

猪又飞了，这次影响如何？

摘要

最近猪肉价格再度起飞，不但创下历史新高，而且继续在快速增长。8 月以来的 20 多天里，22 省市猪肉均价累计上涨两成以上。本轮快速剧烈的猪价上涨引发政府和市场的广泛关注，国务院常务会议近期专门讨论确定稳定生猪生产和猪肉保供稳价措施。对近期猪价上涨分析，则需要回答猪价为何上涨？会涨多少？影响多大？这几个问题。本轮猪肉价格上涨主要原因是由于非洲猪瘟以及环保强化等因素导致的供给剧烈收缩，生猪存量和能繁母猪年初以来均大幅减少近 1/3，生猪出栏和存栏比例已经大幅偏离趋势水平，显示供给非常偏紧。而根据此比例对猪价的领先关系，猪肉在未来半年内将继续攀升，22 省市猪价将可能在年底攀升至 40 元/公斤，在现在的基础上再上升 25% 左右。如果补栏继续滞后，明年猪价存在继续上涨的可能。因此，猪价上涨压力不可谓不大。

虽然猪价继续快速攀升，但一方面基数效应提升减缓了同比回升速度，另一方面猪肉在 CPI 权重较之前有所下降，因而猪价上涨提升通胀压力，但推动 CPI 大幅上升可能性有限。在猪价上涨推动下，CPI 同比增速将在今年 8、9 月份破 3%，年末可能进一步攀升至 3.3%。虽然猪价推升通胀，但考虑到这种通胀是行业供给收缩所致，而货币政策功能为调整需求，同时，目前来看 CPI 并未明显高于 3%。因而我们认为短期内货币政策不会对猪价上涨带来的通胀作反应。结构性政策下资金将继续淤积在银行间市场，利率债依然具有配置价值，我们依然认为 10 年期国债利率将下行至 2.6%-2.8% 水平。

风险提示：猪价上涨超预期。

西南证券研究发展中心

分析师：杨业伟
执业证号：S1250517050001
电话：010-57631229
邮箱：yyw@swsc.com.cn

相关研究

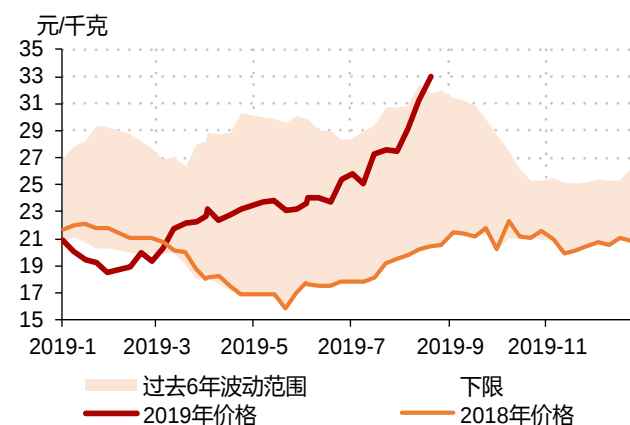
1. 短期扰动消退后企业盈利将保持弱势 (2019-08-27)
2. 猪肉价格大幅上行，中美贸易冲突再度加剧 (2019-08-25)
3. 新一轮贸易战加了哪些关税？有什么影响？ (2019-08-25)
4. 如何拯救全球低通胀——全球央行追踪第 12 期 (2019-08-25)
5. LPR 能改变什么，不能改变什么？ (2019-08-18)
6. 经济依然保持弱势，央行改革贷款利率定价机制 (2019-08-18)
7. 供需双缩经济放缓压力加强，政策需适时调整 (2019-08-14)
8. 实体融资再度收缩，结构性政策阻碍信用投放 (2019-08-13)
9. 经济依然偏弱，政策延续结构性导向 (2019-08-12)
10. 货币政策继续以结构性为主——2019 年 2 季度《货币政策执行报告》解读 (2019-08-11)

1 猪肉价格再度起飞，未来或将继续上涨

近期猪肉价格再度起飞。8月以来，猪肉价格在过去1年多连续上涨基础上再度起飞，22省市猪肉价格从8月2日的27.4元/公斤快速上涨至8月22日的33.0元/公斤，在20天内大幅上涨20.3%。猪肉价格绝对水平也创下2006年有数据以来的历史新高（图1）。猪肉是居民必须消费品之一，同时也是CPI的主要组成作用。猪肉价格上涨将推升居民消费成本，推高CPI，并可能进而制约货币政策。因而，近期猪肉价格如此快速上涨引发包括决策层在内的广泛关注。8月22日国务院会议确定稳定生猪生产和猪肉保供稳价措施，猪肉价格上涨已经惊动高层，也从侧面凸显了这个问题的紧迫性。大家普遍关注的几个问题是：猪肉价格为何上涨，还会上涨多少，有什么影响？

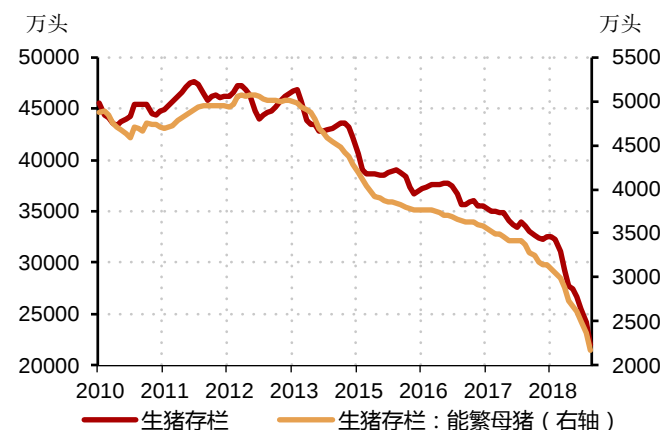
猪肉价格上涨主要由于过快收缩。任何价格都是供需决定的，猪肉也不例外。猪肉需求比较平稳，统计局公布数据显示，2002年以来城镇居民人均猪肉消费量基本稳定在20公斤/人左右，最高的2012年也只有21.2公斤/人，最低的2007年也有18.2公斤/人，波动较为有限。但供给波动显著大于需求，从最终供给生猪出栏量来看，2019年上半年同比下跌6.2%，跌幅较2018年扩大5个百分点，未来存在继续下跌可能。供给收缩是近期猪肉价格快速上涨的主要原因。

图1：22省市猪肉平均价格走势



数据来源：Wind，西南证券整理

图2：生猪与能繁母猪存栏情况

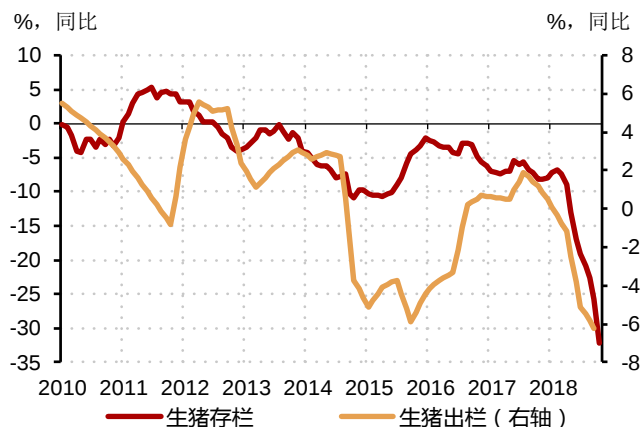


数据来源：Wind，西南证券整理

供给收缩背后主要是生猪去库程度深，而19年上半年补库严重不足又进一步加大未来猪肉价格上涨风险。2012年以来生猪存栏量进入下降趋势中，背后是由于技术进步和养殖规模化推进，生猪生长时间缩短，进而生猪存栏持续下降。但19年以来生猪存栏下降速度大幅加快，从18年底的3.1亿头减少至19年7月的2.2亿头，累计减少0.92亿头，同比跌幅从18年末的8.9%大幅扩大至19年7月的32.2%。而代表补库能力的能繁母猪也同样从18年末的2988万头下降至19年7月的2165万头，同比跌幅从12年末的12.7%扩大至19年7月的31.9%（图3）。生猪存栏下降一方面由于非洲猪瘟的传播，根据农业农村部数据，截止7月初，全国共因非洲猪瘟扑杀生猪116万余头。另一方面，环保等要求加强也导致养殖户补库缓慢。本文无意深入讨论生猪库存下降的原因，主要将分析局限在供需态势和未来价格走势上。

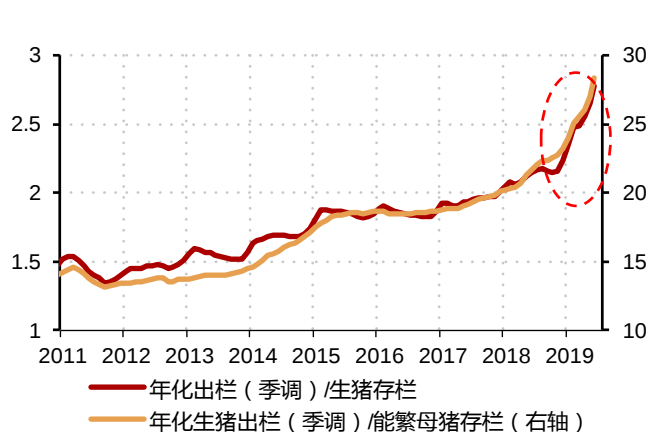
我们用生猪出栏来代表需求，生猪存栏以及能繁母猪来代表生产，用两者相对情况来表示供需相对变化。由于猪肉需求稳定，因而可以用生猪出栏量来代表需求情况。而生猪存栏、能繁母猪存栏可以代表供给情况。生猪出栏与生猪存栏的比例能够一定程度上代表供需相对情况。从历史情况来看，由于养殖技术的进步，单位生猪存栏对应的出栏量一直在提升，而单位能繁母猪对应的出栏量同样在稳步提升。但这种提升的趋势在 19 年以来明显加快，背后是存栏相对于出栏更大幅度的下降，显示供给相对于需求出现了大幅度的收缩（图 4）。

图 3：22 省市猪肉平均价格走势



数据来源：Wind，西南证券整理

图 4：生猪年化出栏与生猪存栏以及能繁母猪存栏之比



数据来源：Wind，西南证券整理

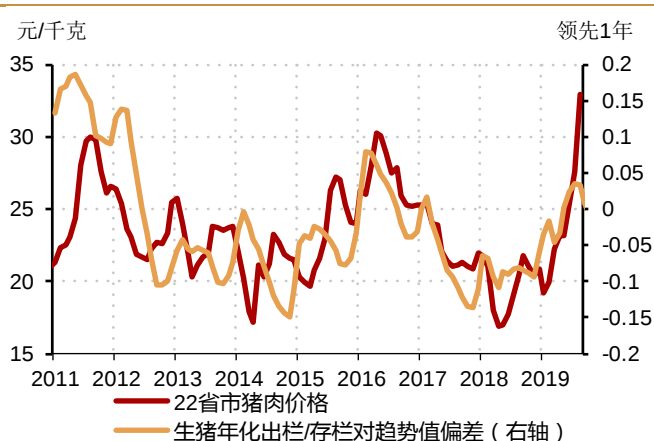
生猪出栏与存栏比例对趋势值的偏离反映供求状况，对价格有很好的领先性。我们用生猪出栏与存栏比例来刻画供需关系，趋势上单位生猪存栏对应的出栏量是以线性速度稳步提升的，而这个比例对趋势值的偏离反映着供需状况。如果这个比例比趋势值高，那么代表着出栏比存栏增长快，猪肉供给偏紧，意味着价格将要上涨。而如果这个比例比趋势值低，那么代表着出栏比存栏增速慢，猪肉供给充足，价格将要下跌。经验数据显示，这个比例对趋势值的偏离对 22 省市猪肉价格有稳定的领先性，领先期在 1 年左右，可以用此来判断未来猪肉价格走势（图 6）。

图 5：生猪年化出栏与存栏之比及趋势值



数据来源：Wind，西南证券整理

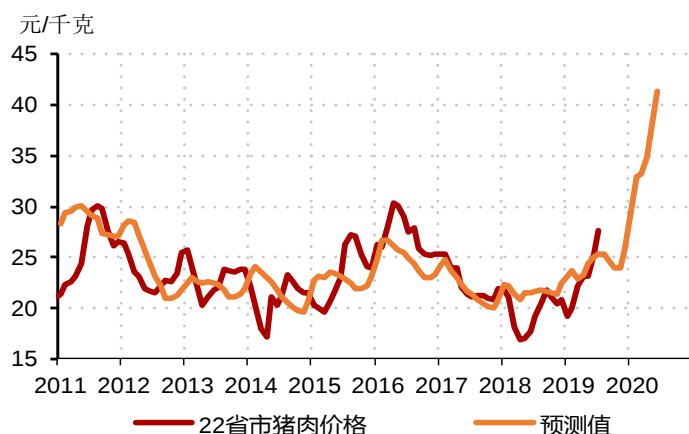
图 6：生猪年化出栏与存栏之比对趋势值偏离领先猪肉价格 1 年



数据来源：Wind，西南证券整理

我们基于生猪出栏与存栏比例反映的供给缺口判断，未来猪肉价格依然有继续上涨可能。我们利用领先一年的生猪出栏和存栏比例对趋势偏差值，与 22 省市猪肉价格的相关性，来对 22 省市猪肉价格做预测。结果显示，当前供给缺口意味着未来猪肉价格将继续攀升，未来一年高点可能攀升至 40 元/公斤以上。而在经历今年 8 月的快速上涨之后，截止 8 月 22 日，22 省市猪肉平均价已经来到 33 元/公斤，也就是说，猪价还可能较现在水平再上涨 25% 左右。如果供给依然得不到有效改善，猪价涨幅可能较目前估计水平更高，猪价上涨压力不容忽视。

图 7：22 省市猪肉价格及预测值



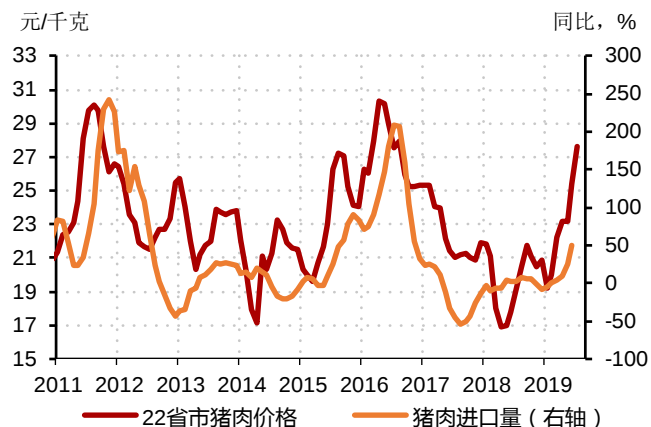
数据来源：Wind，西南证券整理

2 进口能否有效缓解供给压力

随着国内猪肉价格快速上涨，一个自然的想法是能否通过进口缓解国内的供给冲击。确实，从经验上来看，每当猪肉价格上涨时，我国猪肉进口量都会显著提升，呈现出进口量与猪价的高度正相关性（图 8）。因而可见的是，未来猪肉进口量将明显增加。但是，关键在于，进口量是否足够大，能否有效缓解供给压力。

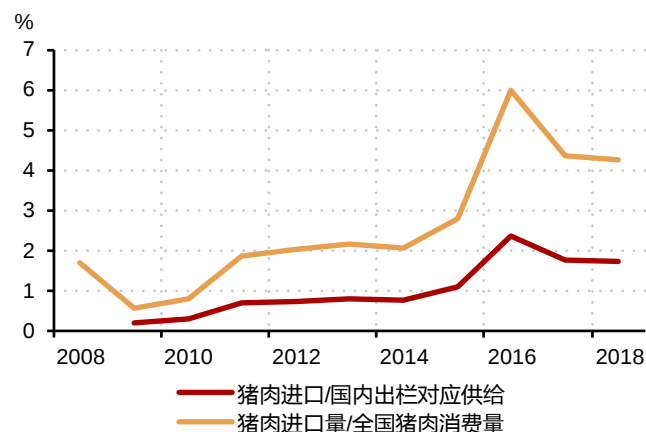
进口占我国猪肉供给占比较低，难以完全弥补目前如此大的供给缺口。从狭义口径看，我国居民人均猪肉消费量在 20.1 公斤（2017 年），猪肉直接消费量为 280.6 亿公斤，而 2018 年猪肉进口量为 11.9 亿公斤，仅占猪肉直接消费量的 4.3%。而从广义口径上来看，猪肉可能不仅直接消费，还可能用于食品加工，例如做成火腿肠等。2018 年我国生猪出栏量 6.9 亿头，以每只平均 100 公斤估计，对应猪肉产出为 690 亿公斤，当年进口量仅占猪肉产出的 1.72%。因而进口占总供给的比例较为有限。当前生猪年需求量在 7 亿头左右，而当年 2.1 亿头的生猪存栏以 2018 年存栏和出栏关系估算，只能提供约 5 亿头生猪出栏，缺口在 2 亿头/年，约 200 亿公斤，每年 11.9 亿公斤的进口量即使翻番也无法弥补这个缺口。

图 8：猪肉价格与猪肉进口量



数据来源：Wind，西南证券整理

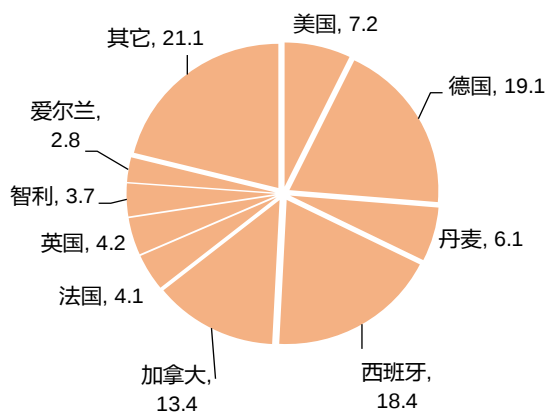
图 9：进口占猪肉国内供给比例较低



数据来源：Wind，西南证券整理

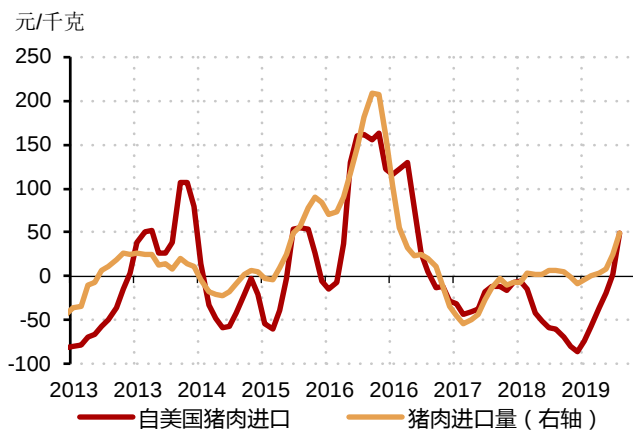
猪肉价格上涨是一个国内事件，与贸易战没有太大关系。部分观点将国内猪肉价格大幅上涨与中美贸易战联系到一起，这种看法是不客观的。且不论进口占我国猪肉供给比例很低，单就进口结构来说，美国占比也是很低的。中国猪肉进口三大来源地是德国、西班牙和加拿大，2018 年自这三地进口占总进口的比例分别为 19.1%、18.4%和 13.4%，合计占到一半左右。而自美国进口占比为仅为 7.2%。同样，猪肉进口来自俄罗斯等地比例也非常有限。另一方面，从增速来看，自美国猪肉进口今年以来增速快速提升，目前同比增速已经达到 50% 左右，与总体猪肉进口增速相当，并未出现由于贸易战而进口少增的情况。将猪肉价格上涨归因于贸易战，或跟贸易战联系到一起，是不客观的。

图 10：中国猪肉进口分布（2018，%）



数据来源：Wind，西南证券整理

图 11：中国总体猪肉进口与自美国进口同比增速



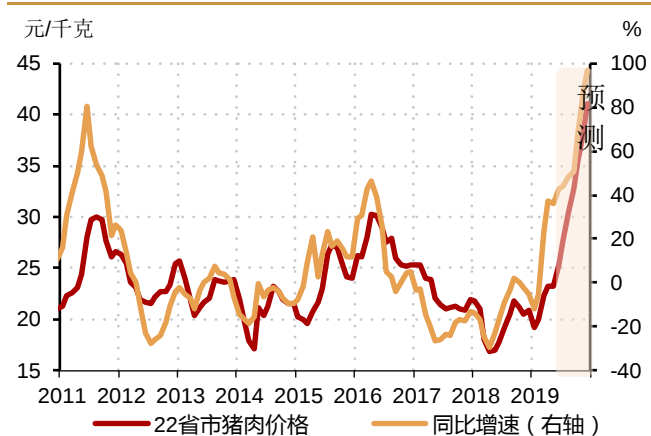
数据来源：Wind，西南证券整理

3 猪肉价格对 CPI 的影响

猪肉价格是 CPI 的重要组成部分，猪肉价格上涨将推动 CPI 上升。我国 CPI 同比增速从今年 2 月的 1.5% 快速攀升至今年 7 月的 2.8%，其中猪肉价格同比增速由 2 月的 -4.8% 转为 7 月的 27.0%，推升 CPI 增速约 0.71 个百分点，是通胀压力上升的主要推动力。而 8 月份猪肉价格继续快速攀升，将进一步推升通胀压力。那么未来猪肉价格涨幅有多大，到底能将 CPI 推高到多高水平？

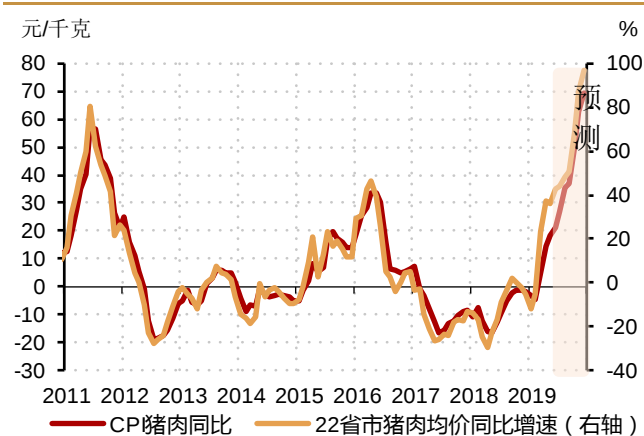
在前文分析基础上，我们认为年末 22 省市猪肉价格可能达到 40 元/公斤左右，同比增速接近翻番。虽然我们前文分析中生猪出栏和存栏比例对趋势值偏离领先于 22 省市猪肉价格一年，按此关系预测明年 1 月 22 省市猪肉均价将达到 28 元/公斤，但事实上，猪肉价格已经在今年 7 月达到这水平，这意味着本轮由于供给收缩剧烈，供需缺口对猪肉价格的领先关系已经由一年缩短至 6 个月。因而我们基于猪肉供需缺口领先猪肉价格 6 个月的假设，对未来半年猪肉价格进行预测。结果显示，年末猪肉价格可能达到 40 元/公斤左右，同比增速接近翻番。

图 12：22 省市猪肉价格走势及预测



数据来源：Wind，西南证券整理

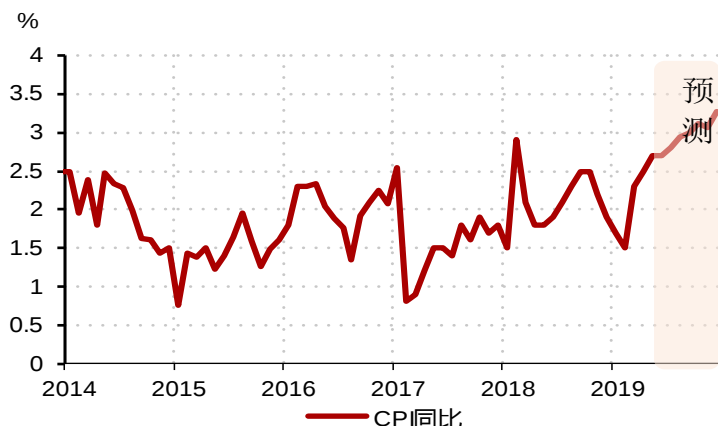
图 13：22 省市猪肉价格及对应 CPI 中猪肉分项增速。



数据来源：Wind，西南证券整理

猪肉价格上涨将推升通胀压力，CPI 大概率在今年 8、9 月份破 3%，年末可能达到 3.3% 左右。根据 22 省市猪肉价格同比增速与 CPI 中猪肉分项增速的关系，可以预测 CPI 中猪肉分项同比增速将持续回升，预计将从今年 7 月 27.0% 左右的水平攀升至年末的 69.4%。相应的将对 CPI 产生明显推升作用。我们用定基指数法，结合猪肉在 CPI 中的权重，来估算对 CPI 同比增速的推动作用。并假定非猪肉 CPI 环比增速与过去 8 年的季节性均值相同，以此来预测未来几个月 CPI。结果显示，CPI 将在 8、9 月份破 3%。年末将达到 3.3% 左右。通胀压力上升，但未出现失控情况。明年猪肉价格是否会大幅攀升，继续推高 CPI，取决于下半年生猪补库速度如何。

图 14: CPI 走势及预测



数据来源: Wind, 西南证券整理

4 猪价上涨是否会制约货币政策，是否会改变债市走势

虽然猪肉价格上涨可能推升通胀水平，但我们认为货币政策不会对此作出反应。虽然猪肉价格上涨将在未来几个月推升通胀水平，但我们认为货币政策不会收紧。主要原因是这种通胀并非需求驱动的，而是来自供给面冲击。而货币政策则是调节需求的工具，对供给冲击调节能力有限。如果要通过压缩需求来抑制通胀，则会对经济形成较大压力，特别是在经济放缓压力依然存在的情况下，这种调整性价比比较低，得不偿失。

央行会对通胀回升表示关注，但据此前央行表态，货币政策不会对单一商品价格上涨作反应。可比较的，2015 年 3 季度出现过一轮猪周期，当时 22 个省市猪肉价格从 3 月的 19.9 元/千克上涨至 8 月的 27.1 元/千克，同期 CPI 同比也从 1.4% 上升至 2.0%。面对通胀压力上行，央行在当年 2 季度货币政策执行报告里明确表态“货币政策并不针对个别商品价格变化进行调整，而主要是观察物价的总体水平”。因此，我们认为即使本轮猪肉价格上涨推升通胀，央行也一定会调整货币政策进行应对。同时考虑到目前情况来看，CPI 虽然会破 3%，但不会大幅度超过 3%，因而央行会对通胀表示关注，但不一定会采取行动。

在缺乏宏观面支撑情况下，猪肉价格上涨对债市影响更多是情绪面，实质影响有限。如果缺乏宏观面的支撑，猪肉价格单一商品价格上涨，也不会对债市形成明显冲击。例如 2015 年 3 季度猪肉价格上涨虽然推升了通胀水平，但由于货币政策未发生调整，宏观基本面依然

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_10444

