

## 宏观点评

### 猪价起、油价涨、货币松，今年CPI会“破3”吗？——兼评2月通胀

**事件：**中国2月CPI同比上涨1.5%（预期1.5%，前值1.7%）；PPI同比上涨0.1%（预期0.2%，前值0.1%）。

#### 核心结论：

**1、整体来看，2月通胀符合预期：**CPI同比继续回落，主要是高基数所致；PPI同比持平上月，环比降幅收窄。往后看，维持此前判断，基于简单模型的测算（纯粹基于翘尾因素和新涨价因素的历史表现），全年通胀节奏如下：

- **CPI：**2月大概率是CPI同比全年低点，之后3月至6月可能连续走高至2%上方（不会突破3%），下半年整体回落（需要警惕猪瘟导致猪价大涨，进而抑平CPI回落幅度）。
- **PPI：**低基数之下3月PPI小幅回升，4月开始将持续下跌至三季度，二季度末可能跌入负区间，三季度末迎来最大跌幅，四季度末再度小升。

**2、随着猪瘟发酵、货币宽松，市场对通胀预期有所加强。综合考虑猪价、油价和流动性，我们预计，二季度通胀压力较大，CPI可能在7月前后达到年内高点（2.5%-2.8%）。除非油价超预期上涨，否则年内CPI难“破3”。**

- **因素一：发酵中的猪周期。**从生猪供给产能来看，1月生猪存栏、能繁母猪存栏同比创下近10年最大降幅，下半年猪肉供给压力显著增大；从养殖户补栏意愿来看，国内生猪主产区 and 主销区出现分化，然而由于主销区的生猪总产能在全国总产能中的占比较小，主销区的补栏无法完全对冲主产区产能的快速下滑，今年下半年猪价上涨压力加大。
- **测算发现，当生猪价格同比上涨20%、40%、60%时，各拉动CPI同比0.3、0.6和0.9个百分点。**我们预计，生猪价格可能于7月达到18.8元/千克的阶段性高点（较年初上涨42%，同比上涨50%），将拉动CPI同比0.7个百分点，对应7月CPI可能达到年内高点（2.5%-2.8%）。
- **因素二：当猪价和油价共振向上时，国内通胀压力较大。**2007年以来我国CPI经历了两轮5%以上的高通胀（2007-2008年、2010-2011年），期间全球原油价格、国内猪价均处于上行周期。维持我们此前判断，今年油价难以破百，即今年油价增速大概率低于去年，难以大幅推升CPI。
- **因素三：复盘流动性宽松对通胀的影响。**2006年4月以来我国市场流动性先后经历了四次紧缩到宽松的转换。回溯历史发现，货币的宽松并不必然带来国内通胀水平的抬升，而依赖于货币流向、资金利用效果、总需求等诸多因素的综合作用。

**风险提示：**非洲猪瘟快速传播，导致猪价提前上涨；油价超预期上涨；模型假设与实际情况有较大偏差。

#### 作者

分析师 熊园

执业证书编号：S0680518050004

邮箱：xiongyuan@gszq.com

研究助理 王梅卿

邮箱：wangmeili@gszq.com

研究助理 何宁

邮箱：hening@gszq.com

#### 相关研究

- 1、《此通缩非彼通缩：三线索指向 PPI 尚难大幅下行——兼评 1 月通胀》2019-02-17
- 2、《通胀变通缩？再看 PPI 下行的四条线索——兼评 11 月通胀》2018-12-10
- 3、《宏观专题：油价暴跌后何去何从？分析框架给出的 6 条线索》2018-11-26
- 4、《需防“类滞胀”，更需防 PPI 下行、可跟踪四条线索——兼评 10 月通胀》2018-11-11
- 5、《滞胀对资产价格的影响：国际比较与历史经验——兼评 9 月通胀》2018-10-16



## 内容目录

|                                            |    |
|--------------------------------------------|----|
| 2 月通胀符合预期：CPI 同比微降，PPI 同比持平上月              | 3  |
| 综合猪价、油价和流动性，年内 CPI 尚难“破 3”                 | 3  |
| 因素一：发酵中的猪周期                                | 4  |
| 1 月生猪存栏大幅下滑，下半年猪价可能迎来明显上涨                  | 4  |
| 年内猪价对 CPI 的拉动可能达到 0.7%，预计 7 月推升 CPI 至 2.5% | 6  |
| 因素二：当猪价和油价共振向上时，国内通胀压力较大                   | 8  |
| 因素三：复盘流动性对通胀的影响                            | 9  |
| 风险提示                                       | 11 |

## 图表目录

|                                          |    |
|------------------------------------------|----|
| 图表 1：2 月 CPI 同比下滑、环比回升                   | 3  |
| 图表 2：2 月 PPI 同比持平上月、环比降幅收窄               | 3  |
| 图表 3：生猪存栏同比增速大约领先猪价 7 个月                 | 4  |
| 图表 4：能繁母猪存栏同比增速大约领先猪价 10 个月              | 5  |
| 图表 5：仔猪价格和养殖户补栏意愿呈正相关关系                  | 5  |
| 图表 6：河南和四川仔猪价格在年前出现分化                    | 6  |
| 图表 7：牛、羊肉价格并未在当期跟随猪价上涨                   | 6  |
| 图表 8：生猪价格对 CPI 同比的影响估计结果                 | 7  |
| 图表 9：2014 年 4 月至 2016 年 5 月，生猪价格经历了三轮小周期 | 7  |
| 图表 10：生猪价格路径及对 CPI 影响的情景测算（表中标红单元格为预测值）  | 8  |
| 图表 11：猪价、油价共振时通胀风险较高                     | 8  |
| 图表 12：2001 年以来原油价格仅有两段时期破百               | 9  |
| 图表 13：2018 年 7 月以来流动性逐渐放松                | 9  |
| 图表 14：2006 年 4 月以来，我国先后经历了四次流动性紧缩到宽松的转换  | 10 |
| 图表 15：CPI 当月同比在市场流动性放松前后的表现回顾            | 10 |
| 图表 16：PPI 当月同比在市场流动性放松前后的表现回顾            | 11 |

## 2月通胀符合预期: CPI同比微降, PPI同比持平上月

2月CPI同比继续回落,但环比涨幅明显扩大;PPI同比持平上月,环比降幅收窄。整体来看,2月通胀数据较为符合市场预期。

具体来看,CPI环比上涨1.0%,涨幅较1月扩大0.5个百分点,受春节效应、雨雪天气和油价上涨的影响,食品和交通是主要价格拉动分项;同比上涨1.5%,较1月回落0.2个百分点,主要是去年同期高基数所致。

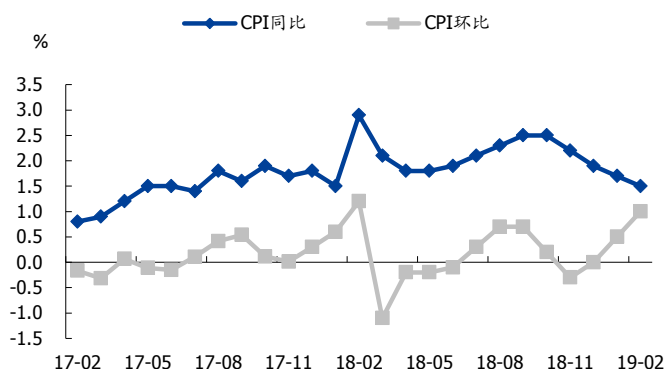
PPI环比下降0.1%,降幅比1月收窄0.5个百分点,主因是石油、钢铁产业链价格的上行。PPI同比上涨0.1%,持平上月,下行速率有所放缓。采掘工业PPI分项2月同比上涨1.8%,较1月上升0.6个百分点,结束了前期连续3个月的下行趋势。

往后看,维持此前观点,基于简单模型的测算(纯粹基于翘尾因素和新涨价因素的历史表现),全年通胀节奏如下:

**全年CPI:** 2月大概率是CPI同比全年低点,之后3月至6月可能连续走高至2%上方(不会突破3%),下半年整体回落(需警惕猪瘟导致猪价大涨,进而抑平CPI回落幅度)。

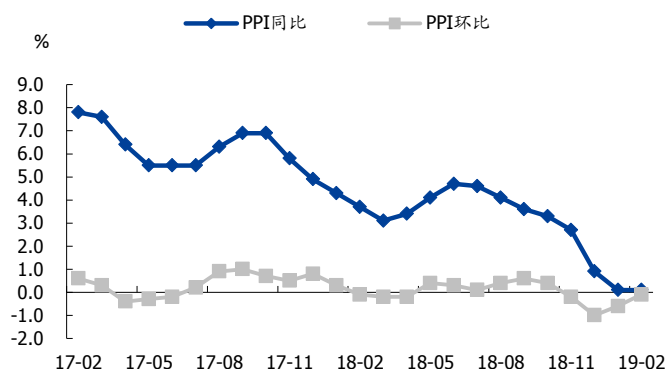
**全年PPI:** 低基数之下3月PPI小幅回升,4月开始将持续下跌至三季度,二季度末可能跌入负区间,三季度末迎来最大跌幅,四季度末再度小升。

图表1: 2月CPI同比下滑、环比回升



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表2: 2月PPI同比持平上月、环比降幅收窄



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

## 综合猪价、油价和流动性,年内CPI尚难“破3”

非洲猪瘟的发酵叠加货币宽松,市场通胀预期有所加强,那么今年CPI“破3”的概率究竟有多大?我们综合考虑猪价、油价、流动性传导这三个因素,倾向于认为,今年二季度通胀压力相对较大,CPI同比将在7月前后达到年内高点2.5%~2.8%,同时需警惕四季度猪价再次上涨对CPI的干扰。然而,除非油价超预期大幅上行,否则CPI同比超过3%的概率较小,对货币政策空间的制约有限。同时,流动性的宽松并不必然带来物价水平的上涨,而依赖于货币流向、资金利用效果、总需求等众多因素的综合作用。

## 因素一：发酵中的猪周期

2006年以来，我国共经历了两轮完整的猪周期。2016年6月，猪价到达第三轮猪周期高点后开始进入下行通道，至今已持续32个月，下行时长超过前两轮猪周期（前两轮分别下行了25、31个月）。去年8月，国内发现首例非洲猪瘟疫情。截止今年3月初，全国累计发生111起非洲猪瘟疫情<sup>1</sup>，扑杀生猪60万头。随着各地产能的持续去化，市场对年内猪价大幅上行的预期快速发酵。那么，今年猪价超预期上行的概率有多大？对CPI又将产生什么样的影响？

### 1 月生猪存栏大幅下滑，下半年猪价可能迎来明显上涨

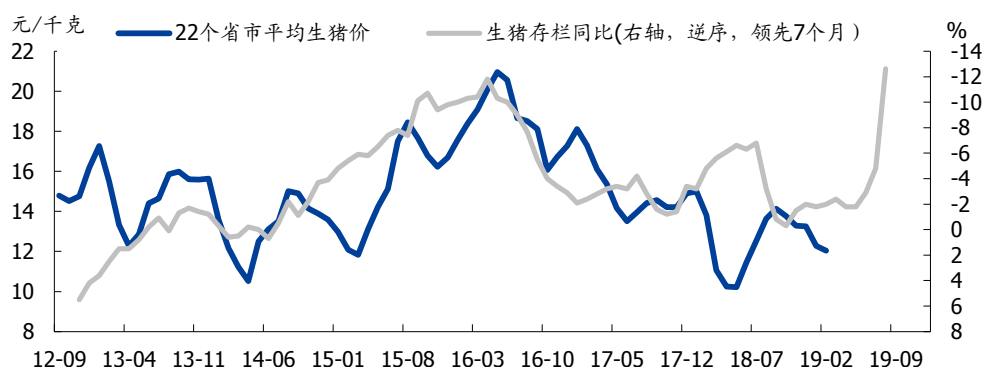
由于猪肉终端消费量较为稳定，猪肉价格主要受到供给端的影响。从母猪出生、母猪育肥，到能繁母猪妊娠、仔猪育肥出栏，共需18个月左右的时间。生猪新增供给的时滞是猪周期产生的关键因素。因此，我们可以通过跟踪生猪、能繁母猪的产能，预判未来6-10个月的猪肉供给情况。

直接影响CPI猪肉分项的是猪肉价格，而由于猪肉需求相对稳定，猪肉价格又主要受到猪肉供给的影响。从中短期来看，猪肉供给量 = 生猪存栏量 × 出栏体重；从长期来看，猪肉供给量 = 能繁母猪存栏 × MSY × 出栏体重，其中MSY代表母猪的生产效率。

由于MSY主要受到种猪基因、养殖方式、疫病防控等多个长期因素影响，短期内较为稳定，不是影响猪价的主要变量。出栏体重则受到养殖户对猪价预期、养殖成本（料肉比）的影响。在猪价上涨预期较高的情况下，养殖户存在压栏的动机。然而，去年非洲猪瘟蔓延以来，生猪调运禁令使得国内生猪主产区的产能显著过剩，南北猪价快速分化。因此，养殖户对生猪价格预期走低，生猪出栏体重有所下降。

在MSY中期内保持稳定、出栏体重趋于下降的情况下，中短期内（6个月左右）影响猪肉供给的变量为生猪存栏数，而决定猪价上行时长和幅度的长期变量（12-18个月左右）是能繁母猪存栏数。近年来，随着国内生猪养殖行业结构的变化及生猪养殖效率的提高，农业部统计的生猪存栏、能繁母猪存栏绝对值出现趋势性下降，其对猪价的直接指导意义减弱。然而，从生猪存栏和能繁母猪存栏数的变动速率来看，可发现2012年以来，二者和猪价有较为显著的领先关系。

图表3：生猪存栏同比增速大约领先猪价7个月



资料来源：Wind，国盛证券研究所

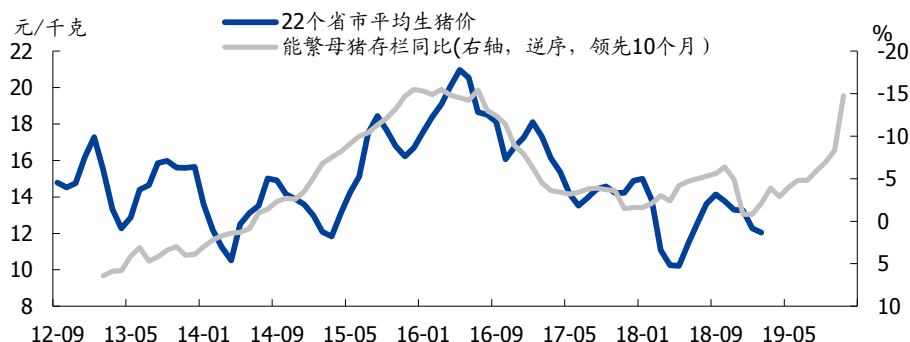
生猪存栏同比增速和能繁母猪存栏同比增速均与猪价呈负相关关系，二者分别领先猪价7个月、10个月。2014年初开始，生猪存栏和母猪存栏同比跌入负区间，2015年开始跌幅有所收窄。去年3月开始，存栏数同比增速又开始加速下滑。今年1月份，生猪存

<sup>1</sup> [http://www.moa.gov.cn/ztl/fzzwfk/gzdt/201903/t20190301\\_6173098.htm](http://www.moa.gov.cn/ztl/fzzwfk/gzdt/201903/t20190301_6173098.htm)

栏同比下降 12.6%，创下历史新低；能繁母猪存栏同比下降 14.8%，为历史次低点（最低点为 2015 年 9 月的 -15.4%）。存栏数的超季节性下滑将使得下半年猪肉供给压力明显增大。

根据农业部今年 3 月 1 日在就非洲猪瘟有关情况答记者问中的描述<sup>2</sup>，“在元月份以来，特别是和去年同期来比，无论是猪的存栏还是母猪的存栏是明显下降的，达到十年来下浮的最高峰值”，“预计到三季度以后，尤其是到四季度猪价可能会出现较大幅度的上涨”。

图表 4：能繁母猪存栏同比增速大约领先猪价 10 个月

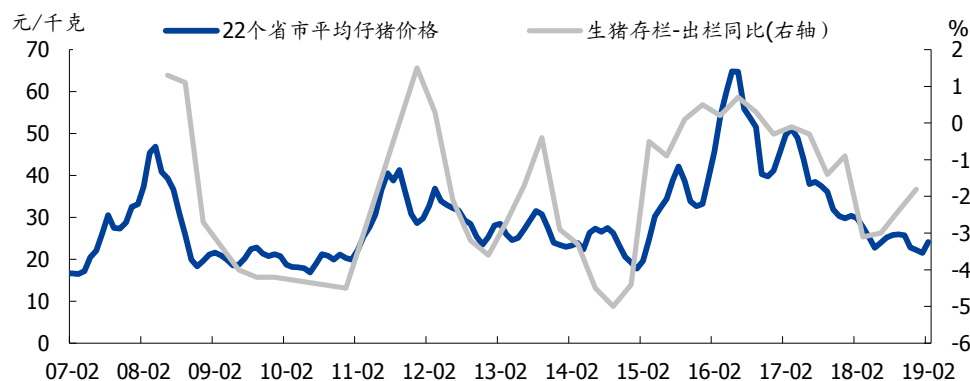


资料来源：Wind，国盛证券研究所

进一步地，我们以仔猪价格和生猪存栏、出栏同比增速差作为养殖户补栏意愿的代理指标，二者具有较高正相关性。从上一轮猪周期高点（2016 年 5 月）以来，仔猪价格持续走低，目前尚未见到明显反转迹象。生猪存栏-出栏同比增速差则在去年四季度有所回弹。二者结合来看，我们推断，目前养殖户补栏意愿可能有所分化，因此出现仔猪价格下跌速率放缓、生猪存栏-出栏同比增速差扩大的情况。产生分化的主要原因在于针对非洲猪瘟的禁运政策使得国内生猪主产区和主销区猪肉价格出现分化，从而导致养殖户补栏意愿出现背离，一定程度上降低了全国仔猪平均价格水平的波动。

例如去年 5 月开始，主销区之一四川成都的仔猪价格不断走高，今年 1 月达到 20.5 元/千克的高点，较 2018 年 5 月的低点上涨了 105%；而作为主产区的河南开封，同期仔猪价格下跌了 39%。区域间的分化导致 22 个省市平均仔猪价格下降速率有所放缓。然而，由于主销区的生猪总产能在全国总产能中的占比较小，因此主销区的补栏也无法完全对冲主产区产能的快速下滑。

图表 5：仔猪价格和养殖户补栏意愿呈正相关关系



资料来源：Wind，国盛证券研究所

<sup>2</sup> [http://www.moa.gov.cn/ztzl/fzzwfk/gzdt/201903/t20190301\\_6173098.htm](http://www.moa.gov.cn/ztzl/fzzwfk/gzdt/201903/t20190301_6173098.htm)



图表 6: 河南和四川仔猪价格在年前出现分化



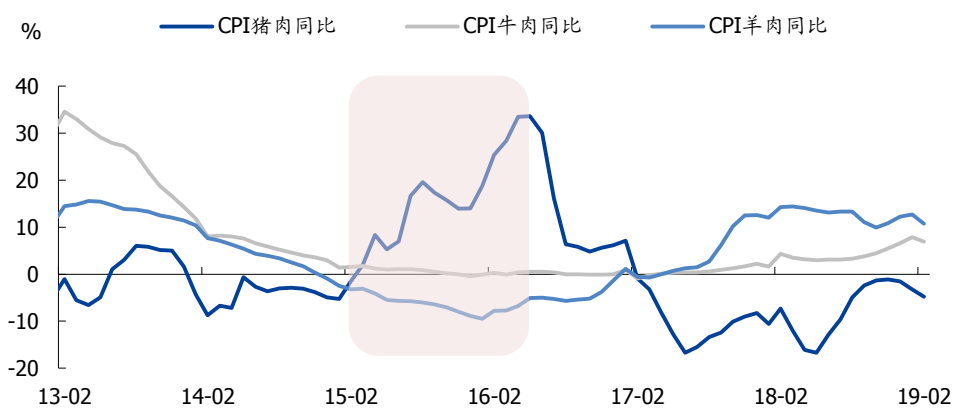
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

综上, 我们认为, 由于去年 5 月以来生猪、能繁母猪存栏开始快速去化, 这将对今年下半年的生猪供应造成较大压力, 猪价有可能届时出现较大幅度的上涨。

### 年内猪价对 CPI 的拉动可能达到 0.7%, 预计 7 月推升 CPI 至 2.5%

从理论上讲, 猪肉价格对 CPI 同比的影响主要通过两条路径实现: 一是直接抬升 CPI 猪肉分项同比; 二是由于替代效应, 间接推高牛、羊等其他肉类品种的价格。2016 年国家统计局调整 CPI 基期以后, 猪肉占 CPI 的权重约为 2.34%<sup>3</sup>, 其他畜肉类占比约为 2.1%<sup>4</sup>。但回顾上一轮猪周期上行期 (2014.04-2016.05) 可发现, 牛、羊肉 CPI 同比并未随着猪价的走高而抬升, 反而持续处于低位。这侧面反映了在猪价上行期, 其他畜肉的替代效应并不明显。因此, 我们将主要考虑猪价对 CPI 的直接拉动作用。

图表 7: 牛、羊肉价格并未在当期跟随猪价上涨



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

利用 2011 年 1 月至 2019 年 2 月的数据计算可得, CPI 猪肉分项对生猪价格的弹性系数约为 0.63, 再考虑到 CPI 中猪肉分项占比约为 2.34%, 那么我们可以推导出, 当生猪价格同比上涨 20%、40%、60% 时, 其对 CPI 同比的拉动分别为 0.3、0.6 和 0.9 个百分点。

<sup>3</sup> <http://www.mofcom.gov.cn/article/resume/n/201602/20160201263343.shtml>

<sup>4</sup> [http://www.stats.gov.cn/tjsj/zxfb/201804/t20180411\\_1593220.html](http://www.stats.gov.cn/tjsj/zxfb/201804/t20180411_1593220.html)

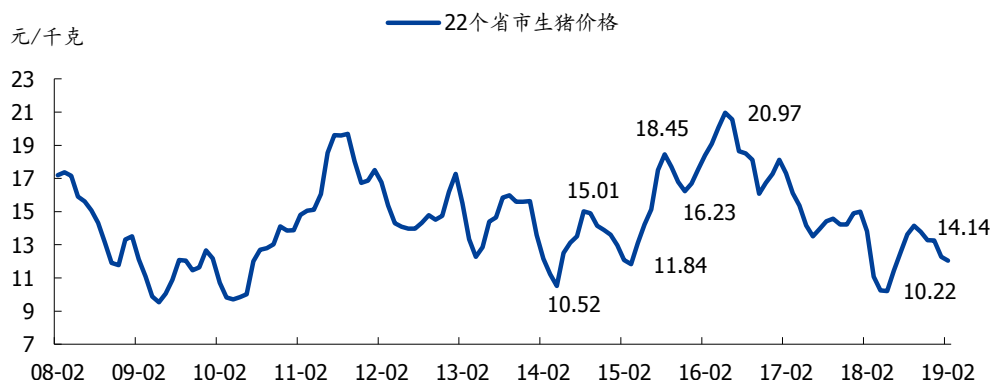
图表 8: 生猪价格对 CPI 同比的影响估计结果

| 生猪价格同比增速 | CPI 猪肉同比增速 | 对 CPI 同比的拉动 |
|----------|------------|-------------|
| 10%      | 6.3%       | 0.15%       |
| 20%      | 12.6%      | 0.30%       |
| 30%      | 18.9%      | 0.45%       |
| 40%      | 25.2%      | 0.60%       |
| 50%      | 31.5%      | 0.76%       |
| 60%      | 37.8%      | 0.91%       |

资料来源: Wind, 国盛证券研究所测算

2014 年 4 月启动的第三轮猪周期, 生猪价格从最低点 10.52 元/千克, 经历了三轮上涨后达到该轮猪周期的高点 20.97 元/千克。进一步地, 我们以 2014 年 4 月至 2016 年 5 月猪价上涨路径及幅度为参照, 对今年猪价上涨幅度及对 CPI 的影响进行了情景测算。

图表 9: 2014 年 4 月至 2016 年 5 月, 生猪价格经历了三轮小周期



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

测算结果发现, 若从 2019 年 2 月开始, 猪价按照 2015 年 3 月至 2016 年 5 月的上涨路径波动, 那么继 2018 年 5 月-9 月猪价第一轮上涨后, 今年 2 季度猪价将迎来第二波上涨。生猪价格将于 7 月份达到 18.8 元/千克的阶段性高点, 猪肉 CPI 同比达到 31.2%, 对 CPI 同比的拉动为 0.7 个百分点。在假设 CPI 其他分项的新涨价因素为过去 5 年均值的前提下, 今年 7 月 CPI 同比有可能达到年内高点 2.5%, 依旧低于 3% 的警戒线。

上述测算均是基于静态假设, 若再考虑到猪价对其他消费品价格的影响, 我们预计, 今年 CPI 年内高点可能达到 2.5%-2.8%, 考虑基数效应, 高点可能在 6-7 月出现; 此外, 需要警惕四季度猪价再次上涨对 CPI 的影响。

图表 10: 生猪价格路径及对 CPI 影响的情景测算 (表中标红单元格为预测值)

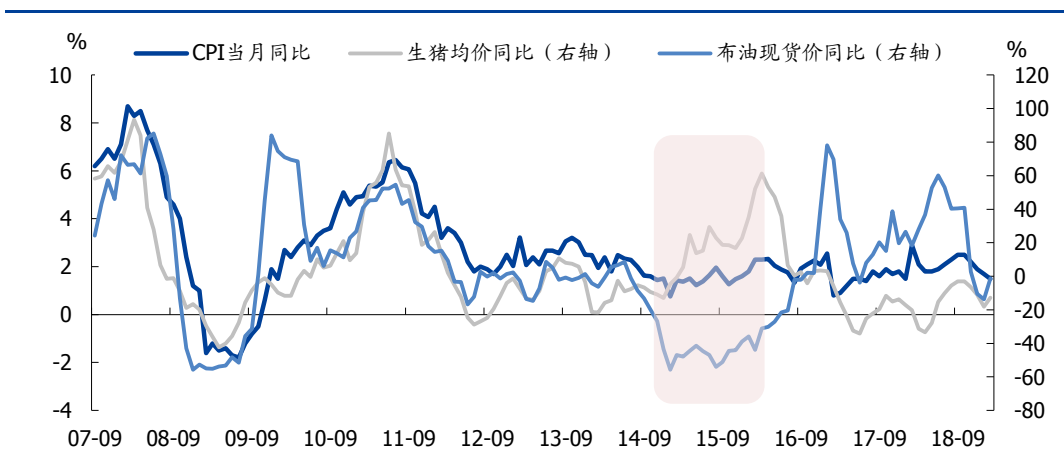
| 谷底时间    | 谷峰时间    | 谷底价格<br>(元/千克) | 谷峰价格<br>(元/千克) | 上行时长<br>(月) | 上行幅度  | 谷峰时点CPI<br>猪肉同比 | 对CPI同比<br>的拉动 | 谷峰时点<br>CPI 同比 |
|---------|---------|----------------|----------------|-------------|-------|-----------------|---------------|----------------|
| 2014-04 | 2014-08 | 10.5           | 15.0           | 4           | 43%   | -3.1%           | -0.1%         | 2.0%           |
| 2015-03 | 2015-08 | 11.8           | 18.4           | 5           | 56%   | 19.6%           | 0.6%          | 2.0%           |
| 2015-11 | 2016-05 | 16.2           | 21.0           | 6           | 29%   | 33.6%           | 1.0%          | 2.0%           |
| 2018-05 | 2018-09 | 10.2           | 14.1           | 3           | 38%   | -2.4%           | -0.1%         | 2.5%           |
| 2019-02 | 2019-07 | 12.0           | 18.8           | 5           | 56%   | 31.2%           | 0.7%          | 2.5%           |
| 2019-10 | 2020-04 | 16.5           | 21.3           | 6           | 29% - | -               | -             | -              |

资料来源: Wind, 国盛证券研究所测算 注: 标红单元格为预测值

## 因素二: 当猪价和油价共振向上时, 国内通胀压力较大

2007 年以来我国 CPI 有两轮通胀水平较高的时期, 分别是 2007-2008 年、2010-2011 年, CPI 同比中枢在 5% 左右。在这期间, 全球原油价格、国内猪价形成了共振, 均处于上行周期。然而, 2014 年我国第三轮猪周期启动时, 由于国际原油价格正在经历持续的下行, 最大同比跌幅达到 55% (2015 年 1 月), 2014 年 4 月至 2016 年 12 月, 我国 CPI 同比中枢仅为 1.8%, 最高同比增速也只有 2.5%。考虑到猪价仅影响 CPI 食品项, 而原油作为众多化工品的上游原材料, 将系统性抬升最终消费品的成本, 因此, 我们倾向于认为, 当猪价和油价共振向上时, 国内通胀压力较大; 而当猪价向上、油价向下时, 国内通胀破 3% 的概率较小。

图表 11: 猪价、油价共振时通胀风险较高



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\\_13818](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_13818)

