



再议猪肉和原油价格对通胀的影响

✎ : 顾楚雨 执业证书编号: S1230519040002
 ☎ : 021-80108144
 ✉ : guchuyu@stocke.com.cn

报告导读

➤ 本专题预测了 2019 全年物价走势。

相关报告

投资要点

□ 后续猪价怎么看？

4 月初以来，生猪价格走势较为平稳，整体涨幅低于市场预期，三大原因：1) 湖南、山东等多地出台屠宰场整顿及冻肉销售管理文件，受此影响各地屠宰场恐慌性抛售冻肉。2) 非洲猪瘟对能繁母猪的供给冲击从去年 9-10 月开始显现，对应 2019 下半年，生猪供给缺口或较为明显。3) 生猪价格在 3 月份淡季逆势上涨，近期可能是消化前期涨幅。

农业部两次召开发布会，判断下半年猪价或有较大涨幅。4 月份农业部两次召开新闻发布会，判断“下半年猪肉价格同比涨幅可能超过 70%”，“四季度活猪价格将会突破 2016 年的历史高点”。

当前市场对下半年生猪价格上涨预期较为充分，但考虑到生猪供给较难真实判断，CPI 中猪肉价格分项与高频数据时有背离，猪价涨幅仍有可能不及预期。

1) 近期显示生猪供给大幅下降的数据多源自草根调研，可能存在样本偏差、不一定能代表整体。2) CPI 中猪肉价格分项与高频数据时有背离，可能与两者取样点范围和统计频次不同有关。

□ WTI 原油价格或维持 63-68 美元/桶区间

受宏观经济和地缘因素刺激，年初至四月份，原油价格震荡上行。原油价格实际上是美国、OPEC 各国以及俄罗斯基于自身经济和政治因素的多方博弈。

综合各方因素，我们判断原油价格仍有小幅上涨空间，WTI 油价或维持 63-68 美元/桶的水平，但大幅上涨的空间也有限。1) OPEC 方面主要取决于沙特的态度，根据 IMF 测算，若沙特需要维持今年国内财政预算平衡，需要将油价维持在 85 美元/桶的水平。吸取 2018 下半年其大幅增产、油价应声下跌的教训，短期沙特受特朗普施压大量增产的概率不大。2) 特朗普政府宣布 5 月 2 日起恢复对伊朗等国原油出口制裁，政治因素仍将对油价有所扰动。

□ 猪价、油价对 CPI 影响几何？

基于对生猪价格的两种不同假设（情形一：参照农业部预测的高猪价；情形二：假设猪肉价格上涨不及市场预期），判断 2019 年 CPI 中枢分别为 2.4%、2.2%。

□ 预计全年 PPI 中枢 0.3%左右

近期煤钢价格走势较强，南华工业品价格指数较上年同期上涨 15%。一方面反映下游房地产和基建需求仍不弱；另一方面，微观调研显示国家对煤炭等大宗商品价格干预能力和意愿较强，大宗商品价格周期性波动或减弱。除此之外，受天气和上年铁矿石价格低迷影响，年初以来全球各大铁矿石企业普遍调降产量，铁矿石价格创最近两年新高，进一步推动钢价上涨。

预计 2019 年，煤炭、钢铁、有色等主要大宗商品价格高位震荡，PPI 受基数效应影响，在经历 4 月份高点后先降再升，全年中枢 0.3%左右。

报告撰写人：顾楚雨

数据支持人：顾楚雨

正文目录

1. 后续猪价怎么看？	3
1.1. 4 月初以来生猪价格走势较为平稳	3
1.2. 农业部两次召开发布会，判断下半年猪肉价格或有较大涨幅	4
1.3. 生猪供给较难真实判断，下半年猪肉价格涨幅有可能不及预期	4
2. WTI 原油价格或维持 63-68 美元/桶价格区间	4
3. 猪价、油价对 CPI 影响几何？	5
4. 预计全年 PPI 中枢 0.3% 左右	6

图表目录

图 1: 22 省市猪肉、生猪均价 (元/公斤)	3
图 2: 屠宰企业冻肉库存水平 (%)	3
图 3: 近期仔猪价格涨幅明显高于生猪 (元/公斤)	3
图 4: 生猪、能繁母猪存栏量变化率: 环比 (%)	4
图 5: 2019 年 CPI 预测 (情形一)	5
图 6: 2019 年 CPI 预测 (情形二)	5
图 7: 生猪价格预测 (元/公斤、%, 情形一)	5
图 8: 生猪价格预测 (元/公斤、%, 情形二)	5
图 9: 2019 年 PPI 预测	6

未找到图形项目表。

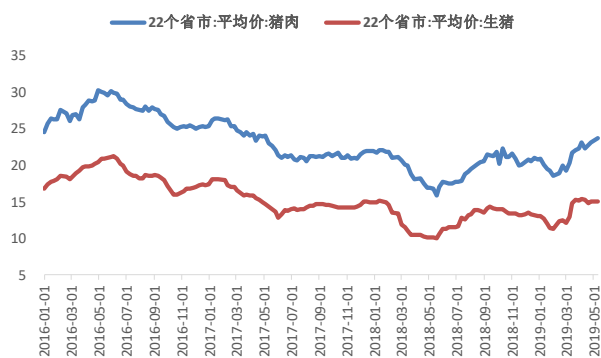
1. 后续猪价怎么看？

1.1. 4 月初以来生猪价格走势较为平稳

4 月初以来，生猪价格走势较为平稳，整体涨幅低于市场预期，三大原因：1) 湖南、山东等多地出台屠宰场整顿及冻肉销售管理文件，受此影响各地屠宰场恐慌性抛售冻肉。2) 非洲猪瘟对能繁母猪的供给冲击从去年 9-10 月开始显现，对应 2019 年下半年，生猪供给缺口或较为明显。3) 猪肉价格在 3 月份淡季逆势上涨，近期可能是消化前期涨幅。截止 5 月 10 日，22 省市生猪、猪肉价格分别为 15.03、23.75 元/公斤，与月初基本持平，较一季度价格低点仍分别上涨 33%、25%。

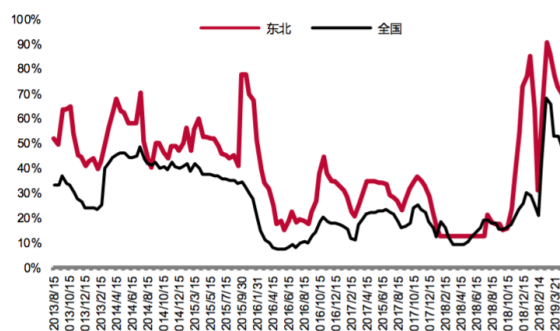
1) 近期湖南、山东多地出台冻肉销售相关管理文件，叠加三月份猪肉价格有所上行，屠宰场大量抛售冻肉，全市场猪肉供应短缺程度小于市场预期。2018 年四季度至 2019 年春节前，生猪市场加速出栏、抛售增多，屠宰厂大量收储冻肉，冻肉库存率明显升高。而近期湖南、山东多地出台限制冻肉销售相关文件，各地屠宰企业恐慌性抛售冻肉、以规避政策风险，4 月以来冻肉库存持续回落。以湖南地区为例，4 月 4 日该地下发通知，表示“按照湖南省防治重大动物疫病指挥部要求，省内各地要暂停销售 2018 年 1 月至 2019 年 3 月 31 日入库的冷冻生猪产品（包括猪肉、猪肉脏、猪板油、猪血、猪骨等），严禁未经检验检疫和非洲猪瘟检测不合格产品流入市场”。

图 1：22 省市猪肉、生猪均价（元/公斤）



资料来源：WIND、浙商证券研究所

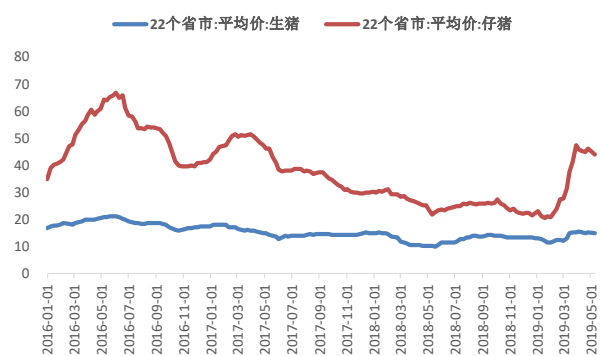
图 2：屠宰企业冻肉库存水平（%）



资料来源：涌益咨询、浙商证券研究所

2) 非洲猪肉对能繁母猪的产能去化冲击从去年 9-10 月开始逐渐显现，按照 10-12 个月的生猪出栏培育周期，对应今年下半年开始，市场生猪供给缺口将较为明显。2019 年 1 月以来仔猪价格持续上涨，截止 2019 年 5 月 10 日已达 43.8 元/公斤，较年初价格基本翻倍，涨幅与上一轮猪周期高点前期（2016 上半年）较为接近。仔猪价格的高涨是行业产能不足的表现，因复产成功率较低，母猪补栏情绪低迷，为赚取行业涨价红利，仔猪需求明显增加。

图 3：近期仔猪价格涨幅明显高于生猪（元/公斤）



资料来源：WIND、浙商证券研究所

1.2. 农业部两次召开发布会，判断下半年猪肉价格或有较大涨幅

4 月份农业部两次召开新闻发布会，判断“下半年猪肉价格同比涨幅可能超过 70%”，“四季度活猪价格将会突破 2016 年的历史高点”。2019 年 4 月 17 日上午 10 时、4 月 23 日上午 10 时，农业农村部新闻办公室两次举行例行新闻发布会，介绍一季度农业农村经济运行情况，并回答记者提问。农业部发言人肯定了近期生猪、能繁母猪存栏量明显下降，认为“3 月份生猪、母猪存栏量下降的幅度、速度之快，也是近十年来出现的最大值”，并认为下半年猪肉价格涨幅或较大。“总的情况来看，猪价已经提前进入了上涨周期，我们预判全年猪肉产量会下降，后期生猪供应会趋紧，四季度活猪价格将会突破 2016 年的历史高点”。

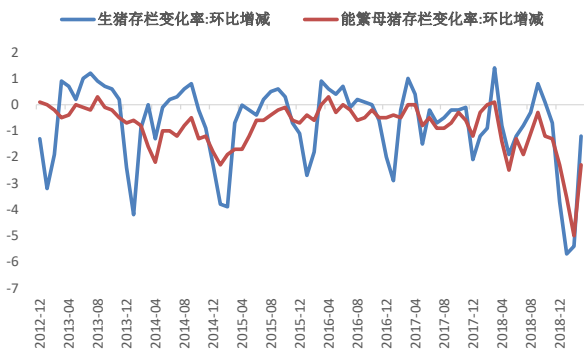
1.3. 生猪供给较难真实判断，下半年猪肉价格涨幅有可能不及预期

当前市场对下半年生猪价格上涨预期较为充分，但考虑到生猪供给较难真实判断、CPI 中猪肉价格分项与高频数据时有背离，下半年猪肉价格涨幅仍有可能不及预期。

近期显示生猪供给大幅下降的数据多源自草根调研，可能存在样本偏差、不一定能代表整体。例如新牧网记者收到的草根调研数据显示，自非洲猪瘟疫情发生至 2019 年 2 月初，除广东、广西外，四川、河南、东三省、浙江等地的生猪存栏量均下降了 20%-50%。而从农业部公布的生猪、能繁母猪存栏量变动看，3 月其存栏量环比降幅已较 1-2 月有所收窄。除此之外，农村部公布的存栏量数据样本大多分布在散户养殖场，其样本覆盖较小的规模化养殖场受猪瘟冲击相对较小。

CPI 中猪肉价格分项与高频数据时有背离，可能与两者取样点范围和统计频次不同有关。例如 2019 年 3 月份猪肉价格环比上涨 1.2%，同比上涨 5.1%，环比涨幅明显低于商务部公布高频数据和 22 省市猪肉均价，后两者 3 月环比涨幅均在 10% 左右。统计局官方称“各地猪肉价格涨跌互现，全国平均上涨 1.2%”，推测其样本覆盖省份更为全面；此外其曾回应每个月 CPI 调查员要采 6 次价，每 5 天采一次，把 6 次价的平均数作为一个月的平均数，统计频率更高。

图 4：生猪、能繁母猪存栏量变化率：环比（%）



资料来源：WIND、浙商证券研究所

2. WTI 原油价格或维持 63-68 美元/桶价格区间

受宏观经济和地缘因素刺激，年初至四月份，原油价格震荡上行。WTI 原油价格从年初 46.54 美元/桶的低点回升至 5 月中旬的 61.78 美元/桶。宏观方面，2019Q1 美国实际 GDP 年化季环比初值 3.2%，明显超市场预期，净出口、私人库存投资和州以及地方政府支出对其拉动较大。地缘政治方面，利比亚内乱、伊朗和委内瑞拉制裁等地缘政治持续影响原油供应。特朗普政府宣布 5 月 2 日后恢复对伊朗等八个国家的原油出口制裁，不再延期豁免，引发市场对原油供应的担忧。3 月伊朗原油出货量为 168.8 万桶/日，已经超过去年 3 季度水平，若后续受美国原油出口制裁，全球原油供应或存在缺口。

原油价格实际上是美国、OPEC 各国以及俄罗斯基于自身经济和政治因素的多方博弈。1) 美方态度对原油价格有较为重要的影响，去年至今油价的几次大幅波动基本都和特朗普表态有关。例如 2018 年下半年沙特王储暗杀华盛顿邮报记者卡舒吉，沙特面临西方国家抵制制裁压力，特朗普力挺沙特，作为回报沙特大幅增产原油，当时油价应声而跌。

又如近期特朗普在推特上宣布与 OPEC 领导人通话达成增产协议，油价随之回落。整体来看，从政治角度美方希望对伊朗等国原油出口施压，但从经济角度，其又希望将原油价格维持较为适中的水平，以刺激国内经济增长。2) OPEC 和俄罗斯方面，出于维持财政预算收支平衡的考量，其通常希望将油价维持较高水平，但亦面临来自美国的压力。

综合各方因素，我们判断原油价格仍有小幅上涨空间，WTI 油价或维持 63-68 美元/桶的水平，但大幅上涨的空间也有限。1) OPEC 方面主要取决于沙特的态度，根据 IMF 测算，若沙特需要维持今年国内财政预算平衡，需要将油价维持在 85 美元/桶的水平。吸取 2018 年下半年其大幅增产、油价应声下跌的教训，短期沙特受特朗普施压大量增产的概率不大。2) 特朗普政府宣布 5 月 2 日起恢复对伊朗等国原油出口制裁，政治因素仍将对油价有所扰动。3) 一季度美国和中国的经济增速均超市场预期，需求角度亦对油价有所支撑。

3. 猪价、油价对 CPI 影响几何？

相较于生猪价格，猪肉价格的波动较小，并存在 0-1 个月的传导时滞。观察 22 省市生猪平均价格与 CPI 中猪肉分项价格环比，后者变动是前者的 0.4-0.6 倍，部分月份存在 1 个月的传导时滞。

基于对生猪价格的两种不同假设，判断 2019 年 CPI 中枢分别为 2.4%、2.2%。

猪价：

情形一（高猪价）：基于农业部新闻发布会对猪肉价格走势的预测，2019 年四季度 22 省市生猪平均价格将超过 2016 上半年高点，达 23 元/公斤，全年价格中枢 18.1 元/公斤，较上年中枢上涨 43%。节奏方面，假设 5 月到 7 月生猪价格缓慢均匀上涨，至 7 月涨至 20 元/公斤的阶段高点；暑期是猪肉消费阶段低点，8 月份生猪价格缓慢下降；9 月、10 月，受中秋、国庆双节拉动，生猪价格再度上涨，达到 23 元/公斤的年内高点；11-12 月，节后生猪价格先跌再升，至年底为 21 元/公斤。

情形二（猪价低于市场预期）：如上文所述，生猪供给较难真实判断，下半年猪肉价格涨幅有可能不及预期。假设 2019 年 22 省市生猪平均价格中枢 16.5 元/公斤，较 2018 年增长 30%。节奏方面与情形一基本一致，遵循季节性波动规律。

油价：预计 WTI 油价在 63-68 美元/桶上下震荡（见上文）。节奏方面，6-9 月为原油消耗旺季，假设 5 月 WTI 原油价格维持 63 美元/桶水平，6-9 月受需求拉动逐渐上涨至 67 美元/桶，10-12 月又回落至 60 美元/桶水平。

医疗服务价格：最近三年因医疗改革，医疗服务价格波动较大，故采用最近十年历史环比均值预测。

CPI 中其它分项：最近三年历史环比均值。

图 5：2019 年 CPI 预测（情形一）

— CPI:同比:预测

图 6：2019 年 CPI 预测（情形二）

— CPI:同比:预测

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_12505

