



联讯证券专题研究

CPI 高位会维持多久？

2019 年 10 月 22 日

投资要点

分析师：李奇霖

执业编号：S0300517030002

电话：010-66235770

邮箱：liqilin@lxsec.com

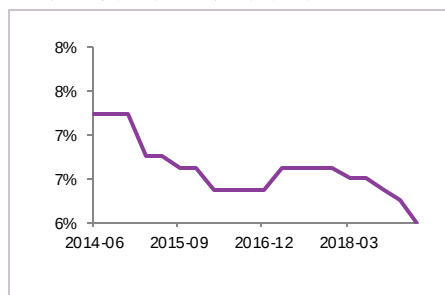
分析师：张德礼

执业编号：S0300518110001

电话：010-66235780

邮箱：zhangdeli@lxsec.com

近年国内生产总值季度增速



资料来源：聚源

相关研究

《从上市公司看中国经济》2019-09-26

《东京湾区崛起的启示——粤港澳大湾区

研究系列 4》2019-09-27

《高社融和城投归来》2019-10-15

《债牛的黄昏》2019-10-16

《GDP6.0 后的政策抉择》2019-10-18

◇ CPI 高位会维持多久？

未来 CPI 同比能在 3% 以上维持多久？高点能够到多少？是现阶段物价方面最为关心的两个问题。本文从自上而下和自下而上两个视角展望 CPI 趋势。

自上而下分析包括产出缺口、货币政策和输入性通胀三个视角。在稳增长诉求下，大概率还将出台更多逆周期调控政策，带动产出缺口扩大，推动 CPI 同比上行。货币政策宽松空间有限，输入性通胀压力最大的时点已过，这两个因素对 CPI 的影响偏中性。总的来看，从自上而下视角分析，CPI 同比还有一定上升压力。

自下而上的分析主要是对 CPI 各大细分项分别进行考察。可以将 CPI 同比拆分为三部分，第一是猪肉、鲜菜、蛋类、鲜果四大项，第二是油价，第三是其他项，从历史数据中可以发现其他项的同比稳定。然后在猪肉、鲜菜、蛋类、鲜果、油价做具体分析的基础上，定量测算 2019 年 10 月到 2020 年的 CPI 同比。

测算结果显示，CPI 同比在 3% 以上预计还将持续半年以上。由于春节错位，2020 年 1 月 CPI 同比将突破 4%，随后逐步下降，2020 年下半年趋于稳定。

◇ 风险提示：地缘冲突再起，油价大幅上涨



目 录

一、自上而下分析	3
(一) 产出缺口	3
(二) 货币政策	4
(三) 输入性通胀	4
二、自下而上分析	5
(一) 猪肉	7
(二) 鲜菜	10
(三) 蛋类	10
(四) 鲜果	12
(五) 油价	12
(六) 其它项	14
(七) 定量测算 CPI 同比	14

图表目录

图表 1: 产出缺口领先 CPI 同比半年左右	3
图表 2: PSL 在暂停了五个月后于 2019 年 9 月重启	4
图表 3: 从近期美元兑人民币前一日收盘价和中间价的缺口看, 央行在稳定汇率	5
图表 4: 猪肉、鲜菜、鲜果和蛋类这四项, 是 CPI 同比的波动之源	6
图表 5: CPI 同比拆解, 其它项对 CPI 同比的拉动相对稳定	6
图表 6: 中国人均的猪肉消费需求基本平稳	7
图表 7: 生猪猪肉供给指数波动性明显大于猪肉需求指数	7
图表 8: 生猪供给效率在不断提升, 生猪存栏数据反映供给的能力逐步失真	8
图表 9: 12 个月移动平均的生猪屠宰量同比, 是 22 省市猪肉价格的反向指标	8
图表 10: 移动平均的能繁母猪存栏, 领先于生猪屠宰 6 个月左右	9
图表 11: 中国进口猪肉占消费量比例不到 3%	9
图表 12: CPI 鲜菜项环比在经历超季节性上涨后快速回调	10
图表 13: 除少数年份外, 蛋料比价跌破平衡点后, 都会迎来一轮快速反弹	11
图表 14: 作为蛋鸡饲料主要原料, 豆粕期货价格已经企稳, 玉米价格也有支撑	11
图表 15: 水果价格已经恢复季节性	12
图表 16: 2020 年除四季度外, 原油整体将处于供过于求的状态	13
图表 17: EIA 预测 WTI 原油价格月度同比数据于 2020 年 4 月见底后开始回升	13
图表 18: CPI 同比及其预测值	14



9 月 CPI 同比 3.0%，2013 年 12 月以来首次突破 3% 这一关键点位。主要由猪肉和相关替代品推动，目前猪肉、羊肉、牛肉等价格，均处于历史高位，9 月蓄肉类影响 CPI 同比 2.03 个百分点，其中仅猪肉一项就影响了 1.65 个百分点，对 CPI 同比的贡献率达到 55%。

未来 CPI 同比能在 3% 以上维持多久？高点能够到多少？是现阶段物价方面最为关心的两个问题。本文从自上而下和自下而上两个视角展望 CPI 趋势，认为 CPI 同比在 3% 以上将至少持续半年时间，由于春节错位 2020 年 1 月 CPI 同比甚至可能突破 4%。

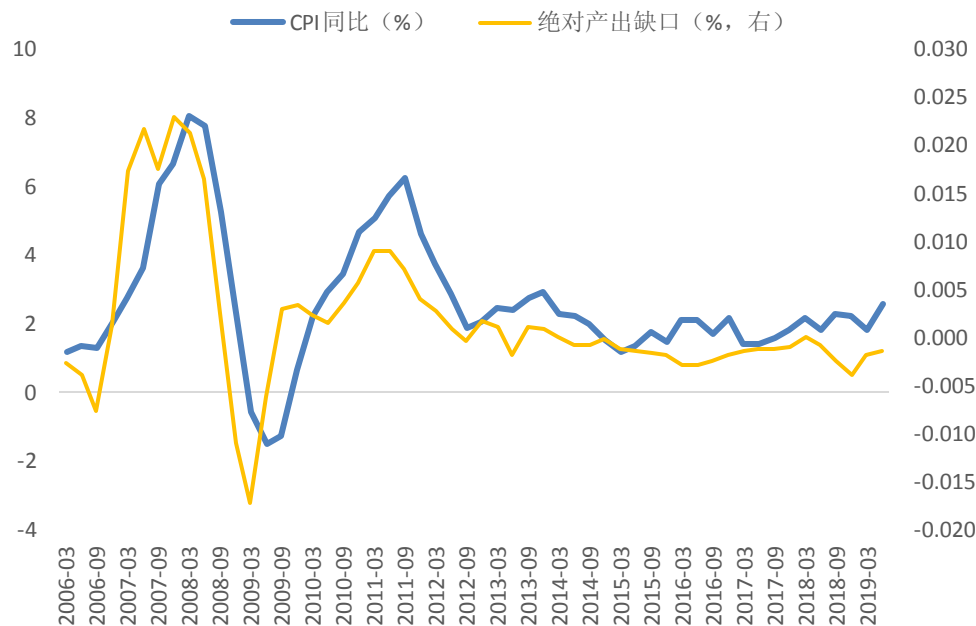
一、自上而下分析

自上而下分析包括产出缺口、货币政策和输入性通胀三个视角。在稳增长的诉求下，大概率还将出台更多逆周期调控政策，带动产出缺口扩大，推动 CPI 同比上行。货币政策宽松空间有限，输入性通胀压力最大的时点已过，这两个因素对 CPI 的影响偏中性。总的来看，从自上而下视角分析，CPI 同比还有一定上升压力。

（一）产出缺口

产出缺口是实际产出对潜在产出的偏离，用 HP 滤波方法可以将实际产出拆分为趋势项和扰动项，趋势项就是潜在产出，扰动项就是产出缺口。使用 2006 年以来的季度数据分析，可以发现产出缺口对 CPI 同比走势有很强领先性，领先时间在半年左右。

图表 1: 产出缺口领先 CPI 同比半年左右



资料来源：联讯证券，Wind

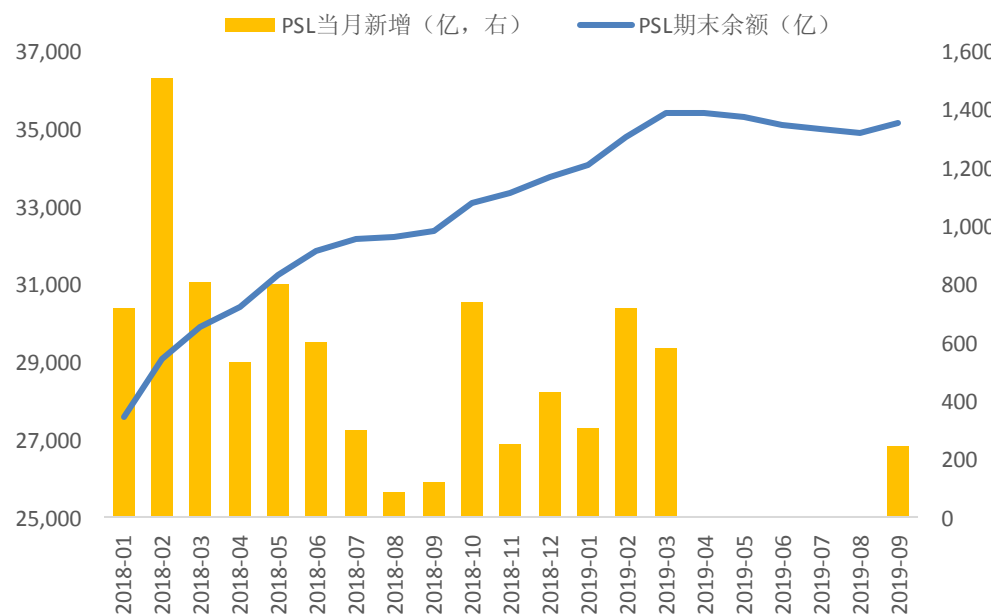
今年一季度，在财政前置、天量信贷的支撑下，GDP 增速稳在了 6.4%，由于强刺激，产出缺口回升。

往后看，政策对稳增长有很高诉求，我们认为 6.0% 是今明两年政策对 GDP 增速的容忍下限，未来将有更多逆周期政策出台。一是会采取一些鼓励消费的措施，比如汽车消费刺激等。二是“房住不炒”的信号很明确，但在这个基调之下，地方政府可能在“因



城施策”框架下变相放松，比如近日某直辖市放松了外地户籍人口的购房条件。三是基建补短板，9月末金稳会第八次会议强调“发挥好政策性金融机构在经济转型升级和高质量发展中的逆周期调节作用”，央行数据也显示PSL在暂停5个月于9月份重启，今年棚改新开工量腰斩，我们认为此时重启PSL可能是为了缓解基建融资难的问题，基建投资增速可能出现预期差。

图表 2: PSL 在暂停了五个月后又于 2019 年 9 月重启



资料来源：联讯证券，Wind

因此，预计随着更多的逆周期调节政策出台，产出缺口扩大趋势可能会延续到明年上半年，对CPI通胀造成一定压力。

（二）货币政策

CPI 同比上涨主要由猪肉贡献，但食品价格上涨涉及民生，仍会影响货币政策宽松空间。应对CPI与PPI裂口扩大，后续主要通过引导LPR报价，降低实体融资成本，银行让利实体。控制总量货币工具的使用，避免刺激全社会对物价上涨的预期。

未来货币政策重点在于宽信用，而非宽货币。即使是需要配合宽信用，降准的概率也会大于降MLF利率。MLF利率在银行负债中占比不到2%，而且降息只针对新增的MLF投放，降MLF利率对银行负债成本降低影响很小。相比之下，降准对降低银行综合负债成本的影响更明显，例如9月降准释放了9000亿资金后，央行有关负责人表示这会每年降低银行的资金成本约150亿元。

但即使是降准，在CPI通胀压力下，预计央行也将通过公开市场操作，来维持资金面平稳。总的来说，未来货币政策对CPI的影响可能是中性偏紧的。

（三）输入性通胀

输入性通胀对CPI的影响可以分为几个部分来讨论。

一是其他国家通胀向国内的传导，目前欧美日等主要经济体的CPI同比多数下行，



其他国家给国内带来的 CPI 通胀压力较小。

二是贸易摩擦对国内带来的 CPI 通胀压力有限。一方面，从美国进口商品中除终端消费品外，还有中间工业品，对其加征的关税部分由生产商承担了，未完全转嫁给消费者。另一方面，中国 CPI 除了统计消费品外还包括服务，这也弱化了对美商品加征关税对 CPI 的冲击。根据我们测算，对美国商品加征关税对国内 CPI 同比的影响约有 0.1%-0.2%。

三是人民币贬值压力最大的时候可能已经过去。一方面，在美元兑人民币中间价跌破 7 后，从美元兑人民币前一日收盘价与中间价来看，两个的缺口在扩大，央行在通过逆周期因子稳定汇率而非主导引导贬值，汇率风险整体可控。另一方面，近期中美贸易谈判取得积极进展，人民币汇率对中美贸易谈判的敏感度也在减弱。因此，我们判断人民币贬值压力最大的时刻可能已经过去，汇率因素给国内带来的通胀风险可控。

图表 3: 从近期美元兑人民币前一日收盘价和中间价的缺口看，央行在稳定汇率



资料来源：联讯证券，Wind

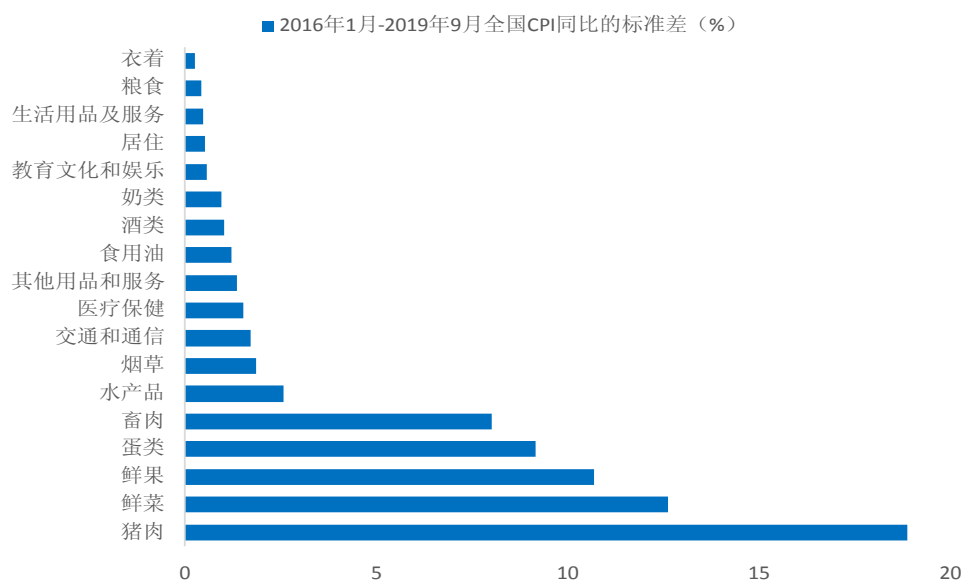
二、自下而上分析

从统计学角度看，标准差能够反映一系列数据的离散程度，标准差越大，这列数据分布得越零散。通俗一点来讲，就是一列数的标准差越大，它的波动率越高。

使用 2016 年 1 月到 2019 年 9 月的数据，计算 CPI 食品烟酒项的各个子项和 7 个非食品烟酒项同比的标准差。发现猪肉、鲜菜、鲜果、畜肉、蛋类这几项的标准差，要明显高于其它项。由于 CPI 畜肉项同比的高波动，主要来自于猪肉，因此可以认为猪肉、鲜菜、蛋类和鲜果这四项目，是 CPI 同比的波动之源。在预测 CPI 通胀时，需要对这四项目做重点分析。



图表 4: 猪肉、鲜菜、鲜果和蛋类这四项，是 CPI 同比的波动之源



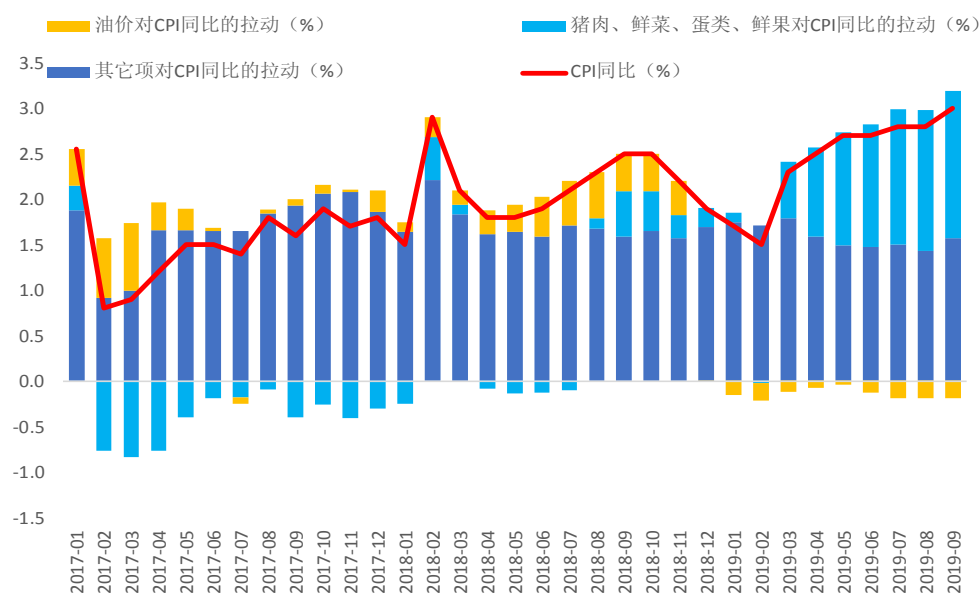
资料来源: 联讯证券, Wind

油价对 CPI 的影响也较为明显，而且关注度很高，还需要重点分析油价。

因此，对 CPI 同比的观察最终可以分为三部分：一是猪肉、鲜菜、蛋类、鲜果，二是油价，三是其他项。

利用上述分类将 2017 年 1 月-2019 年 9 月的 CPI 同比数据进行拆解，可以发现，除了每年 1-2 月存在春节错位因素，导致其他项同比出现较大波动外，在大多数时期其他项对于 CPI 同比的拉动是较为稳定的。

图表 5: CPI 同比拆解，其它项对 CPI 同比的拉动相对稳定



资料来源: 联讯证券, Wind

基于这一事实，我们可以取某月前 6 个月的移动平均值，作为其它项在这个月对 CPI 同比的拉动，以简化之后的测算思路。而把分析的重点，放在猪肉、鲜菜、鲜果、蛋类

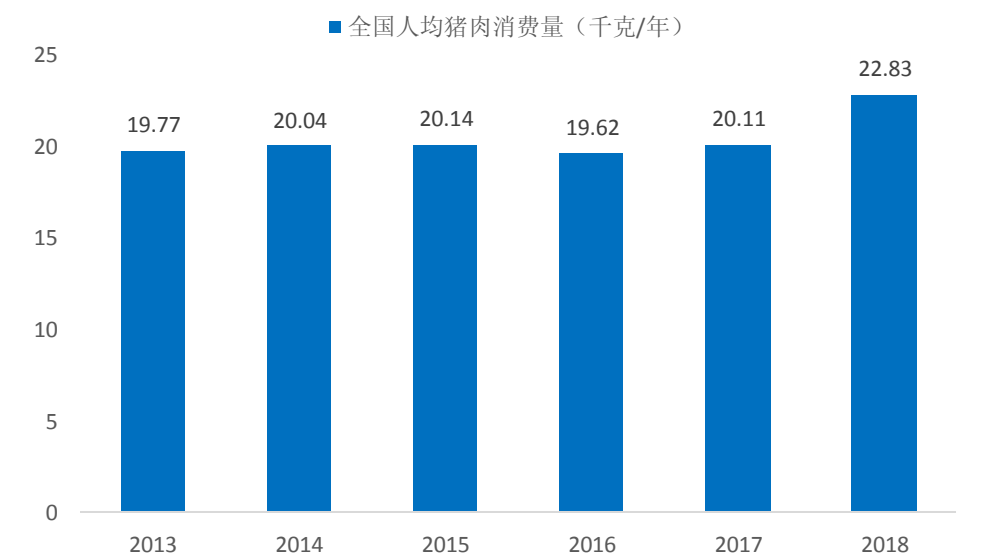


和油价等几大重要分项上。

（一）猪肉

和大多数商品价格变动同时受供、需两端变化的影响不同，猪肉消费的需求比较稳定。根据国家统计局数据，2013-2017 年中国人均猪肉年消费在 20kg 左右，2018 年有所增加，但总的来说猪肉需求基本平稳。

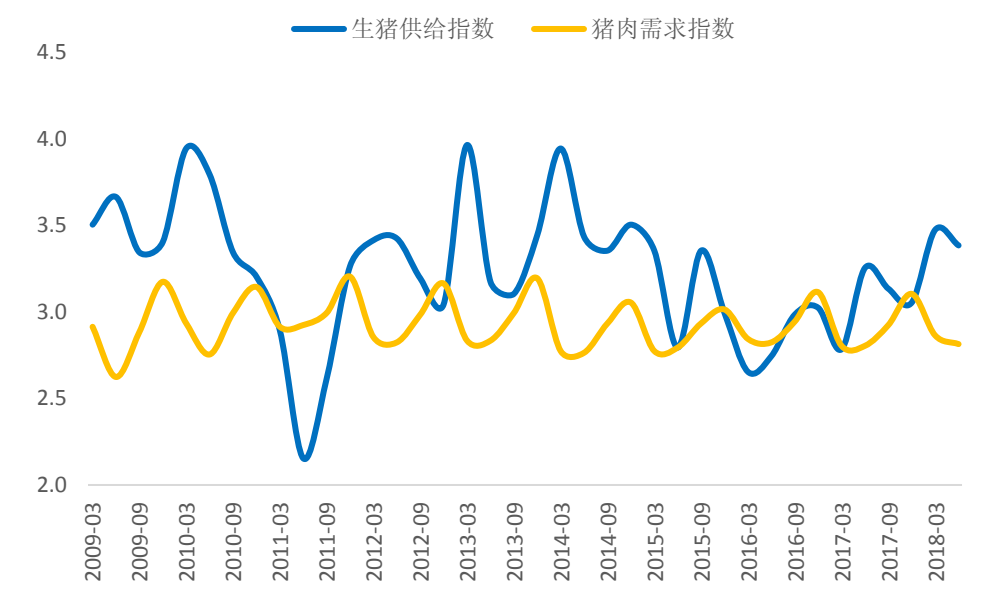
图表 6: 中国人均的猪肉消费需求基本平稳



资料来源：联讯证券，Wind

相较之下，猪肉的供给波动则更为剧烈。商务部此前公布过季度的生猪供给指数和猪肉需求指数，可以看到生猪供给指数波动幅度明显大于猪肉需求指数。

图表 7: 生猪猪肉供给指数波动性明显大于猪肉需求指数



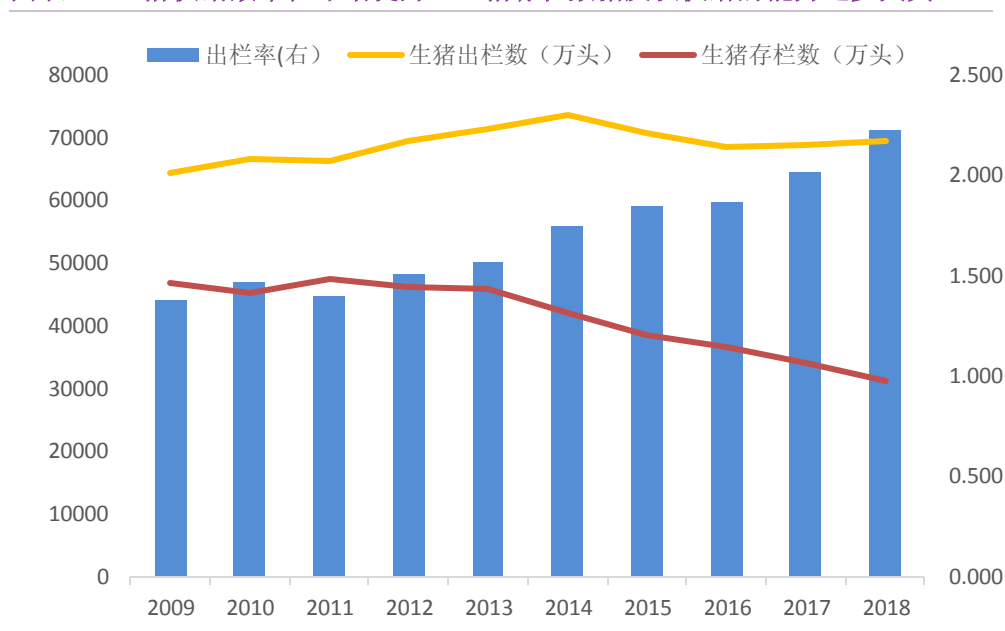
资料来源：联讯证券，Wind

因此猪肉价格变化主要受供给因素影响，我们对猪肉的分析也集中于供给端。



衡量猪肉供给能力，最常用的指标是中国政府网公布的能繁母猪和生猪存栏数据。但在规模化养殖程度提高、生猪出栏率提升背景下，这些指标所反映的生猪供给能力，和实际情况之间的偏差越来越大。例如 2012-2018 年生猪存栏数据在持续下滑，但是出栏数据基本维持稳定。

图表 8: 生猪供给效率在不断提升，生猪存栏数据反映供给的能力逐步失真



资料来源: 联讯证券, Wind

与之相对应的是生猪定点企业屠宰量，这一数据不受生猪养殖出栏率提高的影响，是反映猪肉供给最直接的指标。12 个月移动平均生猪定点企业屠宰量同比，和 22 省市猪肉价格走势之间，有较强的负相关性。

图表 9: 12 个月移动平均的生猪屠宰量同比，是 22 省市猪肉价格的反向指标



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_9467

