



积极管理风险应对市场挑战

食品通胀叠加全球制造业收缩，系统风险大

报告日期：2019年09月15日

胡研宏 英大证券 宏观研究员

执业证书编号：S0990113110017

联系电话：188 2526 9825（微信同）

联系邮件：huyanhongydsc@foxmail.com

[宋]宋太宗《缘识》：“方便门，群生用，除他烦恼知识重。”

报告观点：

1. 全球制造业收缩压制国际贸易和经济活度，增加全球性系统性风险。
2. 食品价格通胀与工业品通缩可能长期存在。
3. 制造业、非制造业就业分项持续萎缩，抑制总需求。
4. 从系统风险角度来看，耐用品消费持续萎缩，建材价格下跌，工业生产下滑还会对企业和居民的生产和生活持续施加负面影响。
5. 维持 2018 年 11 月报告工业通缩观点。
6. 本期报告有效期：3 个月。

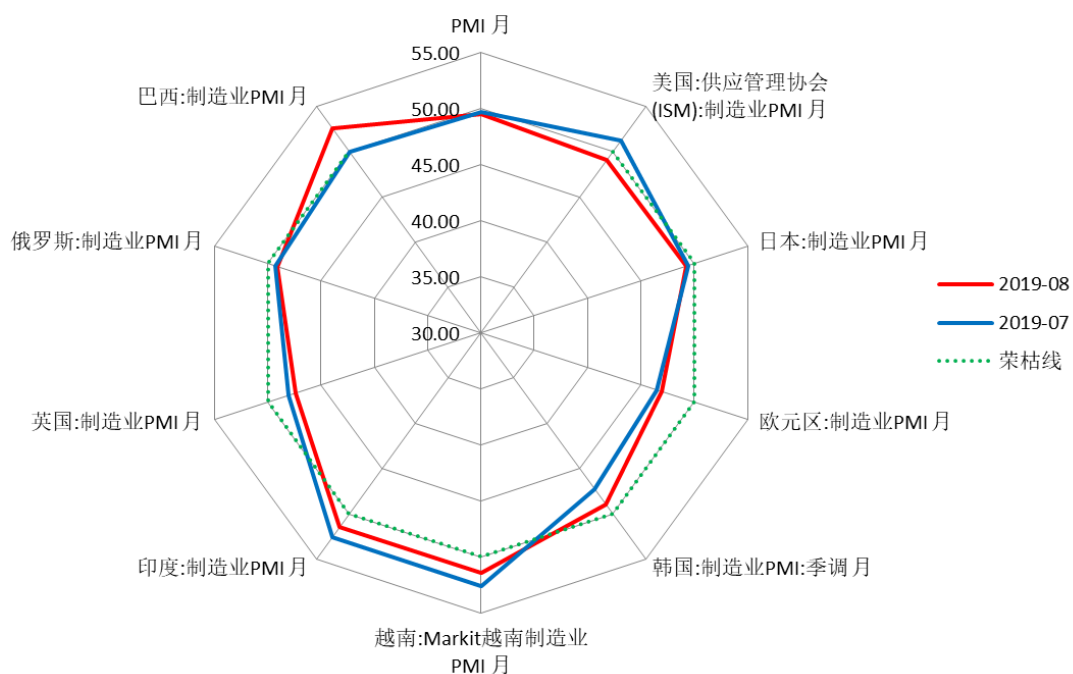


一、全球制造业雷达图进一步收缩

我们提醒投资者关注全球经济下滑的风险，考虑到原油供应的巨大波动(9月14日，全球最大石油企业沙特阿美两处石油设施受到无人机攻击后起火。同日，美国国务卿蓬佩奥表示，伊朗应对无人机袭击沙特东部石油资源丰富的地区的重要设施负责。据了解，此次袭击迫使沙特阿拉伯在周六削减了一半的石油生产，这意味着将影响近500万桶原油产量，约占世界每日石油产量的5%。蓬佩奥称，这是对世界能源供应前所未有的攻击。(央视新闻)，未来如果油价会持续上涨，那么国债和黄金的配置优势将大幅下降(目前我们建议建议观望)，滞胀的压力进一步加大，威胁经济稳定的前景。我们在之前的几个月报告中持续提请投资者关注全球PMI数据的收缩的风险，这意味着全球总需求的下滑。从现在来看，这个风险在进一步强化，且未来不乐观。8月份全球PMI雷达图收缩，巴西、越南、印度扩张区间，更多的国家处于萎缩区间：中国、美国、日本、欧元区、韩国、英国、俄罗斯位于荣枯线以下，保持衰退特征。

指标名称	中国 PMI	美国：供应管理协会 (ISM)：制造业 PMI	日本：制造业 PMI	欧元区：制造业 PMI	韩国：制造业 PMI：季调	越南：Markit 越南制造业 PMI	印度：制造业 PMI	英国：制造业 PMI	俄罗斯：制造业 PMI	巴西：制造业 PMI
2019-08	49.50	49.10	49.30	47.00	49.00	51.40	51.40	47.40	49.10	52.50
2019-07	49.70	51.20	49.40	46.50	47.30	52.60	52.50	48.00	49.30	49.90

数据来源：国家统计局，英大证券研究所整理



数据来源: 国家统计局, 英大证券研究所整理

全球经济的情况变化可以从 PMI 的表格变迁也更清晰, 从大面积的扩张转化为大面积的收缩。这就是当前, 我们面临的全球经济背景, 总需求的萎缩是必然存在且长期存在的, 这一个风险需要我们谨慎对待。



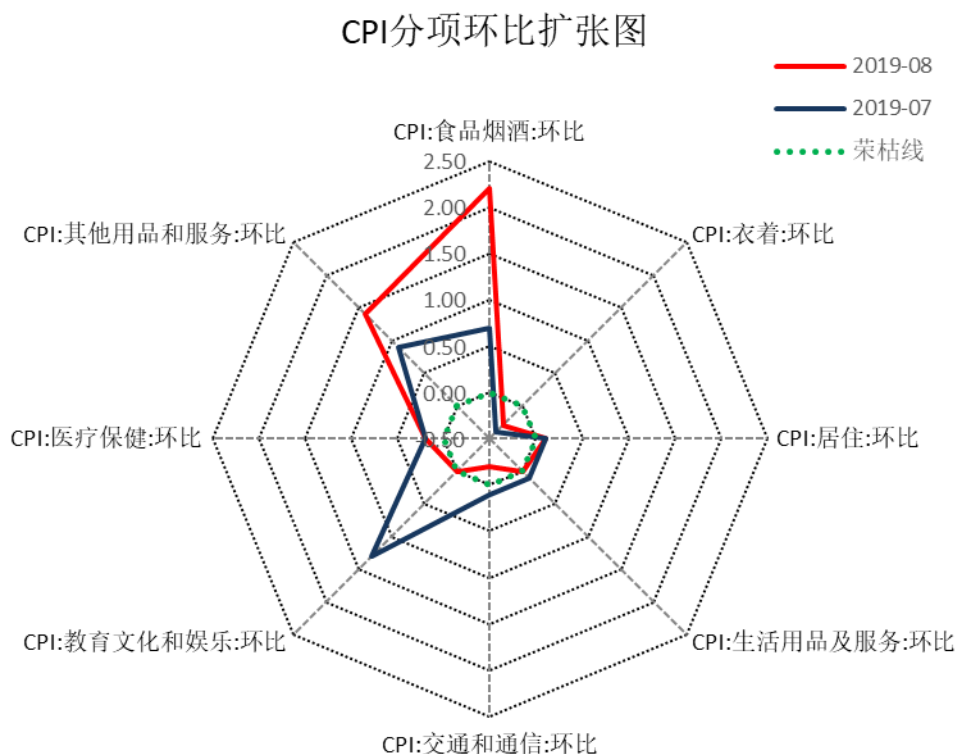
	PMI	美国:供应管理协会(ISM):制造业PMI	日本:制造业PMI	欧元区:制造业PMI	韩国:制造业PMI:季调	越南:Markit越南制造业PMI	印度:制造业PMI	英国:制造业PMI	俄罗斯:制造业PMI	巴西:制造业PMI
2019-08	49.50	49.10	49.30	47.00	49.00	51.40	51.40	47.40	49.10	52.50
2019-07	49.70	51.20	49.40	46.50	47.30	52.60	52.50	48.00	49.30	49.90
2019-06	49.40	51.70	49.30	47.60	47.50	52.50	52.10	48.00	48.60	51.00
2019-05	49.40	52.10	49.80	47.70	48.40	52.00	52.70	49.40	49.80	50.20
2019-04	50.10	52.80	50.20	47.90	50.20	52.50	51.80	53.10	51.80	51.50
2019-03	50.50	55.30	49.20	47.50	48.80	51.90	52.60	55.10	52.80	52.80
2019-02	49.20	54.20	48.90	49.30	47.20	51.20	54.30	52.10	50.10	53.40
2019-01	49.50	56.60	50.30	50.50	48.30	51.90	53.90	52.60	50.90	52.70
2018-12	49.40	54.30	52.60	51.40	49.80	53.80	53.20	54.20	51.70	52.60
2018-11	50.00	59.30	52.20	51.80	48.60	56.50	54.00	53.60	52.60	52.70
2018-10	50.20	57.70	52.90	52.00	51.00	53.90	53.10	51.10	51.30	51.10
2018-09	50.80	59.80	52.50	53.20	51.30	51.50	52.20	53.60	50.00	50.90
2018-08	51.30	61.30	52.50	54.60	49.90	53.70	51.70	52.80	48.90	51.10
2018-07	51.20	58.10	52.30	55.10	48.30	54.90	52.30	53.80	48.10	50.50
2018-06	51.50	60.20	53.00	54.90	49.80	55.70	53.10	54.40	49.50	49.80
2018-05	51.90	58.70	52.80	55.50	48.90	53.90	51.20	54.30	49.80	50.70
2018-04	51.40	57.30	53.80	56.20	48.40	52.70	51.60	53.90	51.30	52.30
2018-03	51.50	59.30	53.10	56.60	49.10	51.60	51.00	54.90	50.60	53.40
2018-02	50.30	60.80	54.10	58.60	50.30	53.50	52.10	55.20	50.20	53.20
2018-01	51.30	59.10	54.80	59.60	50.70	53.40	52.40	55.30	52.10	51.20
2017-12	51.60	59.30	54.00	60.60	49.90	52.50	54.70	56.20	52.00	52.40
2017-11	51.80	58.20	53.60	60.10	51.20	51.40	52.60	58.20	51.50	53.50
2017-10	51.60	58.70	52.80	58.50	50.20	51.60	50.30	56.30	51.10	51.20
2017-09	52.40	60.80	52.90	58.10	50.60	53.30	51.20	56.00	51.90	50.90

数据来源: 国家统计局, 英大证券研究所整理

二、食品通胀显著，非食品类继续疲软

2019年8月份，全国居民消费价格同比上涨2.8%。其中，城市上涨2.8%，农村上涨3.1%；食品价格上涨10.0%，非食品价格上涨1.1%；消费品价格上涨3.6%，服务价格上涨1.6%。1--8月平均，全国居民消费价格比去年同期上涨2.4%。8月份，全国居民消费价格环比上涨0.7%。其中，城市上涨0.6%，农村上涨1.0%；食品价格上涨3.2%，非食品价格上涨0.1%；消费品价格上涨1.1%，服务价格上涨0.2%。

2.1. CPI 环比雷达图扩张



数据来源：国家统计局，英大证券研究所整理

(1) 8月份，食品烟酒价格环比上涨2.2%，影响CPI上涨约0.67个百分点。其中，畜肉类价格上涨15.0%，影响CPI上涨约0.71个百分点（猪肉价格上涨23.1%，影响CPI上涨约0.62个百分点）；鸡蛋价格上涨5.9%，影响CPI上涨约0.03个百分点；禽肉类价格上涨3.0%，影响CPI上涨约0.04个百分点；鲜菜价格上涨2.8%，影响CPI上涨约0.07个百分点；水产品价格上涨0.9%，影响CPI上涨约0.02个百分点；鲜果价格下降10.1%，影响CPI下降约0.22个百分点。

(2) 其他七大类价格环比三涨两降两平。其中，其他用品和服务、医疗保健和居住价格分别上涨1.4%、0.2%和0.1%；衣着、交通和通信价格分别下降0.3%和0.2%；生活用品及服务、教育文化和娱乐价格均持平。

2.2 猪肉价格会继续上升，饲料价格上涨未来会出现



非洲猪瘟从 2018 年爆发，到现在对猪肉供应的影响已经十分显著，8 月份生猪存栏同比减少近 39%，能繁母猪存栏同比减少 37.4%。据农业农村部信息中心和山东卓创资讯股份有限公司联合监测，2019 年 8 月，16 省（市）瘦肉型白条猪肉出厂价格总指数月平均值每公斤 30.88 元，环比涨 23.6%，同比涨 65.7%。前期非洲猪瘟影响导致的供需偏紧格局凸显，8 月猪肉价格大幅持续上涨。生猪存栏量继续下滑，加之天气炎热，生猪增重速度减慢，整体供应局势出现紧张，支撑猪肉价格大幅上涨。

2019 年 8 月份生猪存栏信息

月份	生猪存栏	能繁母猪存栏
比上月增减	-9.8%	-9.1%
比去年同期增减	-38.7%	-37.4%

来源：农业农村部畜牧兽医局

猪肉价格的上涨，养猪的利润自然持续改善。即便考虑到瘟猪的可能性，涨价持续进行将覆盖成本上升且利润空间持续扩大。未来养猪产业的扩张冲动会持续出现。出于国家食品保障的安全要求，各地方政府补贴支持，菜篮子工程稳定需要，以及巨大的养猪利润空间，国内养猪规模仍会迎难而上（非洲猪瘟风险）而上。结合猪的生产周期来讲，**乐观估计，猪存栏改善也要在半年，乃至 1 年后才会有所好转。**

全国 500 个农村集贸市场仔猪平均价格

日期	仔猪价格 单位：元/公斤
9 月 4 日	52.93
比 8 月 28 日涨跌	5.7%
比去年同期涨跌	105.6%

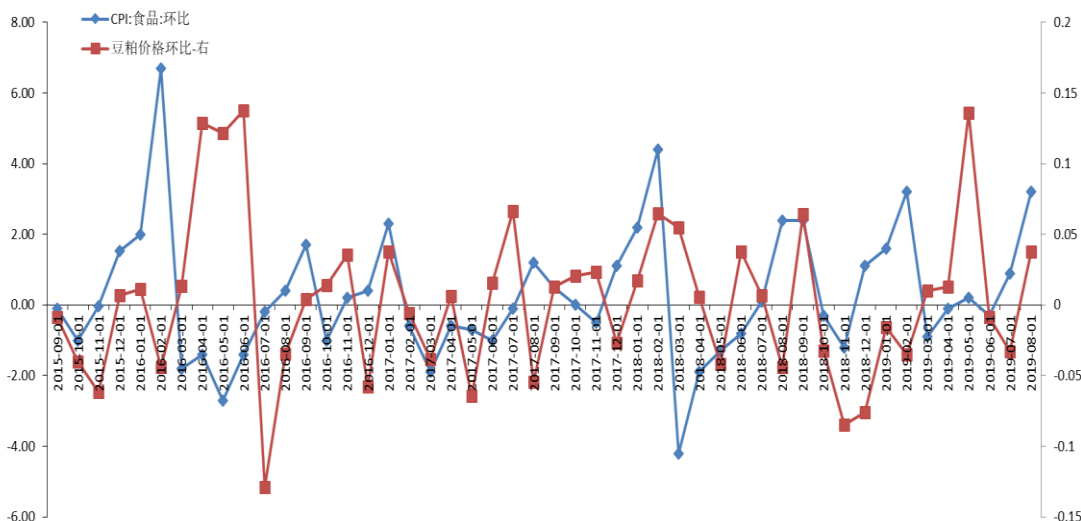
来源：农业农村部畜牧兽医局

过去的的数据里，豆粕环比价格对食品 CPI 环比走势的很好指引。从目前来看，

这个相关性关系仍然十分紧密。理论上，生猪存栏下降，猪饲料消耗会继续下降，饲料价格下跌，这是很简单的逻辑，而生猪存栏上升，猪饲料消耗上升，而进一步的猪饲料价格会上涨。现在的情形就很有意思了：

生猪存栏下降，猪饲料价格环比与CPI食品环比同步，更进一步的说，猪饲料价格和猪肉价格环比是同步的。

这意味着猪饲料的需求没有因为生猪存栏下降而下降，这可能意味着少量的猪在使用更多的饲料。说明养猪场延长了生猪出栏的时间，也就是多喂养这么一段时间。具体这段时间怎么定夺，可能与猪肉价格的环比变化有密切关系。

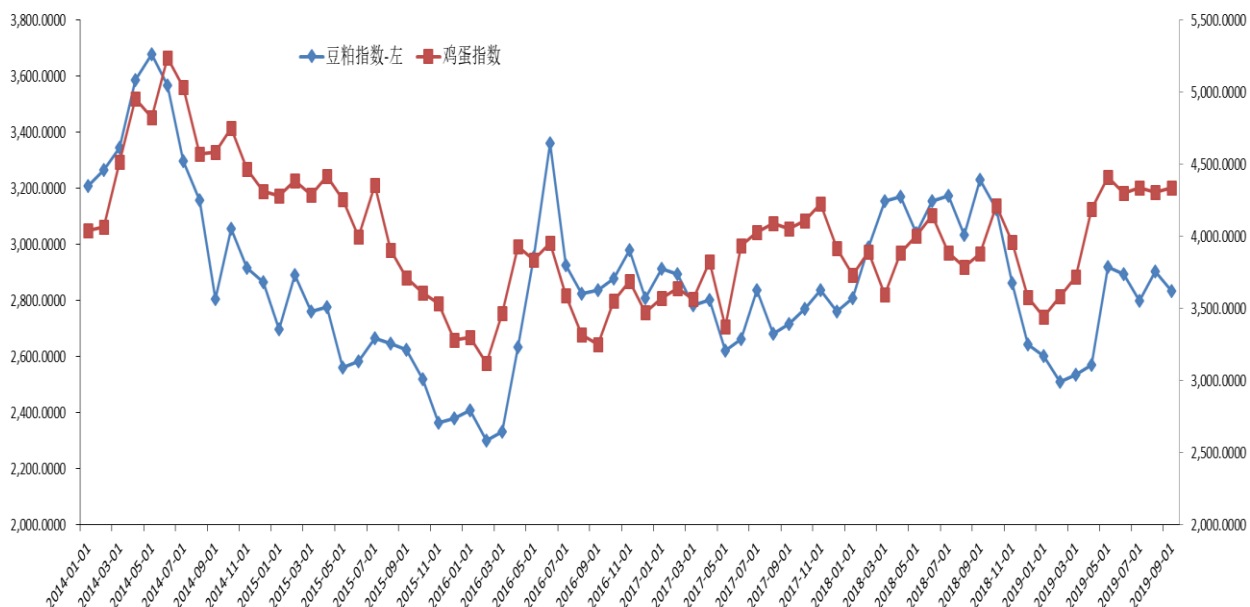


数据来源：英大证券研究所，WIND

从养猪场角度来讲，在生猪不染病的前提下，如果多喂养一段时间的饲料成本低于猪肉价格上升带来的利润增加，那么延长生猪饲养就是有利可图的。从这个意义上推断，目前的生猪存栏下降可能要相比历史上其他时期的情形是低估的。当然，价格机制来影响市场供需是十分有效的，这有利于消费者调节肉类需求的食用周期和食用量。考虑到当前，国家储备的冻猪肉量有限，未来巨大的猪肉需求缺口，我们对未来猪肉价格还是强烈看涨的。

生猪存栏时间增加，导致饲料需求增加，同时未来养猪需求扩张，饲料价格有望进一步企稳。就目前来看，居民对动物蛋白需求是相对稳定的。尽管猪肉和鸡肉之间的替代关系并不显著，但人们还是对二者的消费有一定的替代性消费行

为发生。鸡肉的价格今年也持续上升，鸡蛋就更不用说了，上升趋势也十分明显。



数据来源：英大证券研究所，WIND

我们在前面的分析认为，生猪存栏时间变长可能增加猪饲料的消耗。当然还提到猪肉消费的转移替代，导致鸡肉，牛肉，羊肉的消费增加。当然这其中牛肉和羊肉的消费增加可能没那么显著。鸡肉属于家常消费的动物蛋白补充来源，因而鸡肉的消费在未来一段时间应该有更为清晰和显著的表现。当我们看到鸡蛋和豆粕价格走势关系的时候，我们会有进一步的认识，也就是猪肉的涨价溢出效应在大大增加。未来一段时间，鸡肉的价格是否绝对增加很难说，因为鸡肉的生产周期要短的多，但有一点是肯定的，猪肉的高价格就会导致鸡肉的供应维持一个相对充分的状态。这必然导致饲料价格的稳定。进一步的，价格下跌空间比较小。

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_10064

