恒大研究院
EVERGRANDE RESEARCH INSTITUTE

拿掉猪以后不再通胀

恒大研究院研究报告

宏观研究　　点评报告　　2020/9/10

首席经济学家：任泽平

首席宏观研究员：马家进
majiajin@evergrande.com

事件：

中国 8 月 CPI 同比 2.4%，前值 2.7%；PPI 同比-2.0%，前值-2.4%。

目录

1 拿掉猪以后不再通胀 4
2 经济和就业低迷，核心 CPI 同比持续下行 4
3 猪周期见顶带动 CPI 回落 5
4 经济逐步恢复，基建和地产投资拉动 PPI 降幅收窄 6
5 货币宽松却未通胀：钱去哪了？ 7
6 双循环的三大抓手：新基建、城市群和放开生育 9

图表目录

图表：2019 年猪肉供给减少导致价格飙升.....4
图表：超级猪周期主导近两年 CPI 同比.....4
图表：经济低迷，核心 CPI 同比持续下行.....5
图表：服务消费有望回暖.....5
图表：8 月猪肉和鸡蛋价格上涨.....5
图表：8 月蔬菜价格上涨，水果价格下跌.....5
图表：8 月 PPI 同比回升.....6
图表：上游原材料价格上涨.....6
图表：生产资料价格同比显著回升.....6
图表：采掘和原材料工业价格同比显著回升.....6
图表：PPI 同比翘尾因素减弱.....7
图表：基建地产投资同比显著回升.....7
图表：M2 和社融存量同比重回两位数.....7
图表：核心 CPI 和 PPI 同比均处低位.....7
图表：居民收入增速持续放缓.....8
图表：社零增速逐年下滑.....8
图表：原油和大宗商品价格处于相对低位.....8
图表：美欧日央行资产负债表快速扩张.....9
图表：美国房价和股价持续上升.....9
图表：美国前 10%和后 90%的收入差距持续扩大.....9
图表：美国前 10%和后 90%的财富差距持续扩大.....9

1 拿掉猪以后不再通胀

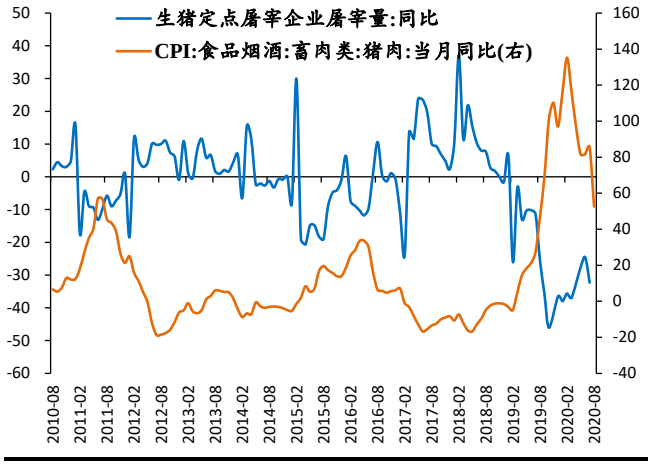
近期物价走势简单讲：随着经济逐步恢复和猪价回落，CPI 高位回落后在 2.5%左右保持稳定，PPI 在负增长区间温和回升；由于全球经济深度衰退，就业低迷，核心 CPI 同比持续下行，8 月降至 0.5%的历史低位；随着猪肉供给恢复，猪价趋稳甚至有所回落，猪通胀不再；拿掉猪以后不再通胀，通胀不再是制约货币政策的主要障碍，货币政策在稳增长和控风险之间寻求平衡，即跨周期调节。

去年由于“超级猪周期”导致 CPI 飙升，引发宏观经济领域分歧，有的观点建议收紧货币政策加息，我们提出“拿掉猪以后都是通缩”。事实上，无论随后的物价走势和货币政策取向都验证了我们的科学分析。

近两年 CPI 同比主要由猪周期主导。猪肉消费在 CPI 一篮子商品和服务中占比 2.5-3.5%，权重较高，同时猪肉价格波动幅度大、持续时间长，因此对 CPI 同比产生巨大影响。受非洲猪瘟、环保限养冲击以及猪周期自身触底，2019 年猪肉供给大幅减少，价格飙升，CPI 同比由年中的 2.7%快速升至年末的 4.5%。

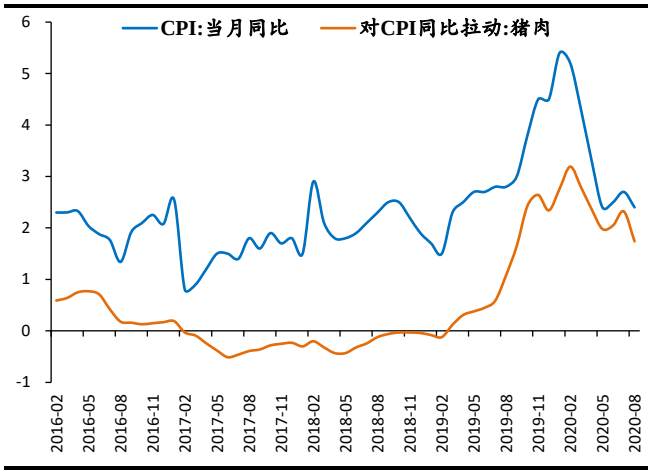
近期猪肉供给有所改善，但需求持续增加，8 月猪肉价格环比上涨 1.2%，较上月回落 9.1 个百分点。CPI 持续回落至通胀警戒线以下。8 月 CPI 同比 2.4%，较上月下降 0.3 个百分点；环比 0.4%，较上月下降 0.2 个百分点。

图表：2019 年猪肉供给减少导致价格飙升



资料来源：Wind，恒大研究院

图表：超级猪周期主导近两年 CPI 同比



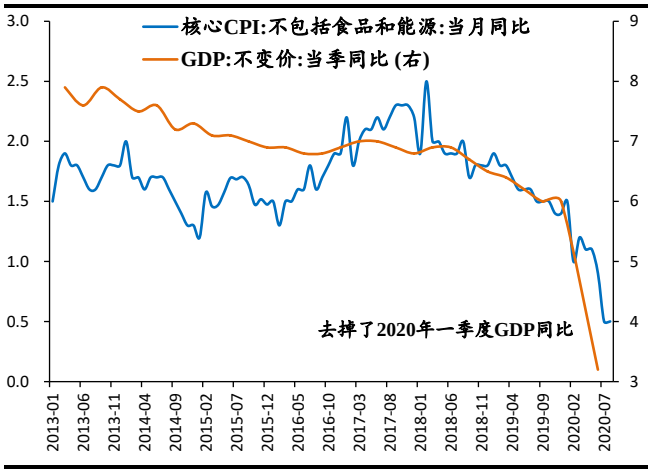
资料来源：Wind，恒大研究院

2 经济和就业低迷，核心 CPI 同比持续下行

8 月剔除食品和能源价格的核心 CPI 同比处于 0.5%的历史低位，与上月持平。核心 CPI 同比自 2018 年以来持续下行，与经济下行趋势相一致。受疫情冲击，2020 年核心 CPI 同比进一步下滑。

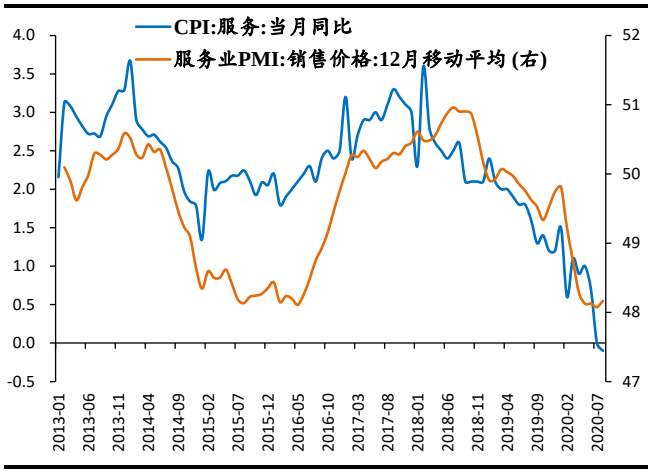
随着国内疫情得到有效控制，居民消费尤其是服务消费回暖，核心 CPI 有望逐步低位回升。

图表：经济低迷，核心 CPI 同比持续下行



资料来源：Wind，恒大研究院

图表：服务消费有望回暖



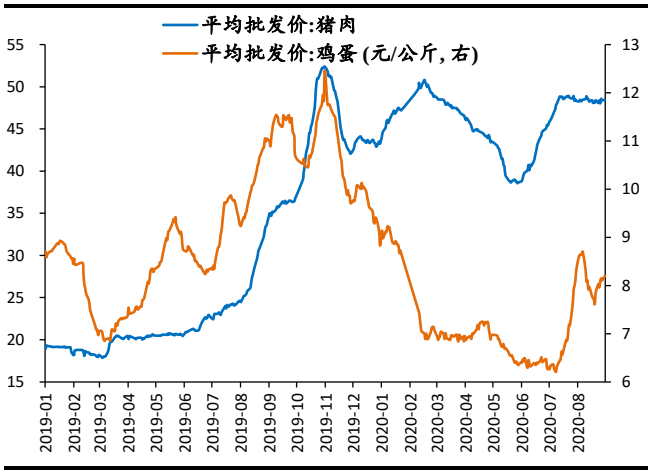
资料来源：Wind，恒大研究院

3 猪周期见顶带动 CPI 回落

8 月 CPI 同比 2.4%，较上月下降 0.3 个百分点；环比 0.4%，较上月下降 0.2 个百分点。

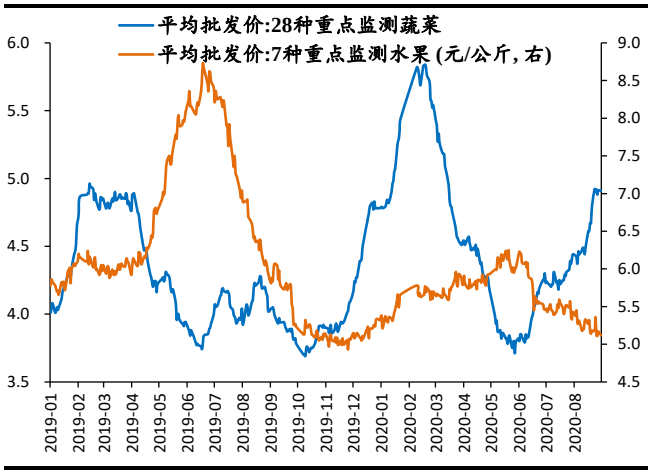
食品中，猪肉供给有所改善，但需求持续增加，价格环比上涨 1.2%，较上月回落 9.1 个百分点；受饲料成本上升、需求恢复及猪肉价格上涨带动等因素影响，牛肉、羊肉、鸡肉和鸭肉价格环比上涨 0.5-1.4%；蛋鸡存栏量仍处低位，夏季产蛋率不高，同时临近开学和中秋，需求增加较多，鸡蛋价格环比上涨 11.3%，较上月扩大 7.3 个百分点；受高温及降雨天气影响，鲜菜价格环比上涨 6.4%；鲜果供应充足，价格环比下降 0.4%。非食品价格由上月环比持平转为上涨 0.1%，为今年 2 月以来首次上涨。非食品中，受国际原油价格波动影响，汽油和柴油价格环比分别上涨 0.9%和 1.0%；暑期出行增多，飞机票和宾馆住宿价格环比分别上涨 7.3%和 2.1%。

图表：8 月猪肉和鸡蛋价格上涨



资料来源：Wind，恒大研究院

图表：8 月蔬菜价格上涨，水果价格下跌



资料来源：Wind，恒大研究院

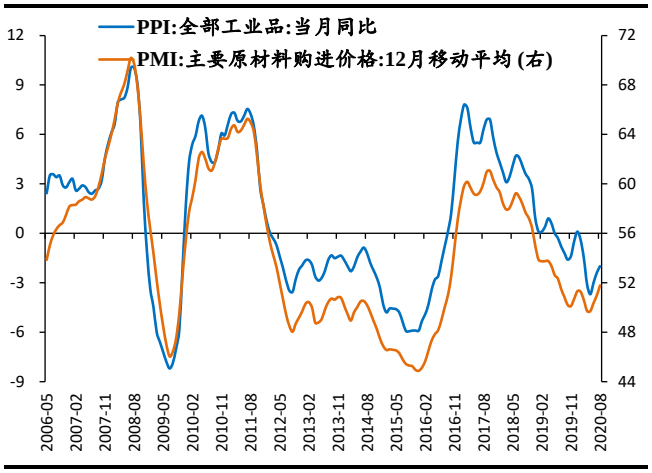
4 经济逐步恢复，基建和地产投资拉动 PPI 降幅收窄

8 月 PPI 同比-2.0%，降幅较上月收窄 0.4 个百分点；环比 0.3%，较上月下降 0.1 个百分点。

工业生产持续向好，市场需求继续恢复，原油、铁矿石和有色金属等国际大宗商品价格延续上涨势头，带动国内工业品价格继续回升。

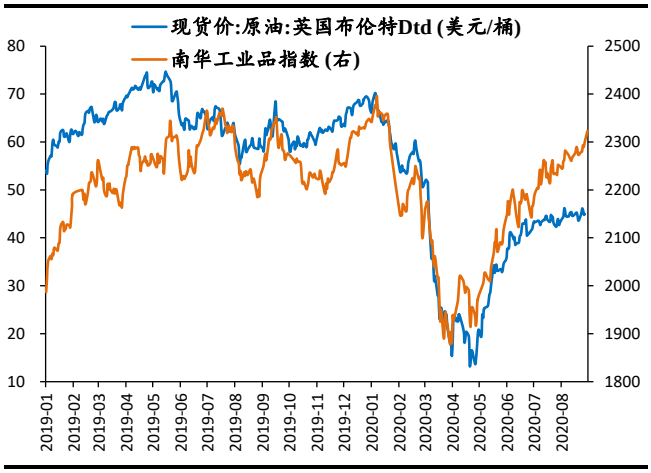
其中，石油和天然气开采业价格环比上涨 3.6%，石油、煤炭及其他燃料加工业价格环比上涨 1.2%，黑色金属矿采选业、黑色金属冶炼和压延加工业、有色金属冶炼和压延加工业价格环比分别上涨 4.3%、1.5%和 3.0%。

图表：8 月 PPI 同比回升



资料来源：Wind，恒大研究院

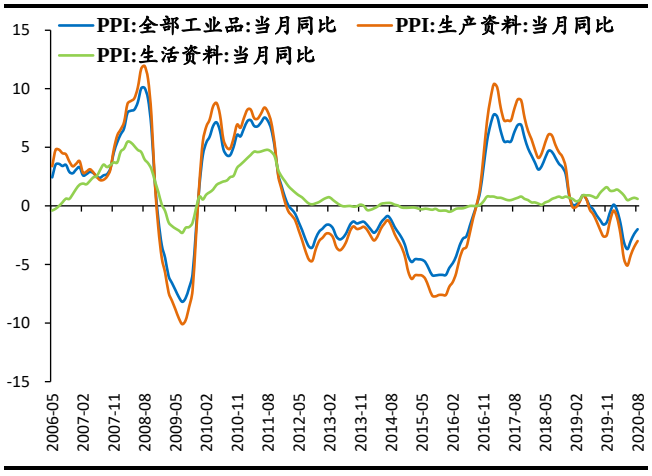
图表：上游原材料价格上涨



资料来源：Wind，恒大研究院

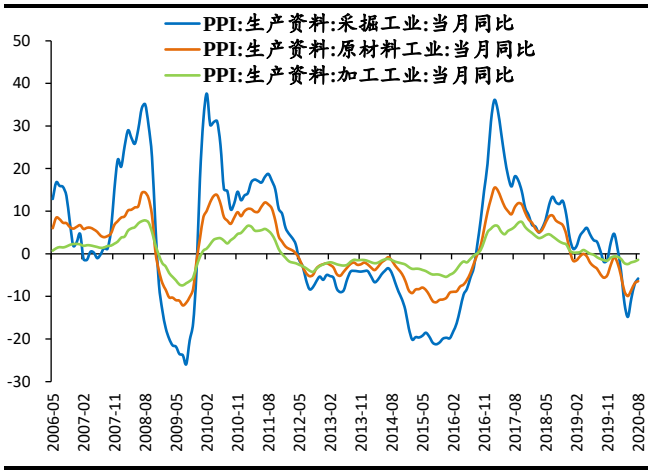
PPI 同比回升主因基建地产投资拉动上游原材价格上涨。终端消费低迷，生活资料价格同比低位徘徊；而基建地产投资较旺，带动生产资料价格同比由 5 月的-5.1%持续回升至 8 月的-3.0%。生产资料中，采掘和原材料工业价格同比回升最为显著，8 月同比降幅分别较 5 月收窄 9.0 和 3.5 个百分点。

图表：生产资料价格同比显著回升



资料来源：Wind，恒大研究院

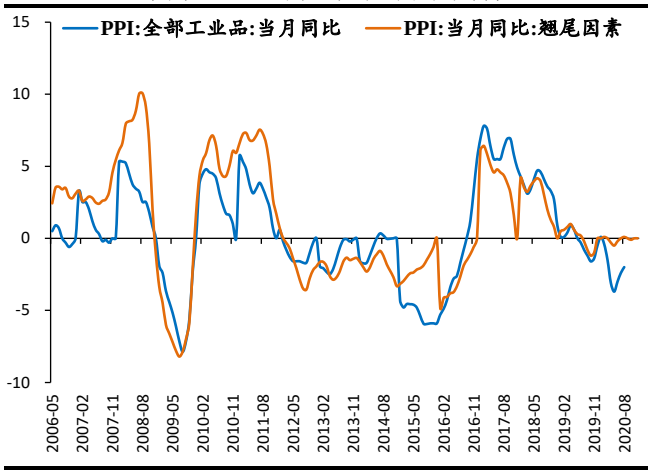
图表：采掘和原材料工业价格同比显著回升



资料来源：Wind，恒大研究院

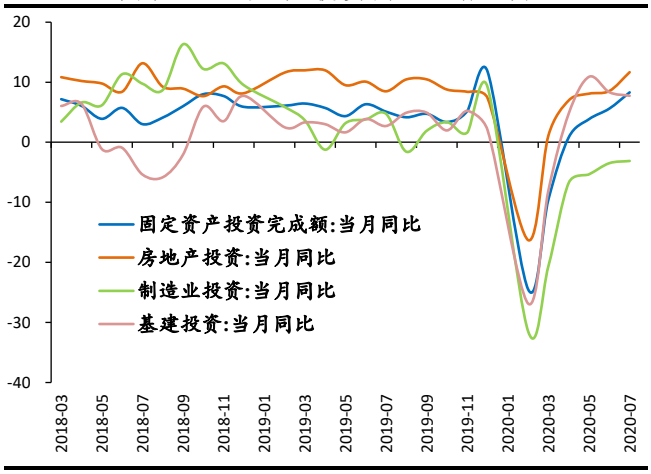
翘尾因素影响减弱，地产基建投资仍强，PPI 同比将继续回升。下半年翘尾因素基本在 0 附近，PPI 同比主要由新涨价因素驱动。地产销售投资持续回暖，7 月全国商品房销售面积和销售金额当月同比分别为 9.5%和 16.6%，房地产投资当月同比 11.7%。7 月基建投资当月同比 7.7%，连续四个月正增长，政策持续发力，后续基建投资有望提速。8 月建筑业商务活动指数为 60.2%，连续五个月高于 59%，继续维持高景气。

图表：PPI 同比翘尾因素减弱



资料来源：Wind，恒大研究院

图表：基建地产投资同比显著回升

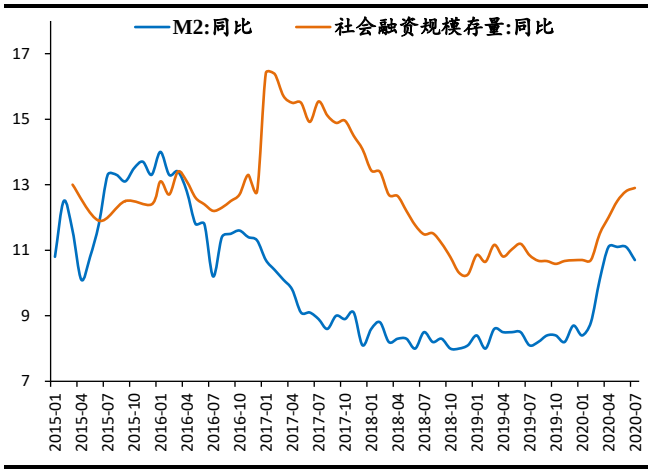


资料来源：Wind，恒大研究院

5 货币宽松却未通胀：钱去哪了？

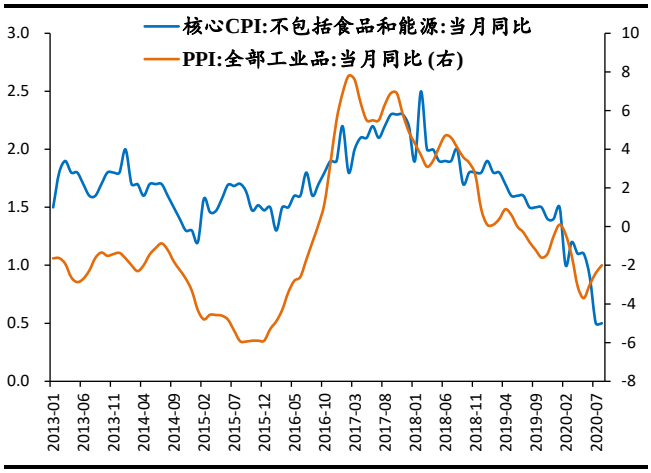
为应对疫情冲击，年初货币政策总量超宽松，5 月以来经济稳步恢复后转为结构性宽松。M2 和社会融资规模存量同比增速重回两位数，分别由 2019 年末的 8.7%和 10.7%回升至 2020 年 7 月的 10.7%和 12.9%。但同时，核心 CPI 和 PPI 同比均处低位，**为何货币宽松却未引发通胀？**

图表：M2 和社融存量同比重回两位数



资料来源：Wind，恒大研究院

图表：核心 CPI 和 PPI 同比均处低位

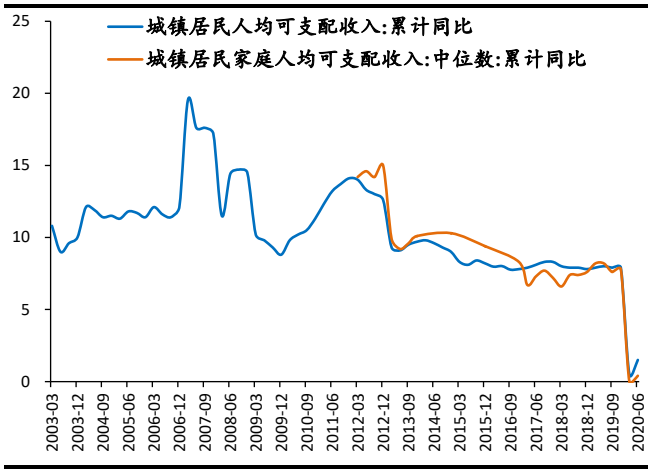


资料来源：Wind，恒大研究院

我们认为主要是五大原因：

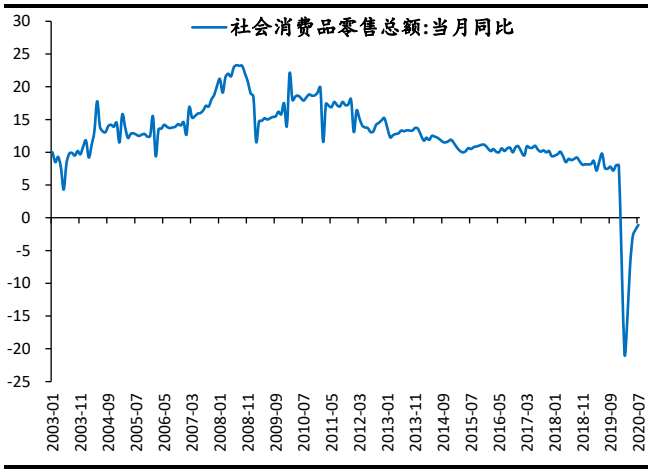
第一，通胀就是过多的货币追逐过少的商品，当前经济供求基本面不支持通胀。之所以没有引发通胀，就是因为增发的货币没有流向一般消费品。从 CPI 来看，居民收入增速放缓，就业低迷，消费需求疲软，中国“世界工厂”的生产能力强。从 PPI 来看，世界经济低迷，产油国面临囚徒困境，难以有效达成并遵守减产协议。

图表：居民收入增速持续放缓



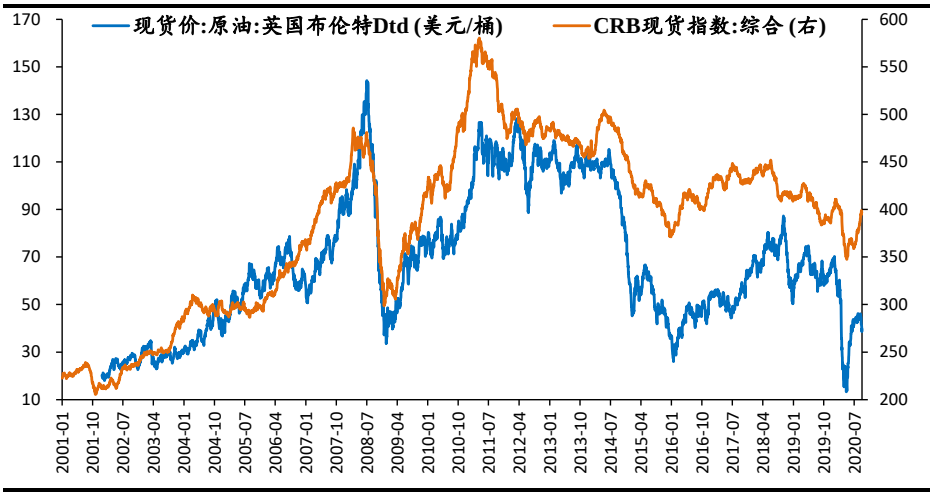
资料来源：Wind，恒大研究院

图表：社零增速逐年下滑



资料来源：Wind，恒大研究院

图表：原油和大宗商品价格处于相对低位



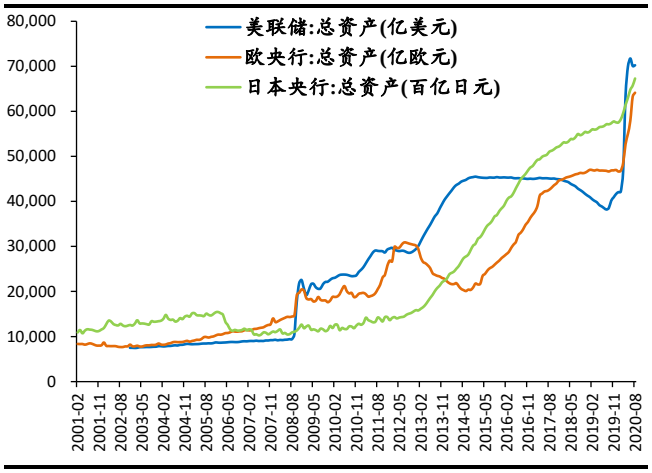
资料来源：Wind，恒大研究院

第二，货币流通速度下降对冲了货币增发，宽货币没有传导至宽信用。经济低迷，消费者和投资者信心不足，社会交易活动减少，货币流通速度下降。费雪交易方程式 MV=PT 的等号左边，虽然货币发行 M 大幅上升，但是货币流通速度 V 却显著下降，削弱了货币宽松的效果。

第三，实体经济不再是货币交易的主体。货币放水引发通胀其实有一个重要前提假设，那就是数量方程式等号右边中的全社会交易量 T 主要由新增商品和服务（即 GDP）构成，这在费雪那个时代也许大致成立，但如今已不再适用。货币除了用于增量的 GDP 交易以外，还可用于存量的财富交易，以及资本市场等虚拟经济交易。目前虚拟经济的规模远大于实体经济，若继续沿用旧的分析逻辑，自然会导致误判。

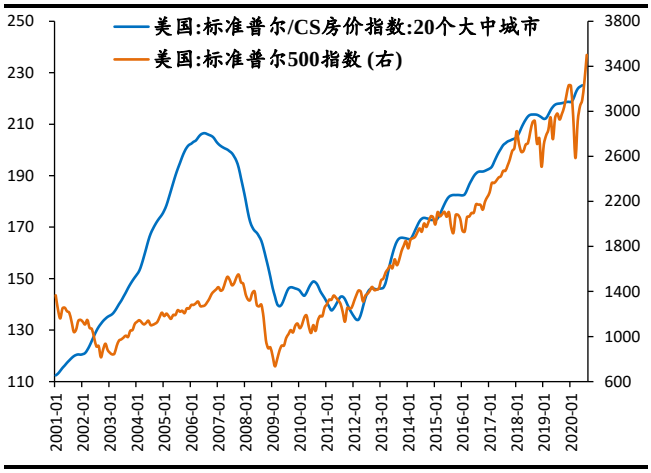
第四，相较于实体经济，资产市场和债务市场越来越多地吸纳剩余流动性，导致货币宽松却没有引发通胀，而是债务堆积、资产价格上涨和宏观杠杆率上升。股市、债市、房市、汇市、商品等资产越来越庞大，沉淀的资金越来越多，导致吸纳货币的能力越来越大。同时，政府和企业债务规模持续上升，既大量派生信用货币，又使得派生出的货币被固化在债务偿还当中。

图表：美欧日央行资产负债表快速扩张



资料来源：Wind，恒大研究院

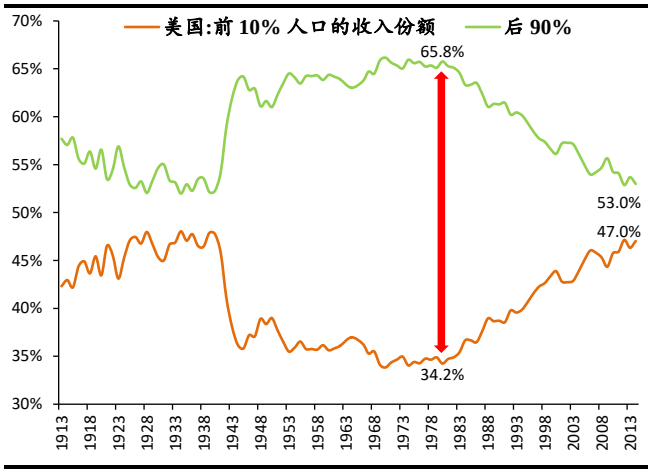
图表：美国房价和股价持续上升



资料来源：Wind，恒大研究院

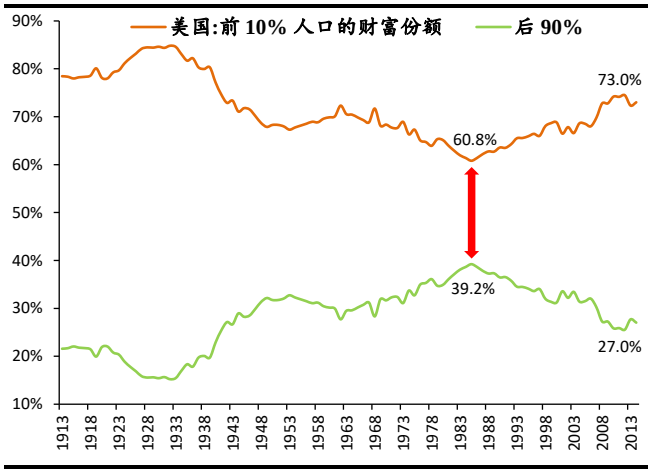
第五，资产价格上升加剧贫富差距，抑制消费和通胀，并引发民粹主义。2008 年国际金融危机之后，美联储投放天量货币，美国房价和股价持续大幅上涨，贫富差距拉大，民粹主义兴起，逆全球化涌动，政治极化加剧，“占领华尔街”运动、桑德斯和特朗普等反建制派崛起都是突出表现。社会消费低迷，经济下行，资金继续流向资本市场，形成货币-实体-资产的新循环。

图表：美国前 10%和后 90%的收入差距持续扩大



资料来源：Wind，恒大研究院

图表：美国前 10%和后 90%的财富差距持续扩大



资料来源：Wind，恒大研究院

6 双循环的三大抓手：新基建、城市群和放开生育

中央提出“双循环”大战略，强调要“加快形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局”。当前国内外形势复杂严峻：外部，中美贸易摩擦持续升级，逆全球化思潮涌动，中美产业链和技术链局部“脱钩”风险上升；内部，人口老龄化加速到来，人口红利逐渐消失，经济面临增速换挡、新旧动能转换。

我们认为，“双循环”的核心是对内扩大内需、对外提升产业链安全，关键是三大抓手：“新基建”、城市群和放开生育。这是这些年我们在公共政策领域的三大建言和呼吁，但进展不同，“新基建”已经从学

术讨论走向国家战略，城市群逐渐走向社会共识但尚未完全落实到公共政策，而全面放开生育则面临巨大的学术分歧和社会争议。

第一，大力推进“新基建”以应对经济下行、中美贸易摩擦和打造中国经济新引擎。“新基建”短期有助于扩大有效需求、稳增长、稳就业，长期有助于增加有效供给，释放中国经济增长潜力，培育新经济、新技术、新产业，推动改革创新，改善民生福利。

第二，加快推进以城市群都市圈为主导的新型城市化。尊重产业和人口向优势地区集聚的客观规律；建立健全宅基地自愿有偿退出机制，以常住人口增量为主要标准供给城镇用地，地随人走，人地挂钩；优化城镇用地在地区和城市之间的配置，推进市场化的跨省换地和利益分享机制。

第三，尽快全面放开并鼓励生育，积极构建生育支持体系和应对老龄化的制度和社会体系。一是实行差异化的个税抵扣及经济补贴政策，覆盖从怀孕保健到 18 岁或学历教育结束。二是加大托育服务供给，大力提升 0-3 岁入托率从目前的 4%提升至 40%,并对隔代照料实行经济鼓励。三是进一步完善女性就业权益保障，并对企业实行生育税收优惠，加快构建生育成本在国家、企业、家庭之间合理有效的分担机制。四是加强保障非婚生育的平等权利。五是加大教育医疗投入，保持房价长期稳定，降低抚养直接成本。

恒大研究院简介

恒大研究院（恒大智库有限公司）成立于2018年1月，是恒大集团设立的科学研究机构，以“立足企业恒久发展　服务国家大局战略”为使命，追求成为国内顶级研究院，致力建成中国特色新型智库。研究院对内为集团领导决策提供研究咨询，为集团发展提供研究支持；对外建设成为杰出的经济金融市场专业研究领导者，建立与社会公众和公共政策沟通的桥梁，传递企业社会责任的品牌形象。

免责声明

本报告由恒大研究院（恒大智库有限公司）提供，仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，所提供信息均来自公开渠道。本公司尽可能保证信息的准确、完整，但不对其准确性或完整性做出保证。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，相关的分析意见及推测可能会根据后续发布的研究报告在不发出通知的情形下做出更改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

市场有风险，投资需谨慎。本报告中的信息或所表述的意见仅供参考，不构成对任何人的投资建议。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的损失负责。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“恒大研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自引用、刊发者承担。

本公司对本免责声明条款具有修改和最终解释权。

行业投资评级的说明：

推荐：研究员预测未来半年行业表现强于沪深300指数；

中性：研究员预测未来半年行业表现与沪深300指数持平；

减持：研究员预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

联系我们

	北京	上海	深圳
地址：	北京市朝阳区东三环中路5号财富金融中心6层607-608（100020）	上海市黄浦区黄河路21号鸿祥大厦11楼（200003）	广东省深圳市南山区海德三道1126号卓越后海中心37楼（518054）
E-mail:	hdyanjiuyuan@evergrande.com	hdyanjiuyuan@evergrande.com	hdyanjiuyuan@evergrande.com