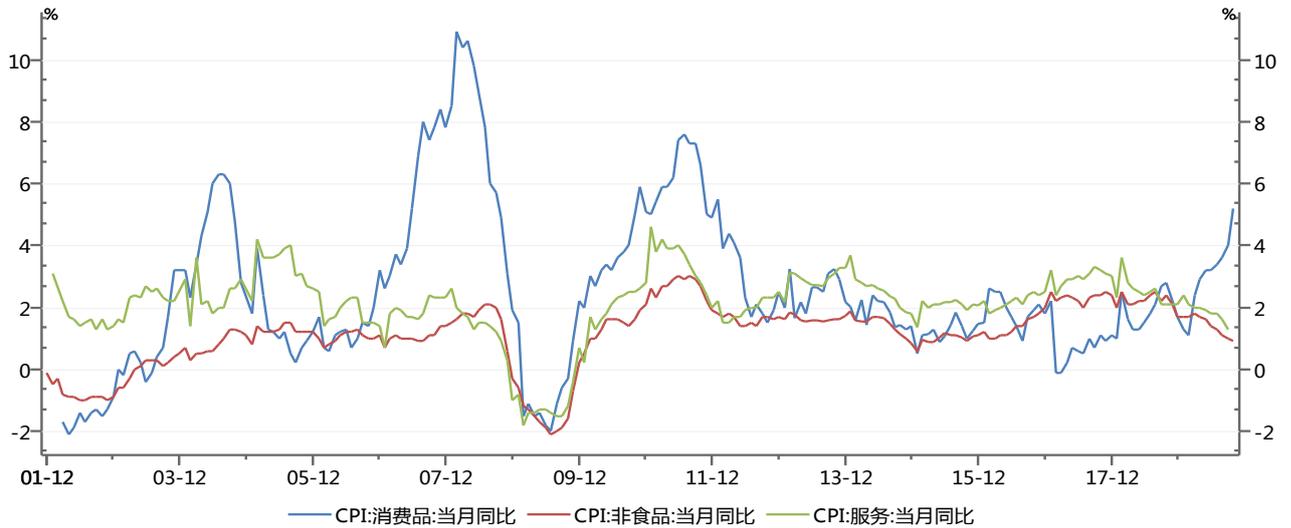
按照一些市场人士的说法，此次 CPI 同比的上涨扣除猪肉价格之后就是通缩。实际上，从图 7 中我们可以看出，2001 年以来的通胀过程无不与食品价格的上涨密切相关，只不过前三次非食品价格也出现了一定程度的上涨，而此次非食品而反出现了下跌的走势。而此次非食品价格的下跌，主要与服务业价格的下跌密切相关，因为消费品从总体上是上涨的，而快递、医疗和家庭服务是服务业价格下跌的主因（图 8 和图 9 所示）。在人口红利逐渐消失的今天，为何服务业的价格会出现下跌呢？这与中美贸易摩擦导致的巴拉萨-萨缪尔森效应（以下简称 B-S 效应）失效有关。

图7 2001 来以来的三次通胀过程无不与食品价格上涨密切相关



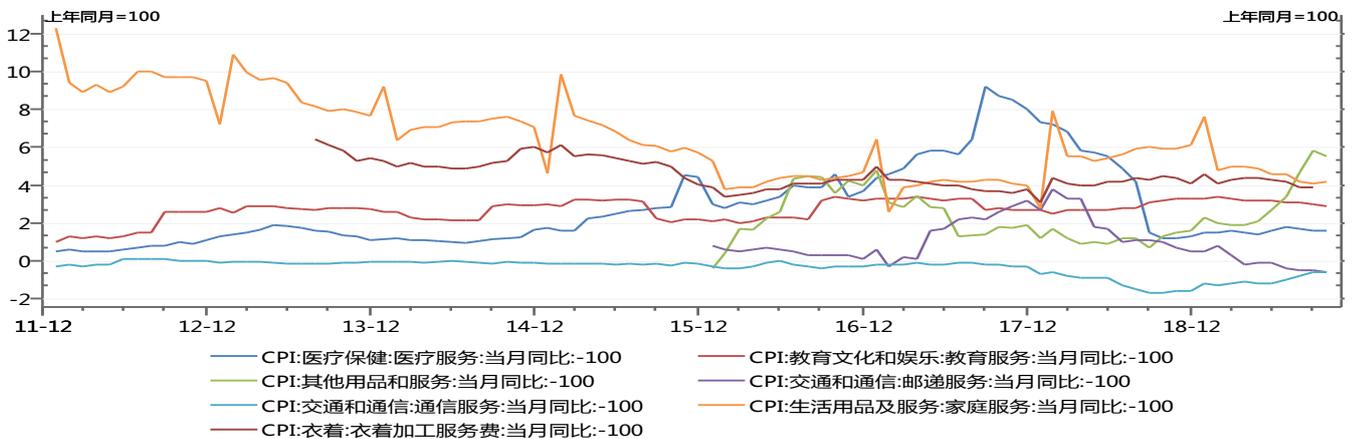
数据来源: Wind

图8 今年 CPI 同比上涨时非食品和服务业价格反而出现下跌



数据来源: Wind

图9 在服务业中医疗、快递和家庭服务价格的下跌明显

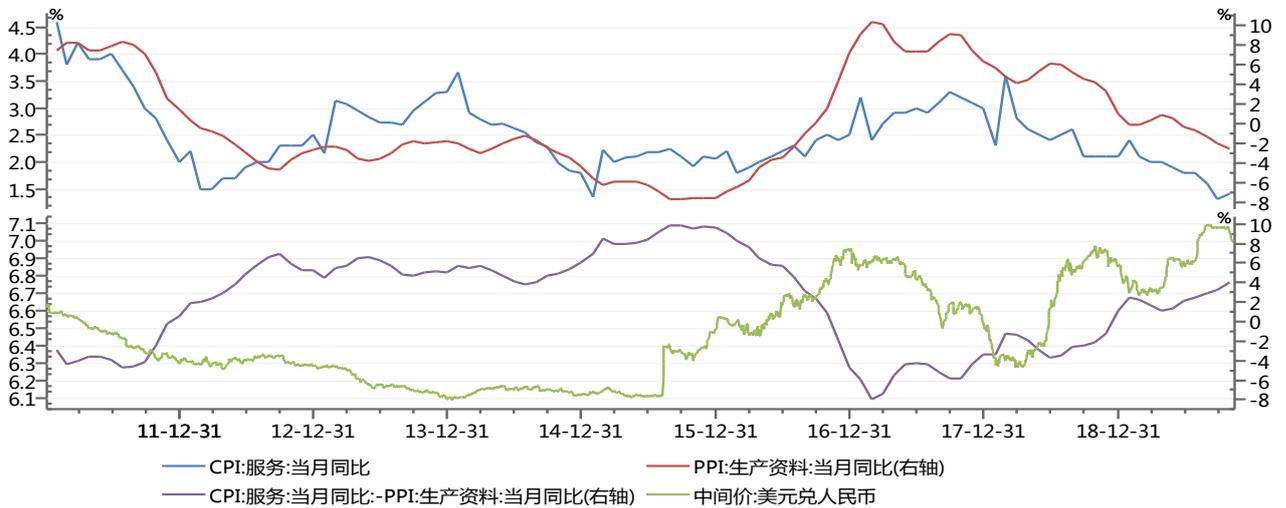


数据来源: WI

资料来源: WIND 第一创业整理

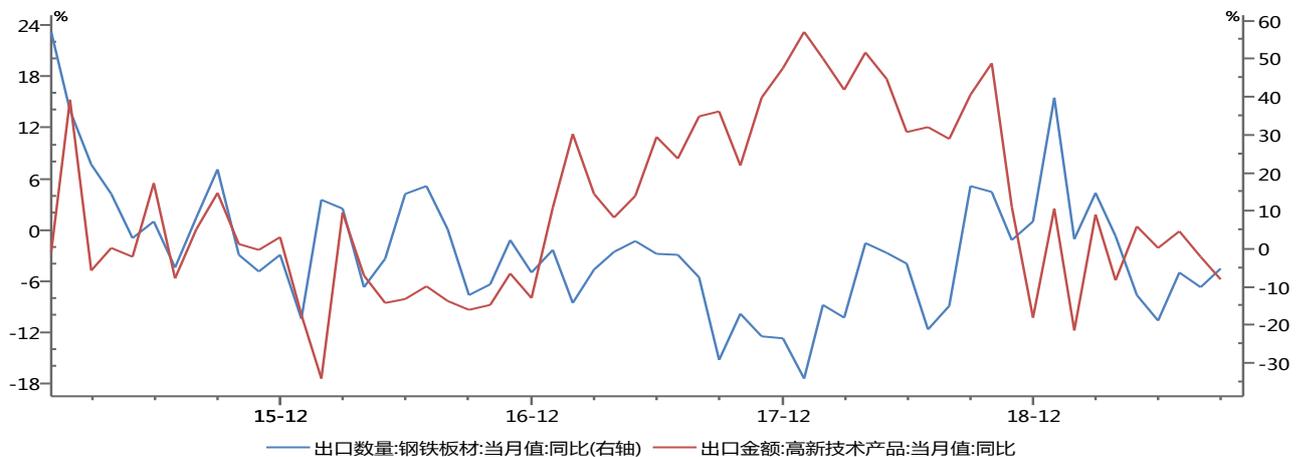
B-S 效应认为, 一国经济的快速增长会推动其实际汇率升值。因此, 实际汇率可以表现为非贸易品和贸易品价格之比, 由于一般情况下贸易品服从于“一价定律”, 非贸易品相对贸易品价格的波动, 在一定程度上能够解释两国实际汇率水平的波动。2012-2015 年年底, 中国以 CPI 中服务价格为代表的非贸易品价格的上涨幅度, 要高于以 PPI 中生产资料价格为代表的贸易品的价格的上涨幅度, 在汇率上表现为升值走势。而 2015-2016 年则相反, PPI 中生产资料价格的回升速度远高于 CPI 中服务价格的上涨, 即贸易品价格的上涨速度远高于非贸易品, 在汇率上表现为贬值走势。然后, 又一次出现相反走势, 至 2018 年年中。总结出来的规律就是, 服务业价格变化与生产资料价格变化之差与汇率升贬值高度正相关。但是在 2018 年年中后中美贸易战爆发, 关税的加征使得生产资料的“一价定律”不再有效, 即国内外的生产资料价格出现了差异, 即使汇率贬值也不能使出口增加, B-S 效应开始失效 (图 10 所示)。受影响关税最大的钢铁板材和高新技术产业的出口增速同时出现下滑 (图 11 所示)。

图 10 B-S 效应的失效是服务业价格下跌的主要原因



数据来源: Wind

图 11 今年钢铁业和高新技术产业出口增速同时受到中美贸易战较大的影响



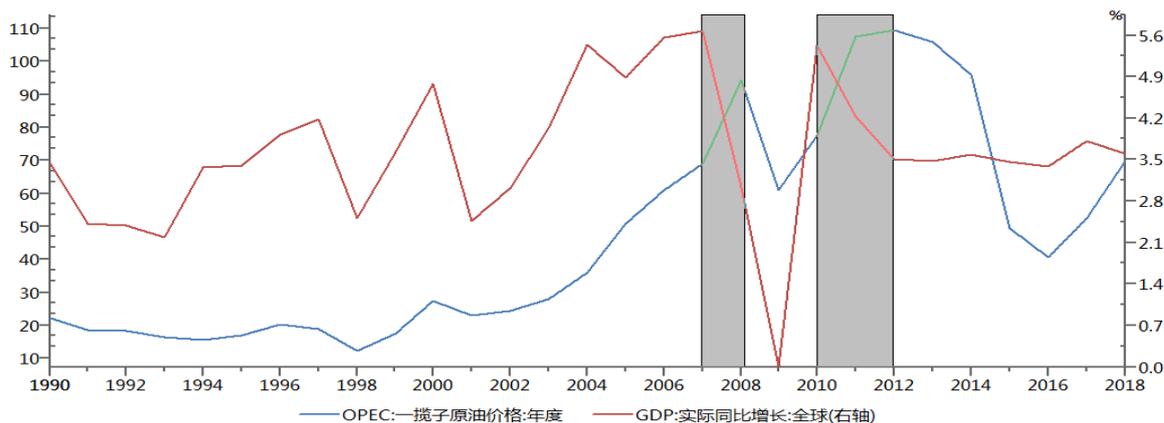
数据来源: Wind

资料来源: WIND 第一创业整理

实际上，由于中美贸易战的降温而使关税同步减少甚至取消，加之包括金融业在内的服务业加快对外开放的步伐，服务业价格的下跌在人口红利减少的背景下，必然是一种短暂的现象。在明年，B-S 效应必然会再次发挥作用，使得明年 CPI 中服务价格在今年低基数的基础上出现快速上涨，即非贸易品价格的上涨速度将远高于贸易品，在实际汇率上则表现为升值走势。如果到时猪肉价格不出现大幅度下跌，CPI 上涨压力会比现在更大。

我们再看未来 PPI 同比的走势，由于去年 12 月和今年 1 月的 PPI 环比均为 -0.9%，即使是没有新增因素，光是基数原因 PPI 同比就有能力从现大的 -1.6% 附近上升至 0% 左右。更何况我们认为原油价格现在处于较低的位置，上涨的可能性远大于下跌。有学者认为在全球经济下滑的背景下，原油价格不会出现大的上涨，而实际上在 07-08 年和 2010-2012 年，全球 GDP 增长率都出现了下滑，而原油价格反而出现了价格的高峰（图 12 所示），GDP 增速不能作为原油价格的决定性因素，原油的供给弹性要远高于需求弹性，原油的供给才是原油高低的关键因素，否则就很难解释美国上世纪 70 年代的大滞胀是怎样形成的了。原油价格往往滞后于经济增速，在经济下滑的前 1-2 年价格往往会出现上涨，因为原油价格本身也是需求的滞后变量。

图 12 07-08 年和 2010-2012 年国际原油价格与 GDP 增速出现反向走势



数据来源：Wind

图 13 由于美国石油产量下滑明年原油的供求关系将趋向于紧平衡状态



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_8861



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>