

“猪通胀”会阻碍货币政策宽松吗

2019年09月20日

宏观

专题报告

首席宏观分析师

王宇鹏 电话：010-66554151 邮箱：wangyp_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号：S1480519070003

摘要：

2019年2月以来CPI一路上升，由1.5%逐月升至2.8%。从CPI结构来看，此次CPI上行主要由猪价上涨以及随之带来的牛羊肉价格的提升导致：8月食品类CPI同比增长10.0%，食品类CPI中猪肉价格同比增长46.7%，增幅再次扩大近20个百分点，带动牛肉、羊肉价格同比增长12.3%、12.5%。非食品类CPI连续5个月回落，8月仅同比增长1.1%；核心CPI同比上涨1.5%，增速较上月回落0.1个百分点。但此番猪肉价格上涨推动的CPI上行不会阻碍货币政策宽松，原因如下：

首先，农产品通胀和CPI全面通胀的含义不同，应对的措施也不同。CPI全面上行或非食品CPI上行明显往往为需求拉动和成本推动共同作用；而农产品通胀一般是不利供给冲击导致的供给不足引起，农产品供不应求导致食品价格上涨，从而推升食品类CPI和CPI总体水平。货币政策调控价格对需求端的作用较为明显，央行通过收紧货币，抬升利率，抑制投资过热，紧缩需求从而将总需求拉回直潜在的产出水平，从而平抑需求拉动导致的物价升高。而对于由供给冲击引起的供给短缺导致的通货膨胀，从紧的货币政策对供给端的调节效果往往会适得其反，从紧的货币政策在紧缩流动性的同时无法改善供给短缺，从而导致经济“滞胀”，部分年份为应对供给短缺导致的价格上涨甚至采取贴息政策。

其次，目前猪价高涨为供给短缺引致，除猪价外CPI全面回落。除猪肉外CPI全面回落和PPI通缩显现整体经济需求下降。目前货币供给不足，经济增长下行，居民收入下滑，财政支出受限，国际经济承压，贸易摩擦加重，需求端承受多重压力。在此经济背景下猪肉价格上涨背后的供给失衡是由严重的供给冲击导致的供给短缺导致。供给冲击主要是非洲猪瘟和环保禁养。供给短缺而非需求拉动导致猪肉价格上涨，从紧的货币政策应对猪周期无效。目前调控政策重点方向在财政补贴、贴息支持和储备调控。

此外，目前经济增速已经处于历史低点，经济供需数据均降至“低位”，货币政策面向适当宽松：规模以上工业增加值同比实际增长4.4%，比7月份回落0.4个百分点，降至历史较低水平；消费需求不振，8月社会消费品零售总额同比名义增长7.5%，比7月回落0.1个百分点，也处在历史较低水平；投资进一步回落，1-8月份全国固定资产投资同比增长5.5%，增速比1-7月份回落0.2个百分点，远低于中国经济增速中枢水平。在经济需求不振和就业恶化的背景下，若货币政策收紧将进一步降低流动性，抬高融资成本，压缩投资，抑制总需求，不仅对价格调控无益，在供给短缺和需求收紧的情况下经济运行将进一步承压。

最后，总体流动性指标偏低，信用扩张速度亟需提高。目前流动性水平仍然较低，企业投资持续回落。M2处于历史以来最低区间，8月金融数据暂时企稳，但回升微弱，8月M2同比增长8.2%，M1同比增长3.4%，仍处于低水平区间。PPI降幅持续扩大将抬高实际利率，进一步制约投资增长。PPI的持续通缩拖累企业利润，工业企业利润今年以来快速下滑，企业投资积极性降低；此时应采取宽松的货币政策对冲实体经济融资压力。

风险提示：非洲猪瘟影响进一步扩大。

目录

引言.....	3
一、农产品通胀和 CPI 全面通胀的含义不同，应对措施不同.....	3
（一）农产品通胀和 CPI 全面通胀的含义不同.....	3
（二）不同类型通货膨胀的调控逻辑不同.....	3
二、目前猪价高涨为供给短缺引致，除猪价外 CPI 全面回落.....	4
（一）猪肉价格升高由供给短缺导致而非需求拉动.....	4
（二）猪肉价格和非食品 CPI、PPI 增长背离，除猪价外价格全面回落.....	4
（三）CPI 分项和 PPI 的信号：整体经济需求下降.....	4
三、“猪通胀”不会阻碍货币政策宽松.....	5
（一）猪肉价格升高由供给而非需求引起，货币政策用于调控总需求.....	5
（二）经济供需数据均降至“低位”，货币政策面向适当宽松.....	5
（三）总体流动性指标偏低，实际利率抬升条件下货币政策趋向宽松.....	5

引言

2019年2月以来CPI一路上升，由1.5%逐月升至2.8%。从CPI结构来看，此次CPI上行主要由猪价上涨以及随之带来的牛羊肉价格的提升导致：8月食品类CPI同比增长10.0%，食品类CPI中猪肉价格同比增长46.7%，增幅再次扩大近20个百分点，带动牛肉、羊肉价格同比增长12.3%、12.5%。非食品类CPI连续5个月回落，8月仅同比增长1.1%；核心CPI同比上涨1.5%，增速较上月回落0.1个百分点。猪肉CPI和核心CPI背离，猪肉价格推动的CPI上行会限制货币政策宽松吗？

一、农产品通胀和CPI全面通胀的含义不同，应对措施不同

通货膨胀的实质是社会总需求大于社会总供给，主要由需求拉动、成本推动、货币超发和结构性原因引起。从我国改革开放以来的通货膨胀情况来看，纯货币导致的通货膨胀没有发生过，货币供给只是作为推动通货膨胀的因素存在；而结构性通货膨胀实质是需求拉动和成本推动的混合。从我国通胀历史来看，CPI全面上行或非食品CPI上行突出的时期往往由需求拉动和成本推动共同引致，农产品CPI上行突出往往为供给冲击的作用。

（一）农产品通胀和CPI全面通胀的含义不同

1. CPI全面上行多为需求拉动和成本推动共同作用

CPI全面上行或非食品CPI上行明显往往为需求拉动和成本推动共同作用，我国发生的几次全面通胀需求拉动的作用更加突出，往往是货币和实物因素共同作用的结果，经济运行的主要特点包括货币供应量增长、投资增长、GDP增长和居民收入增长以及政府收支增长等。

物价全面上涨或非食品CPI上涨多发生在货币供应量激增的时期。如1992年、1993年、1994年和1995年，国内货币供应量增幅分别达到31.3%、37.3%、34.5%、29.5%，直接导致当期或稍后时期物价水平的普遍上涨，引发通货膨胀。此外经济增长和投资过热也会增加大量需求，经济增长过热时对能源、原材料等生产资料产生大量需求，导致基础产品价格上涨，进而造成下游产品全面上涨。1992-1994年固定资产投资完成额分别实际同比增长25.26%、27.79%、18.09%，2005-2007年固定资产投资实际分别同比增长23.98%、22.08%、20.15%。财政支出过快增长也会从货币和投资两个方面推动物价全面上涨，1993、1994年财政支出增速同比增长24%以上，2011年财政支出同比增长21.6%。此外居民收入增速加快也会扩大居民消费需求从而拉动价格增长。

部分年份CPI全面上行由成本推动的作用也很明显，如2005-2008年的通货膨胀。但成本推动CPI全面上行以全球经济过热、国际生产要素价格上涨，需求扩大与成本高升共同作用，与农产品通货膨胀仍有本质上的不同。

2. 农产品通胀多源于供给冲击

农产品通胀一般是不利供给冲击导致的供给不足引起，农产品供不应求导致食品价格上涨，从而推升食品类CPI。食品类CPI上涨大多伴随着农产品产量的下降，例如1980年、1988年、1994年，粮食产量降幅分别为3.5%、2.2%和2.5%。2005年下半年中国南方诸省发生猪链球菌，2006年中国南方又爆发高致病性“猪蓝耳病”，猪肉供应大幅减少，2005年、2006年猪肉产量同比增长-3.7%、-4.2%。2010-2011年通货膨胀受到猪周期较大影响，2010年猪瘟蓝耳病、仔猪流行性腹泻多发，“瘦肉精事件”突发，叠加行业亏损下规模化养殖替代传统养殖的“空窗期”，生猪存栏量急速下滑，2010年6月-2011年9月，猪肉价格在16个月内持续呈凌厉上涨趋势，累计涨幅达105%。

（二）不同类型通货膨胀的调控逻辑不同

就需求拉动为主要拉动因素的通货膨胀来说，货币政策调控的效果较为明显，央行通过收紧货币，抬升

利率，抑制投资过热，紧缩需求从而将总需求拉回至潜在的产出水平，从而平抑需求拉动导致的物价升高。

而对于成本推动型的通货膨胀，一定程度从紧的货币政策是必要的，但是对于成本推动型的通货膨胀作用有很大限制。首先从紧的货币政策在紧缩流动性的同时，未必会降低生产要素价格，在生产要素价格高企和信贷困难的环境下经济很有可能出现滞胀局面。

实行从紧的货币政策后，全社会的流动性会减少，但是要素成本并不一定会降下来。于是，企业可能会面临两方面的压力：一是要素成本还是比较高，二是出现资金短缺，导致企业效益下滑。从整个宏观经济来看，可能会出现一种类似于“滞胀”的通货膨胀上升和经济增长减速并存的局面。此外，货币政策的调整要依据已有的货币供应量来决定，若不顾现有流动性条件而收紧货币，可能取得适得其反的效果。

尤其是由供给冲击引起的供给短缺导致的通货膨胀，从紧的货币政策对供给端的调节效果往往会适得其反，部分年份为应对供给短缺导致的价格上涨甚至采取贴息政策。

二、目前猪价高涨为供给短缺引致，除猪价外 CPI 全面回落

（一）猪肉价格升高由供给短缺导致而非需求拉动

此次猪肉价格上涨是由供给不足引起的供不应求导致，而非需求拉动。

目前货币供给不足，经济增长下行，居民收入下滑，财政支出受限，国际经济承压，贸易摩擦加重，需求端承受多重压力。在此经济背景下猪肉价格上涨背后的供给失衡是由严重的供给冲击导致的供给短缺导致。

供给短缺主要由非洲猪瘟和环保禁养引起。2018年8月以来非洲猪瘟疫情在我国快速蔓延，疫区扑杀生猪减少大量生猪存栏，疫情蔓延也导致养殖户补栏意愿下降，生猪存栏和母猪存栏进一步下跌。环保禁养政策扩大化也对猪肉供给造成明显影响，生猪养殖的环保政策在执行过程中禁养范围被加码扩大，导致大量散养农户退出市场。外部冲击叠加猪周期底部，存栏量加速下滑。2019年以来生猪存栏量和能繁母猪存栏量降幅持续扩大，同比增长分别由年初的-12.6%和-14.8%降至-38.7%和-37.4%。

（二）猪肉价格和非食品 CPI、PPI 增长背离，除猪价外价格全面回落

2019年CPI连续7个月上涨，从年初的1.7%上升至8月的2.8%。

从分项看，猪肉价格带动的肉类价格与其他CPI分项增长发生背离：

8月食品类CPI同比增长10.0%，食品类CPI中猪肉价格同比增长46.7%，增幅再次扩大近20个百分点，带动牛肉、羊肉价格同比增长12.3%、12.5%。食品价格也并非全面抬升，2019年食品分类中粮食价格同比增速徘徊在0.4%-0.5%，鲜菜价格同比负增长。

非食品类CPI连续5个月回落，8月仅同比增长1.1%；核心CPI同比上涨1.5%，增速较上月回落0.1个百分点。其中衣着、生活用品及服务、交通通信和居住分别同比增长1.6%、0.7%、-2.3%、1.0%。CPI除畜肉类和蛋类增速整体偏低，显示居民消费低迷。

PPI连续两个月为负且降幅逐月扩大，7月PPI增速为-0.3%，8月降幅扩大至-0.8%，通缩加剧，实际利率上升。

（三）CPI 分项和 PPI 的信号：整体经济需求下降

非食品价格连续回落，食品CPI除畜肉类和蛋类外，普遍增速较低甚至负增长，经济下行压力显现，总需求低迷不振。PPI持续负增长主要由全球经济下行和国内投资低迷导致的内外需不振引起。目前全球经济下行，国际油价下跌，中美贸易摩擦升级。国内M2处于低位，房地产投资下行，固定资产投资处于低位，8月份工业产出增速持续大幅回落，创历史新低；受专项债额度限制，基建投资扩张不足，对总需求拉动作用有限。

三、“猪通胀”不会阻碍货币政策宽松

（一）猪肉价格升高由供给而非需求引起，货币政策用于调控总需求

1. 供给短缺而非需求拉动导致猪肉价格上涨，从紧的货币政策应对猪周期无效

本次 CPI 增速回升结构性因素明显，主要由猪肉价格上涨推动。而猪肉价格上涨是供给短缺而非需求拉动导致，货币政策调控主要作用于需求端，对推动猪肉价格上涨的因素没有调节作用，无法解决猪肉供给短缺的问题。

从应对猪周期及猪周期引起的通货膨胀的经验来看：一般认为 2005-2008 年的通货膨胀主要因素是成本推动，当时货币当局也采取了适当从紧的货币政策和财政政策加以调控。但是 2005-2008 年成本推动导致的价格上涨与当前猪肉价格上涨导致的物价抬升有较大区别：一是 2005-2008 年的通货膨胀已经升至 8.7%，处于十年以来的最高点；二是 CPI、核心 CPI、PPI 全面上涨，成本和需求共同作用推升物价；三是 CPI 处于最高点时正值全球经济景气，国际生产资料价格升高传递到国内。所以从紧的货币政策并不同样适用于 2019 年的物价上涨。

而对于 2005-2008 年的猪肉供给减少的情况，当年仍然是采取建立能繁母猪补贴制度、推进能繁母猪保险工作、建立对生猪调出大县（农场）的奖励政策、加强农村信用担保体系建设、加强猪肉及其制品的市场、质量和价格监管等政策，从财政补贴、价格监管、保障信贷的角度稳定猪肉供给，而非依赖从紧的货币政策。

2010-2011 年通货膨胀受到猪周期较大影响，2010 年猪瘟蓝耳病、仔猪流行性腹泻多发，“瘦肉精事件”突发，中央采取生猪调出大县奖励、生猪良种补贴、生猪重大疫病防控等政策稳定生猪供给；另外参考 2015-2016 年猪周期的调控经验，2015 年猪周期并未引起明显的通货膨胀，价格调控主要聚焦于稳定猪肉供给，2015 年春节、中秋、国庆期间，共计 11.2 万吨中央储备冻猪肉投放。

2. 目前调控政策重点方向在财政补贴、贴息支持和储备调控

对于供给端冲击导致的价格抬升，财政政策、价格调控、物资储备制度、结构性利息调整更能起到调节作用。例如，加大财政对农村基础设施建设的支持力度，增加补贴，保障农产品供应；完善物资储备制度，稳定消费者价格预期等。为稳定生猪生产和平抑猪肉价格，国务院办公厅印发《关于稳定生猪生产促进转型升级的意见》，采取猪场贷款贴息、财政补助瘟猪扑杀、启动冻猪肉储备等政策稳定生猪生产等措施，稳定猪肉供给。

（二）经济供需数据均降至“低位”，货币政策面向适当宽松

除猪肉外 CPI 全面回落，PPI 进入通缩区间，全球经济下行，内外需不振的背景下，国内经济运行承受需求不振压力，CPI 增长整体可控，目前 CPI 仍处于温和水平。

货币政策将适当宽松。目前经济增速已经处于历史低点：（1）从工业增加值来看，规模以上工业增加值同比实际增长 4.4%，比 7 月份回落 0.4 个百分点，降至历史较低水平；（2）消费需求不振，8 月社会消费品零售总额同比名义增长 7.5%，比 7 月回落 0.1 个百分点，也处在历史较低水平；（3）投资进一步回落，1-8 月份全国固定资产投资同比增长 5.5%，增速比 1-7 月份回落 0.2 个百分点，远低于中国经济增速中枢水平。就业形势依旧严峻并有下滑趋势，2019 年 1 月份以来 PMI 从业人员指数和非制造业 PMI 从业人员指数下降趋势明显。PMI 从业人员指数 8 月份降至 46.90%，非制造业 PMI 从业人员指数 8 月降至 48.90%。在经济需求不振和就业恶化的背景下，若货币政策收紧将进一步降低流动性，抬高融资成本，压缩投资，抑制总需求，不仅对价格调控无益，在供给短缺和需求收紧的情况下经济运行将进一步承压。

（三）总体流动性指标偏低，实际利率抬升条件下货币政策趋向宽松

总体流动性指标偏低，信用扩张速度亟需提高。目前流动性水平仍然较低，企业投资持续回落。M2 处

于历史以来最低区间，8月金融数据暂时企稳，但回升微弱，8月M2同比增长8.2%，M1同比增长3.4%，仍处于低水平区间。从社会融资看，人民币贷款延续弱势，8月新增人民币贷款1.3万亿元，同比少增95亿元，仍然显现下降趋势。表外融资8月减少1014亿元，同比少减1660亿元。此外PPI降幅持续扩大将抬高实际利率，进一步制约投资增长。PPI的持续通缩拖累企业利润，工业企业利润今年以来快速下滑，企业投资积极性降低；此时应采取宽松的货币政策对冲实体经济融资压力。

风险提示：非洲猪瘟影响进一步扩大。

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_9938

