

研究报告

2019 年第 111 期

2019.12.31

执笔人：朱妮 李成林

zhuni_csjr@icbc.com.cn

当前通货膨胀特点、成因及未来走势

- 2019 年以来，CPI 呈“两段式”上涨特征，尤其是 8 月以来，CPI 加快上涨，通胀预期升温。分析物价分项指数发现，当前通货膨胀并不是全部商品价格普涨导致的全面通胀，而是猪肉及其替代品价格上涨导致的结构性通胀，尚未对居民和企业行为产生实质性影响，通胀预期也相对温和可控。这种情况下，商业银行业务经营受到的影响有限。
- 展望未来，生猪供应环境已现边际改善的苗头，伴随着保障生猪供应、确保粮食安全和降低实体企业成本等方面政策落地，预计 2020 年 CPI 将呈前高后低走势，全年 CPI 上涨 3.2% 左右。

重要声明：本报告中的原始数据来源于官方统计机构和市场研究机构已公开的资料，但不保证所载信息的准确性和完整性。本报告不代表研究人员所在机构的观点和意见，不构成对阅读者的任何投资建议。本报告（含标识和宣传语）的版权为中国工商银行现代金融研究院所有，仅供内部参阅，未经作者书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、上网、引用或向其他人分发。

2019年夏天以来，CPI快速上涨，累计增速逼近3.0%的全年调控目标。11月，CPI同比上涨4.5%，创2012年1月以来新高。通胀预期升温。当前通胀的原因是什么？下一步如何发展？对货币政策、居民、企业和银行会产生哪些影响？本报告针对以上问题进行分析，并对控制通胀提出建议。

一、当前通货膨胀的特点和成因

2019年以来，居民消费价格(CPI)呈两段式上涨特征。一是2019年春季，受鲜菜瓜果等产量季节性下降和前期寒冷多雨天气加大运输困难的影响，CPI出现一轮较快上涨。二是8月以来，非洲猪瘟对猪肉供应的影响加快显现，猪肉价格快速上涨，带动CPI快速上涨，并持续至今。

1-11月，CPI同比上涨2.8%，比2018年同期高0.5个百分点，比2018年全年高0.7个百分点，逐渐接近3.0%的全年调控目标。其中，食品价格上涨8.5%，涨幅比1-10月高1.1个百分点，比2018年同期高出6.8个百分点。而非食品价格同比仅增1.4%。扣除食品和能源价格后的核心CPI同比仅增1.7%，反映出**目前的通货膨胀具有明显的结构性特征，而非全部商品价格普涨导致的全面通胀。**

11月，CPI同比上涨4.5%，涨幅比10月上升0.7个百分点，创2012年1月以来新高，且无翘尾因素影响（翘尾因素为0）。其中，**食品价格**同比上涨19.1%，比上月高3.6个百分点，影响CPI上涨约3.72个百分点，占**CPI上涨因素的82.7%**。食品中，猪肉价格是最主要因素，11月同比上涨110.2%，比10月高8.9个百分点，影响CPI上涨约2.64个百分点，并带动相关替代品价格也出现不同幅度的上涨。

二、通货膨胀对商业银行的影响

当前我国面临的主要是结构性通胀压力，尚未影响货币政策总体取向。在央行等监管当局的预期管理下，市场通胀预期虽然升温但总体仍平稳可控，对居民和企业行为尚未产生明显实质性影响。因此，目前CPI上涨对商业银行业务经营的影响较为有限。但随着CPI持续上升，市场主体通胀预期可能发生短时快速转变，从而对市场主体行为产生影响。这是商业银行目前在通胀领域重点关注的问题。



如果市场预期快速恶化，或结构性通胀转变为全面通胀，一是将影响居民和企业的举债行为，表现为债务人拉长借贷周期以降低即期借贷成本。而银行作为债权人，资产收益也会相应受到损失。二是可能影响居民消费行为，表现为提前消费，降低储蓄，以对冲货币贬值的影响。对银行而言意味着储蓄来源收窄，资金成本上升。三是可能影响货币政策取向，央行或收紧银根，带来商业银行流动性水平下降，降低银行资产业务和中间业务盈利能力。

三、CPI 下一步走势研判

当前结构性通胀的决定因素是猪肉供给。此外，供给侧结构性改革、货币政策环境、通胀预期、粮食总产量也是影响未来 CPI 走势的因素。抑制 CPI 过快上涨的有利因素有：

一是猪肉供给有望边际改善。11月，生猪存栏环比增长2%，近一年以来首次回升。能繁母猪存栏环比增长4%，已连续两个月回升。两个重要生产指标双双止跌回升，表明全国生猪生产正在好转。此外，中美双方就贸易谈判进展释放出积极消息，预计我国将加大对美国大豆和猪肉等农产品进口，有利于抑制猪肉价格上涨。

二是夏粮实现高产量。2019年全国夏粮总产量2835亿斤，比2018年增长2.1%，与历史最高年2017年产量持平，有利于粮食市场价格基本稳定。

三是多措并举降低企业成本。持续出台落地的降低企业用能、税负、社保缴费比例等的减税降费政策，有利于降低企业综合运营成本，从供给端抑制价格过快上涨。

四是货币政策坚持正常化，保持流动性合理充裕。2019年以来，人民银行在降低实体经济成本的同时努力防止货币宽松对经济形成过度刺激。一方面通过下调存准率，灵活运用中期借贷便利、常备借贷便利、公开市场操作等货币政策工具实现了流动性供给的合理充裕，并与新的 LPR 报价机制相结合，引导市场利率下行。另一方面，央行频频表态，未来仍会尽可能保持货币政策正常化，不搞竞争性零利率或量化宽松。

不利因素主要是通胀预期有所加强。居民对未来的通胀预期一般跟前期物价水平相关，当前 CPI 快速上涨增强了居民的通胀预期。央行调查数据显示，2019年三季度居民未来预期物价指数为65.4%，环比提高3.4个百分点，同比提高1.7个百分点。通胀预期将通过居民的投资、消费等决策途径影响物价水平，进一步推升物价涨幅。这也是监管当局非常注重预期管理、开展预期引导的原因。

综上，考虑到季节性因素以及生猪出栏周期（6个月），预计年末猪肉需求缺口仍会小幅扩大，助推猪肉和相关替代品价格上涨，12月 CPI 增速破5是大概率事件。结合前11个月 CPI 上涨2.8%，预计全年 CPI 涨幅大概率在3%左右。

2020年尤其是下半年，在猪肉供给逐渐回升的影响下，CPI 将呈前高后低的走势。结合2020年翘尾因素2.5%和新涨价因素的影响，初步判断2020年 CPI 上涨3.2%左右。

四、相关建议

（一）大力保障猪肉供应

多渠道稳定肉类供应，积极增加从欧盟、美国、巴西、越南等地进口猪肉。从财政、金融、用地等多方面入手，加大对养殖场户的政策支持，对前期部分地方政府的强拆猪圈、强制杀猪等运动式、“一刀切”的处理方式要想办法从机制上进行防范和杜绝，保持政策稳定性，保护养殖户积极性。积极发展生猪标准化规模化养殖，带动中小养猪户发展。大力推进生猪产业转型升级，加快构建现代化的养殖、流通、防疫体系。加强基层防疫队伍建设，全方位提升疫病防控能力。加强价格监测分析预警，关注猪肉、鲜菜、鲜果、大豆、玉米等供求情况和国内农副产品价格变化，做好市场调控和储备吞吐调节，防止市场炒作。

（二）保障粮食安全

保障大豆供应。从财政和金融等方面大力支持东北地区扩大大豆种植面积；建立大豆加工企业加工补贴、税收优惠政策；增加从巴西、阿根廷等南美国家



的大豆进口力度。完成粮食生产功能区和重要农产品生产保护区的划定工作。加快高标准农田建设。坚持绿色农业的发展战略，着重解决环境污染问题、优化产业结构、节约农业资源、提高产出效益。鼓励企业开展农业对外直接投资，比如鼓励企业在俄罗斯开展大规模的大豆种植。

（三）多维度继续降低企业成本

一是进一步减税降费，重点转向降低社保缴费率和企业所得税税率。二是降低企业综合融资成本。降低国家融资担保基金再担保费率，完善贷款市场报价利率 LPR，进一步提高利率传导效率，改善流动性分层，推动实际贷款利率下行。三是降低企业生产要素成本和运营成本。从企业用地成本、企业人工成本降和企业用能成本等方面积极探索优化路径，加大力度优化营商环境。