太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

2020-08-10

宏观研究报告

货币供给与供需矛盾看通胀上行的风险

宏观研究报告

宏观分析师：袁野

电话：15810801367

Email：yuanye@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1250117080032

相关报告：

1.《从省级到市级的地方政府隐性债务测算》—2018/08/29

2.《全球债务观察》—2019/04/12

3.《经济转型期的日本与韩国：人口、资本与股市》—2019/06-10

4.《特朗普大选的隐忧：10 万条新闻大数据的启示》—2019/06/19

5.《从各国房地产税政策中探寻中国模式》—2019/07/18

6.《老旧小区改造的宏微观效应》—2019/07/19

7.《如何启动农村市场：钱、地、人的乡村振兴》—2019/08/01

8.《美国菲律普斯曲线平坦化证伪——特朗普如何结束贸易战》—2019/09/10

9.《2.5 万亿减税降费后，明年财政如何稳增长？》—2019/11/10

10.《警惕 2020 年基建投资的下行风险》—2020/01/22

11.《“传统基建”与“新基建”——从全国到区域的国际比较分析》—2020/05/20

12.《对经济政策的理解：功能与目标错配》-2020/6/20

核心观点：

今年以来，央行的货币政策指引当中，开始不断出现平衡通胀的要求。如果通胀如预期，全年持续下行、前高后低，那么目前对通胀的担忧就显得有点过头。通胀会不会再来？我们试图从物价的货币供给论与物价的供需理论寻迹。

从对 CPI 的权重修正看，目前的 CPI 有低估的可能（仅作数据计算讨论，不考虑现实意义）。从货币供给与供需情况看，通胀风险不容小觑。

风险提示：疫情对需求的影响。

目录

一、通胀源起 1

二、调整权重再看 CPI 1

（一）CPI 各分项权重变化测算 1

（二）房租价格如何计入 3

三、货币供给决定通胀水平 4

四、供需矛盾的通胀隐患 5

图表目录

图 1：总供求决定的通胀水平.....1
图 2：货币供求决定的通胀水平.....1
图 3：美国 PCE 物价指数各分项权重.....2
图 4：美国 CPI 各分项权重.....2
图 5：美国 CPI 住房租金与房价.....3
图 6：中国 CPI 住房租金与房价.....3
图 7：简单调整食品与居住权重的 CPI 变化.....4
图 8：M2 与核心 CPI.....4
图 9：计入房价的核心 CPI 与 M2.....4
图 10：供需缺口与核心 CPI（截至 2019 年年底）.....5
图 11：供需缺口与核心 CPI.....5
图 12：工业增加值与 PPI（截至 2016 年年底）.....6
图 13：工业增加值与 PPI.....6

表 1：2011 年居民消费支出结构与 CPI 各项权重.....2
表 2：中国 2016 年 CPI 的权重结构以及对最新 CPI 的权重回归结果.....3

今年以来，央行的货币政策指引当中，开始不断出现平衡通胀的要求。如果通胀如预期，全年持续下行、前高后低，那么目前对通胀的担忧就显得有点过头。通胀会不会再来？我们试图从物价的货币供给论与物价的供需理论寻迹。

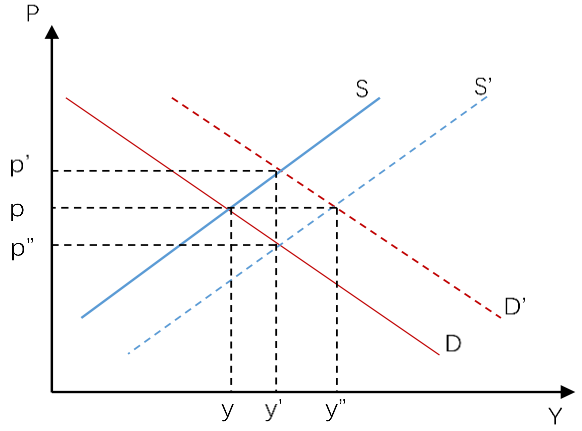
一、通胀源起

在凯恩斯主义经济学中，通胀产生的原因为经济体中总供给与总需求的变化导致物价水平的移动。而在货币主义经济学中，当市场上货币发行量超过流通中所需要的货币量时，就会出现纸币贬值物价上涨，进而导致购买力下降，发生通货膨胀。该理论也被总结为：MV=PT。二者相通之处在于，货币供给增加，拉动有效需求扩张，带动价格上行。理论上：

从总供求的角度：供给扩张与物价变动反向，而需求扩张则与物价同向。

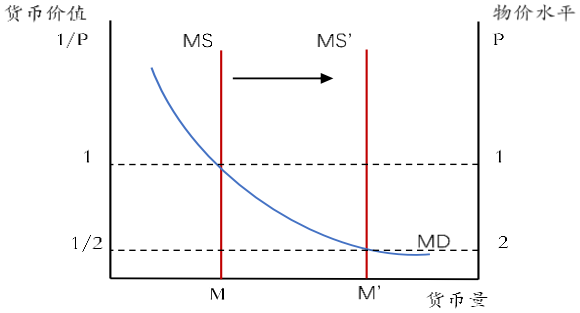
从货币供给的角度：货币扩张，利率下行，物价上涨。

图 1：总供求决定的通胀水平



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图 2：货币供求决定的通胀水平



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

二、调整权重再看 CPI

（一）CPI 各分项权重变化测算

（此部分测算仅是纯数据讨论，没有考虑现实意义）

货币作为一般等价物，其本身的价值可忽略不计。其使用价值即允许拥有者换取衣食住行等生活所需与生活所享。因此，控制由货币衡量的价格，即是为了稳定居民的日常生活。从这一点出发，各国对于通胀的测量就应以居民消费分项的占比为权重依据，力求通胀测量

请务必阅读正文之后的免责条款部分

的客观性，进而成为宏观政策有效调控的重要依据。

各国对于通胀的统计，基本都遵循居民消费权重占比的原则，其中也有不同的侧重。如美国的 CPI 与美联储重点关注的 PCE 物价指数其分项就有不同的权重。二者最大的差别在于对住房与医疗保健的权重配比。美国的 CPI 住房权重配比较高，而 PCE 物价指数中医疗保健的权重配比较重（按月发布）。

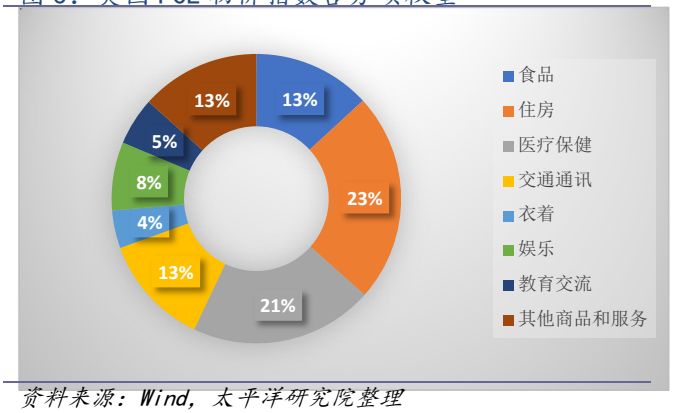
我国的 CPI 统计中，各分项的权重跟随经济的五年规划，每五年发布一次权重变动。因此，我们目前看到的仍是 2016 年的权重结构。从可观察数据来看，其权重的配比 2011 年之前，同样以居民各项的消费占比为依据。但遗憾的是 2011 年之后，统计年鉴中已不再发布居民各项支出的数据。对于 CPI 权重每年甚至每月的微调更是无从观察。

表 1：2011 年居民消费支出结构与 CPI 各项权重

	食品烟酒	衣着	生活用品及服务	医疗保健及个人用品	交通和通讯	教育文化和娱乐	居住	其他
2011年居民消费支出结构	30	8	6	10	11	12	16	7
2011年CPI官方权重	31.39	8.54	5.84	9.04	9.25	14.15	17.82	3.97

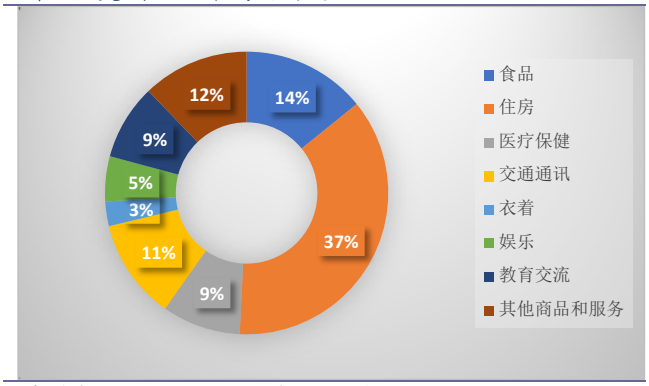
数据来源：Wind，太平洋研究院整理

图 3：美国 PCE 物价指数各分项权重



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图 4：美国 CPI 各分项权重



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

我们采用向量自回归模型对 2020.1-2020.6 的 CPI 权重进行纯数学测算，结果如表 2 所示。与 2016 年的权重相比，调整最大的是衣着、生活用品、医疗保健以及教育文化娱乐的权重。其中衣着的权重接近于美国 CPI 的衣着权重，教育文化和娱乐的占比明显偏低，但均符合新冠疫情对消费支出影响的逻辑。

食品烟酒的权重，2011 年以来几乎没有发生过变化，一直稳定在 30%左右。其中尤因猪肉价格波动最大，进而成为左右 CPI 变动的最主要因素。如果按照消费支出比重确定 CPI 分项权重的逻辑，虽然我们没有年度消费支出数据可参考，但可以参考恩格尔系

数（居民食品支出金额在消费支出总金额中所占的比例）。2011—2019 年，城镇居民恩格尔系数下降 24%，农村居民恩格尔系数下降 24.7%。如果以此下降幅度测算，目前的食品分项权重应调整至 22.5%。

表 2：中国 2016 年 CPI 的权重结构以及对最新 CPI 的权重回归结果

	食品烟酒	衣着	生活用品及服务	医疗保健及个人用品	交通和通讯	教育文化和娱乐	居住	其他
中国2016年CPI权重结构	29.99	8.51	4.74	10.34	10.35	14.15	20.02	1.90
2019-2020年的回归结果	30	2.47	13.8	14.54	11.6	5.89	19.7	2

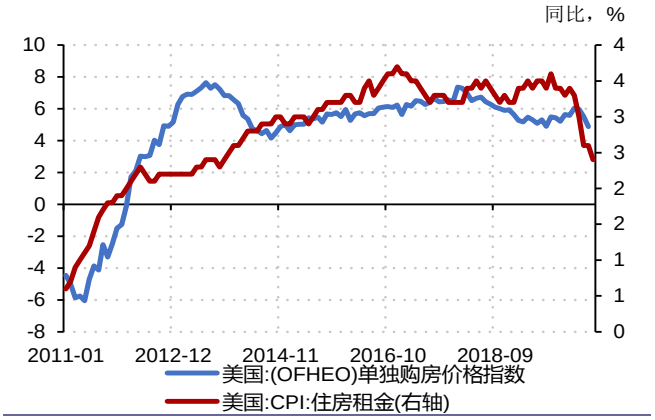
数据来源：Wind，太平洋研究院整理

（二）房租价格如何计入

CPI 中的居住分项分为租赁住房房租与水电燃料两个科目。水电燃料跟石油价格关系较大，波动可观，但通过全耗散系数的测算，我国 CPI 统计中，石油价格的波动对 CPI 整体的影响十分有限。租赁住房房租价格波动不大，波动范围基本框定在 0-5%的区间。国际惯例不将房地产价格直接纳入 CPI 统计中，联合国 SNA 推荐使用等值租金法与使用者成本法，估计房产租金价格。美国采用的是等值租金法，租金等于拥有此房产月度支出（贷款偿还、税金等），其波动接近于房价变化。我国在计算房租时采用采用成本法，即自有住房折价租金，其波动与房价变化偏离较大。

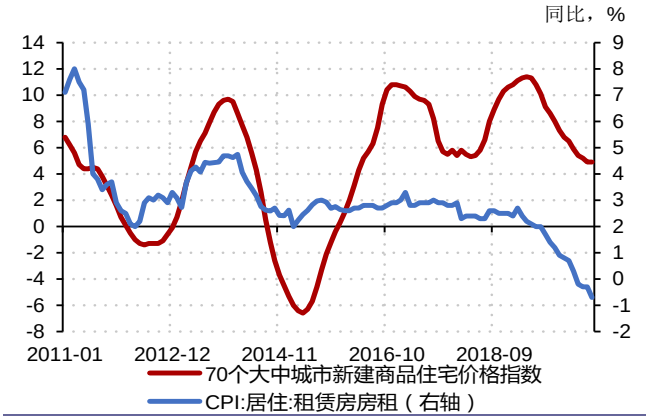
从租赁房房租的 CPI 权重看，统计部门基于建筑成本估算的虚拟租金可能低估了居民居住支出的整体水平。房屋租金权重国际平均水平在 30%左右。此处我们仅简单的将食品分项下调的 7.5 个百分点的权重，计入居住分项，并用 70 大中城市新建商品住宅价格增速修正租赁房房租，再看 CPI 的变动。目前仍在 3%以上，且有拐头向上趋势。

图 5：美国 CPI 住房租金与房价



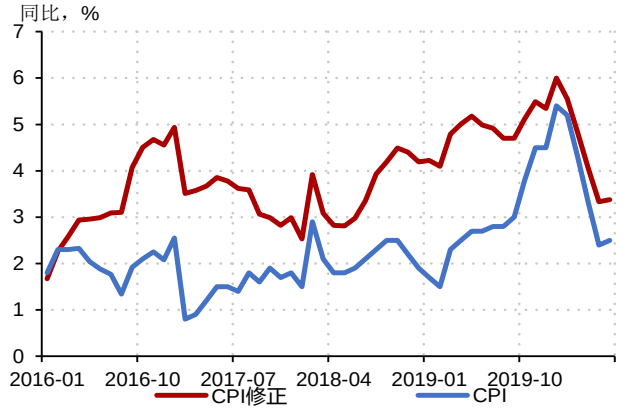
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图 6：中国 CPI 住房租金与房价



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图 7：简单调整食品与居住权重的 CPI 变化



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

三、货币供给决定通胀水平

“一切通胀都是货币现象”。货币供给扩张，即所谓的货币宽松政策通过刺激总需求，进而带动物价与产出的同向增长。我国货币供给主要依靠以商业银行为主的间接融资系统。08 年金融危机后 M2 同比增长持续两位数运行，直到 2017 年供给侧改革开始，M2 同比增速降至个位数水平，持续维持在 8%左右，直至新冠疫情爆发。

鉴于我国 CPI 统计受猪肉价格变动的干扰较大，我们采用去除食品与能源价格的核心 CPI，并同样采用 70 大中城市新建住宅价格修正核心 CPI。同时考虑到货币供给的传导时滞。从图 9 可以看出，货币供给依然较好的决定着核心通胀的水平。未来核心通胀的上行风险依然较大。

图 8：M2 与核心 CPI



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图 9：计入房价的核心 CPI 与 M2



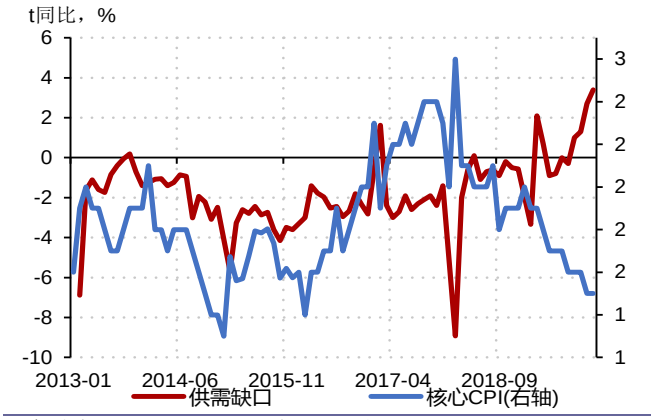
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

四、供需矛盾的通胀隐患

4 月经济数据开始回升以来，一直体现出供给修复快于需求的局面。理论上讲，供给扩张将带动物价同步下降。需求扩张将带动物价同向上涨。因此，以供给、需求的差值衡量的供需缺口，理论上应与物价呈现反向波动形态。即供需缺口为正值时，应看到物价的下行；而供需缺口为负值时，则应看到物价的回升。我们用工业增加值代表供给端，剔除物价影响后的社零代表需求端。其增速的差值代表供需缺口。

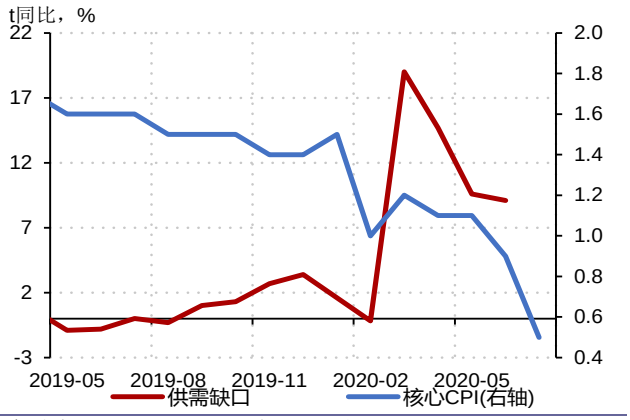
如图 10 所示，2013—2019 年，核心 CPI 与供需缺口基本符合理论逻辑。值得注意的是 2014-2016 年，物价与供需缺口出现了同步变动的形态。实际情况来看，2014-2016 年我国出口累计同比是 2000 年后首次进入负值区间。合理的猜想：原有供给格局供应（内需+外需）两部分需求。外需的收缩，可能导致现有供给出现短期过剩，进而也引发了 2017 年的供给侧改革。若如此，供给相对需求的收缩可能并不会引起物价的上涨，反而可能维持下降的态势。如此来看 2020 年，供需缺口与物价再次出现了同向下滑的情况。在外需持续超预期的前提下，是否再次出现了供给的短期过剩?

图 10：供需缺口与核心 CPI（截至 2019 年年底）



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图 11：供需缺口与核心 CPI(2019.5-2020.7)

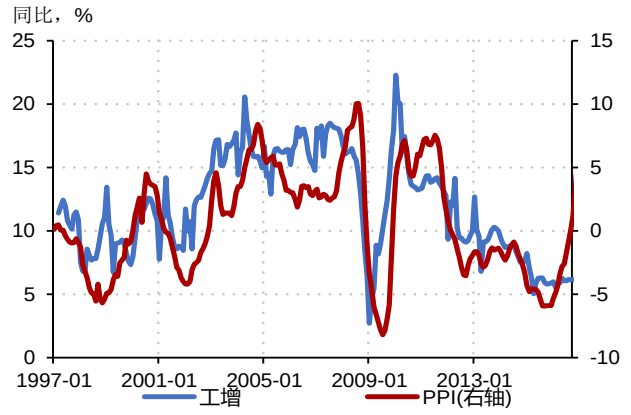


资料来源：Wind，太平洋研究院整理

单从供给端考察，从 PPI 与工增的相关变动形态来看，2017 年之前，价格与产出的同向变化按照供需理论可以认为是需求主导的结果。2017 年以后，工增与 PPI 出现了明显的反差，此种形态表明生产端由需求主导转向供给主导。进一步理解，如果是供给过剩的局面，至少也不应由供给主导价格变化。从这点来看，至少说明 2020 年并没有出现

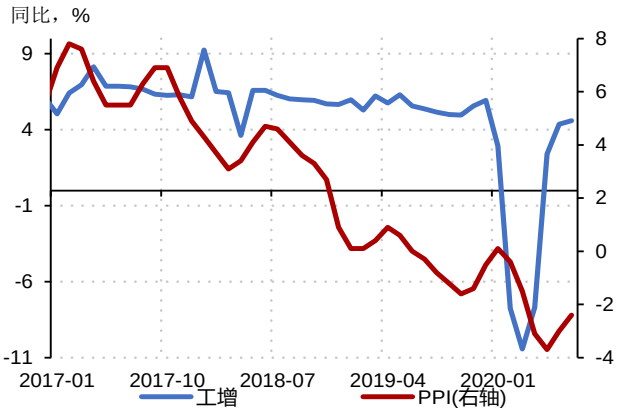
供给过剩的局面。那么，供需缺口与物价的同向下滑可能存在两种原因，一是工增统计的是规模以上企业的情况，其中是否存在统计偏差的问题。二是，如果工增反应真实的情况，那么实际供给弱于实际需求很可能再次出现通胀的结果。这也符合货币供给与物价的判断。

图 12：工业增加值与 PPI（截至 2016 年年底）



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图 13：工业增加值与 PPI(2017.1-2020.7)



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

风险提示：下半年农产品供求对物价上涨的影响。

销 售 团 队

职务	姓名	手机	邮箱
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦洪涛	13269328776	weiht@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华东销售副总	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	Guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	Xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhafl@tpyzq.com
华南销售	张静雯	18589058561	zhangjw@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com

太平洋证券
PACIFIC SECURITIES

研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。