

宏观研究/深度研究

2019年03月18日

李超 执业证书编号: S0570516060002
研究员 010-56793933
lichao@htsc.com

朱洵 执业证书编号: S0570517080002
研究员 021-28972070
zhuxun@htsc.com

相关研究

- 1 《宏观：不是资金杠杆而是信息杠杆》
2019.03
- 2 《宏观：美国经济的顶就是新兴市场的转机》2019.03
- 3 《宏观：美国经济面面观》2019.03

猪价会是通胀的短期快速上行风险吗

华泰宏观“谈经论市”第2期

经济短期快速下行压力不大，继续看多人民币资产

1-2月基建投资如期小幅反弹，地产投资超预期继续走高，政府工作报告将今年经济增长目标下调至6.0%-6.5%，我们预计经济仍有下行压力，但完成增长目标概率较高。《报告》延续了以稳为主的政策总基调，我们认为上半年政策将着力改善小微企业经营环境、并应对可能的失业率上行问题。PPI中枢下行，企业盈利增速回落，短期难见显著好转，我们认为近期股市上涨主要源自外资流入的助推，股市赚钱效应带来的散户入市有可能进一步推高市场，继续看多人民币资产。

我们认为猪价存在可能影响CPI快速上行的风险，但目前看来仍可控

非洲猪瘟疫情尚未完全受控，疫情带来的扑杀和集中出栏令生猪存栏进一步下行。截至3月中旬，仔猪均价已出现较为明显的反弹，生猪和猪肉价格基本持平去年年末价位。我们认为，仔猪价格受补库需求驱动，对能繁母猪存栏最为敏感，而生猪价格还受终端需求综合影响，猪肉价格上涨会推升替代肉类的需求，故仔猪的价格弹性明显大于生猪和猪肉。类比上两轮生猪疫情大范围流行和猪周期转向对应的关系，本轮猪周期或已开始触底回升。但由于牛羊肉、鸡肉等对猪肉消费的替代性增强，猪肉价格的弹性可能相对较弱，目前来看，猪肉对整体CPI的影响仍然可控。

若通胀短期站上3%，央行或大概率提高对通胀容忍度，优先稳增长

如果2019年猪肉价格超预期上涨引发通胀快速上升、当月同比突破3%，央行的货币政策会如何应对？我们的判断是央行大概率会提高通胀容忍度，首保稳增长目标。我们认为上半年政策将着力改善小微企业经营环境、并应对可能的失业率上行问题。我们认为利率市场化改革可能会加快推进，贷款基础利率（LPR）大概率和政策利率挂钩发挥更大作用，央行大概率会选择今年二季度全面下调公开市场政策利率。

发改委批复基建项目体量反弹较为明显，预计基建投资增速进一步回升

1-2月基建投资同比+4.3%如期反弹。对比过去两年同期的项目批复表现，2017-18年冬季项目批复体量较2016-17年冬季出现明显的下滑，而2018-19年冬季批复体量同比出现较为明显的回升，这与去年同期基建投资增速的下滑（略微滞后于项目批复体量的回落），以及今年年初以来基建结构数据的反弹趋势相吻合。微观层面的基建项目批复情况，在一定程度上印证了基建投资的反弹趋势。随着天气转暖，我们预计今年上半年基建投资增速有望进一步回升。

环保工作仍在推进，预计今年二、三季度PPI环比重现正增长

结合历史表现，我们认为，PPI对需求侧刺激的敏感度要低于供给侧政策（去产能、环保等）。我们预计2019年国内供给侧改革工作重心由破到立，去产能不再设置政策目标，更注重提高全要素生产率。目前看来，今年的供给侧政策变量当中，最可能对PPI产生正向影响的，是环保工作的继续推进开展。根据我们的观察，环保工作在广度和深度上仍在继续推进，我们认为受环保政策影响的上中游行业，其产成品价格未来仍有上涨预期。结合对环保政策和需求侧刺激潜在影响的判断，我们预计今年二三季度PPI环比可能重新出现正增长。

风险提示：国内经济下行压力超预期，猪周期快速触底反弹带来通胀短期快速上行压力，中美贸易摩擦局势加剧增大外需不确定性。

正文目录

一、猪肉价格会是通胀短期快速上行的风险因素吗？	4
1.1 非洲猪瘟疫情对行业产能的负面影响逐渐体现	5
1.2 猪周期或即将触底回升，但仔猪价格上涨弹性大于生猪和猪肉	5
1.3 维持 CPI 全年 2.5% 的中性预测，但猪肉超预期上涨、通胀超预期上行的风险仍然存在	7
1.4 我们判断央行货币政策大概率提高通胀容忍度、首保稳增长	9
二、基建增速的反弹可持续吗？	10
2.1 2018.11-2019.2，国家发改委项目批复基建项目出现较大幅度反弹	10
2.1.1 2018 年末-2019 年初，城市轨道交通项目批复放量增长	10
2.1.2 2018 年末-2019 年初，铁路建设项目批复明显回升	11
2.1.3 2018 年末-2019 年初，机场建设项目批复量明显高于过去两年同期	12
2.2 1-2 月基建投资数据回暖，与项目批复体量的反弹相对应	12
三、环保工作会重新成为 PPI 重要影响变量吗？	14
五、大类资产配置观点	18

图表目录

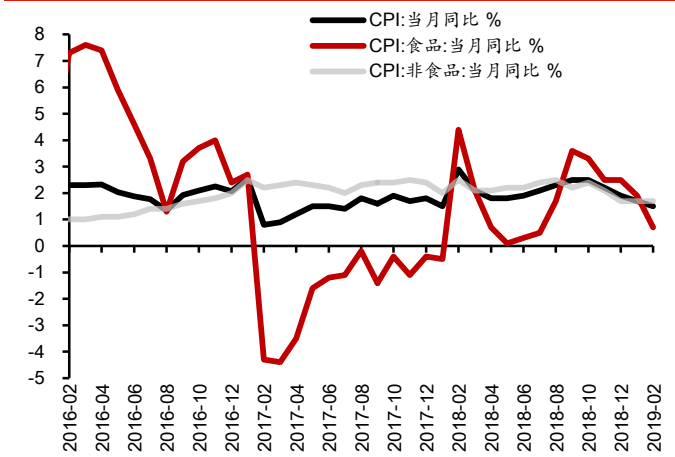
图表 1: 2 月 CPI 当月同比小幅回落	4
图表 2: 2 月猪肉价格同比增速仍处于负增长区间	4
图表 3: 农业部、畜牧业信息网公布的猪肉均价同比, 与统计局猪肉 CPI 同比增速的对比	4
图表 4: 生猪存栏和能繁母猪存栏量均处于历史低位	5
图表 5: 每轮猪周期的上行阶段, 仔猪价格的弹性都要明显高于生猪和猪肉	6
图表 6: 截至 3 月上旬, 猪肉均价暂未出现明显的上行	6
图表 7: 2006-07、2010-11、2018-19 年对应月份猪肉价格对比 (农业部公布猪肉平均批发价)	7
图表 8: 预计年内猪肉 CPI 同比增速将转正并上行	7
图表 9: 中性预计全年通胀中枢 2.5%, 高点可能在 6-7 月, 以及 12 月	8
图表 10: 猪肉上涨、推动 CPI 当月站上 3% 的风险, 在年中和年末表现的较为突出	8
图表 11: 对此前三轮通胀周期期间, 我国央行货币政策操作的回顾	9
图表 12: 2018 年 11 月初到 2019 年 2 月底, 国家发改委对城市轨道交通项目的具体批复情况	11
图表 13: 2018 年 11 月初到 2019 年 2 月底, 城市轨道交通项目批复放量增长	11
图表 14: 2018 年 11 月初到 2019 年 2 月底, 国家发改委对铁路建设项目的具体批复情况	11
图表 15: 2018 年 11 月初到 2019 年 2 月底, 铁路建设项目批复量明显回升	11
图表 16: 2018 年 11 月初到 2019 年 2 月底, 国家发改委对机场建设项目的具体批复情况	12
图表 17: 2018 年 11 月初到 2019 年 2 月底, 机场建设批复量明显高于过去两年同期	12
图表 18: 1-2 月基建投资增速较 2018 全年值小幅反弹	13
图表 19: 交运邮政仓储业和电力燃气水生产供应业同比增速均高于前值	13
图表 20: 铁路运输业投资增速的反弹最为明显	13
图表 21: 2 月 PPI 环比-0.1%, 跌幅较前值明显收窄, 结构中, 上中游子行业 PPI 环比较前值改善	14
图表 22: 钢材价格触底小幅回升	15
图表 23: 动力煤价格自今年 2 月上旬开始回升	15
图表 24: 江苏、浙江、广东、山东、河北等东部重点省份今年以来推进环保工作的情况	16
图表 25: 全球经济复苏动能不足以推动油价持续稳定上行	17
图表 26: 预计今年 PPI 中枢较 2018 年显著回落, 但一季度可能是年内 PPI 均值低点	17

一、猪肉价格会是通胀短期快速上行的风险因素吗？

今年 2 月通胀环比+1%、同比+1.5%，今年年初全国范围内并未出现大范围极端天气，通胀环比表现较为温和。CPI 同比增速连续四个月小幅回落，由于去年 3 月基数较低，我们预计今年 3 月 CPI 可能出现较明显的反弹，但整体而言，我们认为除猪肉以外的其他食品价格，暂未看到可能推动通胀超预期大幅上行的风险因素。我们仍认为猪肉 CPI 可能在今年上半年同比转正，中性预计今年 CPI 均值较 2018 年小幅上行，高点可能在 6-7 月和 12 月，高点同比低于+3%；温和通胀的主要驱动因素可能是猪周期触底回升。

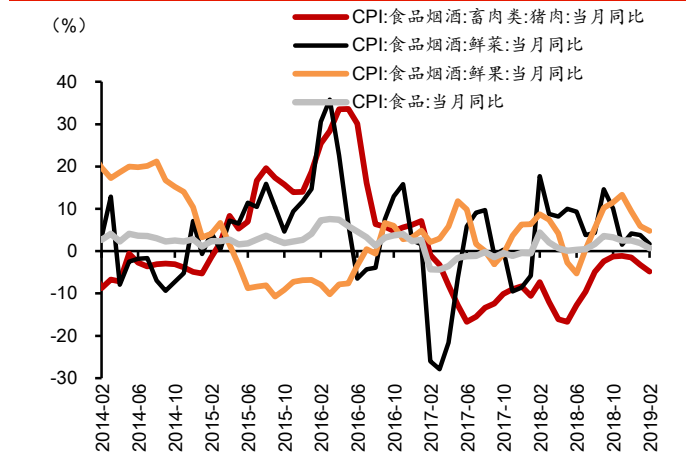
从分项结构来看，食品和非食品 CPI 同比增速近两个季度整体均呈现小幅回落。食品分项当中，鲜菜、鲜果价格均未表现出明显的趋势性上涨；畜肉项目下的牛肉、羊肉价格维持着温和通胀，猪肉价格同比跌幅尽管较去年上半年有所收窄，但截至今年 2 月，在过去两年时间内，猪肉 CPI 仍表现为同比下跌。但是一些微观迹象似乎在预示猪肉价格即将反弹：去年夏季开始爆发的非洲猪瘟疫情尚未完全得到控制，疫情带来的扑杀和集中出栏，使得本来就处于较低位置的生猪存栏量进一步下行；仔猪价格已经触底回升，最近一个月环比涨幅约 50%。那么，猪价会成为通胀短期快速上行的风险因素吗？

图表1：2 月 CPI 当月同比小幅回落



资料来源：Wind，华泰证券研究所

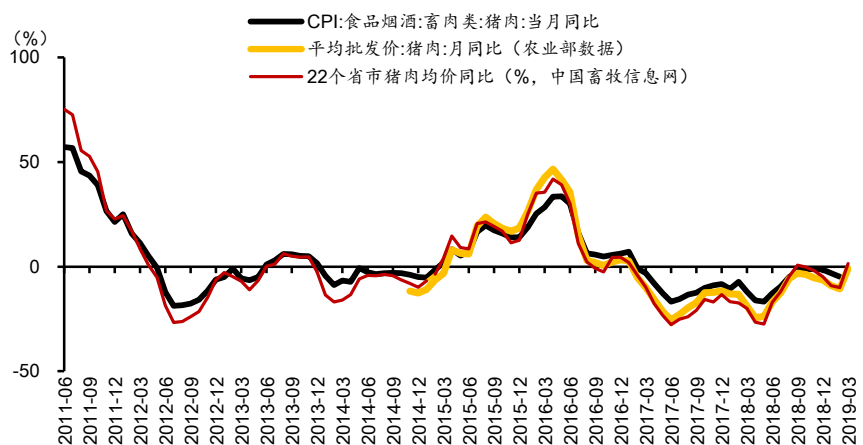
图表2：2 月猪肉价格同比增速仍处于负增长区间



资料来源：Wind，华泰证券研究所

在我们谈到猪价时，我们会综合参考统计局、农业部，以及中国畜牧业信息网的数据。统计局月度公布猪肉 CPI 同比增速；农业部以日度频率公布猪肉平均批发价；中国畜牧业信息网以周度频率公布 22 个省市猪肉均价（22 个省市包括上海、黑龙江、吉林、北京、江苏、山东、河南、山西、江西、浙江、河北、广东、湖南、湖北、天津、辽宁、安徽、四川、甘肃、福建、广西、宁夏）。由于取样省份和个体样本的差异，农业部和畜牧业信息网公布的猪肉均价有一定差异。但均换算为月度同比增速后，农业部、畜牧信息网、统计局三项猪肉价格同比增速的趋势基本吻合。

图表3：农业部、畜牧业信息网公布的猪肉均价同比，与统计局猪肉 CPI 同比增速的对比



资料来源：Wind，华泰证券研究所

1.1 非洲猪瘟疫情对行业产能的负面影响逐渐体现

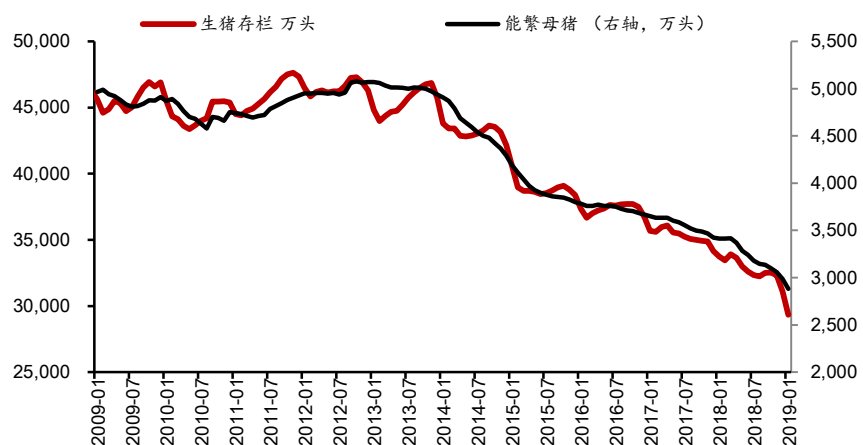
对于 CPI，影响通胀的需求侧因素主要是消费动能（直接）和经济增长（间接）。我们认为居民消费增速有望继续维持对 GDP 增速的较高贡献率，但经济增长、居民可支配收入增速的下行压力对通胀形成压制，需求侧逻辑不支持 CPI 出现大幅回升，预计 2019 年推动通胀上行的主要因素将来自成本端。而非洲猪瘟疫情导致能繁母猪库存被动去化，有可能使得未来猪周期比未受疫情情况下的回升幅度更强，这是最可能推动 2019 年通胀上行的成本端因素。

2018 年 8 月以来，全国所有省份都已相继发生非洲猪瘟（ASF）疫情，该疫情具有传播较快、致死性较高等特征，是首次在国内发生。由于非洲猪瘟没有有效疫苗，疫情的主要处理方式可能是根据检测调查结果确定应扑杀范围、疫点全部扑杀。一般按规定，扑杀、消毒、无害化处理验收合格后 6 周上报解除封锁，在解除封锁后还至少应该继续空栏 6 个月。根据农业部统计，截至 2019 年 1 月中旬，已有 24 个省份发生过非洲猪瘟疫情，累计扑杀生猪超过 90 万头。

今年春节附近猪价的表现明显弱于往年，猪瘟疫情对市场猪肉价格的正向冲击在今年 1-2 月暂未显现。我们认为，主要原因一是非洲猪瘟疫情尚未完全得到控制，从去年年末到今年春节前后，各大养殖主体可能出于避险需求、集中提前加快出栏，短期放大猪肉供给；另一方面，根据统计局官方表述，今年 1 月，随着东北地区毛猪运输解禁，大量已经压栏许久的毛猪输入到屠宰厂，供大于求压制了猪价。

考虑非洲猪瘟不是人畜共患病、不会传染给人，类比前两轮猪周期的猪价走势，本轮疫情如果加速扩散，对猪肉生产和供给层面的冲击幅度大概率要高于对猪肉需求的压制。生猪疫情大概率会进一步淘汰不规范的小散养殖户、加速生猪产业的出清。从中期来看，受疾控政策影响，存栏母猪量的被动去化对仔猪、猪肉供给的负面影响将逐渐体现；而且提前出栏的行为会导致供给提前发生，可能导致后期供给减少。截至 2019 年 1 月，全国生猪总存栏量降至 2.93 亿头、能繁母猪总存栏量降至 2880 万头，均是 2008 年以来的最低值。

图表4： 生猪存栏和能繁母猪存栏量均处于历史低位



资料来源：Wind，华泰证券研究所

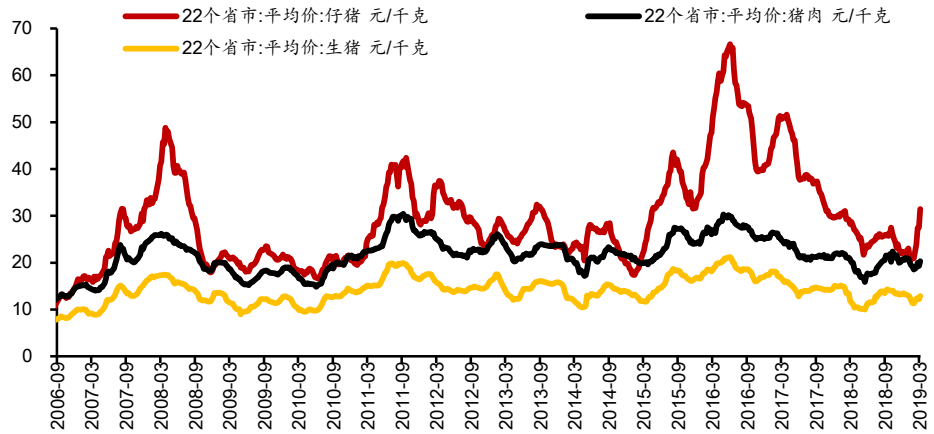
1.2 猪周期或即将触底回升，但仔猪价格上涨弹性大于生猪和猪肉

目前生猪和能繁母猪存栏量处于历史低位，猪价会在短期快速上行吗？截至今年3月中旬，从中国畜牧业信息网公布的 22 个省市仔猪、生猪、猪肉均价来看，仔猪均价已经出现较为明显的反弹，3 月上旬仔猪均价较去年年末累计上涨约 50%；生猪和猪肉价格较 2 月反弹，目前基本持平去年年末价位。

参考之前三轮猪周期当中，仔猪和生猪、猪肉的价格涨幅对比，仔猪价格受补库需求驱动，对能繁母猪存栏最为敏感，而生猪价格除供给因素以外，还受到终端需求综合影响，猪肉价格上涨时，替代肉类的需求会上涨，因而仔猪的价格弹性明显大于生猪和猪肉。类比上

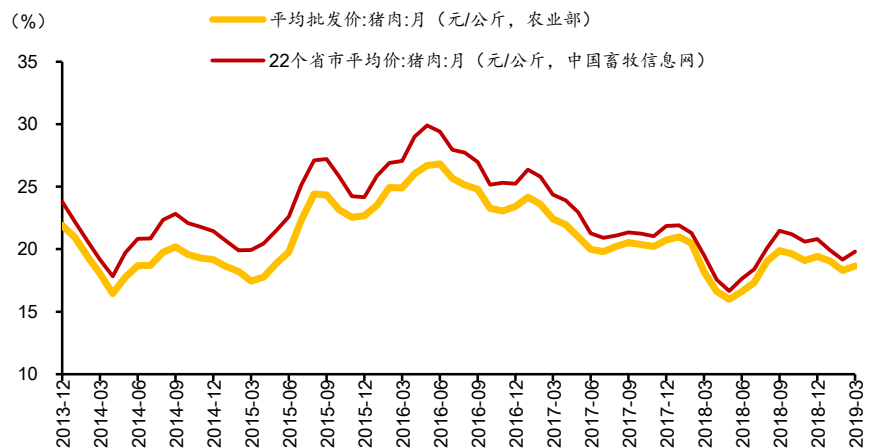
两轮（06-07 蓝耳病、10-11 蓝耳病+猪瘟等）生猪疫情大范围流行和猪周期转向上行的对应关系，本轮猪周期或已开始触底回升。但由于牛羊肉对猪肉消费的替代性增强（国人消费端对牛羊肉的偏好上升），猪肉价格的弹性可能相对较弱，目前来看，猪肉对整体 CPI 的影响仍然可控。

图表5： 每轮猪周期的上行阶段，仔猪价格的弹性都要明显高于生猪和猪肉



资料来源：Wind，华泰证券研究所

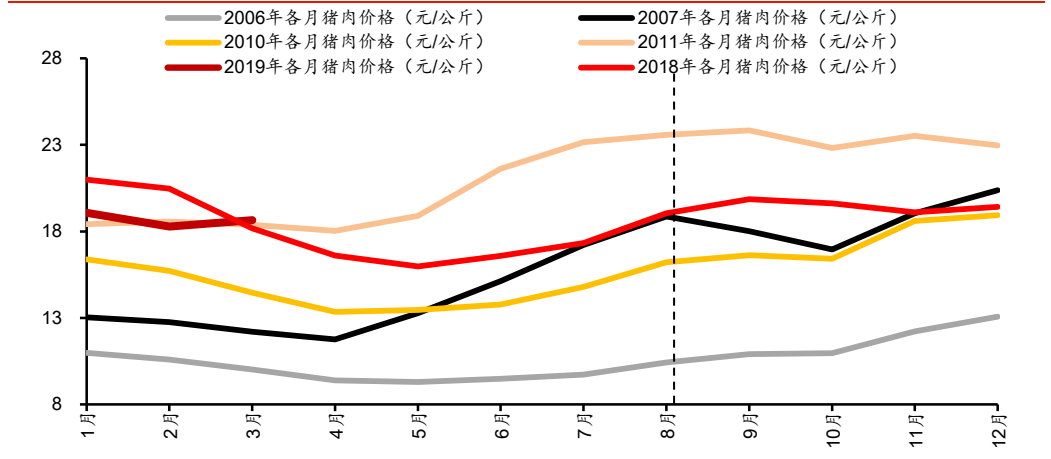
图表6： 截至 3 月上旬，猪肉均价暂未出现明显的上行



资料来源：Wind，华泰证券研究所

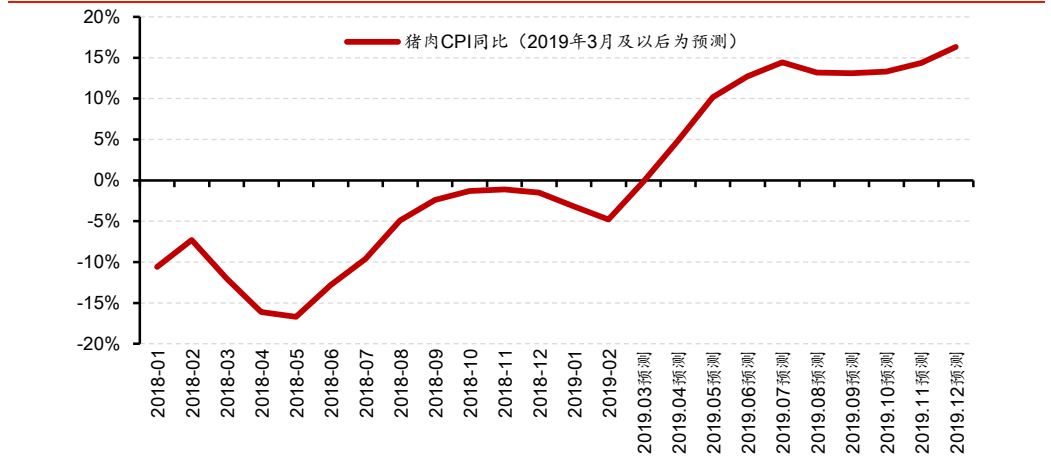
我们认为，本轮疫情干扰了养殖主体的补栏进程。行业产能去化对猪周期的正向拉动，可能从今年二季度开始逐渐体现。参考 2007/2011 年（疫情爆发后次年）的猪价走势，今年猪肉价格可能逐渐上涨。由于 2018 年二季度同期的基数较低，我们认为猪肉 CPI 同比大概率在今年上半年由负转正。

图表7： 2006-07、2010-11、2018-19 年对应月份猪肉价格对比（农业部公布猪肉平均批发价）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表8： 预计年内猪肉 CPI 同比增速将转正并上行



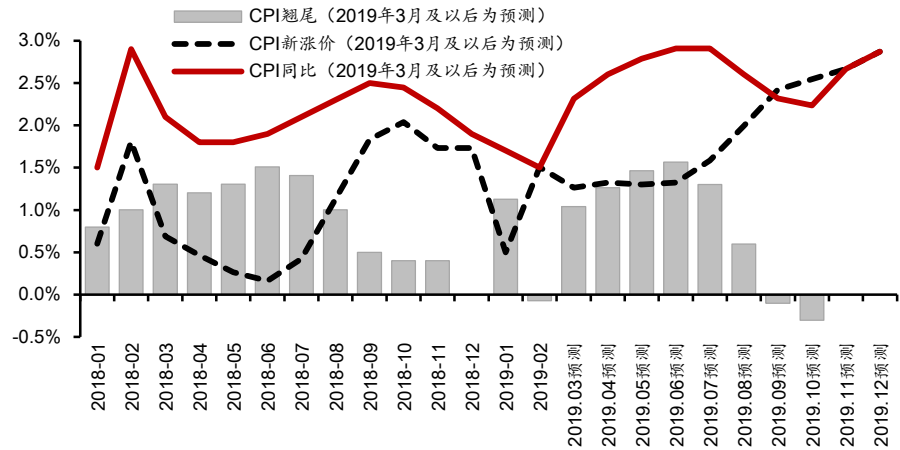
资料来源：Wind，华泰证券研究所

1.3 维持 CPI 全年 2.5% 的中性预测，但猪肉超预期上涨、通胀超预期上行的风险仍然存在

除猪肉价格因素以外，我们认为，2018 年末全国并没有出现大规模极端天气，且 2019 年和 2018 年春节都在 2 月份，不存在春节错位，因而蔬果价格的季节性波幅或将有限。对美进口大豆加征关税、国内主粮种植结构调整等因素，可能使得今年粮食价格中枢有一定幅度的上行。不过整体而言，我们认为除猪肉以外的其他食品价格，暂未看到可能推动通胀超预期大幅上行的风险因素。我们中性预测今年食品 CPI 均值为+2.5%（2018 年为+1.8%）。

我们认为，消费对经济增长贡献率上升，服务类价格推进市场化改革，使得非食品 CPI 中枢增长较为稳健，但 2019 年国际油价中枢可能较 2018 年出现回落，而国内经济基本面延续下行态势较为确定，这是可能影响今年非食品 CPI 中枢低于 2018 年的因素。我们中性预测今年非食品 CPI 均值为+1.7%（2018 年为+2.1%）。

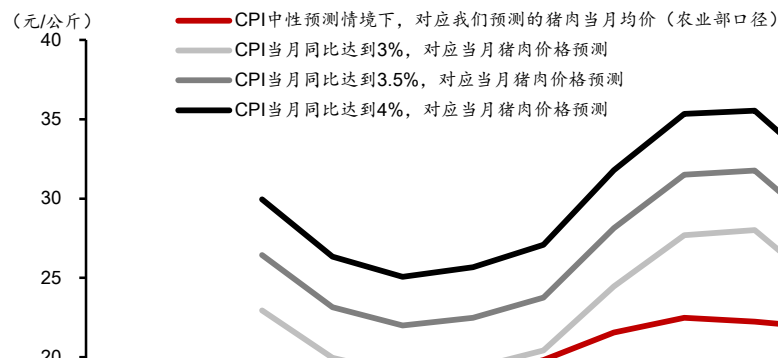
我们中性预计 2019 年通胀中枢为+2.5%左右，略高于 2018 年（2018 年+2.1%），高点可能在 6-7 月、以及 12 月，高点同比接近+3%。预计 2019 年四个季度 CPI 均值分别为+1.8%、+2.8%、+2.6%、+2.6%。

图表9： 中性预计全年通胀中枢 2.5%，高点可能在 6-7 月，以及 12 月

资料来源：Wind，华泰证券研究所

从 2019 年 3-12 月，猪肉价格在各月份分别达到多少，可能触发通胀的超预期上行风险？今年政府工作报告对通胀设定的目标上限仍然是 3%，我们分别测算了从 2019 年 3 月-2019 年 12 月，各月份 CPI 当月同比达到 3%、3.5%、4%，分别对应的当月猪肉价格水平。在 6-7 月以及 12 月，猪价上涨使得单月 CPI 站上 3% 的风险相对较大。

类比 2006-07/2010-11 年猪价的上涨态势，分别假设 2019 年 3 月-2019 年 12 月的猪肉 CPI 环比增速与 2007.03~2007.12，以及 2011.03~2011.12 对应月份持平，则猪肉 CPI 在 2019 全年的正增长幅度可能较大。相对于我们的中性预测情形，在猪肉价格快速上行的风险情形下，全年猪肉 CPI 中枢可能多增长超过 20 个百分点，对整体 CPI 的边际增量影响约为 0.5 个百分点。

图表10： 猪肉上涨、推动 CPI 当月站上 3% 的风险，在年中和年末表现的较为突出

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_13617

