

2021 年 CPI 中枢或将走低至 1%

报告摘要:

供需关系缓和,猪价步入下行周期,推动后续 CPI 中枢走低。国内生猪产能供给是影响猪价长期走势的主导因素,生猪产能包括现存产能和潜在产能。屠宰量/出栏量为猪价的同步指标,今年 8 月份生猪屠宰量已修复至上一年同期的 80%;能繁母猪存栏/仔猪与生猪价差为猪价的领先指标,去年 9 月起能繁母猪存栏同比已逐步回升。据农业部数据显示,预计今年四季度出栏量转正,据估算将修复至 2018 年末 84%的水平,能繁母猪存栏将恢复至非洲猪瘟前的 90%左右。考虑到养殖成本、猪瘟抬头风险,二元母猪短缺导致生猪供给力度走弱的影响,我们暂且假定在悲观、中性和乐观情形下,预计明年年底 36 个城市猪肉零售价分别回落至 18-25 元/公斤,较当前价格水平回落约 16%-40%之间。

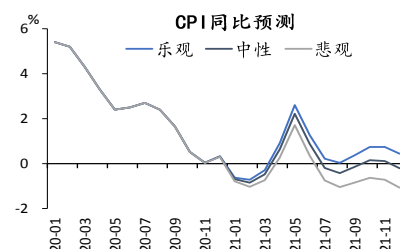
粮食对通胀整体影响有限:1)稻谷和小麦是我国口粮消费的主要来源,二者价格的相对稳定性导致近年来粮食对 CPI 的拉动作用很小。今年南方降雨天气造成稻谷产量预期走低,但市场供应仍保持相对宽松,且国内政策粮库存充足,稻米价格不存在持续上涨基础;今年小麦供需基本平衡,库存量也接近一年消费量,预计小麦价格上涨空间相对有限;2)大豆及玉米通过产业链传导后对通胀影响较为有限。随着临储库存出清、东北地区玉米减产、下游饲料需求持续抬升,今年玉米供需格局仍然偏紧,预计后续仍保持高位运行;大豆在生猪饲养需求的支撑下表现依旧较旺,供给端扰动较多,未来大豆供需偏紧,支撑价格稳中有升。

油价是决定 CPI 非食品走势的关键因子,经测算,居住和交通通信与布油现价滞后一期相关性较大,对应影响系数为 1%左右。原油供给方面,随着减产协议进入二阶段,原油供给存在边际增加风险;需求方面,工业生产仍在爬坡,服务业活动修复缓慢。二者导致原油去库进程放缓,油价尚不具备大幅走高基础。考虑到四季度全球原油供应仍弱于需求,预计明年年底前油价将在 40-60 美元区间震荡。

四季度 CPI 进入加速回落状态,明年年初 CPI 通缩风险较大,5 月份或将出现全年高点。年末或明年一季度将跌入 0 以下。主因年内翘尾因素锐减,叠加猪价环比走弱,带动 CPI 持续回落;猪周期的下行仍是主导 CPI 中枢走低的主要因素,油价的提振作用有限,很难改变整体形态;5 月份的高点主要源于猪价与油价的基数效应;猪周期的扰动效应掩盖了需求侧的修复,未来食品与非食品走势呈现一降一升,明年通胀的关注点应当转移至与需求更为密切的非食品。

风险提示: 海外疫情持续反复,猪价回落幅度不及预期

相关数据



相关报告

《通胀下行压力较大,货币政策不宜持续收紧》

--20200912

《CPI 即将快速下行, PPI 回升速度或将放缓》

--20200810

《通胀温和回升,“滞胀”可能性不大》

--20200710

《PPI 拐点已至, CPI 趋势下行》

--20200611

《通胀不是当前主要矛盾》

--20200512

证券分析师: 沈新风

执业证书编号: S0550518040001

18917252281 shenxf@nesc.cn

研究助理: 刘星辰

执业证书编号: S0550120030003

15216889116 liuxingc@nesc.cn

目 录

1.	CPI 主要关注什么？	5
2.	猪价下行推动后续 CPI 中枢走低	6
2.1.	供需关系缓和，猪价步入下行周期	6
2.2.	明年猪价回落至何处？	8
2.2.1.	猪肉现期产能恢复至上年的 80%-90%	8
2.2.2.	猪肉潜在产能恢复至正常年份的 80%	9
3.	粮食安全值得关注吗？	11
3.1.	国内外粮食供需结构观察	11
3.2.	我国主粮安全暂不足虑	13
3.2.1.	稻米市场供应相对宽松，不存在持续上涨基础	13
3.2.2.	小麦供需基本平衡，上涨空间相对有限	13
3.3.	玉米供需缺口走阔，预计后续价格仍在高位运行	14
3.4.	大豆供需格局偏紧，支撑价格稳中有升	15
3.5.	粮食对通胀整体影响有限	17
3.5.1.	主粮价格的低波动性保障了粮价的基本稳定	17
3.5.2.	大豆及玉米通过产业链传导后对通胀影响较为有限	18
4.	非食品价格已在修复通道内	18
4.1.	油价是决定 CPI 非食品走势的关键因子	18
4.2.	预计油价维持区间震荡	20
4.2.1.	供给端：减产协议进入二阶段，原油供给存在边际增加风险	20
4.2.2.	需求端：工业生产仍在爬坡，服务业活动修复缓慢	21
4.2.3.	原油去库进程放缓，油价尚不具备大幅走高基础	23
5.	2021 年 CPI 中枢或将走低至 1%	23

图表目录

图 1: CPI 各分项波动率与权重图	5
图 2: 食品项和非食品项对 CPI 的拉动率	5
图 3: CPI 食品分项同比拉动	6
图 4: CPI 非食品分项同比拉动	6
图 5: 我国畜产品产量结构	7
图 6: 我国畜产品进口结构	7
图 7: 疫情影响下我国猪肉产量和占比下降	8
图 8: 近两年我国猪肉进口占消费比例有所上升	8
图 9: 猪肉和部分替代品价格变动趋势	8
图 10: 历次猪周期价格走势	8
图 11: 出栏量和屠宰量是猪价的同比指标	10
图 12: 能繁母猪存栏能较好预测生猪出栏水平	10
图 13: 生猪存栏与出栏绝对水平	10
图 14: CPI 猪肉环比季节性走势	10
图 15: 猪粮比价与猪肉零售价	10
图 16: 明年猪价预测形态	10
图 17: 全球粮食产需地区不平衡程度和出口同比	11
图 18: 国内粮食库存消费比	11
图 19: 全球小麦供需情况和库存水平	12
图 20: 全球大米供需情况和库存水平	12
图 21: 全球玉米供需情况和库存水平	12
图 22: 全球大豆供需情况和库存水平	12
图 23: 我国谷物进口依存度较低	12
图 24: 我国大豆消费基本依赖进口	12
图 25: 稻谷最低收购价托底	13
图 26: 国内外大米价格相关性差	13
图 27: 小麦最低收购价托底	14
图 28: 国内外小麦价格基本脱节	14
图 29: 小麦价格的季节性变动	14
图 30: 小麦价格短期内构成玉米价格的顶部	15
图 31: 国内外玉米价格联动性较弱	15
图 32: 巴西与美国大豆进口的季节性变化	16
图 33: 国内外大豆价格走势具有较强的一致性	16
图 34: 巴西大豆预期供需表现	16
图 35: 美国大豆预期供需表现	16
图 36: 粮食项各分支占 CPI 权重比例估算	17
图 37: 2018 年口粮消费结构	17
图 38: 稻谷和小麦基本决定 CPI 粮食价格波动	17
图 39: 三大类谷物的用途分布	17
图 40: 生猪价格与玉米价格走势大体一致	18
图 41: 玉米饲料成本与养殖利润关联性较弱	18

图 42: 非食品分项的同比拉动率.....	19
图 43: 油价与居住及交通同比趋势相一致	19
图 44: 油价对 CPI 的影响系数约为 1%	19
图 45: 除居住和交通通信外的 CPI 非食品环比.....	19
图 46: 近三年教育文化和娱乐 CPI 同比下降	20
图 47: 医疗供给侧改革熨平药价涨幅.....	20
图 48: OPEC+减产协议执行情况	21
图 49: 全球钻井机数活跃度处在低位.....	21
图 50: 美国钻井机数活跃度处在低位.....	21
图 51: 美欧炼油厂开工率自底部回升.....	22
图 52: 美国粗钢产量修复至正常年份 85%水平.....	22
图 53: 除中国外的全球粗钢产量持续修复	22
图 54: 美国服务业修复缓慢.....	22
图 55: 谷歌人流趋势报告	23
图 56: 新冠疫情新增人数(7 日移动平均)	23
图 57: 美国原油库存	23
图 58: 全球原油供需表现.....	23
图 59: CPI 同比预测	24
图 60: CPI 食品同比预测	25
图 61: CPI 非食品同比预测.....	25

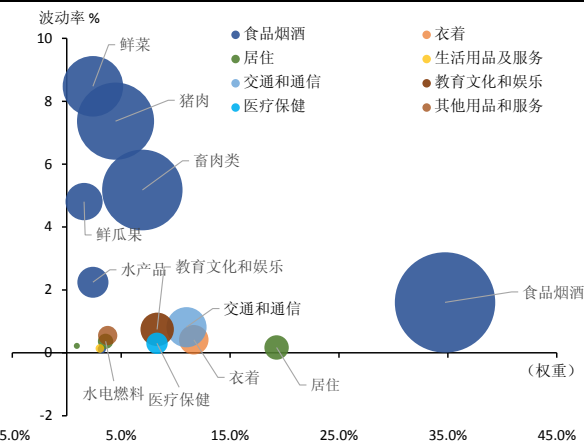
1. CPI 主要关注什么？

当前 CPI 一篮子商品中主要包括八大类，食品烟酒、衣着、居住、生活用品及服务、交通和通信、教育文化和娱乐、医疗保健、其他用品和服务。根据最新测算，以上八大类对应今年 8 月的环比权重分别为 32%、12%、20%、3%、12%、8%、8%、4%。若从二分类法角度来看，我们可以将食品单独分类，其余计入非食品范畴，二者对应权重约为 20%、80%。**CPI 最主要的波动来自于食品，其对 CPI 的当月拉动率最高可达 4% 以上，而非食品对应的当月拉动率最高时也不足 2%。**

猪肉、粮食、鲜菜、鲜果是 CPI 食品中需要重点关注的内容。其中，鲜菜、鲜果由于生产周期较短加上产品种类较为丰富，其价格波动主要受季节性因子驱动；猪肉价格目前来看依然呈现出周期性的波动规律，主要受国内生猪产能的供给扰动；粮食主要取决于其国内供需结构以及进口补充情况，较易受天气、库存、运输、关税等因素影响。

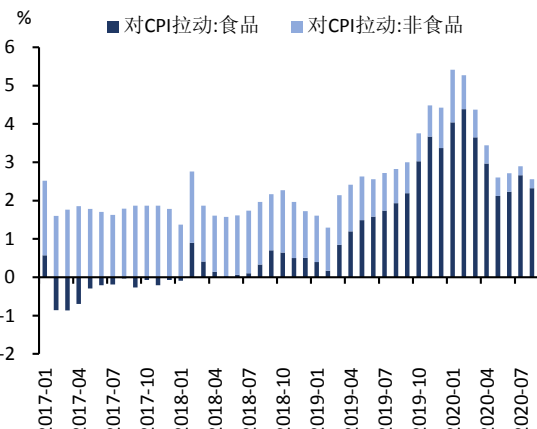
非食品中的波动主要来自于交通和通信、居住、教育文化和娱乐、医疗保健。其中，交通通信和居住主要受油价共同驱动，教育文化和娱乐以及医疗保健更多体现的是服务属性，一方面反映真实的消费景气度，另一方面也受制于国家限价改革，近年来波动性有所走弱。

图 1: CPI 各分项波动率与权重图



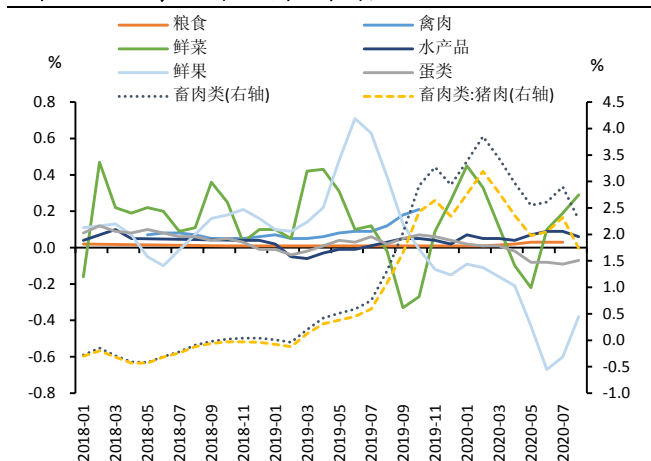
数据来源：东北证券，Wind

图 2: 食品项和非食品项对 CPI 的拉动率



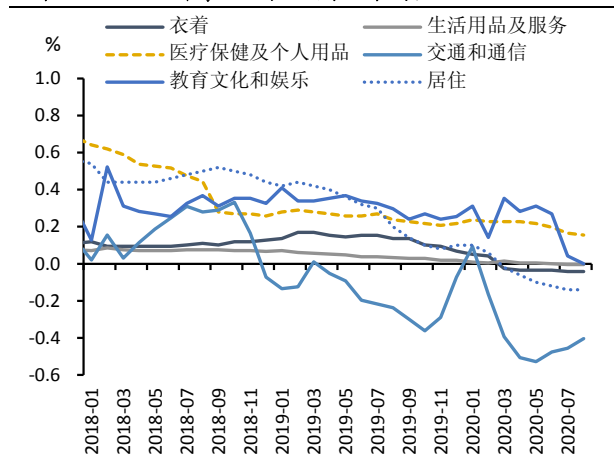
数据来源：东北证券，Wind

图 3: CPI 食品分项同比拉动



数据来源：东北证券，Wind

图 4: CPI 非食品分项同比拉动



数据来源：东北证券，Wind

2. 猪价下行推动后续 CPI 中枢走低

2.1. 供需关系缓和，猪价步入下行周期

从有数据记录以来，自 2006 年 7 月起，我国共经历三次完整的猪周期。2006 年及 2010 年的两次均受猪瘟疫情影响导致猪肉供给快速收缩，2014 年则受制于环保趋严叠加产能淘汰导致猪肉供给缓慢退出。从周期跨度来看，以往三次猪周期其持续时间基本为 4 年左右，但上行和下行周期差异较大。在发生猪瘟疫情的情况下，由于短期内产能的大量退出导致上行周期较短，而补栏周期较长对应下行周期较长。2006 年及 2010 年分别对应上行周期 20 个月、14 个月，下行周期 27 个月、31 个月。而当前我国处于第四次猪周期当中。2018 年之后，非洲猪瘟爆发形成本次超级猪周期，22 个省市平均猪价从 2018 年 5 月的 15 元/公斤一路上行至 2019 年 10 月最高点 56 元/公斤。若以 2020 年 2 月作为本次猪周期下行周期的开始，根据往年下行周期的跨度，则明年全年都将处于猪周期的下行通道内。

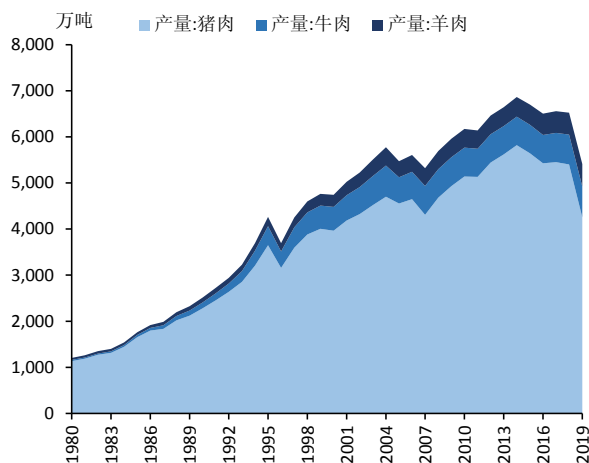
从需求端看，受居民饮食习惯影响，猪肉需求长期保持稳定，牛羊鸡等肉类产品替代性较弱。我国猪肉占肉类消费量的比例长期高于 75%，长期的猪肉饮食习惯难以因阶段性的猪瘟疫情发生根本性的改变。历史上看，历次猪周期启动对鸡肉价格拉升不大，但基本均会带动牛肉和羊肉的同步上涨，这体现了牛羊肉对猪肉具有一定的替代属性。但从相对价格来看，牛肉和羊肉价格大约是猪肉价格的 1.5 倍以上，而我国仍有大量的中低收入群体，其消费能力相对有限，牛羊肉无法大规模替代猪肉消费，从近 15 年来牛羊肉供给保持相对稳定也能看出这一点。同时，猪肉消费的季节性较为明显，主要受节假日和天气影响，通常秋冬为消费旺季，夏季为消费淡季。对应 CPI 中猪肉环比走势来看，11-2 月期间受春节提前备货影响，环比开始走高，二季度进入消费淡季，8、9 月份受开学和中秋国庆假期影响，价格再次抬升。

从供给端看，我国猪肉进口、储备占消费的比重较低，猪肉供给主要依赖国内产能。我国是世界第一大猪肉生产国和消费国，猪肉产量及消费量占全球的比重约在 50% 左右。但近两年来受非洲猪瘟疫情影响，我国猪肉产量从 2018 年的 5400 万吨滑落

至 2020 年预测的 3800 万吨，生猪产能仅为正常水平的 70%左右。对此，猪肉供给缺口部分从进口猪肉及中央储备肉进行弥补。今年 1-9 月猪肉进口 329 万吨，折年进口量约占国内消费量的 10%，而往年进口猪肉在国内消费中的占比基本低于 3%。其中，今年上半年对美国、西班牙、德国、加拿大进口猪肉比重分别为 19%、18%、14%、11%。而储备肉的规模相较更小，截至 9 月初，今年以来中央储备肉投放共计 54 万吨。由于进口和储备肉因投放量相对有限，主要影响猪肉的短期价格波动。例如，储备肉投放量虽小，但往往密集投放，再加上价格接近市场价的一半，容易造成短期内的价格回落。

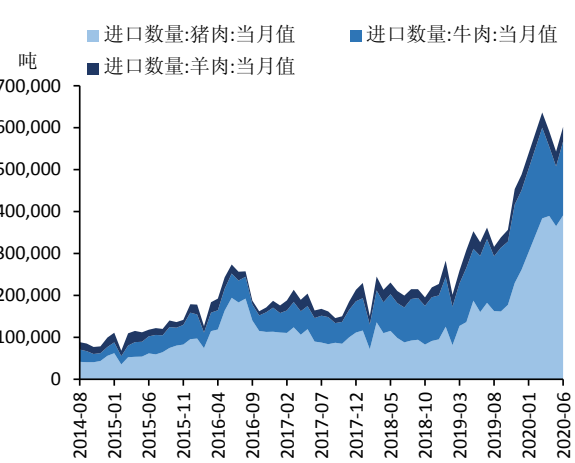
因此，国内生猪产能供给是影响猪价长期走势的主导因素，出栏节奏则决定猪价波动。生猪产能供给基本遵循蛛网模型，本质上由生猪养殖的滞后性与养殖户的补栏和出栏意愿共同决定。整个生猪产能供给周期循环以追涨杀跌为特征，且尤以散户最为明显。据农业部消息，当前生猪规模养殖比重达到 53%，这也意味着仍有接近一半的养殖集中在散户，短期内猪周期的波动规律仍将存在。7 月下旬以来，随着生猪存栏量逐月转正、出栏量逐步回升，猪价止步上行，出现小幅企稳回落，基本上可以确定后续步入下行周期。那么在猪价确定性下行周期内，影响通胀最重要的因子在于猪价回落的幅度。那么我们下文主要从反映生猪现有产能和潜在产能的指标来进行刻画。

图 5: 我国畜产品产量结构



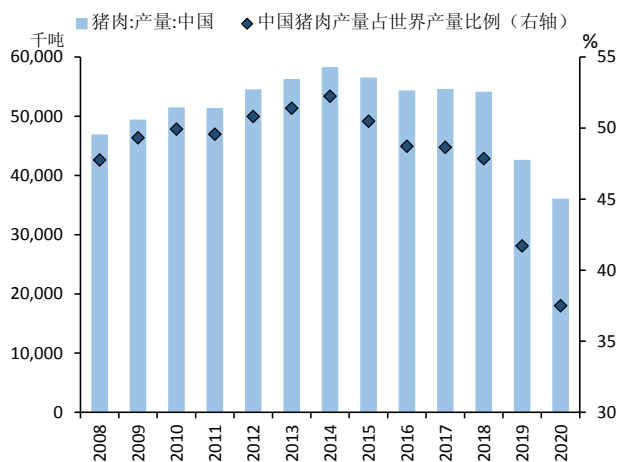
数据来源：东北证券，Wind

图 6: 我国畜产品进口结构



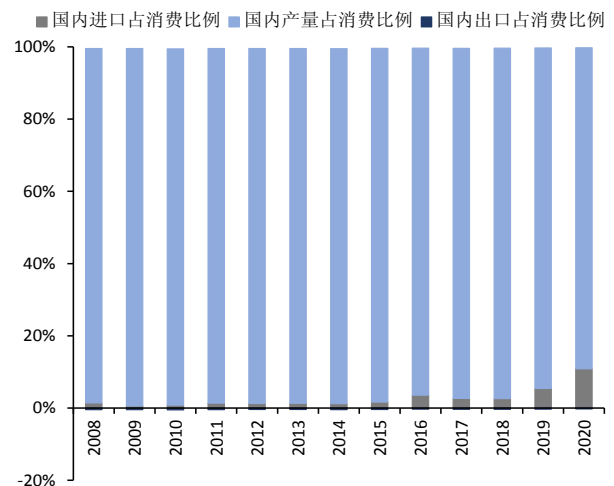
数据来源：东北证券，Wind

图 7: 疫情影响下我国猪肉产量和占比下降



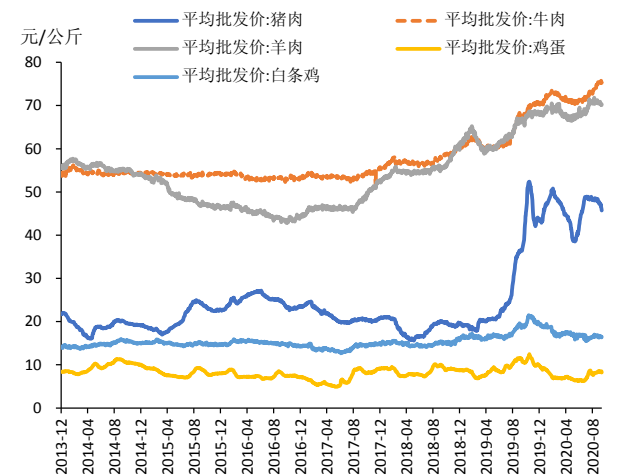
数据来源: 东北证券, Wind

图 8: 近两年我国猪肉进口占消费比例有所上升



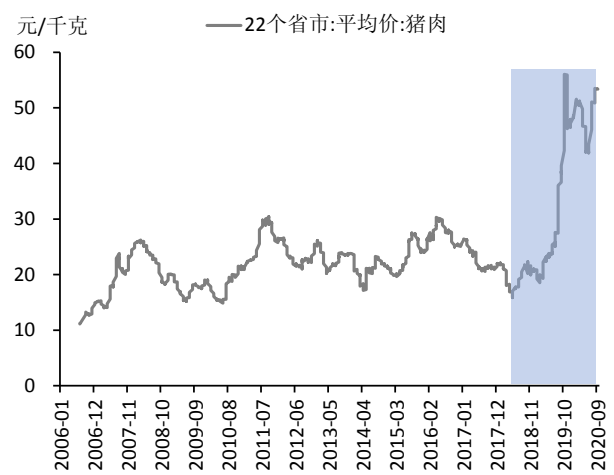
数据来源: 东北证券, Wind

图 9: 猪肉和部分替代产品价格变动趋势



数据来源: 东北证券, Wind

图 10: 历次猪周期价格走势



数据来源: 东北证券, Wind

2.2. 明年猪价回落至何处?

2.2.1. 猪肉现期产能恢复至上年的 80%-90%

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_2092

