

再通胀为什么是一个伪命题？

宏观专题报告

2021年02月24日

报告摘要：

● 本轮猪周期进入下半场

在受到非洲猪瘟疫情影响后，生猪存栏大幅下降，猪价不断创造历史新高，一度引起轰动；而之后，在丰厚养殖利润和政策利好驱动下，2020年国内大型生猪养殖企业纷纷扩张生产规模，下半年产能逐步释放，猪肉供给量增大，本轮猪周期进入下行阶段。我们可以看到，生猪产能在2020年得以快速恢复，其增长速度创历史新高。自2019年下半年以来，国家政策积极鼓励生猪补库存，这一政策取得良好的效果，使得生猪存栏量快速恢复，能繁母猪存栏变化率环比增速持续为正，且增速较快。我们预计2021年生猪存栏有望继续增长，从而带动猪价走低。

● 2021年猪肉CPI或持续为负

利用猪肉价格同比增速来测算猪肉CPI同比走势，我们预计2021年猪肉CPI将持续为负，最低点可能出现在二季度，跌幅为45%左右，下半年跌幅有所收窄，我们预计2021年猪肉CPI同比预计下降35%左右。

● 我们预计2021年物价较为温和

当前居民消费需求不断升级，劳动力成本上升已成为常态，这将助推部分商品和服务类价格不断攀升，消费服务需求释放将成为2021年影响CPI走势的重要因素；受相关政策因素的影响，部分政府定价的商品及服务，如天然气价格、汽油价格、柴油价格、教育收费、出租车收费价格等，有可能出现价格调整，或将影响物价水平。受翘尾因素以及整体需求仍然偏弱的影响，我们预计2021年一季度CPI同比涨幅可能为负值。随着需求逐渐恢复，二季度之后CPI同比涨幅有望逐渐回正，预计全年物价表现温和。我们认为2021年CPI中枢值可能在1%左右，可能呈先低后高的走势。

● 风险提示：

猪瘟再次爆发、生猪补栏超预期、大宗商品过快上涨等。

民生证券研究院

分析师：解运亮

执业证号：S0100519040001

电话：010-85127665

邮箱：xieyunliang@mszq.com

研究助理：顾洋恺

执业证号：S0100119110016

电话：010-85127665

邮箱：guyangkai@mszq.com

相关研究

目录

1	本轮猪周期进入下半场.....	3
1.1	生猪存栏量是预测猪肉价格反向领先指标.....	3
1.2	春节后猪价或掉头向下	3
2	生猪价格对猪肉 CPI 的影响.....	5
2.1	猪肉 CPI 波动性略低于猪肉实际价格波动	5
3	2021 年 CPI 走势分析.....	6
3.1	猪周期进入下半场	6
3.2	2021 年 CPI 或呈“先低后高”的走势	6
4	猪周期与房地产周期逐渐脱钩.....	9
	风险提示	9
	插图目录	10

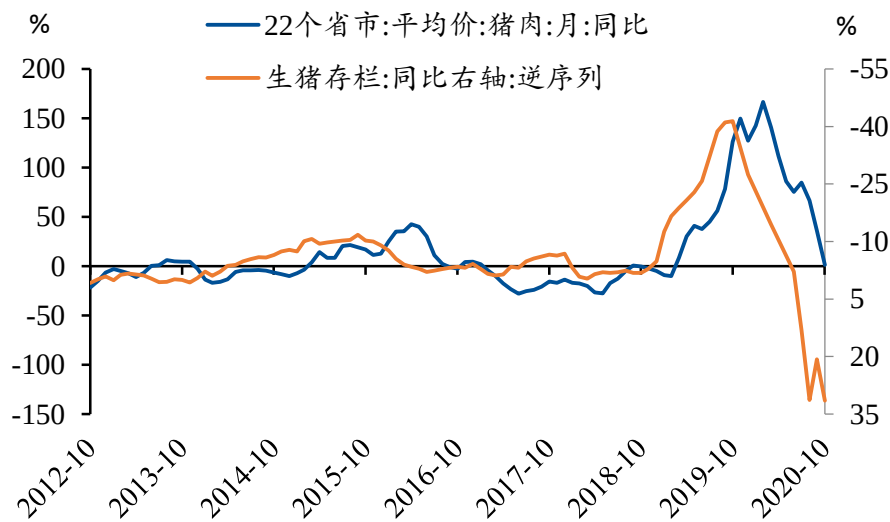
1 本轮猪周期进入下半场

1.1 生猪存栏量是预测猪肉价格反向领先指标

本轮猪周期进入下半场。在受到非洲猪瘟疫情影响后，生猪存栏大幅下降，猪价不断创造历史新高，一度引起轰动；而之后，在丰厚养殖利润和政策利好驱动下，2020 年国内大型生猪养殖企业纷纷扩张生产规模，下半年产能逐步释放，猪肉供给量增大，本轮猪周期进入下行阶段。我们可以看到，生猪产能在 2020 年得以快速恢复，其增长速度创历史新高。自去年下半年以来，国家政策积极鼓励生猪补库存，这一政策取得良好的效果，使得生猪存栏量快速恢复，能繁母猪存栏变化率环比增速持续为正，且增速较快。将目光放远可以预测，生猪存栏有望继续增长，从而带动猪价走低。

生猪存栏量是预测猪肉价格反向领先指标。根据农业部新闻，2020 年 10 月生猪存栏共 3.87 亿头，生猪产能已经恢复到 2017 年年末水平的 88% 左右。按照这个趋势，2021 年二季度，全国生猪存栏将基本恢复到正常年份的水平。据此估算，2021 年上半年生猪存栏量将继续回升，生猪存栏同比增速预计维持在 10% 以上。据统计，截止 2020 年 11 月末我国母猪存栏环比增长 2.77%，同比增长 53.92%；生猪存栏环比增长 2.06%，较 2019 年同期增长 49.76%。总体来看，当前能繁母猪存栏将恢复至非瘟前的 85% 以上水平，在非瘟疫情不再爆发前提下，我们预测 2021 年四季度，我国生猪存栏将全面恢复至疫情前水平。

图 1：生猪存栏量同比领先猪价同比 5 个月左右



资料来源：Wind，民生证券研究院

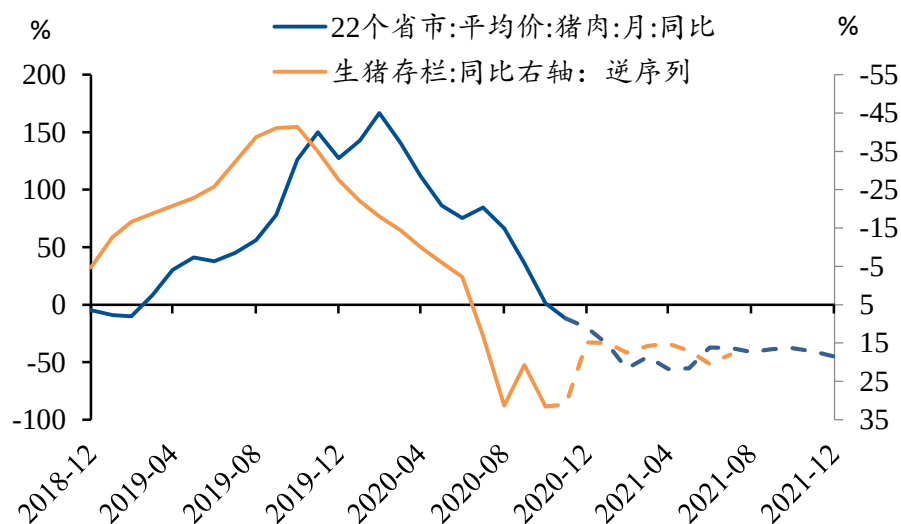
1.2 春节后猪价或掉头向下

近期猪价波动性较高。春节期间猪价有所回升，春节后消费减少，我们预计猪价可能回落。从供给端来看，受益于猪肉价格上涨，众多生猪养殖企业的业绩大幅增长。正邦科技近期发布公告称，2020 年 12 月销售生猪 134.21 万头，环比增长 27.18%，同比增长 117.06%；销售收入 38.83 亿元，环比增长 1.40%，同比增长 109.44%。牧原股份 2020 年

12 月份，销售生猪 264.1 万头，环比增长 27.2%。其中向全资子公司牧原肉食品有限公司销售生猪 13.7 万头。公司商品猪销售均价达到了 30.15 元/公斤，环比上涨了 14.55%。聚焦需求端，春节期间消费端对猪肉需求相对旺盛，猪肉市场供需两旺。在节后需求归于平淡，供应也会有所减少，供需两低的情况下，价格将会整体走低。

今年猪价或继续向下。且呈现较为明显的季节性走势。2021 年猪肉价格同比增速预计持续为负。如果我们使用生猪存栏量同比增速来估算 2021 年猪肉价格同比增速，由于生猪存栏量同比增速领先猪肉价格同比增速 5 个月左右，且根据往年经验，通常情况下生猪存栏同比下降 1%，5 个月后猪肉价格同比上涨 4%（反之，生猪存栏同比上涨 1%，5 个月后猪肉价格同比下降 $(1-1/1.04)\%$ ），可以大致估算出 2021 年猪肉价格同比增速，经过计算，预计 2021 年猪肉价格同比下跌 40% 左右，2021 年猪肉价格预计跌破 20 元/公斤。用猪肉价格同比增速来拟合猪价，我们可以看到，2021 年猪肉价格预计持续回落，有望从 2020 年年底的 40 元/公斤左右下跌至 2021 年年底的 20 元/公斤左右，考虑到春节效应 2021 年一二月份猪价可能维持高位，我们预计春节之后猪价中枢值将逐渐降低。

图 2：用生猪存栏量走势来估算猪肉价格同比增速（虚线为预测值）



资料来源：Wind，民生证券研究院

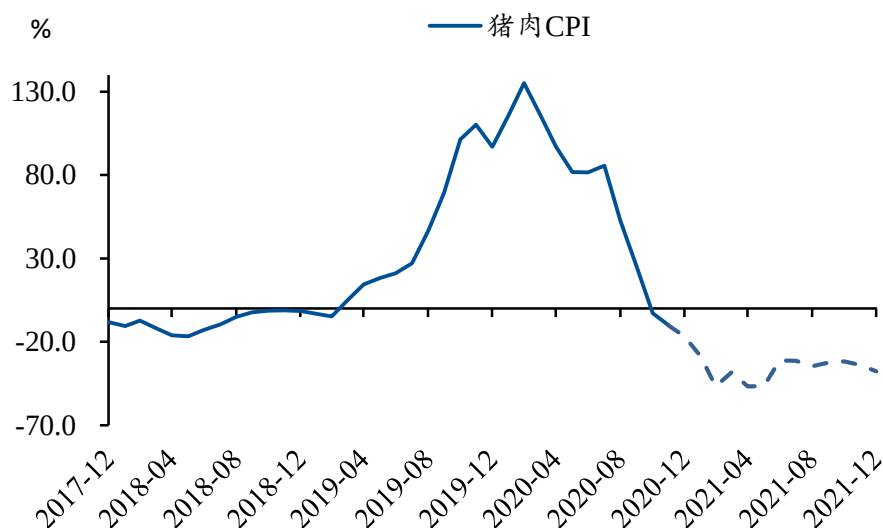
2 生猪价格对猪肉 CPI 的影响

2.1 猪肉 CPI 波动性略低于猪肉实际价格波动

猪肉 CPI 波动性略低于猪肉实际价格波动。根据统计局数据，猪肉 CPI 波动性略低于猪肉实际价格波动。通过观察可以发现，统计局猪肉 CPI 同比增速在猪周期顶部（也即该周期的峰值位置，高位）均低于 22 省市猪肉均价同比增速，在猪周期底部（也即该周期的低谷位置，低位）均高于 22 省市猪肉均价同比增速。测算可得，22 省市猪肉价格同比增速每上升/下降 1 个百分点，猪肉 CPI 同比上升/下降 0.84 个百分点，二者相关系数 0.983。

2021 年猪肉 CPI 或持续为负。利用猪肉价格同比增速来测算猪肉 CPI 同比走势，我们预计 2021 年猪肉 CPI 将持续为负，最低点可能出现在二季度，跌幅为 45% 左右，下半年跌幅有所收窄，预计 2021 年猪肉 CPI 同比预计下降 35% 左右。

图 3：2021 年猪肉 CPI 预计（虚线为预测值）



资料来源：Wind，民生证券研究院

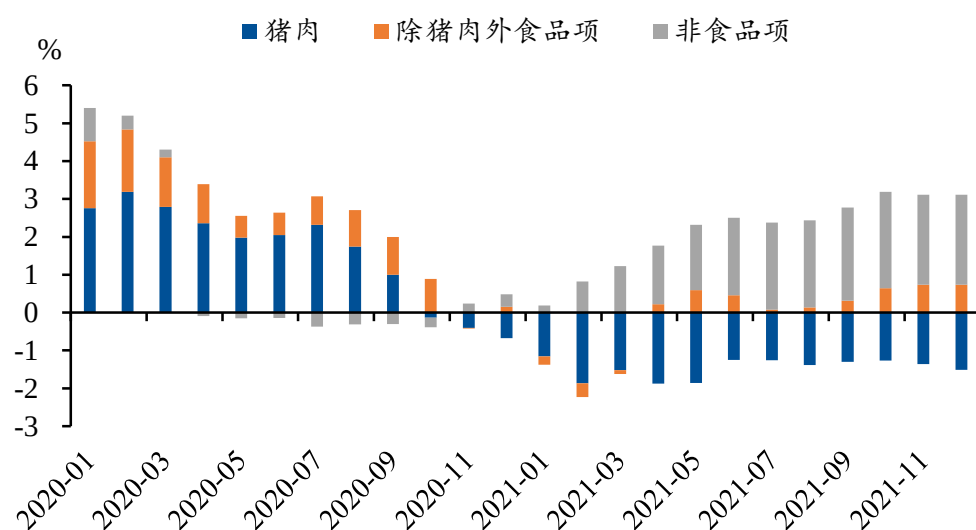
3 2021 年 CPI 走势分析

3.1 猪周期进入下半场

猪周期会影响 CPI 的走势。2021 年 CPI 走势的影响因素主要考虑三部分：猪肉价格走势、大部分是必选消费品的非猪肉食品项走势、一部分是可选消费品的非食品项走势。其中猪肉价格预计明显回落，食品项预计维持往年同期趋势（M 型走势），非食品项预计明显反弹，特别是受油价影响较大的交通和通信类。在此背景下对 2021 年 CPI 进行预测，可以看到 2021 年 CPI 先低后高，一季度可能持续为负，之后逐渐反弹，全年中枢值在 1% 左右。CPI 非食品项则持续回升，2021 年年底可能会破 3%。CPI 较低主要是初期受猪肉价格拖累，而之后 CPI 和预计核心通胀也将明显反弹，总体而言，呈现先低后高的运行态势。

2021 年猪周期进入下半场。把 CPI 分成猪肉、除猪肉以外的食品烟酒和其他项，我们可以发现，2019 年下半年和 2020 年上半年猪肉是 CPI 上涨最大拉动项，对 CPI 的贡献度超过一半。但 2020 年下半年以来，在生猪基数大的基础上，生猪库存逐渐恢复，供需错配因子的影响减小，猪肉价格将随之逐渐回落，并逐步成为 CPI 的拖累项，在初期带动 CPI 走低。

图 4：猪肉或成为 2021 年 CPI 最大拖累项



资料来源：wind，民生证券研究院

3.2021 年 CPI 或呈“先低后高”的走势

CPI 存在季节效应。我们将季节波动效应纳入考虑范围，可以得到如下结论。CPI 食品环比和 CPI 非食品环比存在明显的季节效应：CPI 食品环比和 CPI 非食品环比通常呈 M 型走势。由于季节性原因，CPI 食品环比和非食品环比通常在 1-2 月价格快速上升，春节为 1 月时则 1 月价格出现峰值，春节为 2 月时则 2 月出现峰值。这是由节假日效应影响 CPI 食品环比的例子。而 3 月-5 月则通常回落，之后由于夏秋季原因，6-9 月价格再次快

速上涨，在第四季度由于天气转凉，则再度回落。预测 CPI 走势，需要将上述季节性因素纳入考虑范围。近期猪肉价格的波动更多是春节期间居民对猪肉需求增加所致，春节过后猪价预计进入下跌通道。

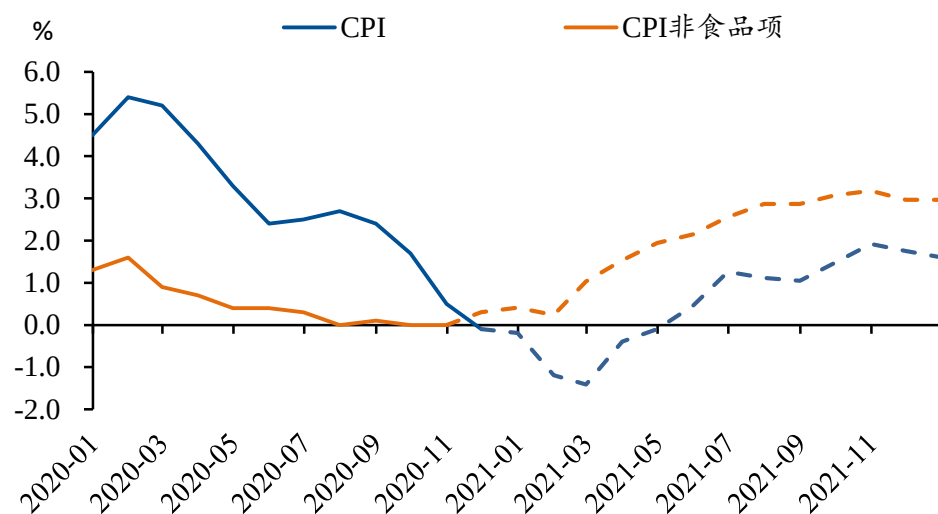
交通通信和居住类也会拖累 CPI 非食品项。2020 年 CPI 居住均为负增长，对 CPI 造成明显拖累，其中 CPI 交通和通信主要是因为油价下跌导致燃料成本下降导致的，如果 2021 年油价反弹，该项预计会明显回升。CPI 居住项下跌则是因为 2020 年房租下降导致的，如果结合 2021 年经济进一步恢复的趋势，我们预计租金价格将有所回升。

2021 年可选消费反弹力度或大于必选消费。新冠疫情对可选消费冲击更大，疫情后可选消费预计反弹。从社会消费品零售总额来看，2020 年必选消费项，如食品饮料、日用品等均没有受到太大冲击，但可选消费项，比如汽车、家电、家具、金银珠宝等均出现明显负增长，对消费形成拖累。这是因为在疫情背景下，尽管居民收入增速有所回落，但相比之下居民消费倾向回落对消费的冲击更大。居民对未来收入的不确定性和防疫的动机，导致可选消费负增长。2021 年来看，一方面是居民收入增加，另一方面在于疫苗推出后未来收入的确定性提高，居民消费倾向有望恢复，预计 2021 年可选消费将明显反弹，带动 CPI 非食品项增长。

春节错位对 CPI 造成扰动。根据国家统计局的数据显示，2021 年 1 月 CPI 同比转负。其中，食品烟酒类价格同比上涨 1.4%，在食品大类中，猪肉价格同比下降 3.9%，降幅扩大 2.6 个百分点，这与我们通过分析猪肉供需得出的猪肉价格趋势基本一致；鲜菜价格同比上涨 10.9%。春节期间猪肉消费需求增加，饲料成本上升，冷链冻肉进口减少，猪肉价格环比上涨 5.6%；由于寒潮带来的低温、雨雪天气，鲜菜的生产、储存以及运输成本增加，鲜菜价格出现大幅上涨。在其他的七大类当中，受局部疫情和就地过年影响，交通和通信价格同比下降 4.6%；医疗保健价格小幅上行，生活用品及服务、教育文娱价格持平；房租价格同比下降 0.4%。根据目前的实际发生情况，也就是春节错位带来的负值 CPI，我们可以发现与我们的估计基本一致。

我们预计 2021 年物价较为温和。当前居民消费需求不断升级，劳动力成本上升已成为常态，这将助推部分商品和服务类价格不断攀升，消费服务需求释放将成为 2021 年影响 CPI 走势的重要因素；受相关政策因素的影响，部分政府定价的商品及服务，如天然气价格、汽油价格、柴油价格、教育收费、出租车收费价格等，有可能出现价格调整，或将影响物价水平。受翘尾因素以及整体需求仍然偏弱的影响，预计 2021 年一季度 CPI 同比涨幅可能为负值。随着需求逐渐恢复，二季度之后 CPI 同比涨幅有望逐渐回正，预计全年物价表现温和。我们认为 2021 年 CPI 中枢值可能在 1% 左右，可能呈先低后高的走势。

图 5: 2021 年 CPI 或先低后高



资料来源: wind, 民生证券研究院

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_17920

