

物价增速或现阶段性底部

—— 2月通胀点评兼论猪价反转的逻辑

宏观点评

潘向东（首席经济学家）证书编号：S0280517100001 刘娟秀（分析师）证书编号：S0280517070002

邢曙光（联系人）证书编号：S0280118060007 陈韵阳（联系人）证书编号：S0280118040020

● 物价增速或现阶段性底部

2019年2月CPI数据呈现“环比上升，同比下降”的特点，主要由于春节错位。受低基数与猪肉价格上涨影响，3月CPI同比增速或回升至2%左右。同时，近期核心CPI同比增速的走势显示通胀正在温和上升。

PPI环比降幅进一步收窄，同比增速持平于0.1%。从结构上来看，上游大部分行业仍处于价格通缩，但通缩幅度较1月收窄。由于春节错位影响，下游行业对PPI拉动率有所降低。目前来看，价格已经处于一个环比回升期，同时3-4月PPI翘尾因素在回升，这将给企业带来一定喘息空间，由于经过市场自发去产能与行政去产能，供给曲线变得陡峭，未来几个月稳增长力度足够大，可能就不会发生严重通缩，企业盈利也将在总量（盈利增速不会断崖式回落）和结构（上游行业对下游行业利润挤压程度降低）上取得平衡。

● 猪价反转的逻辑

生猪与猪肉价格之所以“旺季不旺，淡季不淡”，主要是节前养殖户集中出栏，导致市场供过于求，但由于猪瘟疫情与深度亏损的影响，养殖户补栏意愿不强，产能去化加速。近期猪价飙升，猪周期或已提前触底，由于产能去化程度与养殖户亏损幅度大于前两轮周期，因此这一轮周期猪价上涨幅度与持续时间可能强于前两轮。我们分两种情形进行猪价对CPI增速的压力测试。结果显示：基准与极端情形显示CPI同比增速在2019年四季度将快速上升，极端情形下，11月CPI同比增速接近3%，12月突破3%。

对于猪价反转对货币政策的影响，我们分两种情形讨论。

情形一：如果只有猪肉价格上涨较多，其它物价没有显著上涨。国家可能动用储备、增加进口等方式平抑价格，这种情况下，货币政策的重心是稳增长，猪周期引发通胀的本质是供给收缩，货币政策侧重需求管理，对供给曲线的调节作用较小，如果为了控制通胀而收紧货币政策使得需求曲线也左移，那与逆周期调节政策完全背离。从历史情况来看，前两轮猪周期启动均伴随着货币政策紧缩，但更多的是因为经济过热（2007年、2010年），例如2007年，除了猪肉价格上涨推动CPI增速以外，非食品价格也明显上涨，如果只有猪肉价格上涨，可能不会引起货币政策实质性改变。

情形二：猪肉是重要的蛋白质来源、原材料，猪价上涨叠加可能的油价、蔬菜价格上涨，以及猪肉供需缺口带来的其他肉类产品的替代效应很明显，或将导致通胀超预期。如果物价大范围快速上升，稳定通胀的重要性超过稳增长，这可能会掣肘货币政策。在经济周期向下的背景下，相对于加息、提升存款准备金率等指示意义较强的手段，央行更可能通过窗口指导等不明显的方式收紧货币政策。

● 风险提示：猪瘟超预期爆发；极端气候导致菜价大涨；地缘政治风险

相关报告

宏观报告：上游行业进入通缩——2019年1月通胀数据点评

2019-2-15

宏观报告：渐行渐近的通缩风险——2018年通胀数据点评

2019-1-10

目 录

1、 物价增速或现阶段性底部.....	3
2、 猪价反转的逻辑.....	3
2.1、 猪周期或已提前触底，猪价反转	3
2.2、 猪价反转对 CPI 的影响	6
2.3、 猪价反转对货币政策的影响	8

图表目录

图 1: CPI 食品项新涨价因素与 CPI 猪肉项新涨价因素走势一致 (%)	4
图 2: 养殖户亏损幅度大于上一轮周期 (元/头)	4
图 3: 母猪补栏快速放缓，母猪加速淘汰.....	5
图 4: 母猪补栏放缓，猪价回升 (元/千克)	5
图 5: 能繁母猪存栏环比降幅自 2018 年四季度以来不断扩大 (%)	5
图 6: 环比均值法得到不含猪肉的 CPI 同比增速 (%)	6
图 7: 生猪价格同比增速对猪肉价格同比增速的传导系数约为 0.8939	7
图 8: 生猪价格同比增速对 CPI 猪肉项同比增速的传导系数约为 0.55	7
图 9: 两种情形下 CPI 同比增速走势预测 (%)	7
图 10: 2018 年四季度油价基数偏低 (美元/桶)	8
图 11: 猪周期与货币政策收紧似乎存在相关性 (%)	8

1、 物价增速或现阶段性底部

2019年2月CPI数据呈现“环比上升，同比下降”的特点。2月CPI环比上涨1%，受节日效应和部分地区雨雪天气等综合影响，鲜菜、鲜果和水产品价格分别上涨15.7%、5.4%和4.0%，合计影响CPI上涨约0.58个百分点。但由于春节错位，CPI环比涨幅不及2018年同期的1.2%，春节效应对CPI环比增速的影响在于“节前上升，节后回落”，2019年春节在2月初，2018年春节在2月中，从而导致2019年2月CPI环比增速较2018年同期偏低。3月CPI同比增速或回升至2%左右。首先，由于节后CPI环比增速回落，2018年3月形成偏低的基数。其次，2018年3月猪肉价格环比增速从2%降至-8.4%，而2019年3月上旬（截至3月8日），22个省市猪肉价格环比增速从-3.83%上升至3.37%，猪肉分项对CPI贡献有望转正。

2019年1-2月核心CPI累计同比增长1.9%，增速较2018年12月（1.8%）小幅提升，从分项来看，主要是衣着、教育文化和娱乐、医疗保健等价格增速回升，核心CPI同比增速更能刻画通胀周期，近期核心CPI同比增速的走势显示通胀正在温和上升。

需要注意两点：一是春节前猪肉价格下跌，节后上涨，呈现“旺季不旺，淡季不淡”的特点；二是节后蔬菜价格下跌缓慢，连续三周（截至3月8日）跌幅在1%以内。2019年2月CPI同比增速1.5%，或是物价增速阶段性底部。

工业品价格方面，PPI环比降幅进一步收窄，同比增速持平于0.1%。从结构上来看，上游大部分行业仍处于价格通缩，但由于黑色系与原油价格上涨，上游通缩幅度较1月收窄。由于春节错位影响，下游行业对PPI拉动率有所降低，或于3月显著回升。目前来看，价格已经处于一个环比回升期，同时3-4月PPI翘尾因素在回升，这将给企业带来一定喘息空间，由于经过市场自发去产能与行政去产能，供给曲线变得陡峭，未来几个月稳增长力度足够大，可能就不会发生严重通缩，企业盈利也将在总量（盈利增速不会断崖式回落）和结构（上游行业对下游行业利润挤压程度降低）上取得平衡。

2、 猪价反转的逻辑

2.1、 猪周期或已提前触底，猪价反转

2015年以来的环保政策收紧加速了小散养殖户出清，但随着规模化养殖程度提升，母猪生产效率及出栏生猪体重提高，一定程度上对冲了供给收缩，从而导致传统的猪周期似乎失效。但根据美国生猪规模化养殖的经验，随着规模化程度提高，猪周期仍然存在，但是周期被拉长。

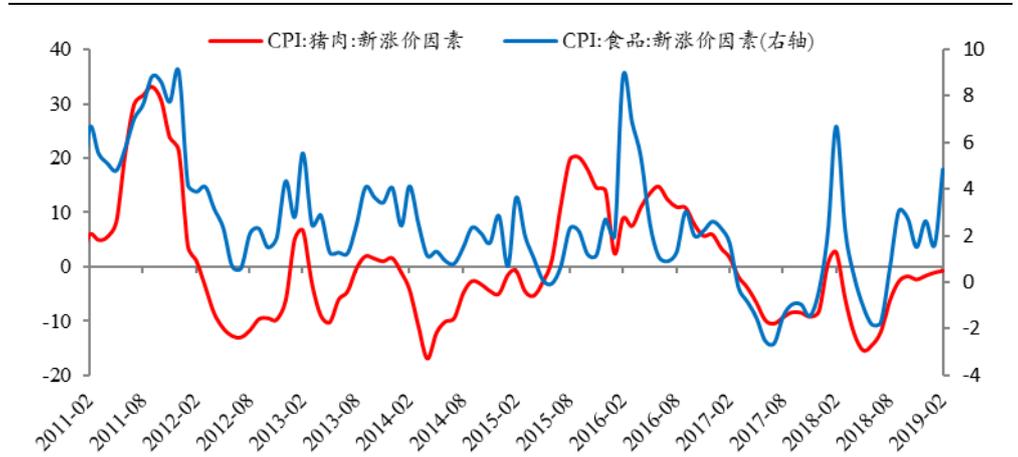
近期生猪与猪肉价格之所以“旺季不旺，淡季不淡”，追根溯源是猪瘟的影响。部分地区限运解除后，节前养殖户集中出栏，导致市场供过于求，但养殖户补栏意愿不强，产能去化加速，生猪供给从过剩到短缺，节后猪价触底反弹，截至3月8日，22省生猪均价上涨13.7%。猪周期或已提前触底，由于产能去化（环保、猪瘟、限运政策都会去产能，虽然规模化养殖对冲供给收缩）程度与养殖户亏损幅度大于前两轮周期，因此这一轮周期猪价上涨幅度与持续时间可能强于前两轮。

猪瘟疫情方面。自2018年8月以来，非洲猪瘟不断点状爆发，截至2019年3月1日，全国已经有28个省（自治区、直辖市）先后发生111起非洲猪瘟疫情。

由于我国小散养殖户较多、养殖方式落后、生物安全防护水平低、生猪生产和消费在区域上不均衡等原因，疫情防控的难度被加大，农业农村部在11月23日新闻发布会上表示根除这个疫情的国家，短的用了5年，长的甚至用了30多年。短期内猪瘟疫情难以根除，并且将来也不排除全面爆发的可能。猪瘟在短期影响猪肉消费需求，在长期影响养殖户的预期，尤其是抑制散户补栏意愿，散户将加速退出，因此猪瘟会加速行业产能出清，导致猪周期提前触底。

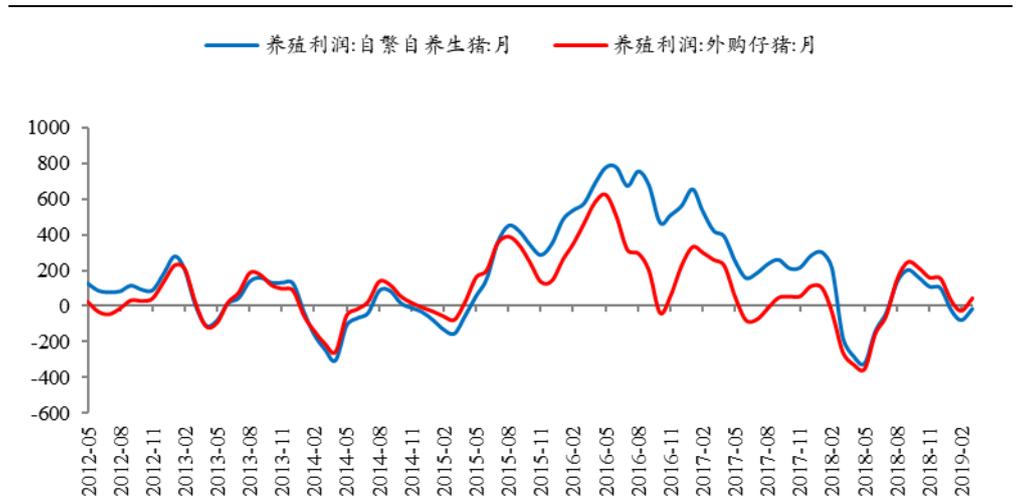
产能方面。生猪自繁自养与外购仔猪利润差额从2018年8月开始转负，意味着仔猪养殖行业开始亏损，产能开始出清，目前亏损8个月，从上一轮周期来看，仔猪亏损12个月，猪周期才真正启动。但本轮猪周期可能已经提前到来，且反弹力度可能更大：第一，从盈利来看，自繁自养和外购仔猪养殖自2018年3月开始亏损，亏损幅度大于上一轮周期，随着企业现金流的消耗，产能将加速去化；第二，“二元母猪价格/生猪价格”自2018年5月开始显著回落，从2018年8月开始低于历史均值，意味着母猪补栏快速放缓，母猪加速淘汰；第三，能繁母猪存栏环比降幅自2018年四季度以来不断扩大。

图1： CPI食品项新涨价因素与CPI猪肉项新涨价因素走势一致（%）



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图2： 养殖户亏损幅度大于上一轮周期（元/头）



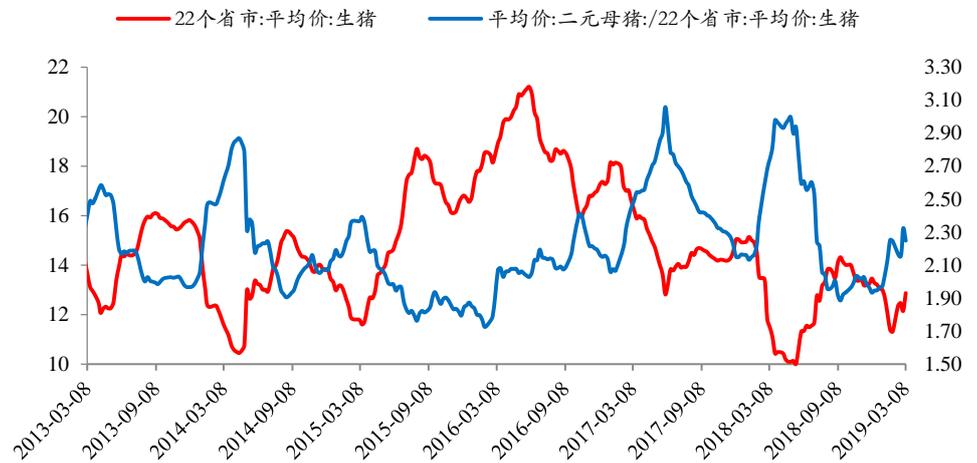
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图3： 母猪补栏快速放缓，母猪加速淘汰



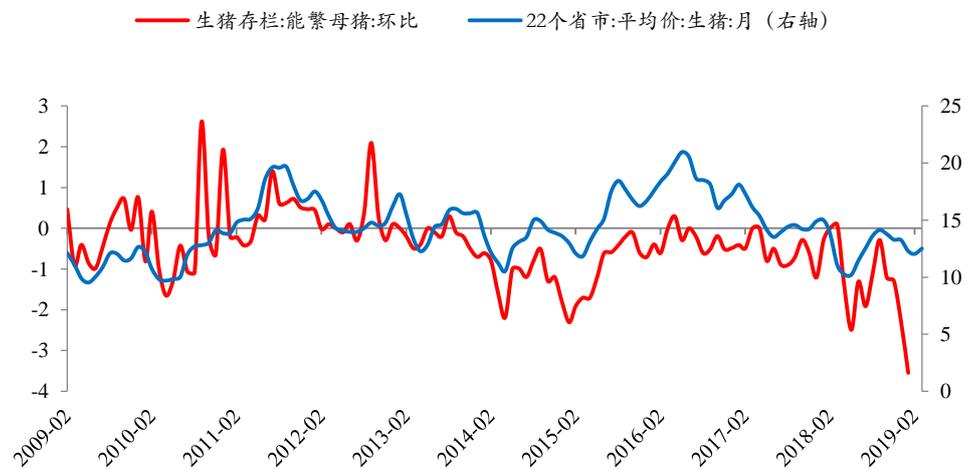
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图4： 母猪补栏放缓，猪价回升（元/千克）



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图5： 能繁母猪存栏环比降幅自 2018 年四季度以来不断扩大（%）



资料来源：Wind，新时代证券研究所

2.2、猪价反转对 CPI 的影响

为什么关注猪价？生猪价格同比增速和猪肉价格同比增速基本保持一致，前者对后者的传导系数约为 0.8939。虽然猪肉价格在 CPI 中所占权重不到 3%（我们估算为 2.8%），但由于其不仅具有季节性还具有周期性，猪肉价格波动率高，对 CPI 增速影响很大。从历史情况来看，CPI 食品项新涨价因素、猪肉价格同比增速、CPI 猪肉项新涨价因素走势一致，这种一致性主要由猪周期的特性所决定。

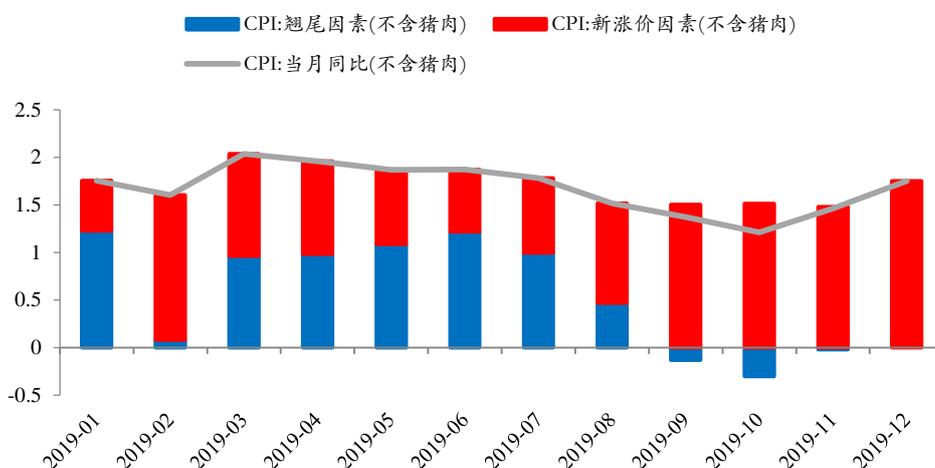
猪价对 CPI 增速的压力测试。我们做如下假设：第一，从上两轮周期来看，从猪价底部到年底，猪价（指标采用“22 个省市生猪均价”）涨幅分别为 43.6%、42.7%，由于此轮猪周期生猪价格上涨幅度大概率强于前两轮，因此我们将 60% 的涨幅作为本轮生猪价格上涨的基准情形，将 120% 的涨幅作为极端情形（对应前两轮猪周期从最低点到最高点的涨幅）；第二，假定年内猪价反转是线性的；第三，只考虑猪价对 CPI 影响，其它分项环比增速按季节性处理。

计算思路：我们计算剔除猪肉分项后的 CPI 翘尾与新涨价因素，得到剔除猪肉分项后的 CPI 同比增速，再根据猪价同比增速与“CPI 猪肉:同比”的关系得到猪肉价格对 CPI 拉动率，将两部分加总得到 CPI 同比增速。

参考结果：基准与极端情形显示 CPI 同比增速在 2019 年四季度将快速上升，极端情形下，11 月 CPI 同比增速接近 3%，12 月突破 3%。

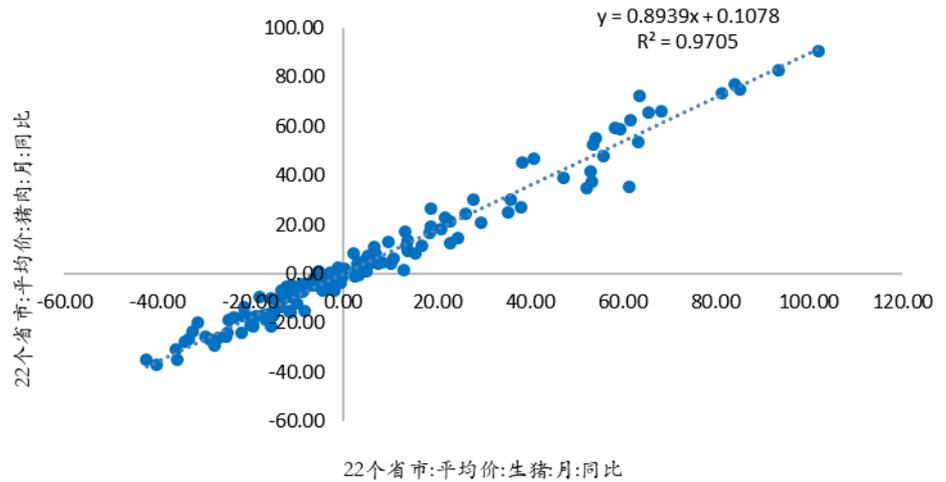
误差来源：其一，由于四舍五入的影响，通过环比来计算翘尾和新涨价因素会存在误差。其二，统计局并未公布 2018-2019 年猪肉的权重的准确值，通过统计局新闻稿来估算猪肉的权重会存在误差。其三，本计算只考虑了猪肉价格变化，其他分项按季节性处理，实际上，蔬菜价格会受到极端气候因素影响，原油价格受到地缘政治因素影响，这些因素自身存在不确定性，难以准确计量。例如，由于 2018 年四季度油价暴跌，形成一个极低的基数，若 2019 年四季度油价暴涨，同比增速将显著抬升，则会推动 CPI 同比增速突破 3%。如果发生像 2018 年夏季一样的极端气候，也会导致 CPI 同比增速显著上升。同时，生猪产能急剧下降，供需缺口不是进口所能替代的，如果发生明显的其它禽肉类替代现象，则会导致 CPI 禽肉类价格快速上涨。如果这些因素共振，则会打破温和通胀格局，通胀压力阶段性上升。

图6： 环比均值法得到不含猪肉的 CPI 同比增速 (%)



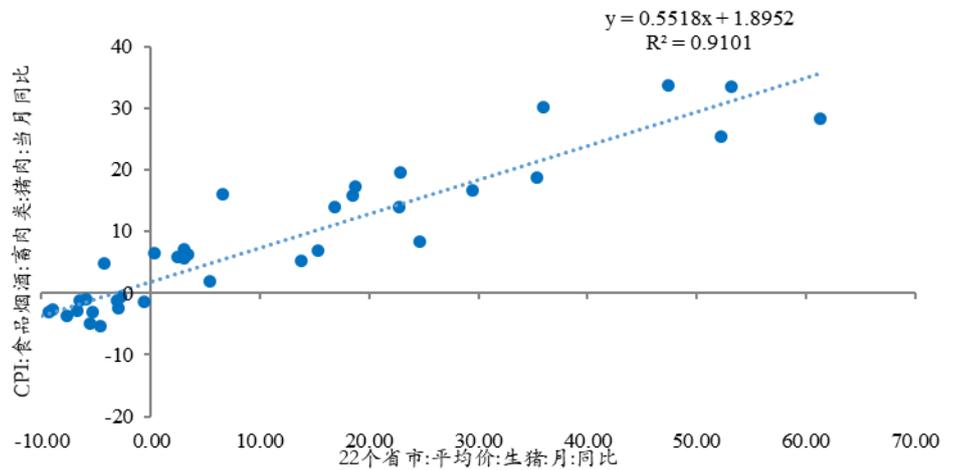
资料来源：Wind，新时代证券研究所；注：环比均值取自 2014-2018 年

图7： 生猪价格同比增速对猪肉价格同比增速的传导系数约为 0.8939



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图8： 生猪价格同比增速对 CPI 猪肉项同比增速的传导系数约为 0.55



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图9： 两种情形下 CPI 同比增速走势预测 (%)

— CPI 同比(基准) — CPI 同比(极端)

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_13739



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>