

猪价那些事

——对通胀影响七问七答

宏观简报

要点：

中国的猪肉和印度的洋葱、韩国的泡菜一样，都是本国 CPI 通胀的晴雨表和风向标。而近期，这一风向标再度引发了市场的关注。

1、猪周期已然反转了吗？春节后猪价淡季不淡，生猪价格较1月低点上涨了40%，仔猪更是上涨100%，猪价上涨除了近期收储的扰动，更根本的原因还是非洲猪瘟导致的产能快速出清影响，猪周期的反转或就此确立，比我们去年10月基准情形预计来得更早，幅度更大，与当时的风险情形或类似。

2、非洲猪瘟过去了吗？尽管疫情有所控制，但随着气温回升，仍可能恶化，且我国进口猪较多的陆上邻国越南疫情正在爆发。

3、影响会比06年蓝耳病大吗？尽管目前管控能力更强，但非洲猪瘟无疫苗，只能捕杀，影响时间或更长，幅度或更大。中小养殖户去年亏损，大养殖场财务杠杆较高，又遭疫病损失，叠加未来疫情风险，大规模补栏受资金和情绪制约，未来一年猪价仍有支撑。

4、牛羊鸡肉能替代猪肉吗？我国居民对猪肉的需求较平稳，猪肉在猪、牛、鸡肉总体消费量中的占比近20年来仅在71-74%间窄幅波动，总体肉类消费难大降，猪价上涨往往会带动其他肉类一起涨价。

5、进口能平抑猪价吗？进口仅占我国年消费量的3%，全球可供我国调剂的贸易量总计或也仅占我国年消费量的7%，难以弥补猪肉供给缺口。

6、猪价对通胀影响有多大？基准情形下，年底生猪价格升至20元/千克，CPI同比高点（在二季度及年底）或达2.6-2.7%，全年中枢2.3%。风险情形下，年底生猪价格升至22元/千克，CPI同比高点（年中和年底）或达2.9%，全年中枢2.5%。极端情形下2020年猪价继续上涨到25-30/千克，将再拉抬当年CPI同比0.1-0.4个百分点。

7、猪周期上行对货币与市场的影响如何？猪价大涨并非每次都带来货币收紧和市场利率上行。2006年和2010年猪周期上升时货币收紧，市场收益率上行，但都是在经济上行和过热期。2015年猪周期上行时，则市场利率下行，“松货币”以对冲经济增速下行压力。本轮猪周期上行的经济大环境是，金融周期进入下半场，“紧信用”难改，如果CPI不长期大幅超过3%，“松货币”方向难转变，预计2季度会有一次降准，而降息必要性不大。

分析师

张文朗 (执业证书编号：S0930516100002)
021-52523808
zhangwenlang@ebsecn.com

刘晓波 (执业证书编号：S0930512080003)
021-52523800
liuxb@ebsecn.com

黄文静 (执业证书编号：S0930516110004)
010-56513039
huangwenjing@ebsecn.com

邓巧锋 (执业证书编号：S0930517100005)
021-52523805
dengqiaofeng@ebsecn.com

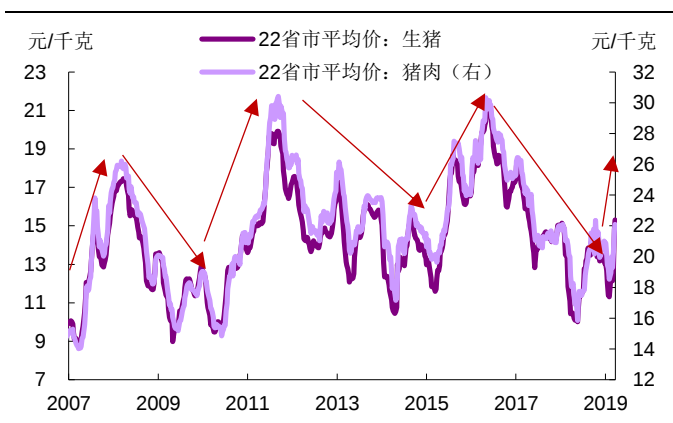
1、猪周期已然反转了吗？

中国的猪肉和印度的洋葱、韩国的泡菜一样，是本土 CPI 通胀的晴雨表和风向标。而近期，这一风向标再度引发了市场的关注。

春节后猪价淡季不淡，新一轮猪价上涨周期或就此开启。3 月以来，全国外三元生猪价格已上涨了 30%，而与 1 月底的低点相比，生猪价格已涨超 40%，猪肉价格也上涨了 19%（图 1）。猪价的上涨除了近期收储的扰动（为何此时扰动，或是因为猪价仍在低位，收储成本仍低，担心未来成本更高），更根本的原因还是非洲猪瘟导致的产能快速出清影响，从去年 8 月发现首例非洲猪瘟病例以来，全国累计有 28 个省份先后发生 113 起非洲猪瘟疫情，累计扑杀生猪 91.6 万头（截止 1 月 14 日），2 月能繁母猪存栏较去年 7 月下跌了 13.5%，今年前两月能繁母猪存栏加速下滑，2 月同比跌幅更是高达 2009 年以来最大的 20%。能繁母猪淘汰进程加快，导致仔猪数量不足，2 月以来仔猪价格飞涨 100%（图 2）。

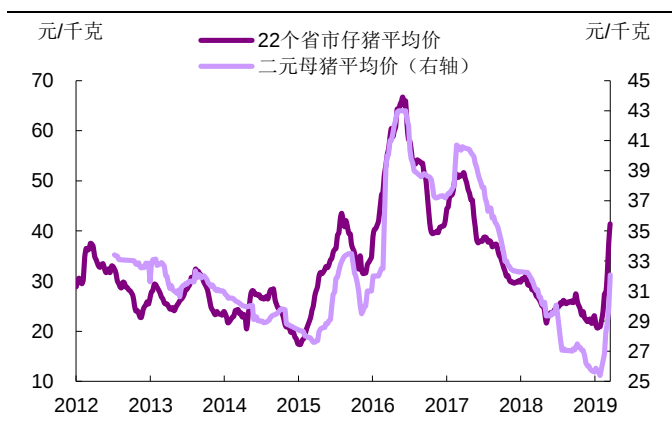
我们在 2018 年 10 月的报告¹中曾指出，非洲猪瘟尽管当时还未实质影响产能，但由于其传播途径广、致死率高、存活时间长，尚无有效疫苗，可能会加快产能出清和猪周期反转，但目前猪周期的反转比我们基准情形预计的来得更早，幅度也更大，跟当时预计的风险情形类似。

图 1：生猪和猪肉价格反弹



资料来源：Wind。数据截止 2019 年 3 月 22 日

图 2：仔猪和母猪价格大涨



资料来源：Wind。数据截止 2019 年 3 月 22 日

2、非洲猪瘟过去了吗？

尽管今年前两月，疫情月度发生数下降到个位，21 省份疫区解除封锁，但引发疫情的风险因素短期难消退。随着气温回升，疫情仍可能恶化。而同样是猪消费较多、且我国进口猪较多的陆上邻国——越南自 3 月初发现非洲猪瘟疫情以来，已有 16 省份相继出现非洲猪瘟感染病例，由于非洲猪瘟的强传染性，亦给我国带来不确定性。

3、影响会比蓝耳病大吗？

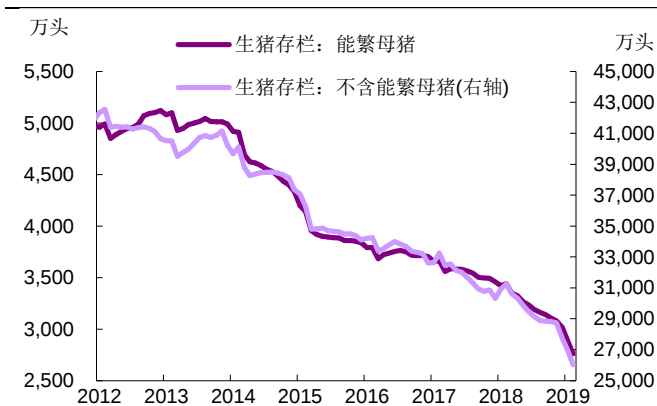
管理增强，但无疫苗。相比 2006 年全国性的蓝耳病相比，尽管目前出现一起、捕杀一起，信息更透明、疫情控制能力更强，但与 2007 年即开始

¹张文朗，黄文静，《“类滞胀”重现？——未来三个季度通胀预测》，2018 年 10 月 29 日

使用蓝耳病疫苗相比，非洲猪瘟并没有有效疫苗，只能靠捕杀，更难对抗，影响时间或更长，影响幅度或更大。2006 年能繁母猪存栏同比下滑了 20%，而非洲猪瘟尚在进行时，能繁母猪存栏同比已经下滑了 20%。

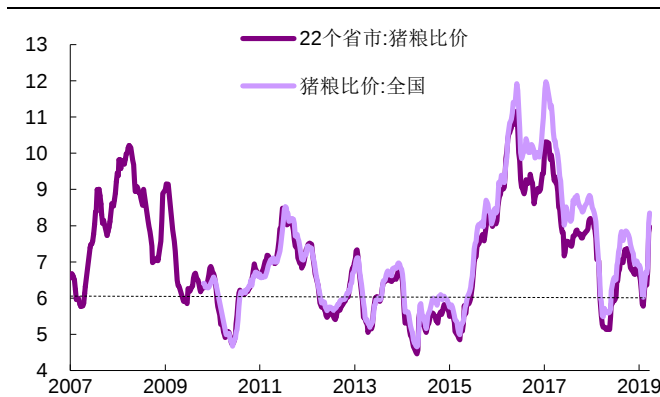
资金制约补栏能力。猪粮比已经超过 8，虽然升起了盈亏平衡点 6，接近预警线 8.5（图 4），但去年猪价大跌，很多中小养殖户一直在经历亏损，而非洲猪瘟爆发后病猪遭捕杀，资金压力进一步加大，叠加未来疫情风险，一些农户出现不敢养、放弃养的现象，影响补栏情绪。而大养殖场财务杠杆较高，非洲猪瘟给其造成损失，大规模补栏亦有资金制约。这也意味着本轮补栏或速度较慢。而从后备母猪到仔猪出栏需要 14 个月，而从能繁母猪备孕到仔猪出栏也要 10 个月，尽管收储结束后猪价增速会有调整，但未来一年猪价上涨仍有支撑。而近期政策表态支持“点对点”生猪及产品调运，不得层层加码禁运限运，抑或是处于对补栏的担忧。

图 3：能繁母猪存栏加速下滑



资料来源：Wind。数据截止 2019 年 2 月

图 4：猪粮比升起盈亏平衡点

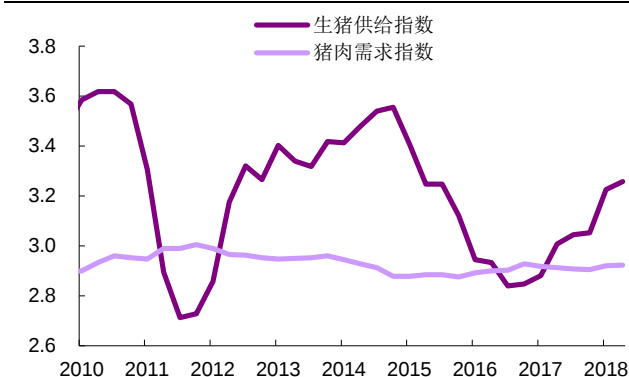


资料来源：Wind。数据截止 2019 年 3 月 22 日

4、牛羊鸡肉能替代猪肉吗？

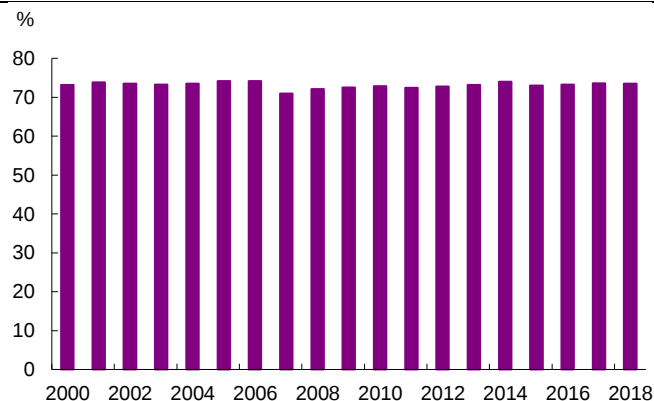
从需求端看，我国居民对猪肉的需求比较平稳。《中国农业展望报告(2015-2024)》指出，未来 10 年猪肉消费量和人均占有量年均增速将保持在 1.3% 和 0.8% 的平稳增长。2015 年猪肉人均占有量分别为 42 千克/人/年。预计 2024 年人均占有量将小幅上升至 45 千克/人/年。近年来，尽管我国猪肉供给大幅波动，但需求始终较为平稳（图 5），过去 20 年我国猪肉消费量在猪、牛、鸡肉总体消费量中的占比近 20 年来仅在 71-74% 之间窄幅波动（图 6）。其他肉类的确跟猪肉有一定的替代性，但总体肉类消费难大降，猪价的上涨往往会带动牛肉、羊肉等一起上涨（图 7）。

图 5：猪肉需求基本平稳



资料来源：Wind

图 6：猪肉消费量/猪牛鸡肉总体消费量

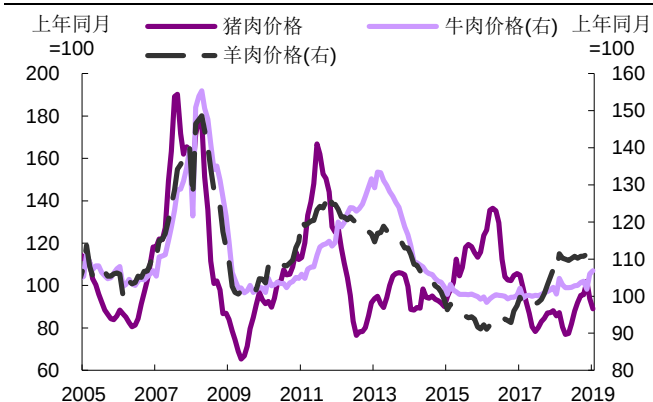


资料来源：Wind

5、进口能平抑猪价吗？

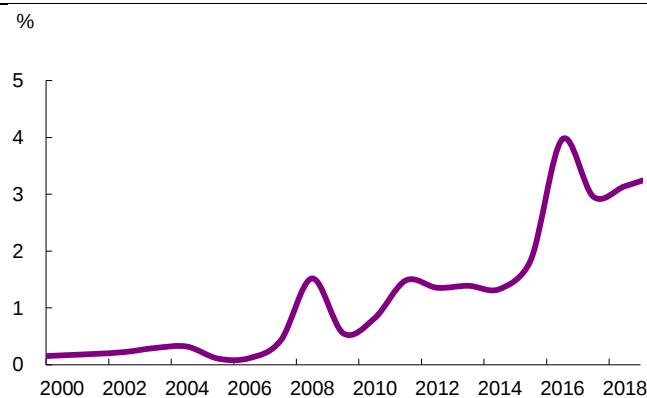
根据美国农业部的统计，2018 年我国猪肉消费量 5573 万吨，进口量尽管逐年攀升，2018 年也只有 175 万吨，占比仅 3%（图 8）。根据搜猪网²，全球猪肉年贸易量在 800 万吨左右，菲律宾、韩国、墨西哥、日本自给率较低，需要依靠的进口量就接近 400 万吨，可供我国调剂的量也仅有 400 万吨，仅占我国年消费量的 7%，而按照能繁母猪的存栏下降速度，进口或难以弥补我国的猪肉供给缺口。

图 7：猪肉价格上涨往往会提振其他肉类价格



资料来源：Wind。数据截止 2019 年 1 月

图 8：猪肉进口量/消费量



资料来源：Wind。数据截止 2019 年

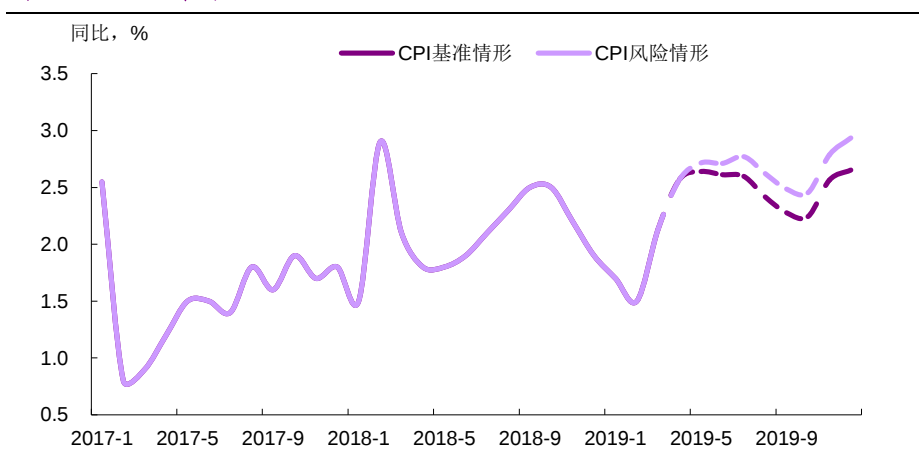
6、猪价对通胀影响有多大？

基准情形下，根据光大农业组预测，年底生猪价格或升至 20 元/千克，那么 CPI 通胀高点可能会达 2.6-2.7%，出现在二季度（去年同期猪价快跌形成低基数）以及年底，全年 CPI 同比中枢或在 2.3%。**风险情形下**，如果生猪价格按照过去三轮猪周期上行时的平均环比增速，年底生猪价格或将超过 22 元/千克，那么 CPI 通胀的高点或达 2.9%，高点在年中和年底，全年 CPI 中枢在 2.5%（图 9）。

²搜猪网，进口能否弥补产能的缺口？<http://www.soozhu.com/article/372117/>

如果疫情大幅扩散，极端情形下 2020 年猪价进一步上涨到 25-30 元/千克（前期历史高点 21 元），则会边际拉抬当年 CPI 同比 0.1-0.4 个百分点。

图 9：CPI 两种情形预测



资料来源：Wind。数据截止 2019 年 2 月。光大证券研究所预测

7、猪价带来的通胀对货币与市场的影响如何？

猪价大涨带来的通胀上行并非每次都带来货币政策的收紧和市场利率的上升。从过去三轮猪周期上行来看，2006 年和 2010 年的猪价大涨，伴随着 Shibor、R007 等货币市场利率的上行，表明货币政策在收紧流动性，同时国债收益率等市场利率也随之上行，但这两次都是经济周期上行和过热的时期。而 2015 年猪周期上涨的同时，货币市场利率和国债利率则均在下行，“松货币”仍在进行以对冲经济增速下行压力。本轮猪周期上行的经济大环境是，中国金融周期进入下行通道，“紧信用”难转变，需要通过“松货币”来对冲下行压力，因而，如果 CPI 不长期大幅超过 3% 的目标之上，“松货币”方向或难转变。

图 10：CPI 猪价与货币市场利率

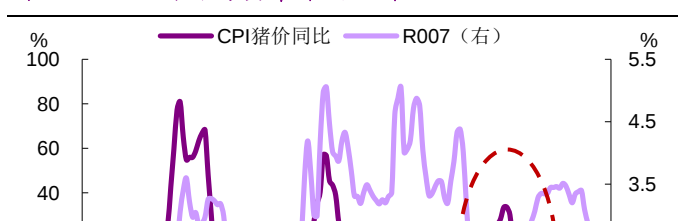


图 11：CPI 猪价与国债收益率



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_13501

