

猪周期下半场的短期主要矛盾是通缩

——8 月通胀数据点评

相关研究:

- 1.《CPI回落超预期 稳经济托民生 仍需再发力》 2020.06.10
- 2.《PPI环比转涨 生产端复苏初见成效》 2020.07.09
- 3.《CPI短期回升 经济弱复苏仍需托底需求端》 2020.08.10

分析师: 秦川

证书编号: S0500520060001

Tel: (8621) 38784580-8054

Email: qinchuan2@xcsc.com

地址: 上海市浦东新区陆家嘴环路
958号华能联合大厦5层湘财证券研
究所

□ 事件:

国家统计局公布: 2020 年 8 月, 全国居民消费价格同比上涨 2.4%。其中, 城市上涨 2.1%, 农村上涨 3.2%; 食品价格上涨 11.2%, 非食品价格上涨 0.1%; 消费品价格上涨 3.9%, 服务价格下降 0.1%。1-8 月, 全国居民消费价格比去年同期上涨 3.5%。

8 月全国工业生产者出厂价格同比下降 2.0%, 环比上涨 0.3%; 工业生产者购进价格同比下降 2.5%, 环比上涨 0.6%。1-8 月平均, 工业生产者出厂价格比去年同期下降 2.0%, 工业生产者购进价格下降 2.7%。

□ CPI 回落压力再现, 猪周期下半场的短期主要矛盾是通缩

剔除猪肉价格波动对 CPI 的影响, 当前物价水平仍接近通缩水平。疫情对经济的冲击在需求端表现明显。当前国家宏观调控政策的重心在稳经济、托民生、保就业, 只有稳住就业, 提高消费者对未来收入的预期, 消费意愿才会转换为购买行为, 稳定温和的物价上涨有利于经济长期健康发展。

能繁母猪存栏量 2019 年 9 月份 1913 万头是本轮非洲猪瘟影响下的存栏量低点, 随后 10 月环比增速转正并持续回升至今。6-7 月猪肉价格的反弹, 南方汛情、生猪出栏减缓、防疫调配从严、进口量减少等扰动因素都属于短期影响。随着能繁母猪存栏量的持续回升, 本轮叠加非洲猪瘟影响下的超级猪周期已进入下半场, 只要猪瘟疫情不再度升级, 猪肉价格就不存在持续上涨的基本面。

□ PPI 环比连涨, 但短期将受入秋后海外疫情二次爆发担忧压制

生产资料与生活资料价格走势的分化, 以及生活资料中食品价格与非食品价格走势的分化, 反应出在疫情期间食品类生活资料的刚需属性。

PPI 早在疫情之前的 2019 年 7 月就再次进入通缩区间, 疫情只是加深了全球经济整体的疲弱态势。PPI 要再次走出通缩, 疫情结束是先决条件, 但不是充分条件, 全球经济要重新进入新一轮增长期, 还需要新技术新产业的引领。近期入秋后海外疫情二次爆发的担忧下, 原油价格再次下跌, PPI 环比改善的势头可能在 9 月份及 4 季度有所反复。

□ 风险提示

海外疫情二次爆发, 中美摩擦失控, 全球经济复苏缓慢

1 CPI 回落压力再现，猪周期下半场的短期主要矛盾是通缩

2020 年 8 月，全国居民消费价格同比上涨 2.4%。其中，城市上涨 2.1%，农村上涨 3.2%；食品价格上涨 11.2%，非食品价格上涨 0.1%；消费品价格上涨 3.9%，服务价格下降 0.1%。1-8 月，全国居民消费价格比去年同期上涨 3.5%。

图 1 CPI 当月同比 (%)



图 2 猪肉价格增速 (%)



资料来源：Wind，湘财证券研究所

食品价格是影响 CPI 走势的最大权重，驱动食品价格上涨的核心因素是猪肉价格。

目前处于 2005 年以来的第四轮非洲猪瘟驱动下的超级猪周期的下半场。猪肉价格自 2019 年 4 月至今连续 17 个月保持两位数涨幅，在 2 月份疫情开始后涨幅见顶回落，3-5 月份环比连续下跌，但受 6-7 月长江流域洪涝灾害叠加北京新发地市场、新疆、大连等地的阶段性疫情反弹影响，短期重拾升势。以上因素对猪肉价格的短期扰动不会改变本轮猪周期进入下半场的趋势。

图 3 能繁母猪存栏与增速 (万头、%)

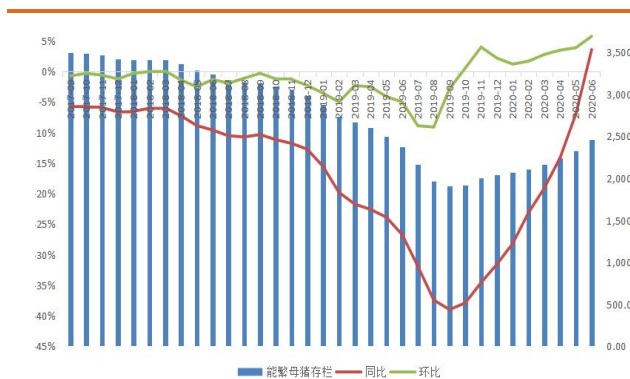


图 4 生猪存栏与出栏季度同比 (%)



资料来源：Wind，湘财证券研究所

农业农村部部长韩长赋5月22日表示，随着生猪生产恢复，供求关系会逐步改善，后市猪肉价格不会再大幅度上涨。6-7月猪肉价格的反弹，除南方汛情因素外，生猪出栏减缓、防疫调配从严、进口量减少等阶段性因素扰动导致供给端收紧，需求端随着餐饮消费需求逐步复苏回升，供需边际改善导致环比回升。

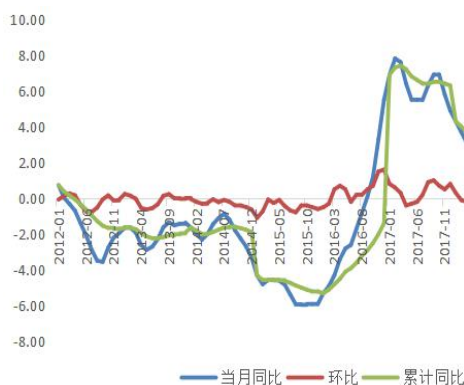
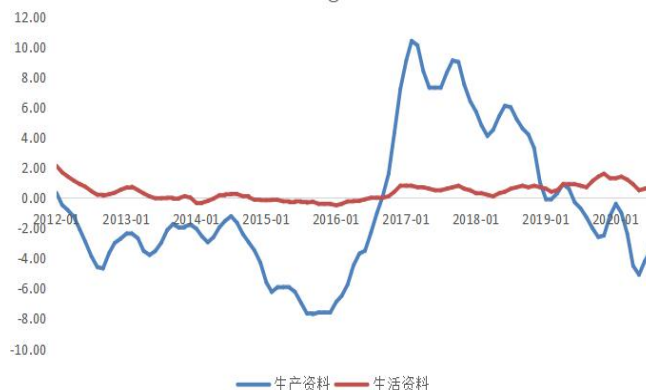
能繁母猪存栏量2019年9月份1913万头是本轮非洲猪瘟影响下的存栏量低点，随后10月环比增速转正并持续回升至今，并在今年6月份首次实现了同比3.6%正增长。按照生猪生产的周期性规律，产能恢复过程首先是能繁母猪存栏恢复增长，之后是生猪存栏恢复增长，然后是出栏恢复增长。生猪存栏同比增长，预示着5-6个月后生猪出栏量也将实现同比增长，将从根本上扭转市场供应偏紧的局面。

随着能繁母猪存栏量的持续回升，本轮叠加非洲猪瘟影响下的超级猪周期已进入下半场，只要猪瘟疫情不再度升级，猪肉价格就不存在持续上涨的基本面。下半年的通胀将随着经济需求端的修复温和复苏。

剔除猪肉价格波动对CPI的影响后，当前物价仍接近通缩水平。疫情对经济的冲击在需求端表现较为明显。当前国家宏观调控政策的重心在稳经济、托民生、保就业，只有稳住就业，提高消费者对未来收入的预期，消费意愿才会转换为购买行为，稳定温和的物价上涨有利于经济长期健康发展。

2 PPI 环比连涨，但短期将受入秋后海外疫情二次爆发担忧压制

8月全国工业生产者出厂价格同比下降2.0%，环比上涨0.3%；工业生产者购进价格同比下降2.5%，环比上涨0.6%。1-8月平均，工业生产者出厂价格比去年同期下降2.0%，工业生产者购进价格下降2.7%。

图 5 PPI 增速 (%)

图 6 生产资料与生活资料当月同比 (%)


资料来源：Wind，湘财证券研究所

从细分项看，8 月生产资料价格同比下降 3.0%，降幅比上月收窄 0.5 个百分点，影响工业生产者出厂价格总水平下降约 2.19 个百分点，其中，采掘工业价格下降 5.8%，原材料工业价格下降 6.4%，加工工业价格下降 1.4%。

8 月生活资料价格同比上涨 0.6%，涨幅比上月回落 0.1 个百分点，影响工业生产者出厂价格总水平上涨约 0.15 个百分点。其中，食品价格上涨 3.1%，衣着价格下降 1.3%，一般日用品价格下降 0.4%，耐用消费品价格下降 1.5%。

生产资料与生活资料价格走势的分化，以及生活资料中食品价格与非食品价格走势的分化，反应出在疫情期间食品类生活资料的刚需属性。

PPI 早在疫情之前的 2019 年 7 月就再次进入通缩区间，疫情只是加深了全球经济整体的疲弱态势。PPI 要再次走出通缩，疫情结束是先决条件，但不是充分条件，全球经济要重新进入新一轮增长期，需要新技术新产业的引领。中国的结构性改革带来的产业升级或成为引领下一轮全球增长周期的新引擎。

6-8 月 PPI 环比连续 3 个月转正，同比降幅稳步收窄，生产端复苏逐见端倪。随着国内生产生活逐步向常态化回归，下半年各项经济指标将延续修复趋势。但近期入秋后海外疫情二次爆发的担忧下，原油价格再次下跌，PPI 环比改善的势头可能在 9 月份及 4 季度有所反复。

风险提示：

海外疫情二次爆发，中美摩擦失控，全球经济复苏缓慢。

附表 1 基建相关数据监测

累计同比	9 月	10 月	11 月	12 月	1 月	2 月	3 月	4 月	5 月	6 月
钢筋产量	19.3	18.4	18.5	17.8	-	-2.2	-1.9	-1	1.3	2.3
水泥产量	6.9	5.8	6.1	6.1	-	-29.5	-23.9	-14.4	-8.2	-4.8
挖掘机产量	15.3	15.6	14.9	14.7	-	-35.7	-19.9	1.3	14.7	22.4

资料来源：Wind，湘财证券研究所

附表 2 克强指数

累计同比	9 月	10 月	11 月	12 月	1 月	2 月	3 月	4 月	5 月	6 月
工业用电量	2.8	2.8	2.9	2.9		-11.4	-8.7	-6.1	-3.9	-2.4
铁路货运量	6.1	6.4	6.7	7.2	-1.2	2.1	1.8	0.7	0.8	1.9
贷款余额	12.5	12.4	12.4	12.3	12.1	12.1	12.7	13.1	13.2	13.2

资料来源：Wind，湘财证券研究所

附表 3 主要宏观经济数据一览

	累计同比、累计值	9 月	10 月	11 月	12 月	1 月	2 月	3 月	4 月	5 月	6 月
工 业	工业增加值	5.6	5.6	5.6	5.7	-4.3	-13.5	-8.4	-4.9	-2.8	-1.3
	工业企业利润	-2.1	-2.9	-2.1	-3.3	-	-38.3	-36.7	-27.4	-19.3	-12.8
	制造业 PMI	49.8	49.3	50.2	50.2	50	35.7	52	50.8	50.6	50.9
投 资	固定资产投资	5.4	5.2	5.2	5.4	-	-24.5	-16.1	-10.3	-6.3	-3.1
	制造业投资	2.5	2.6	2.5	3.1	-	-31.5	-25.2	-18.8	-14.8	-11.7
	基建投资	3.4	3.3	3.5	3.3	-	-26.9	-16.4	-8.8	-3.3	-0.07
	房地产开发投资	10.5	10.3	10.2	9.9	-	-16.3	-7.7	-3.3	-0.3	1.9
	民间投资	4.7	4.4	4.5	4.7	-	-26.4	-18.8	-13.3	-9.6	-7.3
消 费	社会消费品零售总额	8.2	8.1	8.0	8.0		-20.5	-19.0	-16.2	-13.5	-11.4
	实物网上零售额	20.5	19.8	19.7	19.5		3	5.9	8.6	11.5	14.3
	乘用车销量	-11.6	-11.0	-10.5	-9.6	-20.6	-43.6	-45.4	-35.2	-27.4	-22.4
出 口	出口	-0.03	-0.1	-0.2	0.5		-17.1	-13.3	-9.0	-7.7	-6.2
	进口	-4.7	-4.9	-4.3	-2.7		-3.9	-2.9	-6.0	-8.2	-6.4
	贸易差额（亿美元）	2945	3368	3740	4213		-69	129	582	1213	1678
通 胀	CPI	2.5	2.6	2.8	2.9	5.4	5.3	4.9	4.5	4.1	3.8
	PPI	0	-0.2	-0.3	-0.3	0.1	-0.2	-0.6	-1.2	-1.7	-1.9

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_2664

