

经济转型期，物价弱周期

——宏观视角解读物价

申银万国期货研究所

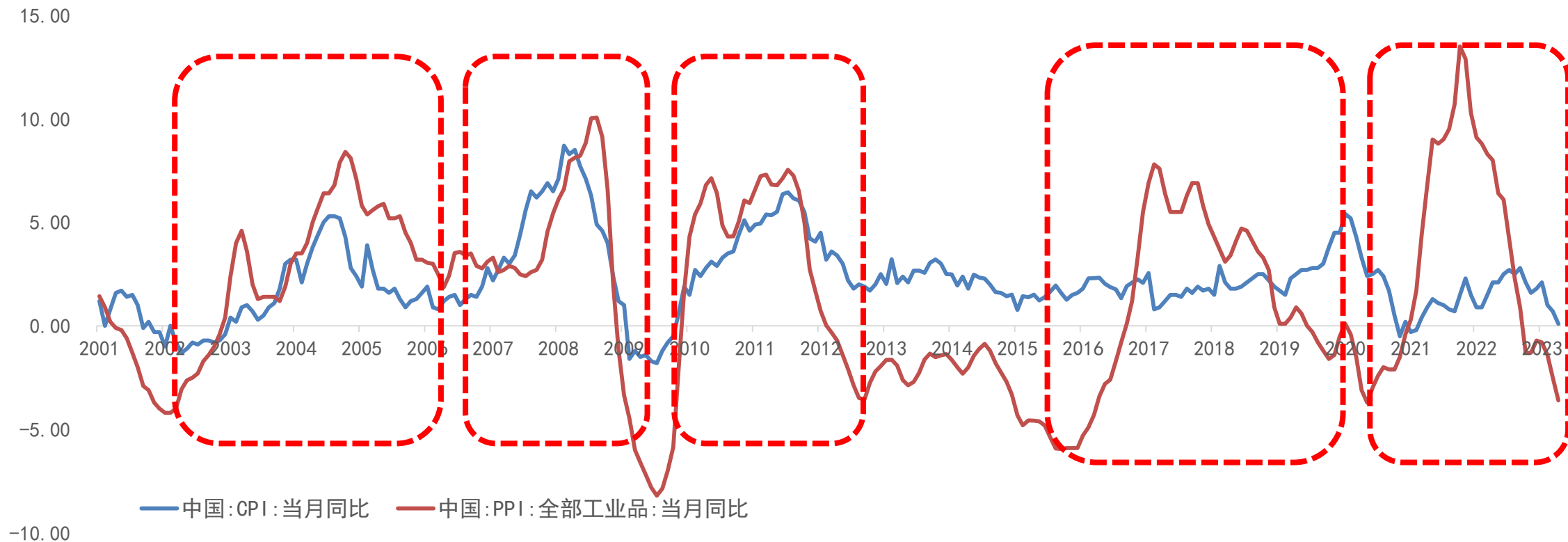
汪洋 从业资格：F0306430

投资咨询：Z0002320

2023年12月

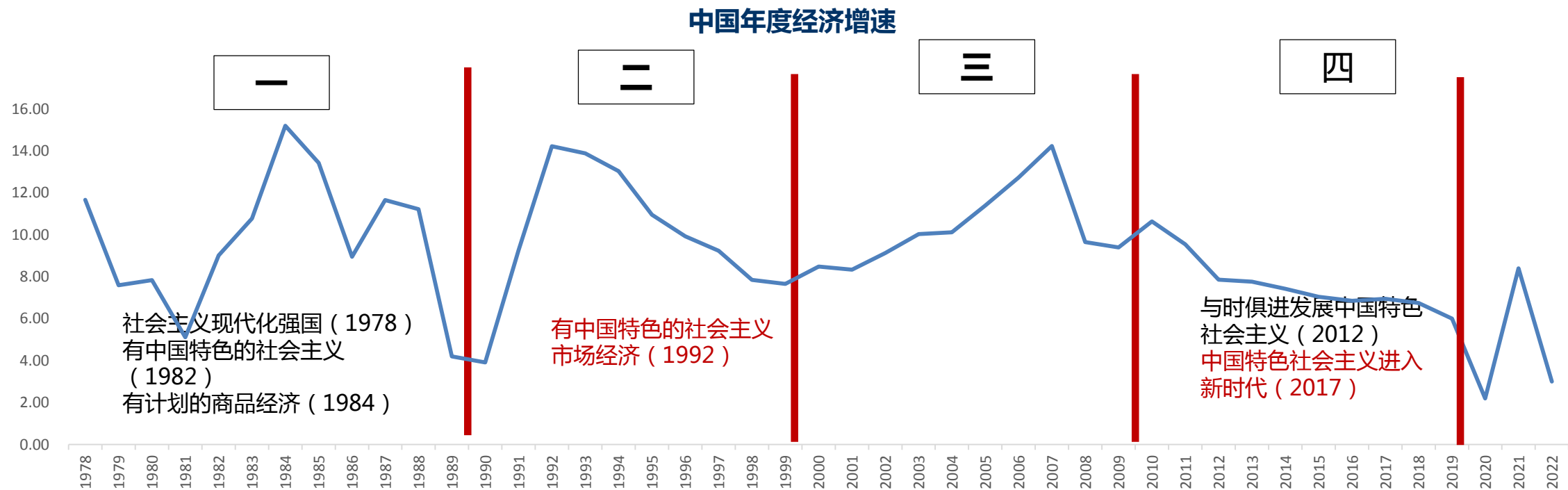
消费品和工业品价格均处于新世纪以来第五次下行周期

我国工业品和消费品价格指数



- 工业品价格持续回落，反映的是工业周期的走弱。
- 对比居民贷款增长的趋势与工业品价格的周期，可以发现二者高度一致。在居民信贷扩张放缓的阶段，房地产销售通常走弱，进而影响房企的融资-拿地-投资链条，影响下游消费，也影响地方财政收入。在居民的信贷增长没有显著改善之前，工业周期大概率将维持弱势。

我国经济长期动能的切换，新老支柱产业替换保持经济中速增长



1919年五四运动中国现代史，1949年新中国建立开启当代史，1979年改革开放。。。2019年。。。2022年。。。

- 第一个十年（1979-1988）：农村和企业承包制改革提供主要动能
- 第二个十年（1989-1998）：价格闯关、南巡、开发区和国企产权改革
- 第三个十年（1999-2008）：入世提供主要动能，产业链建设
- 第四个十年（2009-2018）：市场化改革（要素价格改革、自贸区、国企改革、人民币国际化），四万亿
- 第五个十年（2019-）：防范化解重大风险，创新。。。与第二个十年类似，尽管政策方面有诸多探索和尝试，但中国经济目前仍然处在新动能的形成阶段

2023年国内经济回顾：政策暖煦、化解风险、稳定经济

■ 复苏回档

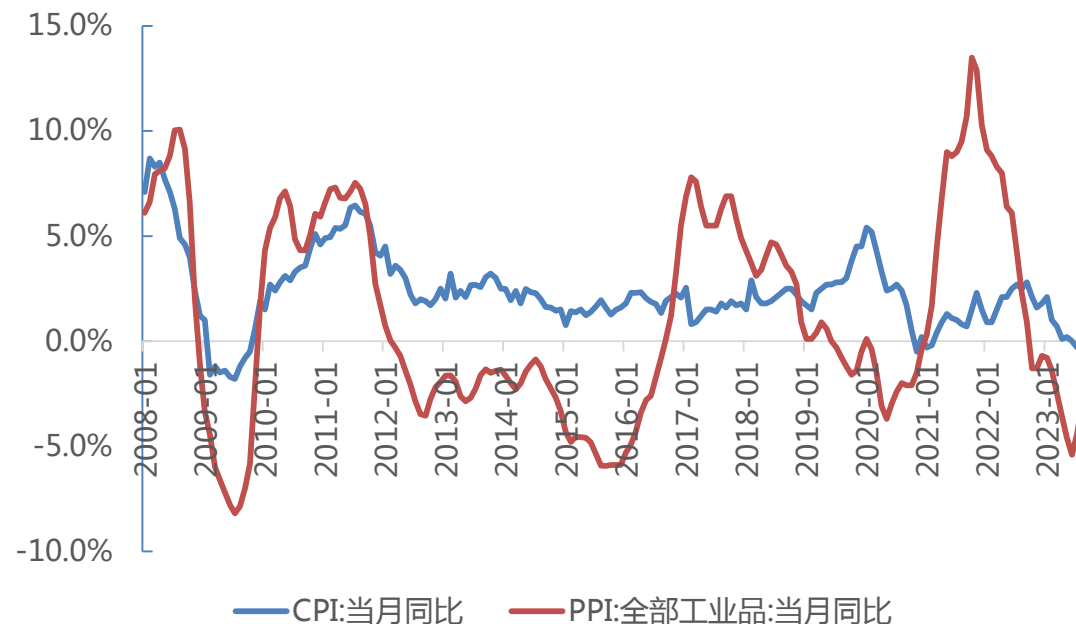
- 8月份以来一系列宏观政策效果初步体现
- PMI重回扩张区间
- 政策暖煦，利率下行，宽信用效果有初步体现

■ 地产低迷

- 地产是长周期逻辑，阶段性仍慎重
- 地产核心症结在量，不在价
- 龙头房企风险尚未完全出清

■ 物价低谷已过

- 上下游分化下核心CPI维持低位，PPI降幅收窄
- 中国没有通缩基础通缩，是最不需要担忧的
- 货币不是万能，没有货币万万不能



各式“通缩”

	M2	CPI
中国	不低	略低
美国	低	高
日本	低	低

目 录

1

宏观看物价

2

如何稳物价

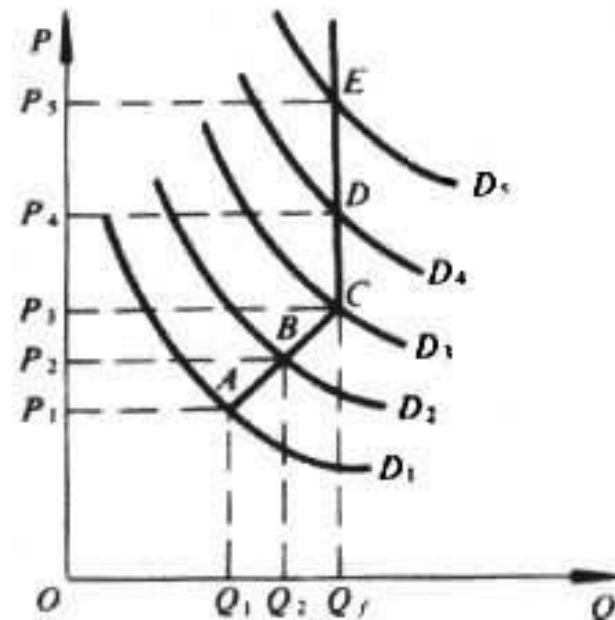
3

境外通胀案例

1、物价的宏观决定力量（理论）：经济周期、流动性周期

- 对通货膨胀的成因、性质和治理对策，经济学界已形成较为完整和系统的理论，大致可以分为两类：
- **第一类把通货膨胀视为一种宏观经济现象，而不仅仅是货币现象，从总供给和总需求的关系解释通货膨胀。**
 - 由菲利普斯曲线反映失业率和通货膨胀之间存在的此消彼长的关系，说明了经济增长和稳定物价之间的矛盾；同时，适度的物价上涨后能刺激投资和产出，从而促进经济增长。
 - 从宏观经济考虑，又可以分为需求拉升的通胀和成本推动的通胀，考虑国外因素，还有输入性的通胀。通货膨胀像其他任何经济现象一样，都是市场经济活动主体在其主观意识支配下从事某种或某些行为而生成一个结果，这里的“主观意识”实际上就包括经济活动主体的理性预期。人们对通胀的预期，强烈的影响到通胀的走势，因此，还应考虑预期对通胀的影响。
- **第二类是从货币的角度进行的研究，形成了货币数量理论学说。**该理论认为在其他条件不变的情况下，物价水平的高低和货币价值是由发行的货币的数量决定的，也就是弗里德曼学说所认为的通货膨胀在本质上都是一种货币现象，是由于流通中的货币数量超过实际需求所造成的。
- 货币数量理论中数量方程式：

$MV=PT$ ，式中， M 为流通中的货币数量， V 为货币的流通速度， P 为一般物价水平， T 为社会总交易额。

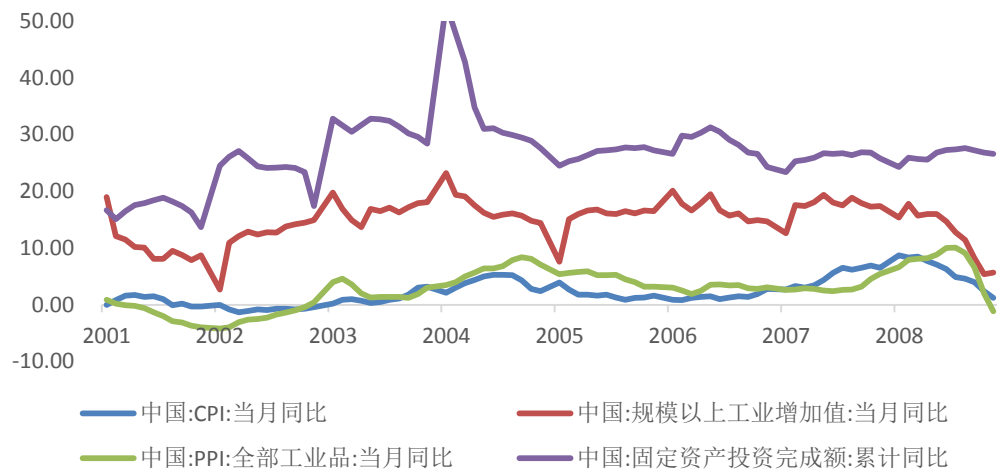


资料来源：申万期货研究所

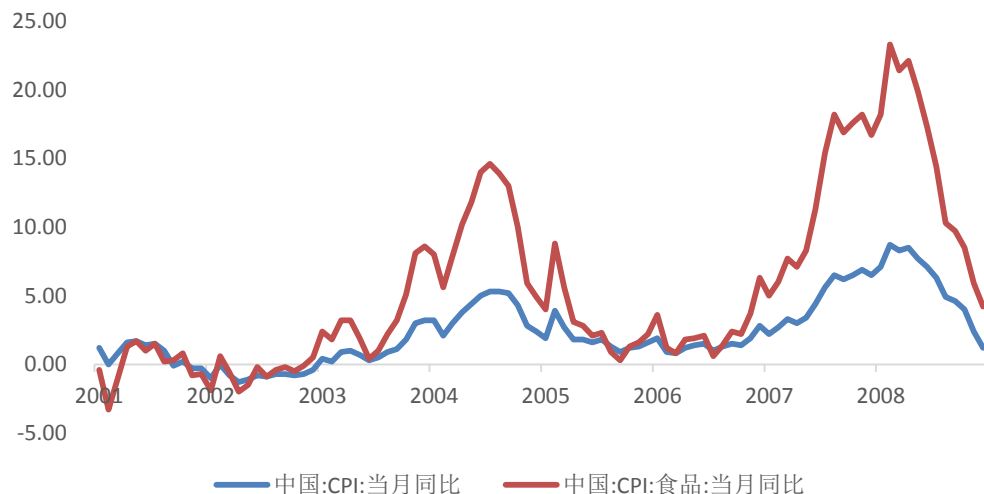
经济周期决定物价的案例：2002-2004、2006-2007年

- 2007年物价成为经济运行中最受关注的问题之一。从统计数据来看，2007年的CPI上涨具有明显的结构性特征，主要是能源和食品价格上涨，核心价格指数仅同比上涨1%左右。
- **一是国际原油价格高位运行。**2007年突破每桶110美元大关。原油是一种重要生产和生活原料，它的上涨为我国物价上涨提供了一个潜在推动力。同时油价上涨，用生物原料生产生物柴油等生物燃料油盛行。
- **二是粮食、猪肉、能源等商品价格上涨过快。**产生成本推动的物价上涨，这些商品既与居民的生活密切相关，又是工业生产的上游产品，且产业关联度强，当其价格上涨积累到一定程度时，必然会传导到下游产品。
- **三是资产价格上涨。**股票和房价升值，我国A股的上市公司，直接获得如此大的资金投入，大量增加了中国市场的货币供应量。同时，国际经验表明，股票市场存在财富效应，股票市值的上涨会刺激消费的增长，进而带动物价上涨。

经济增长与物价（%）



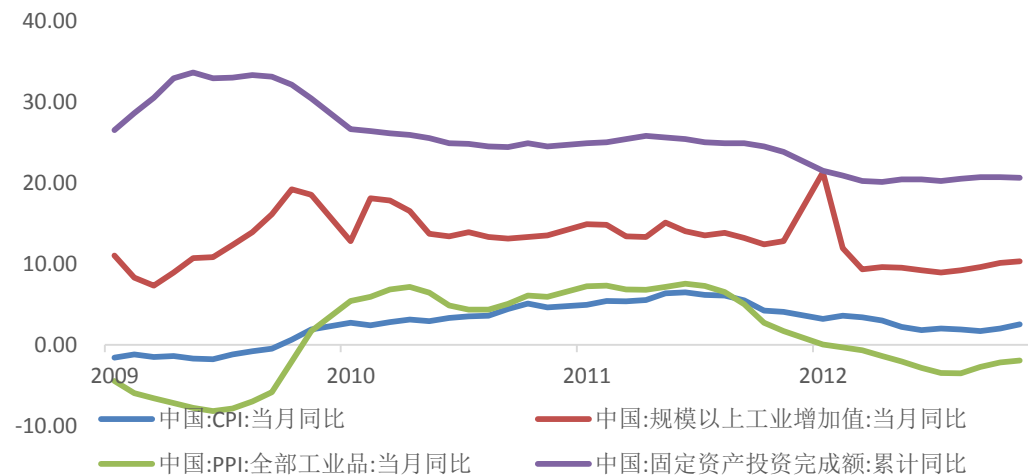
食品价格与物价（%）



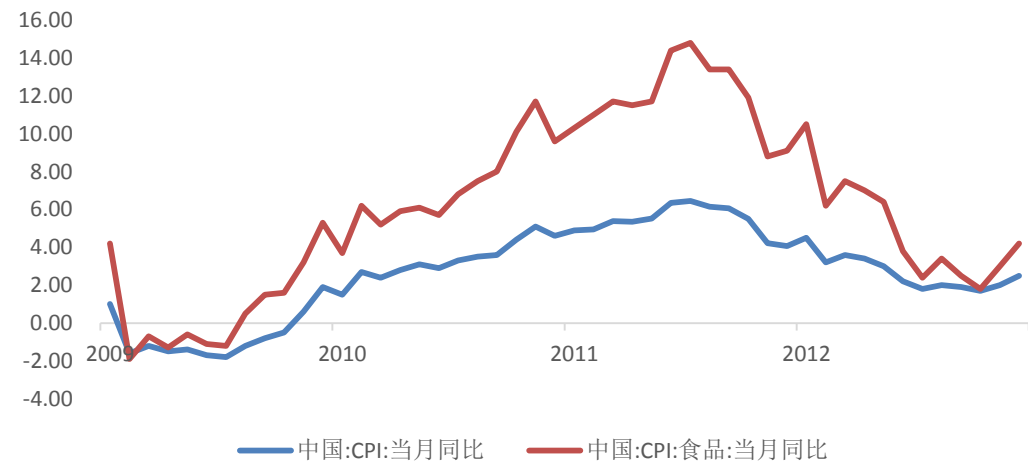
经济周期决定物价的案例：2011年

- 2011年，CPI物价指数上涨至5.4%。
- 受2008年国际金融危机影响，出口需求萎靡不振，国内经济由过热转为下滑，受此影响，央行货币政策由适度从紧转变为适度宽松的货币政策，同时采取扩张的财政政策。
- 2008年11月9日，国务院公布了4万亿投资计划。2009年2月开始，固定资产投资增速上升至30%以上，2009和2010年的M2增速在大多数时候都保持在20%以上。
- 信贷扩张导致大量资金流入房地产市场和农产品市场，当年“蒜你狠”、“豆你玩”、“姜你军”的不断涌现就是其生动表现，进而带动物价上行。

经济增长与物价（%）



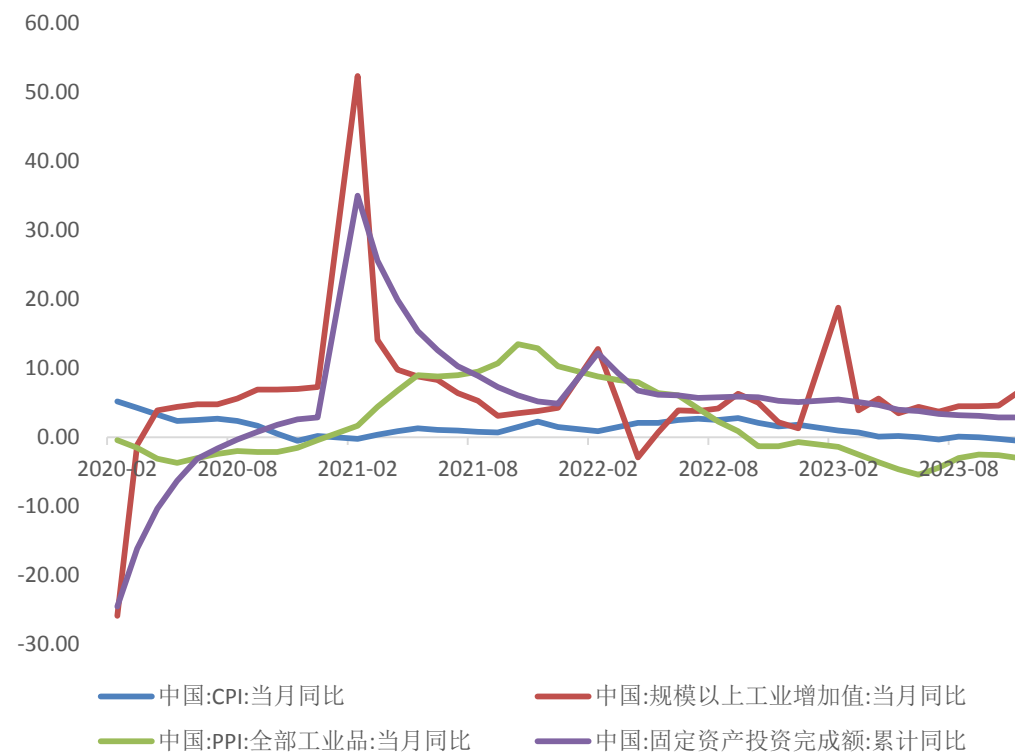
食品价格与物价（%）



经济周期决定物价的案例：2020年以来

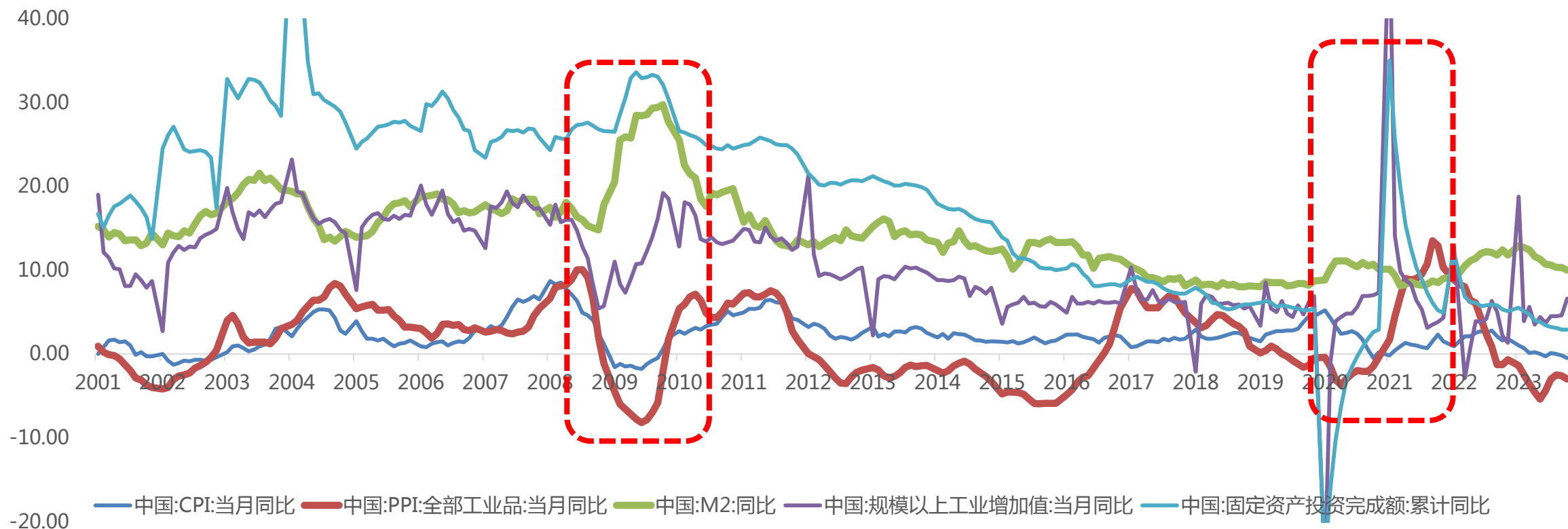
- 2020年1月份，CPI同比上涨5.4%，涨幅比上月扩大0.9个百分点，创2011年以来的新高。
- 一是受春节及新冠肺炎疫情影响的因素。
- 二是猪肉、鲜果等价格上涨推高食品价格。2019年，食品价格上涨9.2%，涨幅比上年扩大7.4个百分点，影响CPI上涨约1.81个百分点，占CPI总涨幅的62.4%，是推高CPI涨幅的主因。
 - 受非洲猪瘟疫情及周期性因素叠加影响，猪肉价格同比在连降25个月 after，从2019年3月份起快速上涨，11月份涨幅高达1.1倍，全年平均上涨42.5%，影响食品价格上涨约5.04个百分点，占食品价格涨幅的一半多。
- 三是服务项目价格缓步刚性上扬。

经济增长与物价（%）



流动性周期决定物价的案例：2009年和2020年

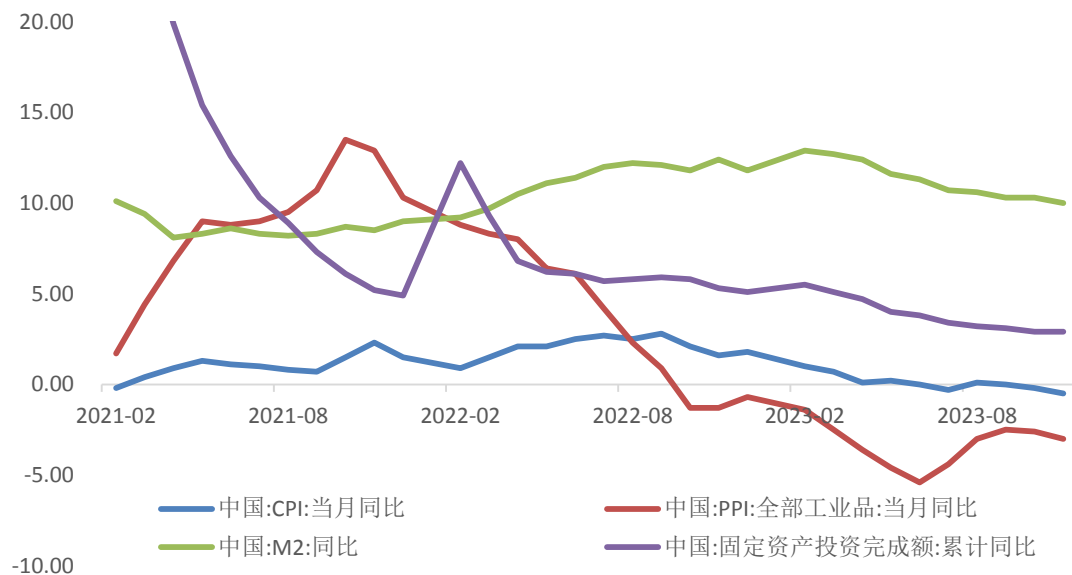
经济增长、流动性与物价（%）



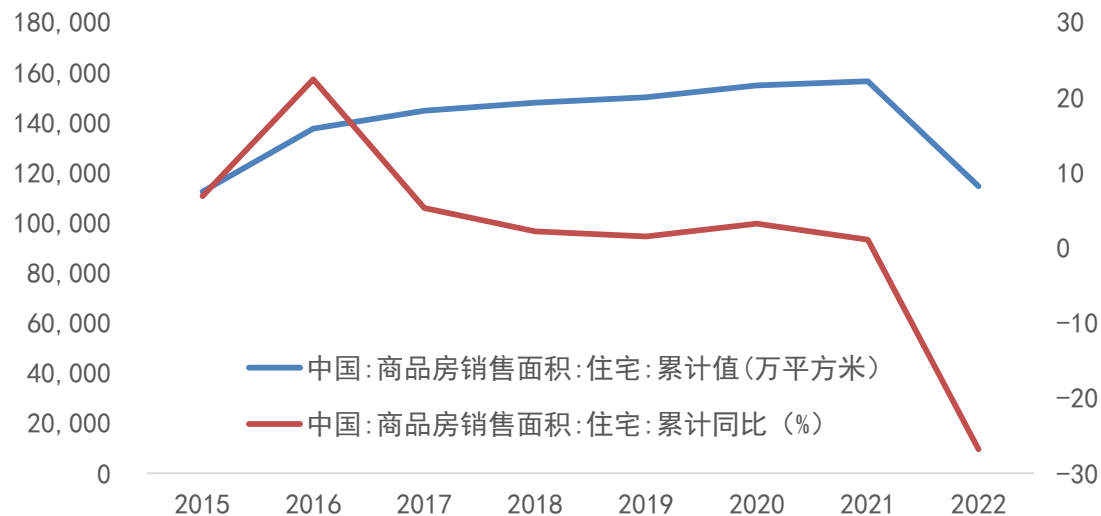
■ 2009年和2020年均为经济复苏和流动性双重推动的物价反弹周期

2、最近一轮物价周期的宏观分析：经济转型，物价转弱

投资、货币投放与价格（%）



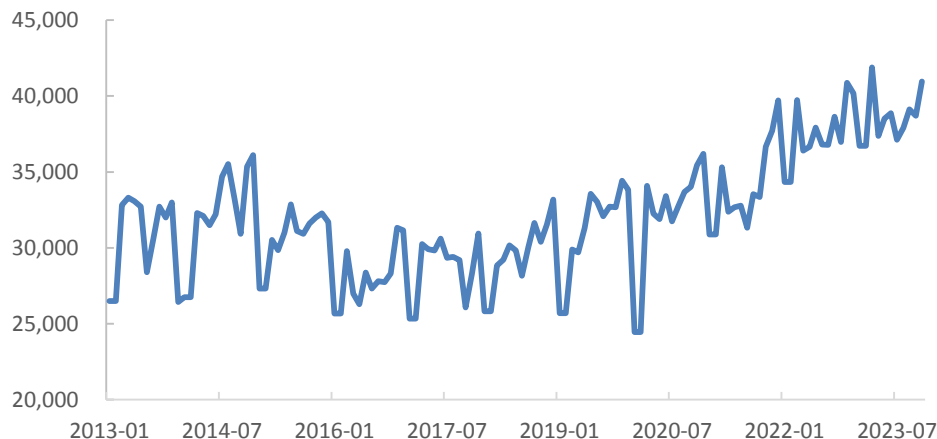
中国住宅销售面积和增速（%）



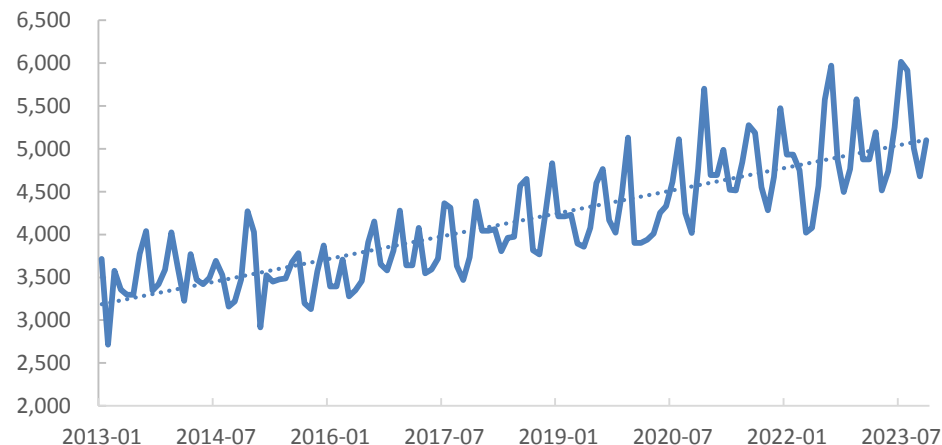
- 从工业品生产流程看，可归类为（1）上游：采掘工业（5%）。之后采掘获得的矿石和能源被用于钢铁、有色金属原材料以及炼油等制品生产，构成原材料环节；（2）原材料在经加工后成为计算机通信电子设备、电气机械等工业制品，构成加工环节；可归类为中游：原材料工业（19%）、加工工业（51%）。（3）加工制成品直接用于固定资产投资，或进一步加工形成下游的生活资料，占比较大的行业包括汽车制造、电力热力生产供应、医药制造、食品制造等。可归类为下游：食品类（9%）、耐用消费品类（6%）、一般日用品类（6%）、衣着类（4%）。
- 2015年以来，我国住宅销售面积从11.2亿平方米持续增长到2021年的15.6亿平方米，其中2016年在二胎政策放开、房地产政策放松背景下，销售同比增长22.4%。但2022年全年，我国住宅销售面积已经降至11.4亿平方米，较2021年下降26.8%。地产销售的顶峰在2021年已经到达，由于出生率下滑等社会性问题尚未缓解，中期内很难再超过2021年。

3、产业周期与物价（1）：产能过剩周期

原煤月产量（万吨）

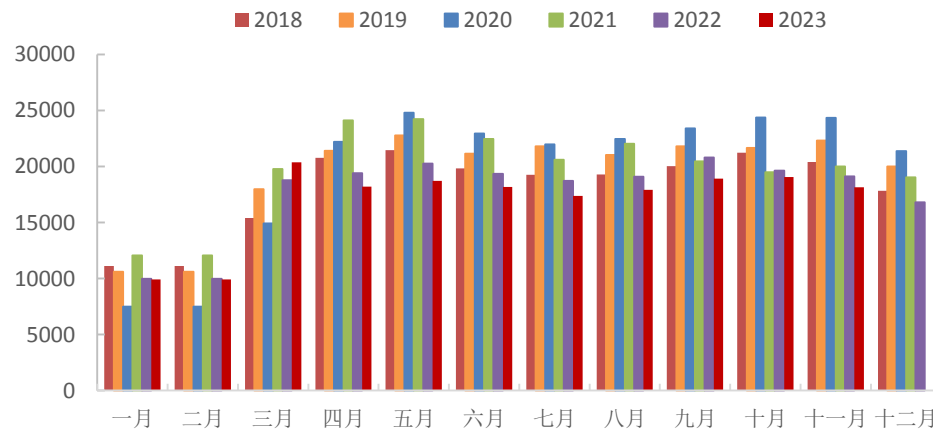


我国火电产量（亿千瓦时）

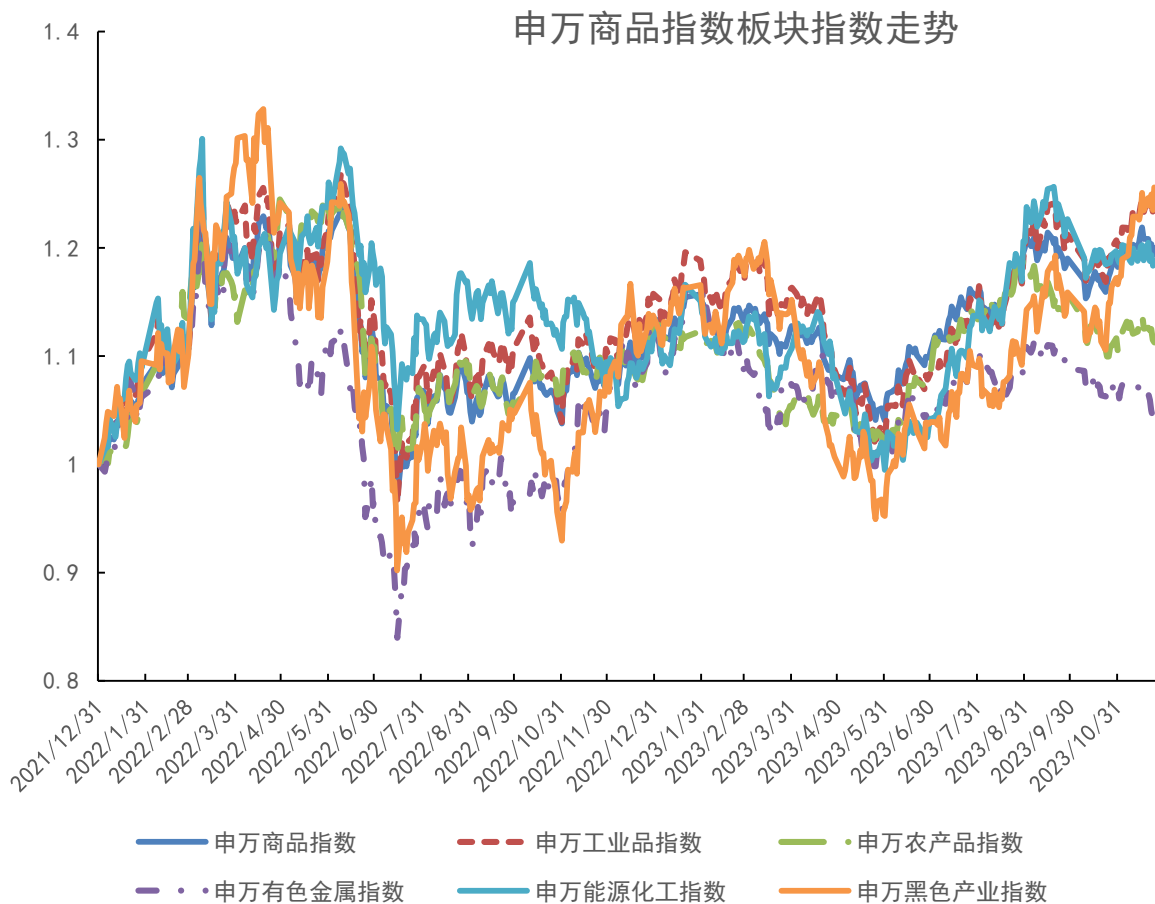


- 2021年煤炭市场供不应求，全国缺煤限电问题严重，煤矿产能逐渐核增缓解供应紧张的问题。随着煤炭在产产能的增加，原煤产量逐渐升至高位。
- 疫情影响下、近几年来由于宏观经济增速的放缓，火电产量的增长速度也随之逐渐下滑，煤炭供需关系逐步走向宽松。
- 受地产板块表现低迷拖累，水泥产量呈现逐年下滑的态势。煤化工行业利润不佳，对高价煤的承接能力也较为有限。
- 澳煤进口放开，疫情扰动减弱、蒙煤通关恢复至高位水平，进口煤持续补充国内供应，加剧煤炭市场供需宽松格局。

水泥月产量（万吨）



3、产业周期与物价（1）：大宗商品上行，但工业品价格仍在筑底

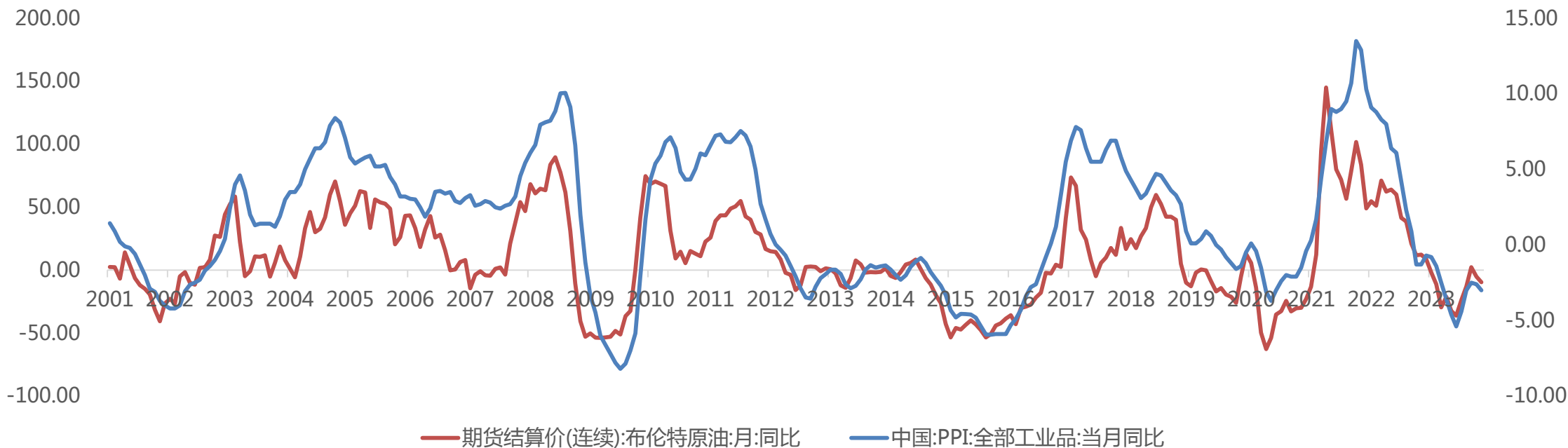


■ 今年以来，商品整体持续震荡上行。商品指数上涨5.70%，能化涨6.29%，工业涨7.49%，黑色涨10.40%，农业跌1.33%，有色跌7.10%。主流品种涨幅居前的为铁矿石、纯碱、焦煤等品种；生猪、镍、碳酸锂等品种表现较弱。

- **1、国内定价商品与地产相关性较大**
- 我国地产周期大概率维持弱势，房企融资难度依然较大，房地产销售也没有形成持续性。虽然房地产政策正在持续优化，但销售数据未见效前，国内工业品预计延续弱势运行态势。
- **2、美国经济持续超预期，推动美元定价商品处于高位**
- 尽管2022年下半年受迫于通胀压力美联储加息提速，商品价格出现较大回调，但是加息周期下美国经济持续超预期的预计将继续支撑了商品价格。
- 预计在美国经济未见明显衰退前，美元定价的大宗商品将继续处于高位，随着美联储加息正式结束降息预期再起，同时美元下行周期被市场确认后，美元定价大宗将随着经济下行而确认商品下行周期。

3、产业周期与物价（2）：原油价格与工业品价格周期基本一致

工业品价格月原油价格走势密切相关（%）

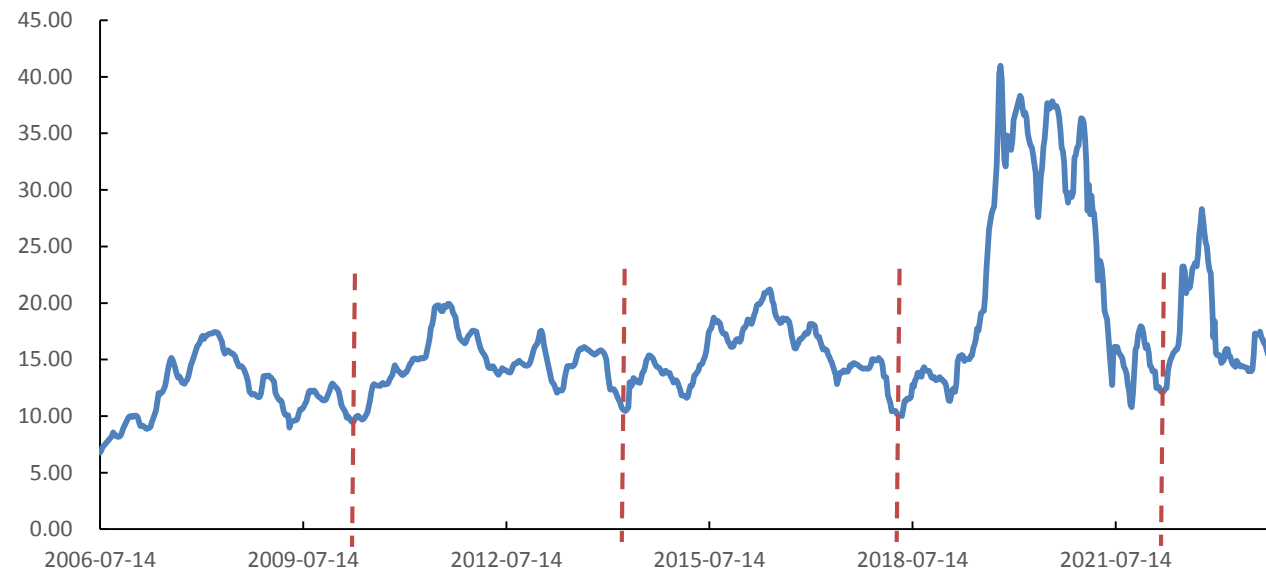


- 2024年油价相对偏空，主要原因在于OPEC减产措施约束力及减产数额均较小，委内瑞拉、伊朗、利比亚三大减产豁免国明年均大概率扩产，而全球经济在高利率环境影响下又相对悲观。支撑需要关注三点，一是地缘政治方面是否会导致供应的突然中断，去年的俄乌以及今年的巴以都有类似作用；二是美国收储的节奏，目前美国已经开始小规模收储，如果后期数额扩大将会有额外的需求增量；三是OPEC能否再次力挽狂澜，增加减产。

3、产业周期与物价（3）：生猪价格与消费品价格周期趋同

- 用蛛网模型来解释生猪价格大周期波动的机制更接近真实情况。蛛网模型是一种动态分析理论，它利用弹性原理来解释一些生产周期较长的产品在失去平衡时的不同波动。我们使用供应弹性更大的蛛网模型来展示猪价在外部冲击（例如流行病、政策）的影响下如何演变。
- 蛛网模型的动态分析从外部冲击的出现开始。外部冲击导致时期 t 供给减少，需求超过供给。因此，消费者愿意出价高于均衡价格来购买 t 时期的全部供给，而 t 时期更高价格的形成刺激了生产者在 $t+1$ 时期生产的供给大于需求，因此消费者愿意在 $t+1$ 期间支付 期间支付减少并在 $t+2$ 期间再次作用于生产者的供应。反过来，决策在循环中相互作用。当供给弹性大于需求弹性时，就会形成一张价格和产能波动越来越大的发散蛛网。
- 在解释生猪价格波动时，上述思路本质上是基于产能变化，推导出产能与价格如何相互作用、相互实现的。因此，分析生猪价格最常见的逻辑是基于稳定性。生猪的生长周期是根据繁殖母猪数量的变化来预测10-11个月后的生猪供应量来推断猪价的涨跌。

22个省市生猪平均价格（元/公斤）



	完整周期	上升阶段	下降阶段	完整周期	上升周期	下降周期	严重疾病	生猪价格（元/公斤）		
								最高点	最低点	最大涨幅
周期一	1995/6-1999/5	1995/6-1997/10	1997/10-1999/5	47个月	28个月	19个月		8.83	6.88	28.3%
周期二	1999/5-2003/5	1999/5-2001/12	2001/12-2003/5	48个月	21个月	27个月		6.57	4.89	34.4%
周期三	2003/5-2006/5	2003/5-2004/9	2004/9-2006/5	36个月	16个月	20个月	非典	9.66	5.78	67.1%
周期四	2006/5-2010/4	2006/5-2008/4	2008/4-2010/4	47个月	23个月	24个月	蓝耳病	17.45	6.1	186.1%
周期五	2010/4-2014/4	2010/4-2011/9	2011/9-2014/4	48个月	17个月	21个月	口蹄疫	19.92	9.48	110.1%
周期六	2014/4-2018/5	2014/4-2016/5	2016/5-2018/5	49个月	25个月	24个月		21.2	10.45	102.9%
周期七	2018/5-2022/4	2018/5-2021/1	2021/1-2022/4	47个月	32个月	15个月	非瘟	40.98	10.78	280.1%

资料来源：Wind，申万期货研究所

目 录

1

宏观看物价

2

如何稳物价

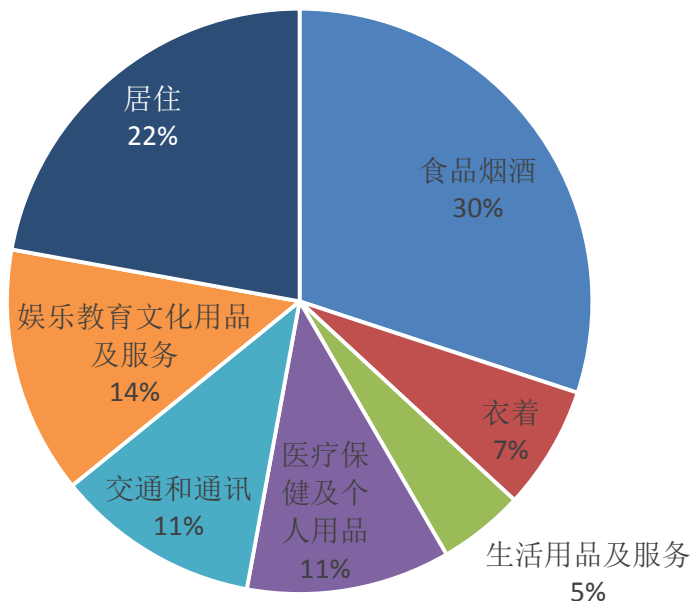
3

境外通胀案例

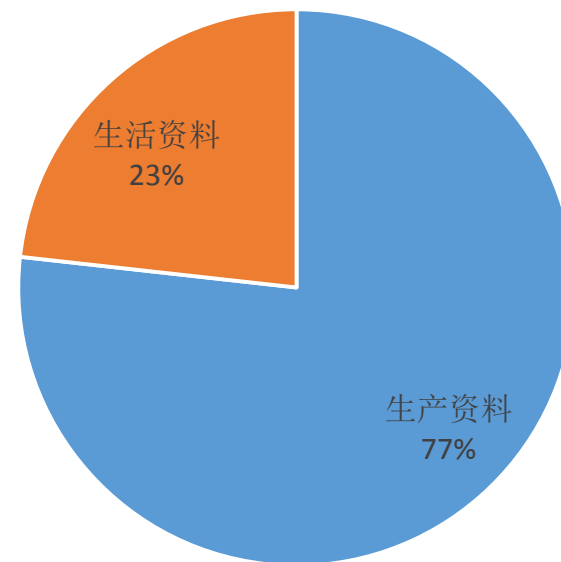
消费品价格与食品居住关联、工业品价格与能源采掘关联

- 2023年11月CPI环比-0.5%。主要是三部分构成：（1）食品CPI环比-0.9%；（2）非食品中，国内汽油价格下降2.8%，影响CPI下降约0.10个百分点；（3）非食品的其他部分，比较典型的是旅游类价格。
- 2023年11月PPI环比下降了0.3%，主要是三部分构成：（1）能源相关行业的价格下行，石油和天然气开采业、石油煤炭及其他燃料加工业合计影响PPI环比下降约0.13个百分点；（2）装备制造业的价格下行，锂离子电池制造价格下降1.7%等；（3）受猪肉价格下行影响的行业，农副食品加工业价格环比下降0.8%。

CPI权重

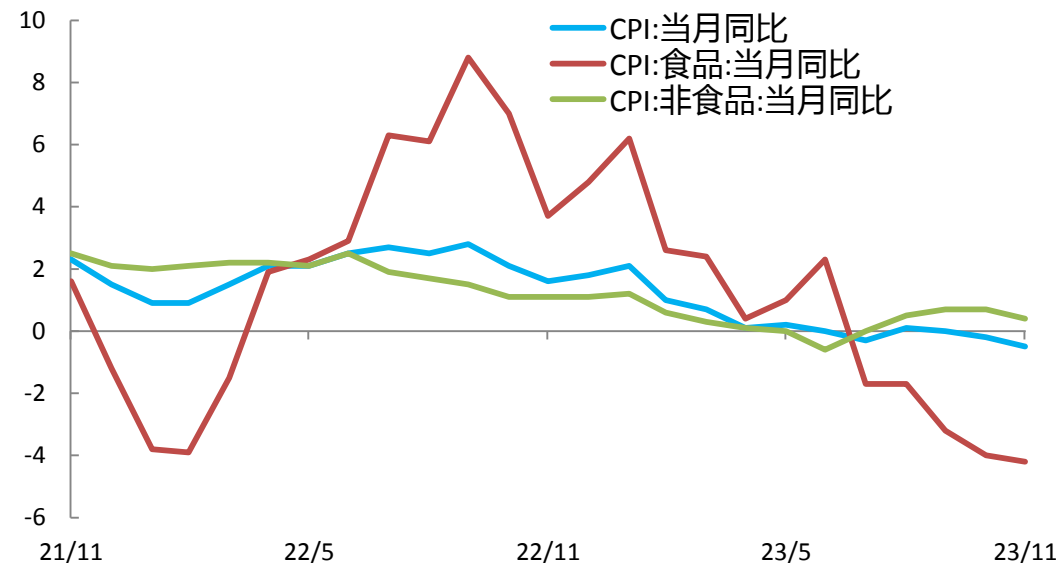


PPI权重



1、促需求稳物价

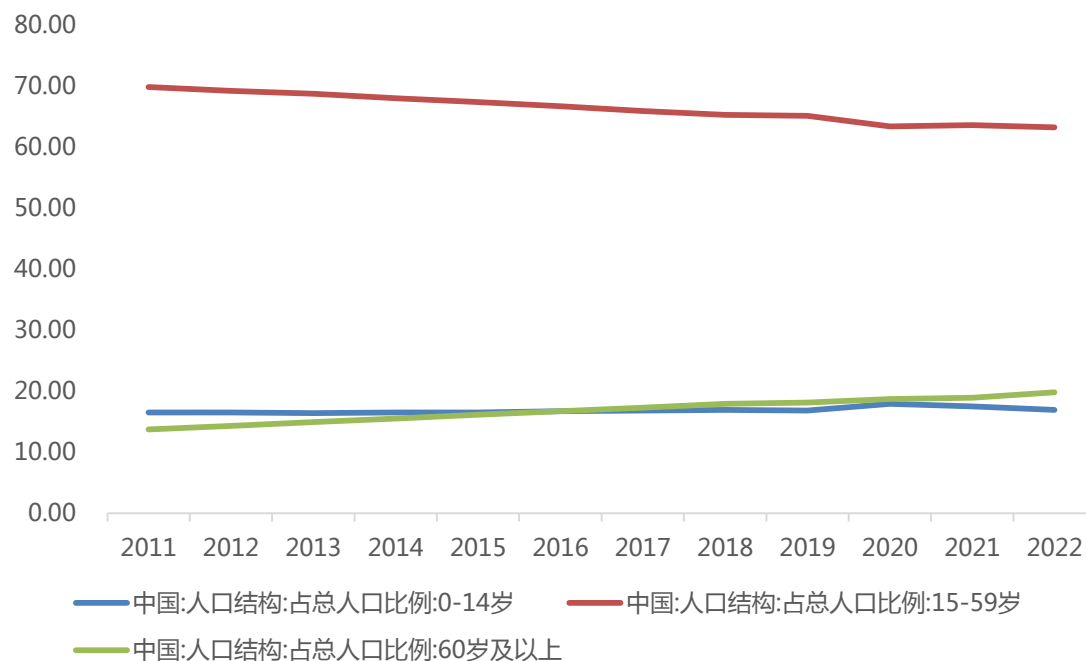
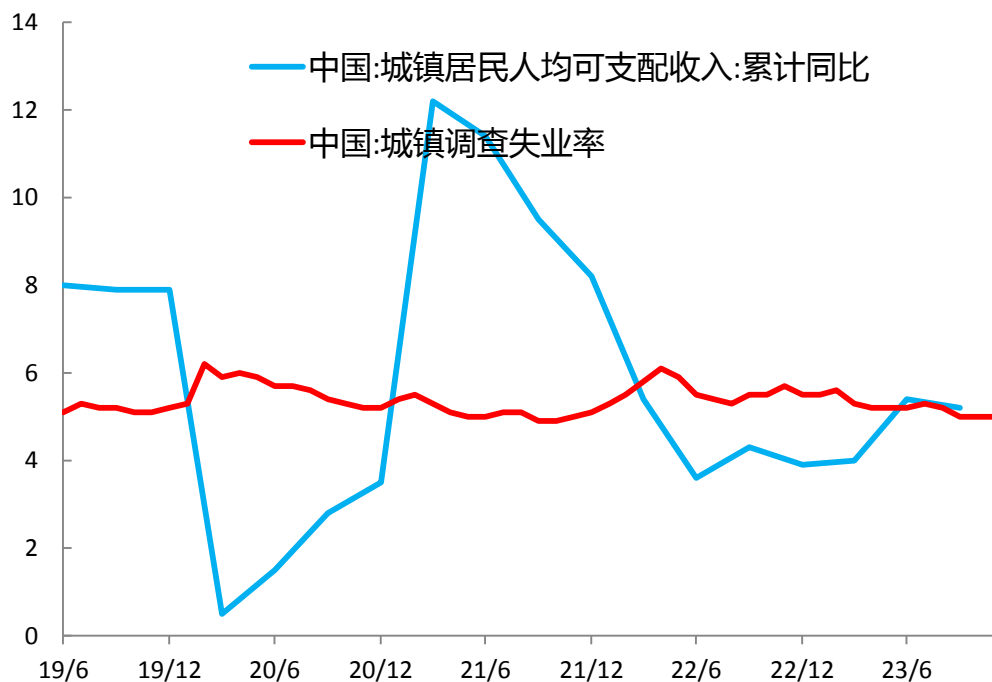
- 近期我国 CPI 同比在 0 附近运行，主要是受去年同期猪肉价格较快上涨的基数影响，核心 CPI 同比保持基本稳定，服务 CPI 较上半年还有所加快，与经济恢复向好的走势基本一致，PPI 降幅也总体趋于收敛。随着各项政策加快落地见效、内需持续改善，物价上行动能将进一步积蓄。中长期看，我国经济供需总体平衡，货币政策保持稳健，居民通胀预期平稳，不存在长期通缩或通胀的基础。
- 7月31日，国务院办公厅转发国家发展改革委《关于恢复和扩大消费的措施》，从稳定大宗消费、扩大服务消费、促进农村消费、拓展新型消费、完善消费设施、优化消费环境等方面发力，把恢复和扩大消费摆在优先位置，优化就业、收入分配和消费全链条良性循环促进机制，增强消费能力，改善消费条件，创新消费场景，充分挖掘超大规模市场优势，畅通经济循环，释放消费潜力。
- 国家统计局新闻发言人表示：今年以来，经济运行持续回升向好，商品和服务需求持续恢复，随着扩大内需政策的逐步落实见效，消费将逐步从疫后恢复转向持续扩大，当前经济运行中存在的有效需求不足问题有望得到逐步缓解，价格低位运行状况也会得到改善，不会出现通货紧缩。



资料来源：Wind，申万期货研究所

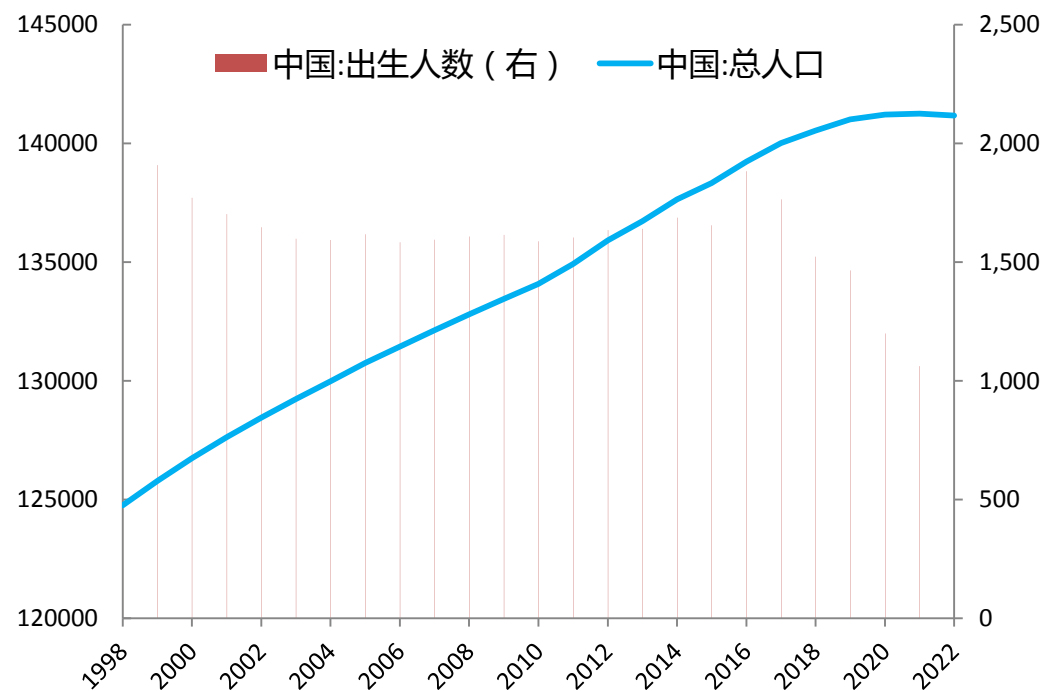
2、我国的收入水平和人口结构分析

- 尽管城市居民的平均收入有所增加，但调查结果显示收入差距依然存在。一方面，高收入人群的收入增长较快，而低收入人群的收入增长速度较慢，甚至有部分人的收入在减少。另一方面，由于一些行业收入结构不合理或存在一些不公平的现象，导致收入差距进一步扩大。
- 收入差距的扩大对社会稳定产生了一定的影响，一些低收入群体因收入不足无法满足基本生活需求，从而增加社会不满情绪。因此，减少收入差距，实现收入分配的公平合理是当前亟待解决的问题。



3、我国的收入水平和人口结构分析

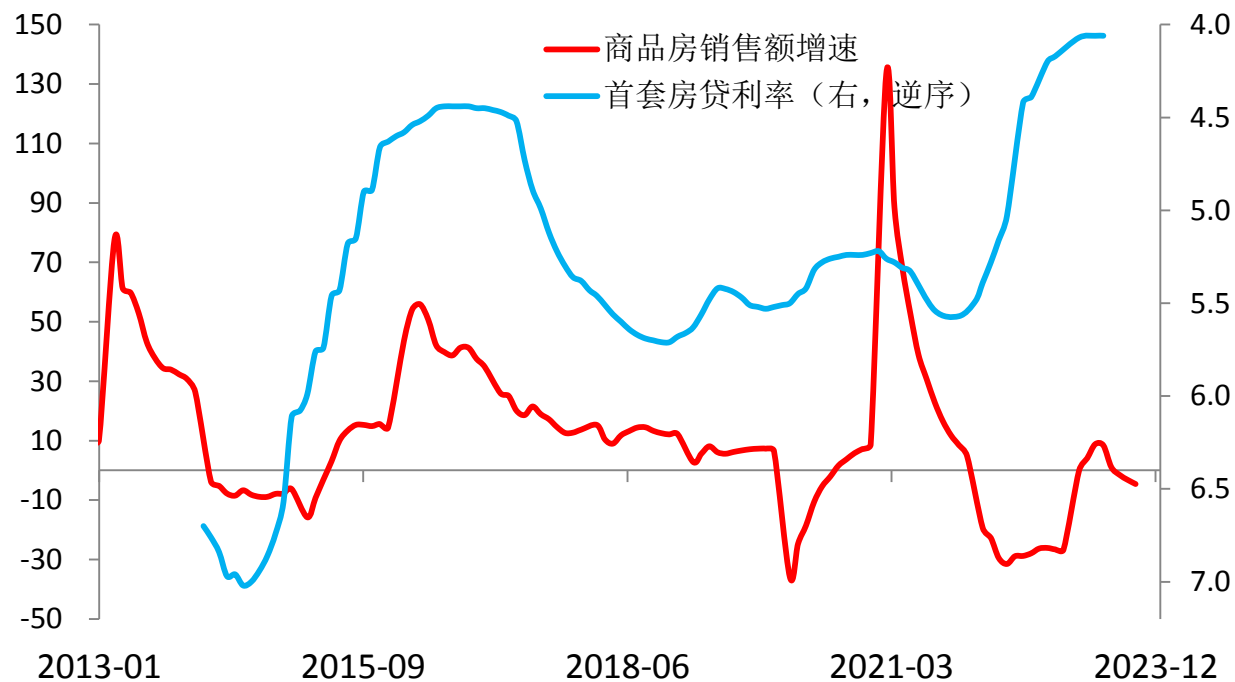
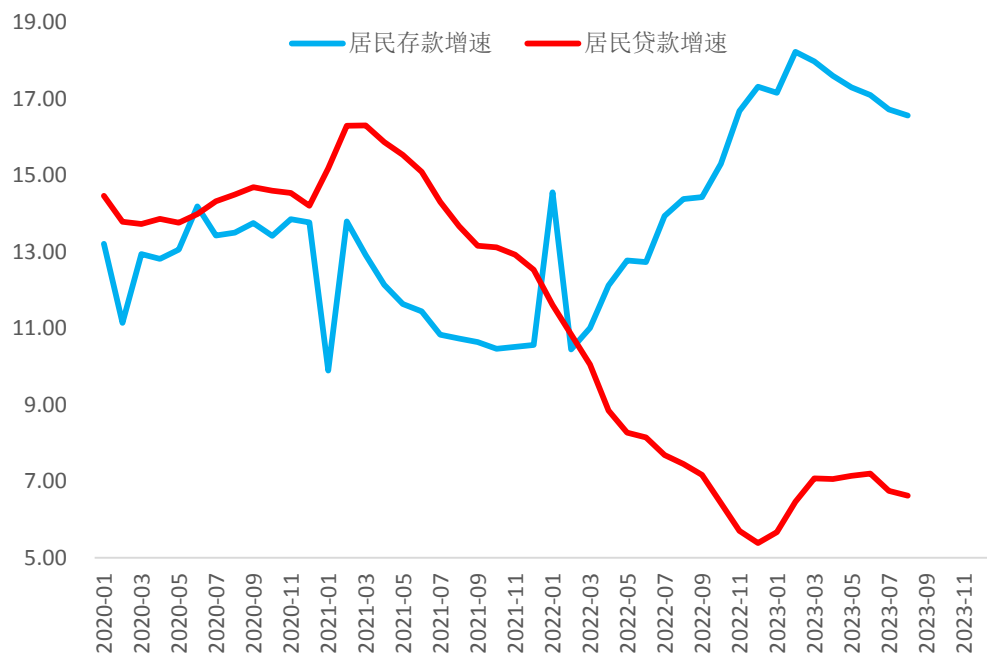
- 我国总人口在2021年达到顶峰14.12亿人，2022年降至14.11亿人，同时当年全国出口人口为956万，有数字以来，首次跌破千万。根据最新的人口统计数据，2023年全球人口总量预计将逼近80亿。然而，这一数字与过去几十年的增长率相比表现出放缓的趋势。与此同时，发达国家的人口增长率普遍较低，而发展中国家的人口增长率仍然较高。这种人口增长的不平衡分布将会对各国产生不同的挑战。在发展中国家，高人口增长率可能导致资源短缺、环境问题和社会不稳定。而在发达国家，人口老龄化趋势加剧，压力集中在养老金、医疗保健和社会福利上。
- 除了人口总量的变化，人口结构的变化对于社会经济发展也具有重要的影响。未来将会出现以下人口结构的变化趋势。首先，整体上看，全球人口老龄化现象将进一步加剧。随着医疗技术的进步和经济发展水平的提高，人们的预期寿命不断延长。这将导致老年人口比例的增加，从而对养老金、医疗保健和社会福利等方面提出更高的要求。其次，年轻人口的结构也将发生变化。在某些地区，年轻人口的比例可能下降，这可能会对教育和就业市场产生影响。与此同时，年轻人口在某些地区可能会面临更多的竞争和就业困难。



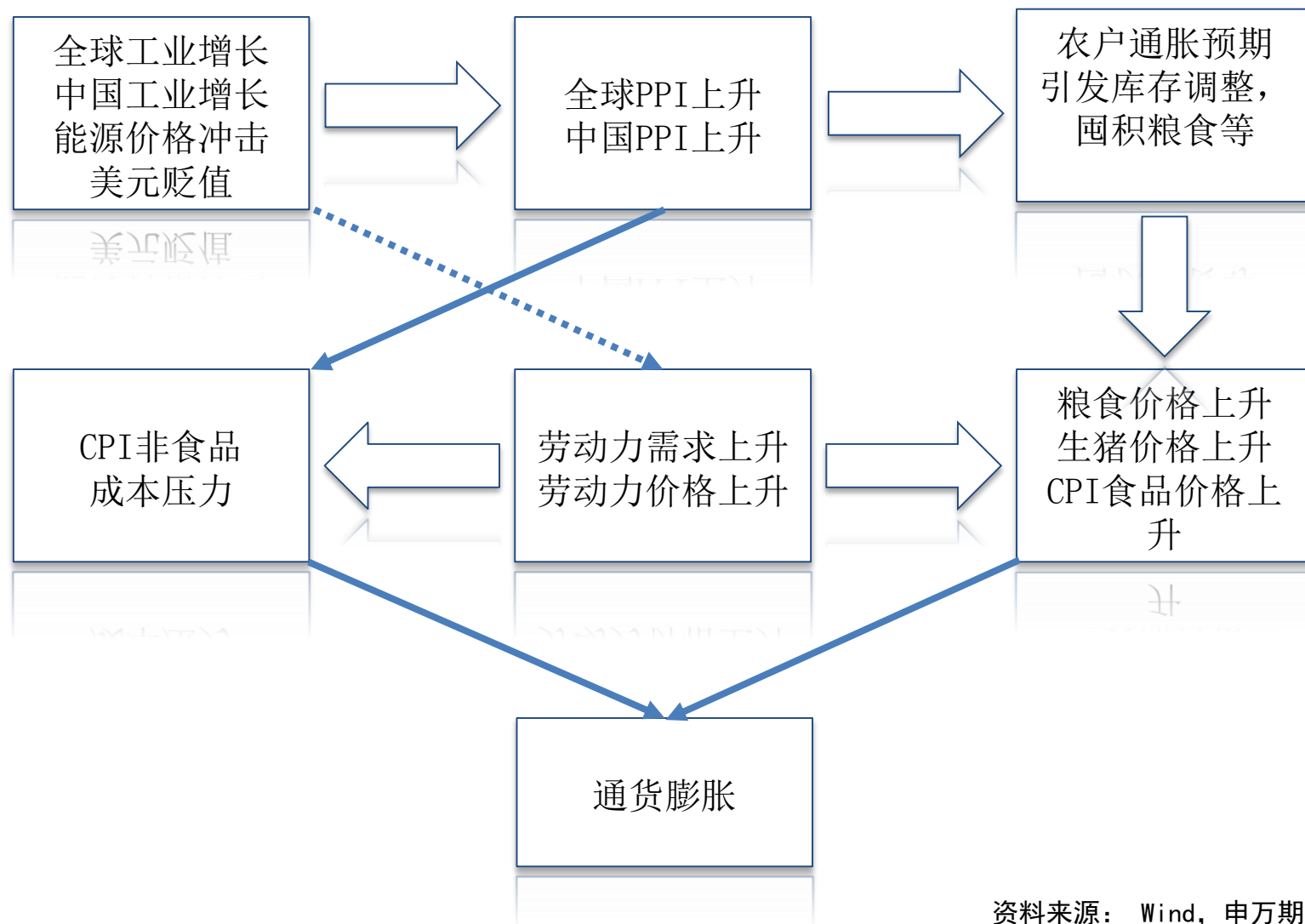
资料来源：Wind，申万期货研究所

4、流动性从金融转向实体，有助于通胀回升

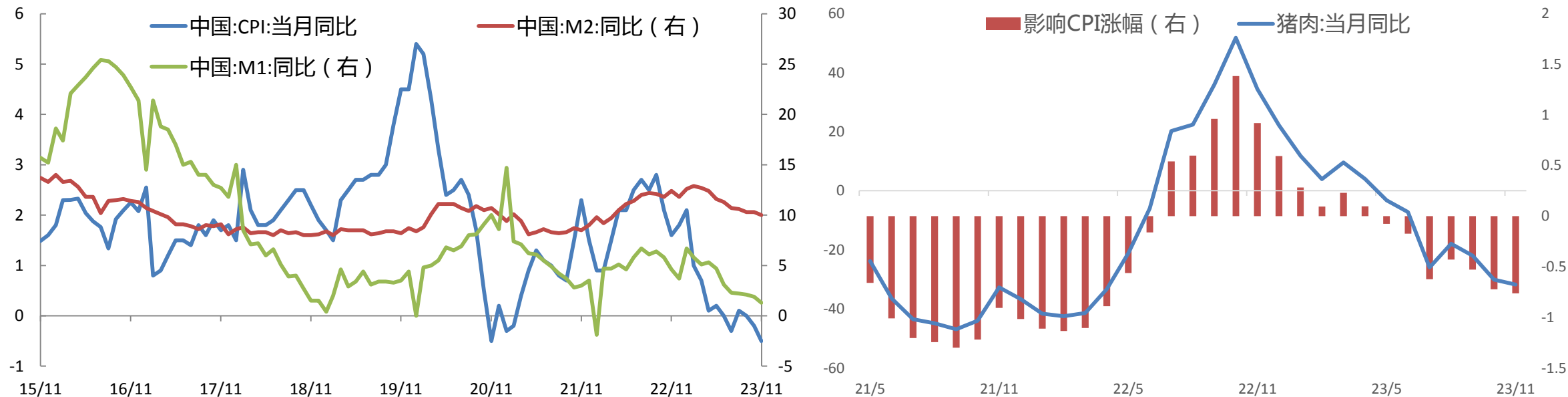
- 居民的存款增速在23年2月达到18.2%，远高于当时已经从低位起来的贷款增速。目前，存款增速开始回升，贷款增速回升，存贷款增速差不断收窄，表面居民消费需求逐步恢复。
- 与已经降至最低的房贷利率相对比，地产销售的改善无论是力度还是持续性有待改善。随着一线城市房贷政策落地，商品房销售额将逐步恢复，带动经济和物价水平回升。



5、年度视角下的通胀理解框架



6、明年物价的驱动：地产和猪周期转向



- 传统的货币供应框架中，居民投资购房渠道不畅通，导致商品房销售大幅回落，企业M1处于低位，国内物价没有起来，处于低位。房地产去杠杆是市场流动性没有起来的主要原因。
- 随着房地产政策持续出台，房地产市场能否回暖是带动M1增速回升的关键因素，进而能否带动物价企稳。
- 其次是猪周期的影响，2023年，猪肉价格当月同比持续回落，拖累CPI走势，随着猪肉价格逐步企稳，基数效应逐步弱化，猪肉价格对CPI的影响将出现反转。

目 录

1

宏观看物价

2

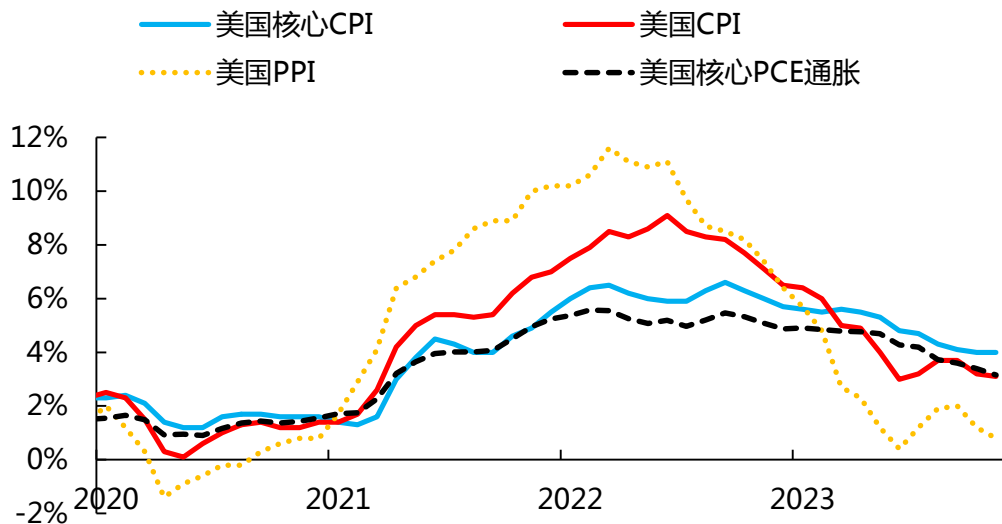
如何稳物价

3

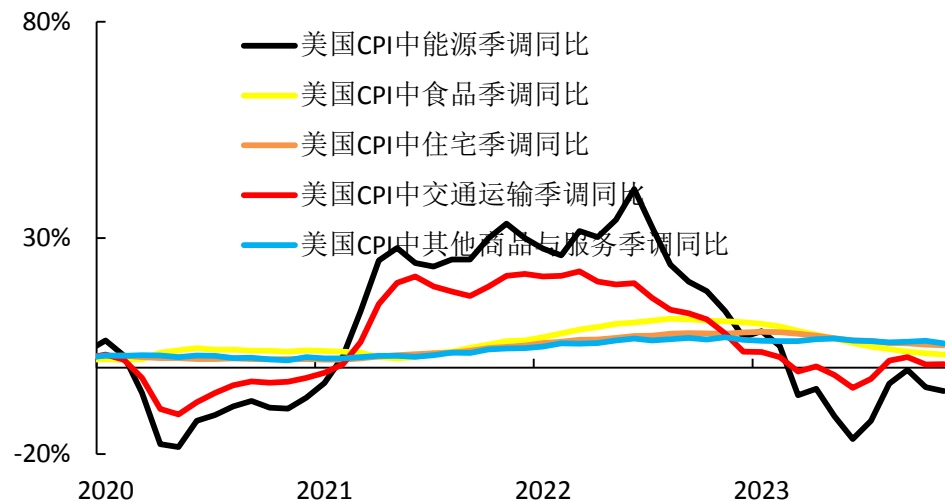
境外通胀案例

1、美国本轮通胀分析

美国通胀 (%)



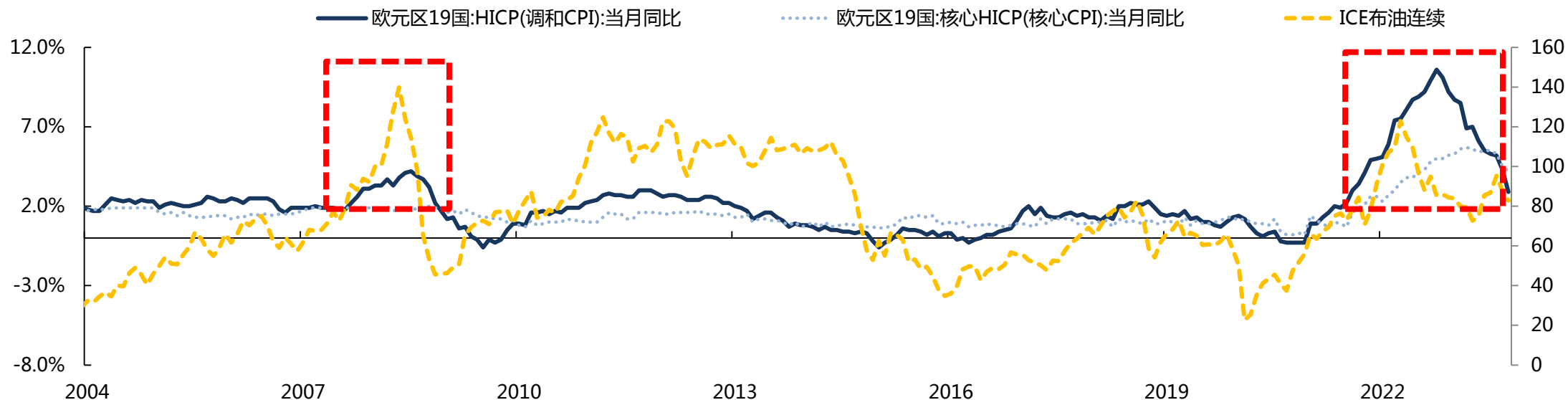
美国通胀分项 (%)



- 本轮美国的通胀由多方因素所促成，包括疫情冲击下的供应链瓶颈、疫情时的巨量财政刺激、俄乌冲突推升能源价格、中美脱钩下的成本上升、劳动力的供需失衡等。
- 随着供应链和能源问题的缓解、财政的退坡、就业市场供需的平复，当前美国通胀已经显著回落。根据美联储所青睐的PCE核心通胀，最近6个月的核心PCE通胀年化率降至1.9%，事实上已经达到了美联储2%的目标，这也是近期美联储出现显著转向的原因。

2、欧洲通胀分析

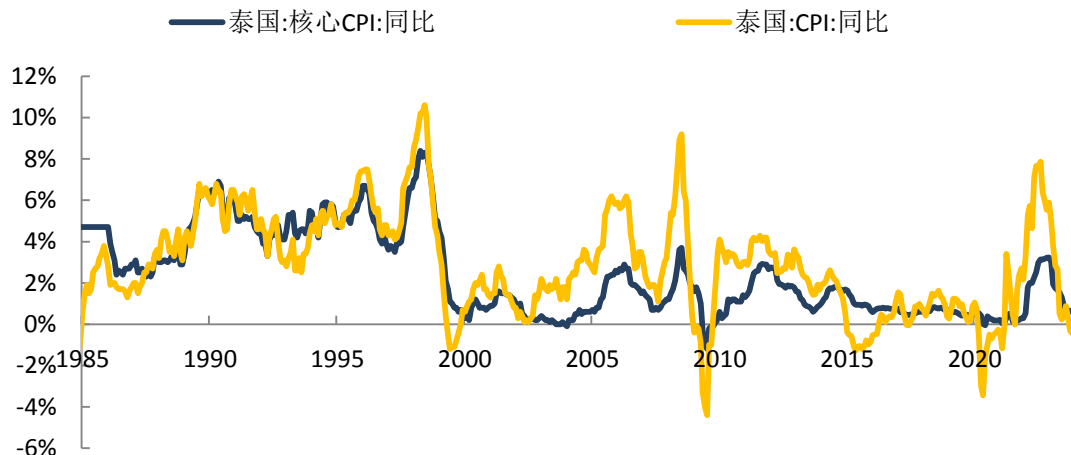
欧元区通胀 (%)



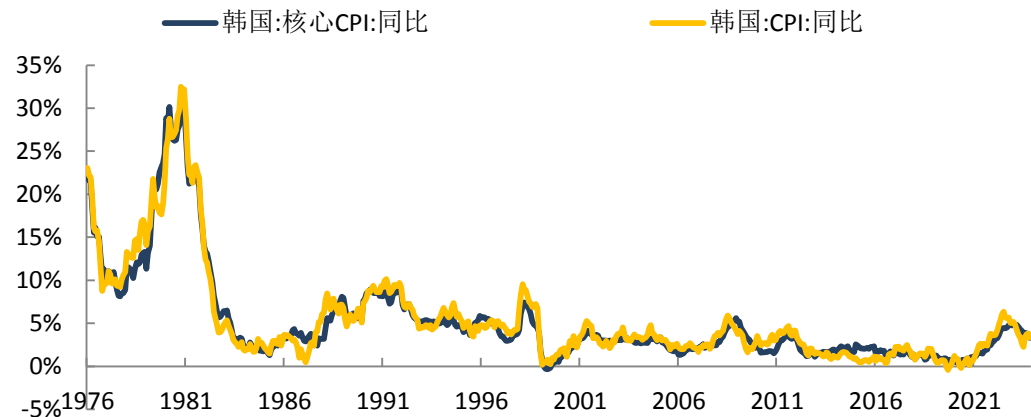
- 自1999年欧元创立以来，欧元区HICP同比维持在2%附近，以欧元区的历史来看此番普遍且大规模的物价上涨尚属首次。
- 上一次欧元区多月超过3%的通胀发生在2007年底到2008年初，当时国际油价快速上涨，HICP同比一度达到4.1%，后随着美国次贷危机的爆发，欧元区步入通缩。

3、东亚通胀分析

泰国通胀 (%)



韩国通胀 (%)



- 泰国为代表的东南亚国家通胀驱动来源有所不同，例如1997年的亚洲金融危机时期，东南亚货币出现大幅贬值，引发进口价格大幅上升，使得国内生产成本上升；与此同时货币贬值促进出口，经济危机导致企业停工，令国内供应趋于紧张；此外，金融危机之前，外资的大量流入，也是导致通货膨胀的一个重要因素。2007年至2008年的通胀主要源于食品和原油价格的冲击，作为极度依赖石油的国家，石油价格的剧烈变动对通胀影响较大。
- 作为一步一步发展成为发达工业国家的韩国，其历史中也经历多次通胀。韩国先是以资本技术密集型的出口产业起家，但以出口为主导下，长期压低汇率带来了输入型的通胀，上世纪60年至80年韩国CPI同比一直处于高位。随后在80年代，两次石油危机令已经发展成为工业国的韩国遭遇较大的通胀压力。同样，韩国在1997年的亚洲金融风暴同样令韩国备受折磨。总体而言，韩国这种基础资源高度依赖进口的国家对于输入型通胀的敏感度较高。

本公司具有中国证监会核准的期货投资咨询业务资格
(核准文号 证监许可[2011]1284号)

研究局限性和风险提示

报告中依据和结论存在范围局限性，对未来预测存在不及预期，以及宏观环境和产业链影响因素存在不确定性变化等风险。

分析师声明

作者具有期货投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者及利益相关方不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的利益。

免责声明

本报告的信息均来源于第三方信息提供商或其他已公开信息，本公司对这些信息的准确性、完整性、时效性或可靠性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。市场有风险，投资需谨慎。我们力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述品种的买卖出价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司无关。

本报告所涵括的信息仅供交流研讨，投资者应合理合法使用本报告所提供的信息、建议，不得用于未经允许的其他任何用途。如因投资者将本报告所提供的信息、建议用于非法目的，所产生的一切经济、法律责任均与本公司无关。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利，未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为申银万国期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。