

金融市场部 研究创新部

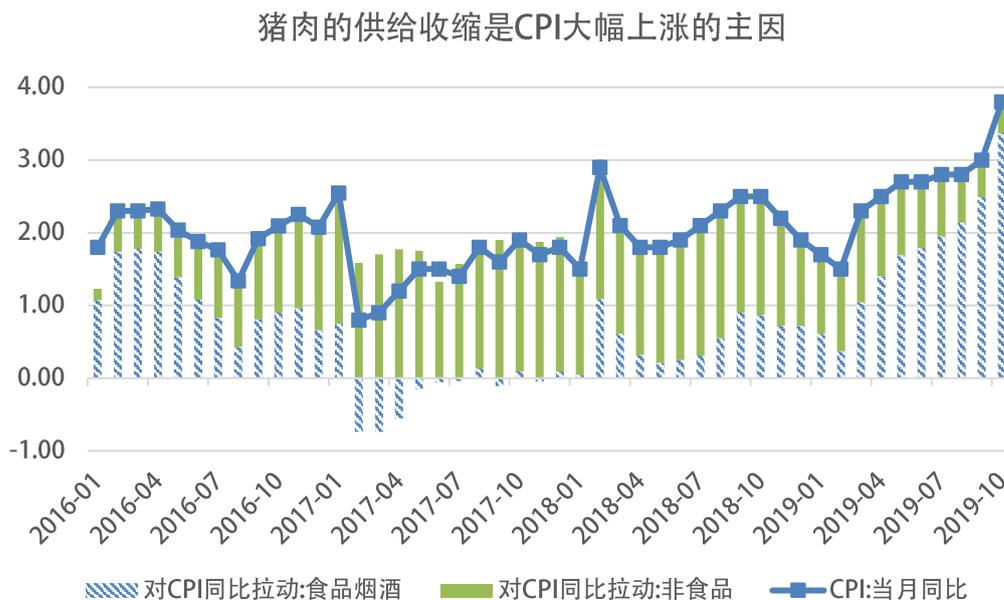
胡云瀚、陆桔利

## 供给收缩引起的高通胀对货币政策和收益率曲线的相关研究

### 一、CPI 上升的原因及对明年走势的预测

猪肉供给收缩，猪肉及相关替代品价格同比大涨是CPI同比数据飙升主要原因。19年10月CPI同比增长3.8%，创12年以来新高，其中食品项拉动CPI同比上涨3.37%，贡献CPI涨幅中的88.7%，食品项中猪肉价格、以及羊肉、牛肉、禽类等猪肉替代品价格分别拉动CPI同比上涨约2.43%与0.76%，贡献CPI涨幅中的63.9%和20%；非食品项拉动CPI同比上涨仅0.35%，贡献CPI涨幅的9.3%，（考虑季节性因素后）均为10年以来的新低。

图表 1：CPI 同比涨幅及大类分项拉动情况



数据来源：WIND，杭银研究

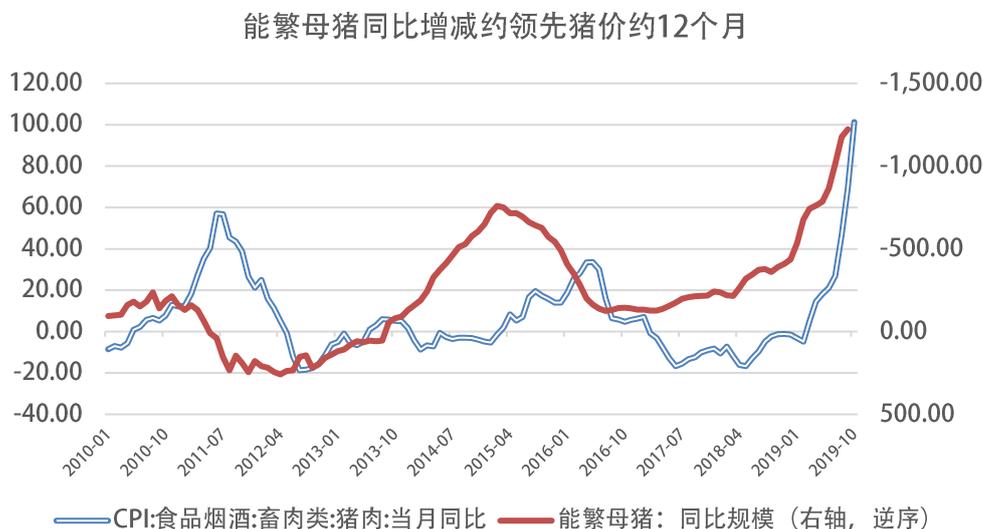
猪周期叠加猪瘟导致存栏生猪和能繁母猪存量同比大幅下降，环比降速缩窄，政策

请务必仔细阅读本文尾部的免责声明

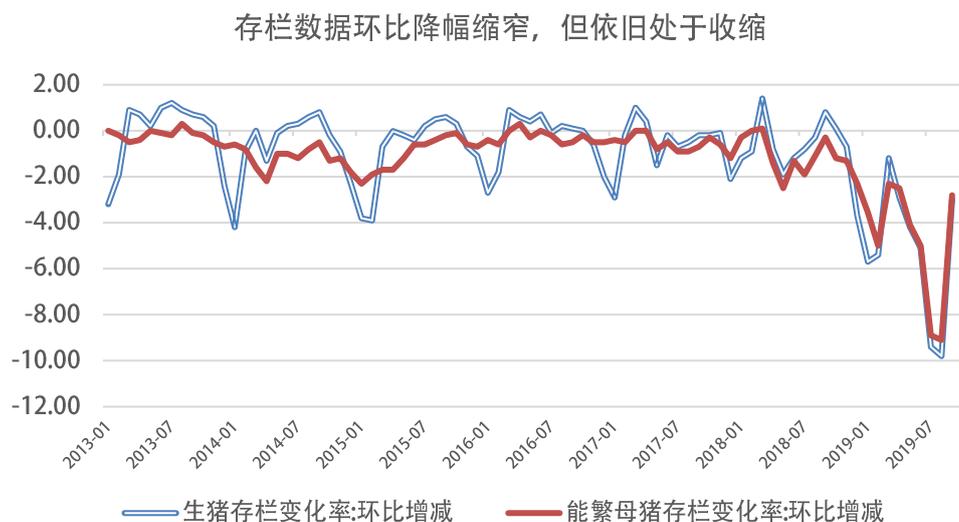
1

多方面加码欲平抑猪价，但价格恢复预计仍需超过 1 年时间。生猪养殖的变化周期显示，能繁母猪的存栏变化领先价格变化约 12 个月-15 个月，生猪的存栏变化约领先价格变动约 6-7 个月(图表 2)，去年猪瘟的影响下目前能繁母猪和生猪存栏同比下降 38.9% 及 41%，是造成价格同比增长超过一倍的主要因素。环比来看，虽然能繁母猪和存栏生猪从 8 月的-8.9%和-9.8%回升至-2.8%，但存栏规模收缩，猪肉价格整体依旧位于上涨区间。

图表 2：CPI 猪肉项和能繁母猪数量同比数据



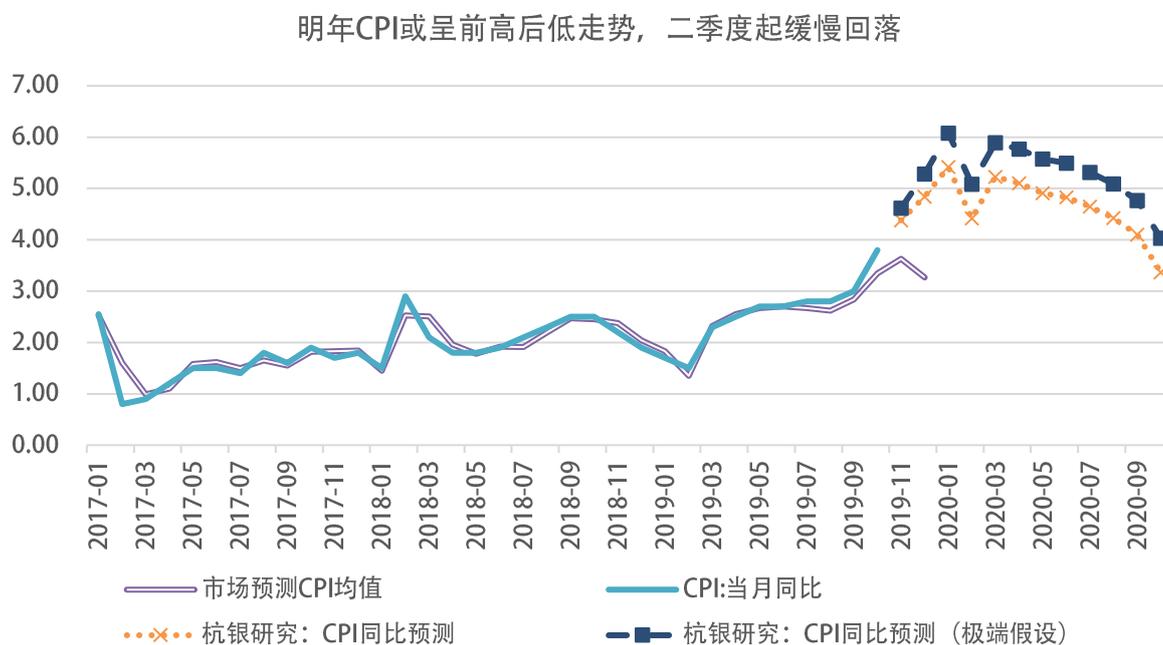
图表 3：生猪存栏和能繁母猪规模环比增减数据



数据来源：WIND，杭银研究

**财政发力最新肉价环比小幅下降，明年 CPI 预计前高后低，回落缓慢。**从农业部和  
中国畜牧网公布的肉价数据上看，11 月第二周全国猪肉批发平均价格为 51.36 元/公  
斤，环比较 11 月第一周下降 0.86 元/公斤，22 个省市平均生猪价格为 39.72 元/公斤，  
环比下降 1.26 元/公斤，而作为替代商品的牛肉、鸡蛋价格也随之环比小幅下降。猪肉  
价格环比小幅下降的背后主要是由于多地区财政进行补贴来控制猪肉价格上涨，以及  
部分通过从外国进口来小幅填补供给缺口。但即便如此，猪肉价格同比数据依然会继续  
升高。通过翘尾指标对明年 CPI 进行预测，在目前猪肉价格环比涨幅得以控制的前提  
下，我们预计明年 1 月份由于春节的错位效应将推升 CPI 同比数据至 5.4%，随后在二  
季度缓慢回落；若假设明年 1 月猪肉批发均价继续飏至 60 元/公斤或接近牛肉的价格，  
则明年 1 月 CPI 可能会升至 6% 的高点乃至更高，随后由于高基数原因缓慢回落。

图表 4：CPI 同比值预测

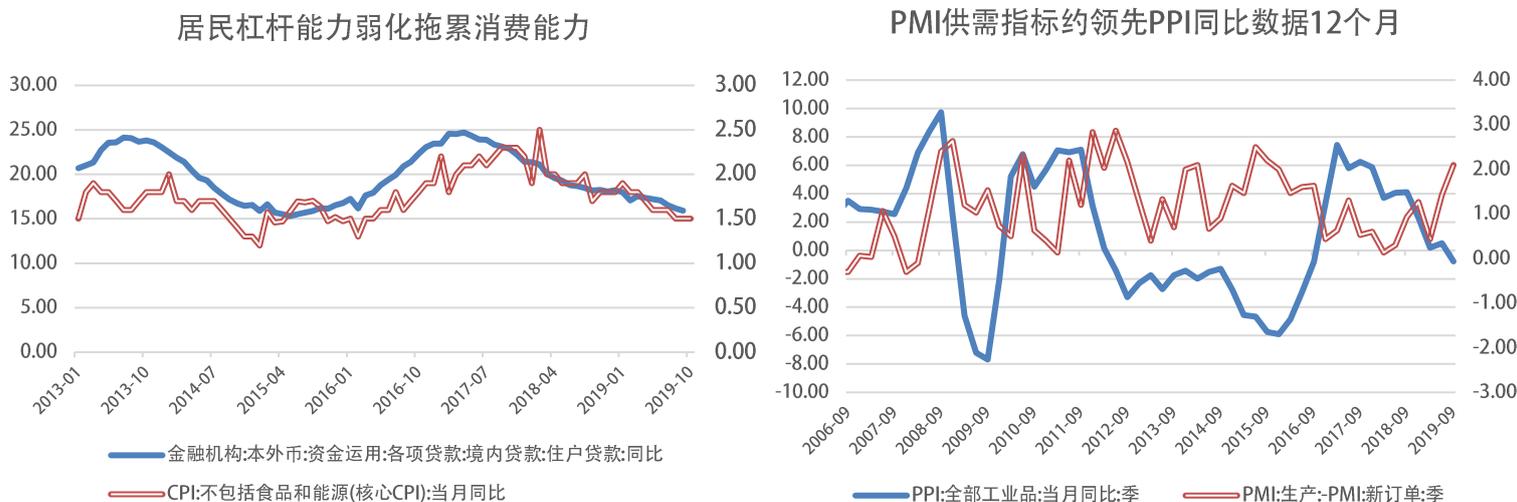


数据来源：WIND，杭银研究

## 二、多政策目标下通胀数据对货币政策的影响分析

需求不振，核心通胀低位增长，工业品持续通缩。去除食品价格影响后，核心 CPI 同比增长 1.5%，连续三个月持平，均低于 13 年以来 1.75% 的均值，且在居民可支配收入增速不足、以及居民杠杆能力弱化的情况下，核心 CPI 预计持续位于下行周期。工业品方面，由于供需关系失衡，工业品价格持续位于通缩区间，10 月 PPI 同比下降 1.6%，较前值继续扩大。往后看，内需方面目前房地产需求呈韧性、房企加快盖楼推盘来回流资金，但随着地产融资持续紧缩，房企拿地数据大幅下降，明年相关上游工业品需求将持续承压，拿地数据下行也对财政支出力度形成制约，而外需方面依然面临较大的不确定性。整体来看，在需求不振的情况下，预计未来 PPI 通缩压力将持续。

图表 5:核心 CPI 与居民杠杆(左); PPI 同比及 PMI 供需指标差(右)



数据来源: WIND, 杭银研究

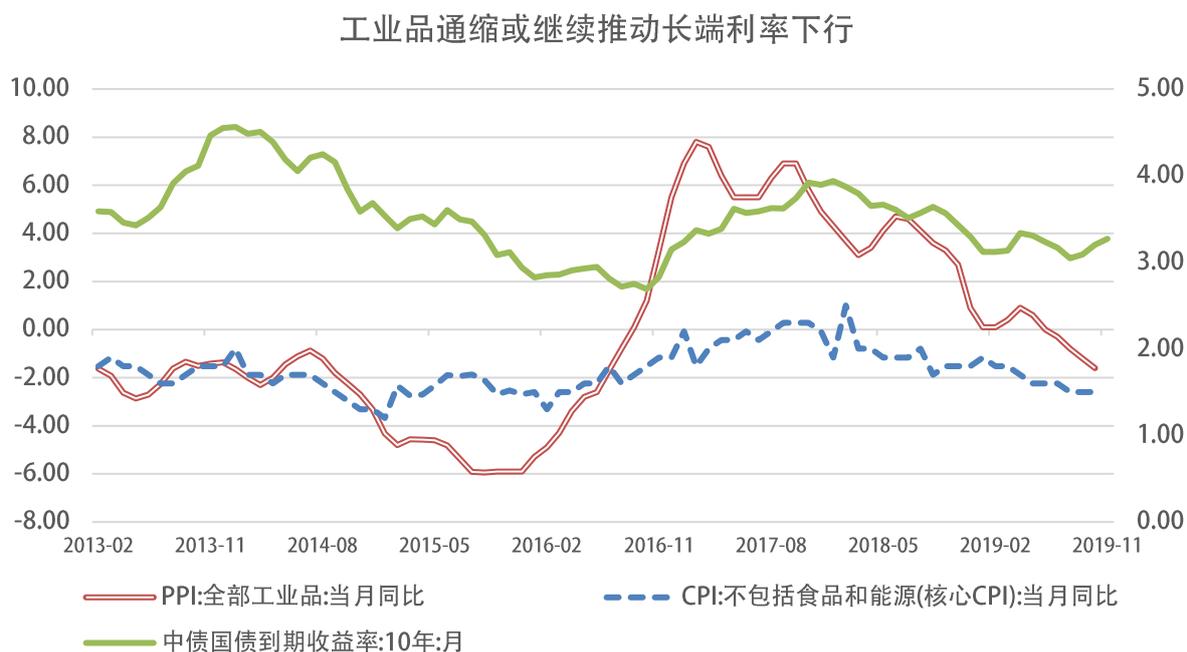
多政策目标下货币政策难松难紧，预计短期不会明显放松，将保持较大的灵活度。目前央行宏观政策形成了货币政策和宏观审慎政策相结合的双支柱调控框架，在上述框架下，宏观政策需兼顾物价水平、经济增长、就业情况，以及维护金融体系稳定、稳

定房地产市场和防范系统性金融风险。第一，从CPI数据来看，货币政策受制于高企的食品通胀和通胀预期，短期在量、价上均没有明显的放松，但MLF超预期的投放和利率的小幅调降来引导实体融资利率下降也显示了货币政策不收紧的政策意图；第二，从核心通胀向下、工业品价格通缩和实体需求弱化的角度来看，货币政策不存在收紧的基础，必要时需要及时采取逆周期政策进行调节；第三，严监管、防范金融风险的角度去看，目前银行间资金利率相对位于历史较低水平，实体融资成本居高的难题主要出现在货币政策传导环节上，过度放松银行间资金成本将加剧资金淤积、金融机构重新加杠杆以及资金流入房地产的风险，出于这层角度来看目前货币政策放松可能性不大；第四，目前金融供给侧改革推进，部分银行问题银行的暴露加速金融行业出清，同时将改变市场机构风险偏好，加大部分中小银行及非银机构的融资难度，货币政策也将考虑到在特殊时点上的流动性分层问题。

整体上看，货币政策仍将兼顾结构性扭曲的通胀数据，且保持较大的灵活性、花大力气来疏导传导机制，随着食品通胀环比出现负增长、同比数据出现下行，货币政策的放松空间会逐步打开。同时，与发达国家低利率环境相比，易行长在讲话时曾明确指出“我们应该在整个货币政策操作的过程中，珍惜正常的货币政策的空间，使得我们能够在这个正常的货币政策的空间中尽量长地延续正常的货币政策，这样对整个经济的可持续发展和老百姓的福祉是有利的”，因此我们认为目前国内货币政策将保持相当的定力来维持利率的正常化。



图表 7：核心 CPI、PPI 和长端利率



数据来源：WIND，杭银研究

免责声明:

本报告中的信息均来自于公开资料及合法获得的相关内、外部资料，我们对来源的相关信息的准确性和完整性不作任何保证，我们的观点和建议仅供投资机构或者个人参考。任何时候任何情况下，本报告观点并不构成对任何机构或者个人的投资建议，对因本报告任何内容引起的任何损失，我们不承担任何责任。