

猪周期推升通胀，但无需过度担忧

摘要

8 月数据显示受猪肉价格上涨影响，通胀超出市场预期。而我们之前在报告中提示过 8 月通胀超预期的风险，最终通胀水平略低于我们预期。从趋势上看，猪肉价格在未来一段时期将继续上涨，推升通胀压力，CPI 年内破 3% 也将是大概率事件。但无需对此过度担忧。

本轮猪肉价格上涨推动的通胀事实是供给收缩所致，面对这种供给收缩带来的通胀，货币政策无需也不大会去作反应，因为货币政策功能为调整需求。在经济下行压力之下，我们认为，货币政策将更多的经济目标为主，因而继续保持宽松。货币政策基调不变，通胀上升对利率影响就有限，经验数据显示，猪肉价格上涨并不一定对应着债券价格下跌，15 年 3 季度猪肉价格上涨事实上对应利率下行。因而本轮通胀回升不会改变债券利率总体下行格局。

风险提示：猪肉价格超预期。

西南证券研究发展中心

分析师：杨业伟
执业证号：S1250517050001
电话：010-57631229
邮箱：yyw@swsc.com.cn

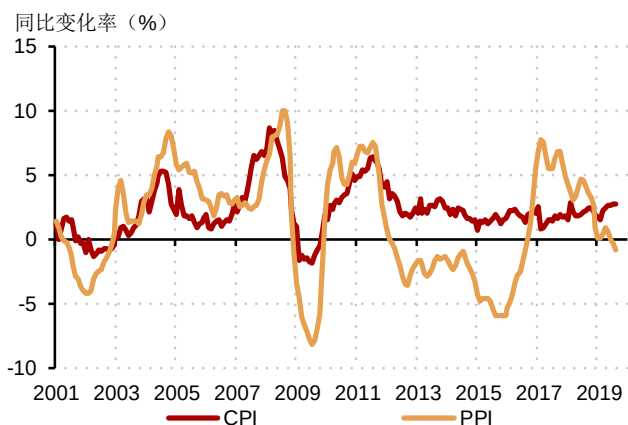
分析师：张伟
执业证号：S1250519060003
电话：010-57758579
邮箱：zhwhg@swsc.com.cn

相关研究

1. 贸易战影响渐显叠加全球经济走弱，外需继续走弱 (2019-09-08)
2. 降准后资金将继续在金融市场淤积 (2019-09-08)
3. 供需双缩，经济放缓压力上升 (2019-09-01)
4. 8 月 CPI 同比能否到“3”——基于商务部和农业部数据的不同预测结果 (2019-08-30)
5. 政策继续囿于结构，信用收缩经济逐步放缓——月度经济预测 (2019-08-30)
6. 猪又飞了，这次影响如何？ (2019-08-28)
7. 短期扰动消退后企业盈利将保持弱势 (2019-08-27)
8. 猪肉价格大幅上行，中美贸易冲突再度加剧 (2019-08-25)
9. 新一轮贸易战加了哪些关税？有什么影响？ (2019-08-25)
10. 如何拯救全球低通胀——全球央行追踪第 12 期 (2019-08-25)

通胀回升幅度超出市场预期，但略低于我们预期。今日统计局公布数据显示通胀压力上升。在高基数的情况下，8月CPI同比增速继续保持平稳，录得2.8%的同比增速，高于市场的预期，而略低于我们的预期（图1、表1）。我们在之前的报告¹中，我们阐述了8月CPI可能超预期原因，主要是猪肉价格的大幅飙升。而核心通胀继续疲弱，8月同比增速较7月再度回落0.1个百分点至1.5%（图2），显示价格上涨并非普遍性的。而工业品继续通缩，8月PPI同比下跌0.8%，跌幅较上月扩大0.5个百分点，工业品通缩压力继续上升。

图1：CPI同比增速高位持平，PPI跌幅进一步加深



数据来源：wind、西南证券整理

图2：核心通胀继续走弱



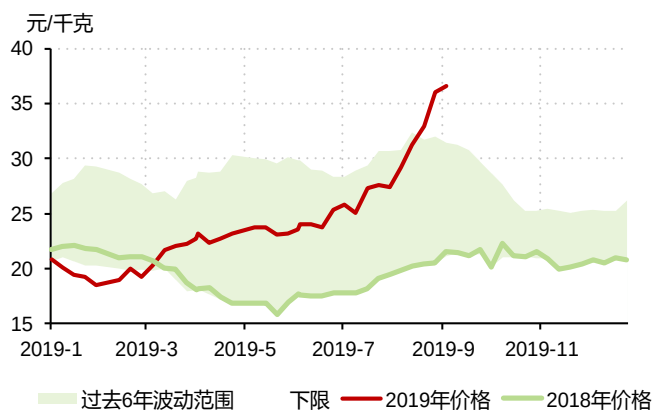
数据来源：wind、西南证券整理

猪周期推升通胀，通胀压力将继续上升。8月以来，猪肉价格在过去1年多连续上涨基础上再度起飞，22省市猪肉价格从8月2日的27.4元/公斤快速上涨至9月6日的36.6元/公斤，在一个月时间内大幅上涨25%以上。猪肉价格绝对水平也创下2006年有数据以来的历史新高。这轮猪肉价格上涨主要原因是由于非洲猪瘟以及环保强化等因素导致的供给剧烈收缩，生猪存量和能繁母猪年初以来均大幅减少近1/3，生猪出栏和存栏比例已经大幅偏离趋势水平，显示供给非常偏紧。而根据此比例对猪价的领先关系，猪肉在未来半年内将继续攀升，22省市猪价将可能在年底攀升至40元/公斤，在现在的基础上再上升25%左右。如果补栏继续滞后，明年猪价存在继续上涨的可能。因此，猪价上涨压力不可谓不大。

猪肉价格上涨将推升通胀压力，CPI大概率在今年4季度破3%，年末可能达到3.3%左右。根据22省市猪肉价格同比增速与CPI中猪肉分项增速的关系，可以预测CPI中猪肉分项同比增速将持续回升，预计将从今年7月46.7%左右的水平攀升至年末的69.4%。相应的将对CPI产生明显推升作用。我们用定基指数法，结合猪肉在CPI中的权重，来估算对CPI同比增速的推动作用。并假定非猪肉CPI环比增速与过去8年的季节性均值相同，以此来预测未来几个月CPI。结果显示，CPI将在4季度破3%。年末将达到3.3%左右。通胀压力上升，但未出现失控情况。明年猪肉价格是否会大幅攀升，继续推高CPI，取决于下半年生猪补库速度如何。

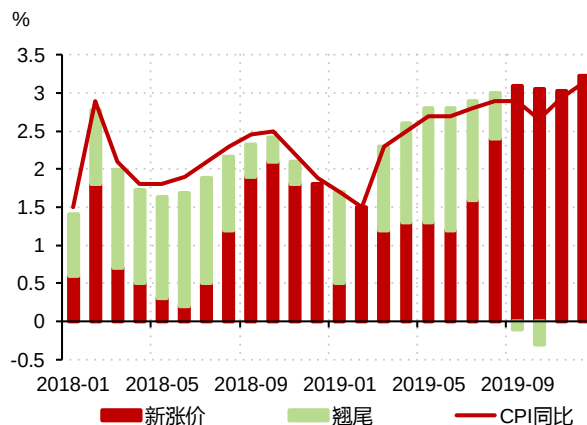
¹ 《8月CPI同比能否到“3”》2019年8月30日

图 3：猪肉价格近期大幅飙升



数据来源：wind、西南证券整理

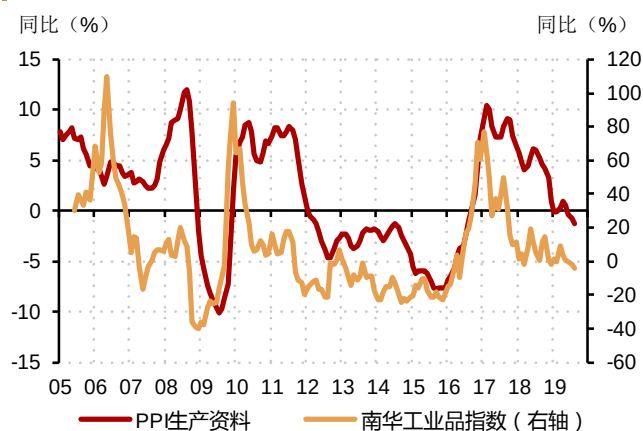
图 4：CPI 同比增速预测



数据来源：wind、西南证券整理

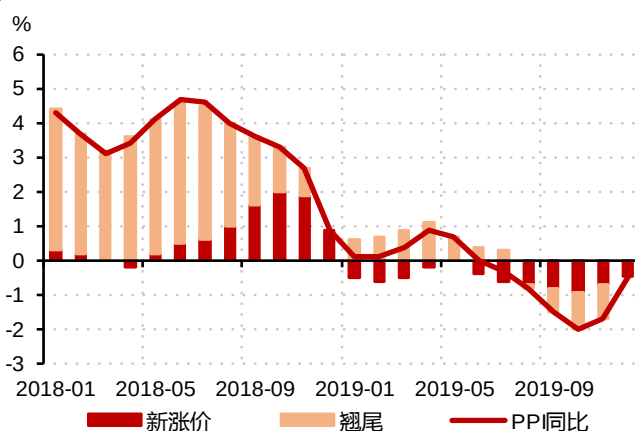
工业品价格持续通缩，通缩压力或进一步加剧。8月PPI环比下跌0.1，叠加高基数因素，PPI同比跌幅较上月进一步扩大。而未来两个月PPI高基数因素会持续，需求较供给更快速度下行环境下，PPI环比将继续下跌，因而PPI同比的跌幅会持续扩大，预计最高在今年10月、11月会接近-2.0%水平。而分产品来看，本月化工品体现出较大的通缩压力，化纤环比下跌2.3%。未来几个月通缩压力会进一步上升。

图 5：工业品价格持续下跌，PPI 落入通缩



数据来源：wind、西南证券整理

图 6：3 季度 PPI 环比可能落入负增长区间



数据来源：wind、西南证券整理

猪周期推升通胀，但无需过度担忧。虽然猪肉价格在未来一段时期将继续上涨，推升通胀压力，CPI年内破3%也将是大概率事件。但无需对此过度担忧。本轮猪肉价格上涨推动的通胀事实是供给收缩所致，面对这种供给收缩带来的通胀，货币政策无需也不大会去作反应，因为货币政策功能为调整需求。在经济下行压力之下，我们认为，货币政策将更多的经济目标为主，因而继续保持宽松。货币政策基调不变，通胀上升对利率影响就有限，经验数据显示，猪肉价格上涨并不一定对应着债券价格下跌，15年3季度猪肉价格上涨事实上对应利率下行。因而本轮通胀回升不会改变债券利率总体下行格局。

当前债市向好格局主要由流动性“堰塞湖”决定，利率债趋势配置价值不改。结构性政策下，资金将继续淤积在银行间市场，形成流动性“堰塞湖”，这是当前利率债走势最主要的决定因素。当前政策对实体经济主要融资部门融资管控将抑制实体经济融资需求，同时中

小银行资金来源受限将限制其资金投放能力，因而资金难以有效进入实体经济。而经济走弱环境下货币政策将继续宽松，因而资金将继续堆积在银行间市场，形成流动性“堰塞湖”。短端利率中枢水平有望持续保持低位。同时叠加基本面持续走弱，这将驱动利率水平下行，继续为利率债创造配置价值。

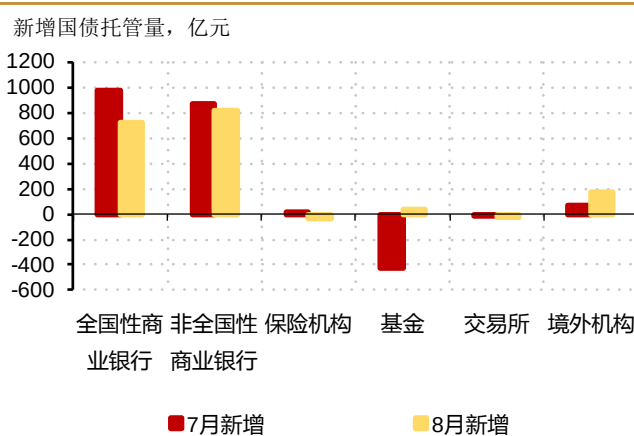
银行和外资是主要的配置力量，将推动长端利率继续下行。在结构性政策下，受资产荒影响，商业银行持续增配地方政府债在内的利率债。7月全国性商业银行增持国债近千亿，非全国性商业银行增持国债也有800亿以上。而外部利率大幅下降导致中外利差拉大，也进一步增加了外资增持国内利率债的意愿。短期通胀超预期可能带来利率债短期调整压力，但调整后随着配置资金持续增加，利率将再度进入下行通道。因而调整可能创造好的买入机会。我们继续维持中期10年期国债利率下降至2.6%-2.8%的判断不变，短期注意调整风险。

图7：经验数据显示猪价上涨不一定会推高利率



数据来源：wind、西南证券整理

图8：商业银行和外资持续增配利率债



数据来源：wind、西南证券整理

表1：我国宏观经济指标预测

		2018-7	2018-8	2018-9	2018-10	2018-11	2018-12	2019-1	2019-2	2019-3	2019-4	2019-5	2019-6	2019-7	2019-8	西南预测 2019-8F	市场预测 2019-8F
CPI	同比%	2.1	2.3	2.5	2.5	2.2	1.9	1.7	1.5	2.3	2.5	2.7	2.7	2.8	2.8	3.0	2.6
PPI	同比%	4.6	4.1	3.6	3.3	2.7	0.9	0.1	0.1	0.4	0.9	0.6	0.0	-0.3	-0.8	-0.9	-0.9
工业增加值真实增速	同比%	7.2	6.1	5.8	5.9	5.4	5.7	0.0		8.5	5.4	5.0	6.3	4.8		5.4	5.4
固定资产投资名义增速	同比%	5.5	5.3	5.4	5.7	5.9	5.9	0.0		6.3	6.1	5.6	5.8	5.7		5.5	5.6
消费品零售名义增速	同比%	8.8	9.0	9.2	8.6	8.1	8.2	0.0		8.7	7.2	8.6	9.8	7.6		8.2	7.8
新增人民币贷款	亿人民币	14500	12800	13800	6970	12500	10800	32300	8858	16900	10200	11800	16600	10600		10000	11583
M2增速	同比%	8.5	8.2	8.3	8.0	8.0	8.1	8.4	8.0	8.6	8.5	8.5	8.5	8.1		8.0	8.1
一年期定存	%	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50
出口名义增速(美元计价)	同比%	12.2	9.8	14.4	15.6	5.4	-4.4	9.1	-20.7	14.2	-2.7	1.1	-1.3	3.3	-1.0	4.0	2.0
进口名义增速(美元计价)	同比%	27.3	19.9	14.5	21.4	3.0	-7.6	-1.5	-5.2	-7.6	4.0	-8.5	-7.3	-5.3	-5.6	-8.0	-5.9
贸易顺差	亿美元	280.5	278.9	312.8	340.2	447.5	570.6	391.6	41.2	326.5	123.7	416.6	509.8	450.5	348.3	502.3	439.1
人民币兑美元汇率(月末值)	人民币/美元	6.82	6.82	6.88	6.96	6.94	6.87	6.70	6.69	6.72	6.74	6.90	6.87	6.89	7.15	7.15	6.99
存款准备金率	%	15.5	15.5	15.5	14.5	14.5	14.5	13.5	13.5	13.5	13.5	13.5	13.5	13.5	13.5	13.5	

资料来源：CEIC，Wind，西南证券

注：市场预测为Wind调查的市场预测均值，其中汇率为即期汇率，西南预测汇率为中间价

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报

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_10202

