

# 猪肉难以驱动大幅通胀, 货币政策也不会对之反应

## 摘要

2月通胀数据弱平稳。但由于前期非洲猪瘟与供给收缩影响,对猪周期再度来临的担忧加剧,这种情绪在股票市场体现非常明显,相应公司股价隐含着非常高的猪价上涨预期。但一方面,在宏观经济面偏弱环境下,历史上没有发生过猪价大幅推升通胀的情况,当前缺乏需求面支撑情况下,我们预计猪肉价格不会将CPI同比增速推高至3%以上。另一方面,央行无需也不会对单一商品价格上涨作反应。在15年3季度猪周期来临时,央行就在当年2季度货币政策执行报告中明确表示不会对单一商品价格上涨作反应。因而我们认为这次央行货币政策也不会因为猪价上涨而调整。相应的,猪肉价格上涨对债市冲击也较为有限。

风险提示:猪肉价格超预期运行。

## 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

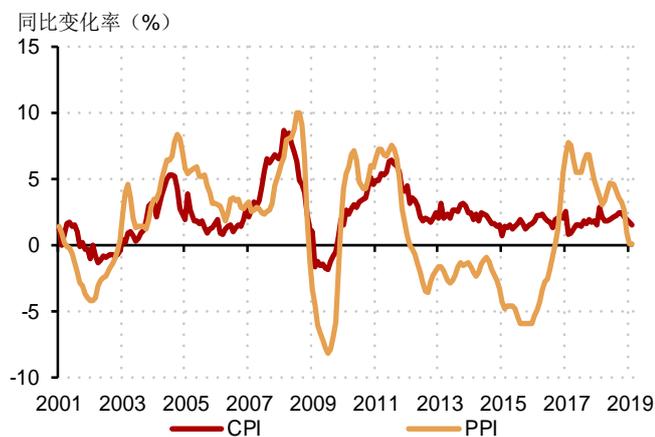
## 前期报告

1. 风物长宜放眼量——如何看待融资数据 (2019-03-11)
2. 实体弱势环境下融资改善是趋势 (2019-03-10)
3. 关于当前财政状况的几个重要问题 (2019-03-09)
4. 出口继续走弱,内需呈现改善迹象 (2019-03-09)
5. 咬文嚼字看政策:更为务实的坚持发展——评2019年政府工作报告 (2019-03-05)
6. 可转债的溢价率择券策略 (2019-03-05)
7. 新趋势下的大类资产配置 (2019-03-04)
8. A股走势反映了怎样的宏观预期?——兼论A股未来走势 (2019-03-04)
9. 基本面存在企稳迹象,后续需要继续观察 (2019-03-03)
10. 内需驱动需求改善,未来无需过度悲观 (2019-02-28)

## 1 通胀弱平稳，但高于我们的预期

**通胀弱平稳，但高于我们与市场的预期。**2月CPI同比增长1.5%，增速较上月回落0.2个百分点，继续保持弱平稳态势，但通胀高于我们与市场的预期（图1、表1）。今年春节效应对CPI影响有限。我们对通胀预期偏低主要由于高频数据显示食品价格持续疲弱，商务部食用农产品价格指数持续走低，虽然春节期间该数据缺失两周，但是从前后的指数和环比增速来看，继续保持着弱势，较去年同期显著下降。但CPI中食品分项在今年2月环比上涨3.2%，较去年同期4.4%的涨幅近收窄1.2个百分点。统计局CPI与商务部农用产品价格指数的偏差可能与抽样时点有关，统计局CPI为时点性抽样方法，对一般性商品（服务）每月调查两次价格，对于与居民生活密切相关，价格变化较为频繁的商品，每5天调查一次价格，对于价格相对稳定的商品和服务，每月调查一次价格。如果这种调查时点落在春节期间价格高涨阶段，就会导致当月CPI统计数据较高，和高频数据显示结果出现偏差。

图1：CPI小幅下降，PPI同比企稳



数据来源：wind、西南证券整理

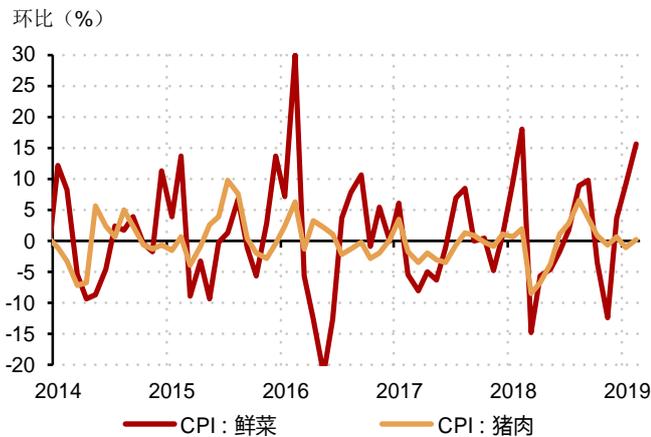
图2：高频数据显示食品价格弱于去年



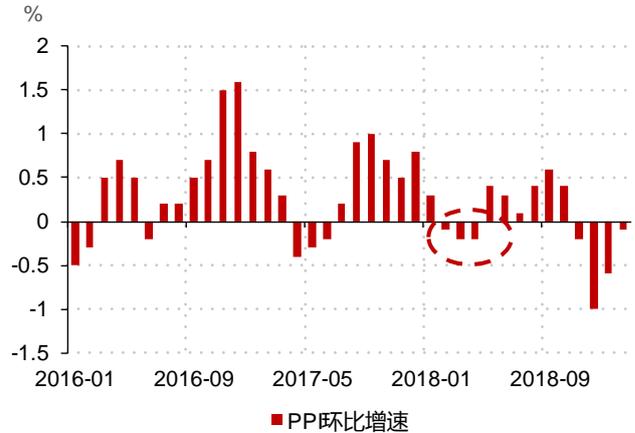
数据来源：wind、西南证券整理

**通胀弱平稳，蔬菜价格对CPI支撑作用明显。**2月CPI环比增长1.0%，其中食品价格上涨明显，环比上涨3.2%，而推动食品价格上涨的主要是蔬菜价格，鲜菜CPI分项环比上涨15.7%，推高食品价格水平2.1个百分点。这与高频数据商务部食品价格指数和蔬菜分项指数走势不太一致，高频数据显示的2月食品价格走势基本平稳，背后原因可能与CPI样本采样时点有关。而猪肉价格涨幅有限，2月环比上涨0.3%。虽然近两周猪肉价格有所回升，但对CPI的推升作用有待继续观察。通胀延续弱势。

**工业品价格开始企稳，未来几个月同比或小幅回升。**受低基数因素和环比跌幅收窄影响，2月PPI同比增速开始企稳。从高频数据观察，螺纹钢、动力煤等价格均在春节后有所回升。随着经济悲观预期消解，PPI短期环比跌幅或持续在0附近运行。同时叠加低基数效应推动，PPI同比增速或在未来几个月有所回升。

**图 3：猪肉价格再度下跌可能加快生猪出栏，增加猪肉供给**


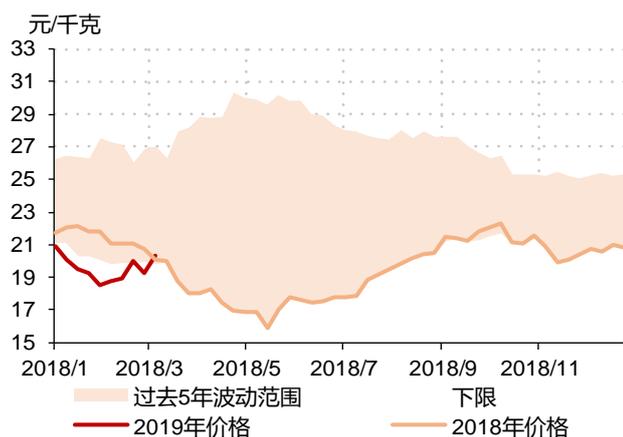
数据来源：wind、西南证券整理

**图 4：低基数与环比改善将推动 PPI 增速逐步回升**


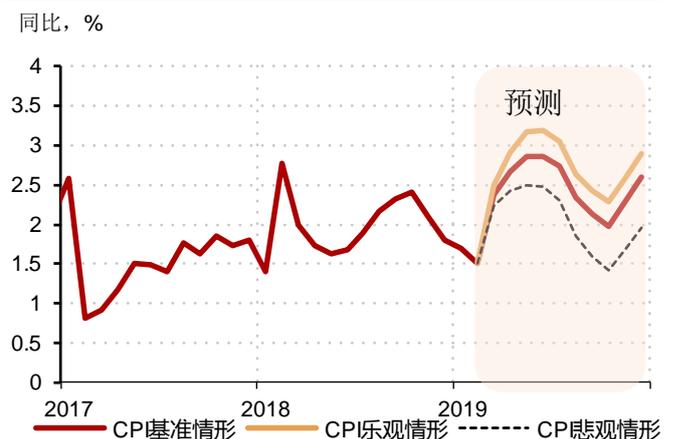
数据来源：wind、西南证券整理

## 2 猪肉价格难以驱动通胀大幅上行

近期对猪肉价格上涨预期再起，特别是股票市场，对猪肉价格上涨给予了非常高的预期。近期对猪周期再度来临的担忧重燃，原因是前期非洲猪瘟和去产能引发市场对猪肉供给不足的普遍担忧，叠加近几周猪肉价格开始上行，22 个省市猪肉均价从 2 月初的 18.5 元/千克上升至 3 月 8 日的 20.3 元/千克，上涨仅一成。股票市场对于猪肉价格上涨给予了非常高的预期，按温氏股份等养猪龙头股的股价，根据历史经验数据，对应的猪肉价格预期已经达到了 27 元/千克左右，意味着猪肉将较现在再度上涨三成以上，股价隐含着非常强的猪价上涨预期。

**图 5：去年猪肉低基数因素在 5 月份**


数据来源：wind、西南证券整理

**图 6：不同情形下猪肉驱动 CPI 涨幅**


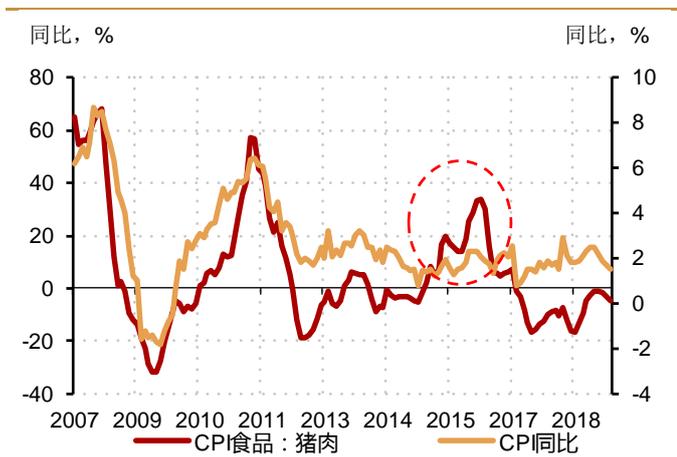
数据来源：wind、西南证券整理

猪价上涨将对 CPI 产生推动作用，但难以驱动通胀大幅上行。目前猪肉在 CPI 中权重为 2.5%，我们以此为基础，估算不同情形下猪肉价格上涨对 CPI 的推升作用。在此之前，我们先观察去年的基数情况，去年猪肉价格低点在 5 月份，22 个省市猪肉均价月均值最低水平为 5 月的 16.6 元/千克，而后猪肉价格开始回升。因此，今年猪肉价格同比增速高点可能在 5 月份。我们在基准情形下假定 5 月份猪肉价格上涨至 24 元/千克，年底上涨至 27 元/

千克，乐观情形下假定5月猪肉价格上涨至27元/千克，年底上涨至30元/千克，悲观情形下到年底猪肉价格持平于21元/千克。估算结果显示，无论那种情形，CPI增速在今年都是向上升后下降。而基准情形下，5月CPI高点将达到2.8%，乐观情形下将达到3.2%，悲观情形下高点为2.5%。均未产生通胀大幅上行态势。

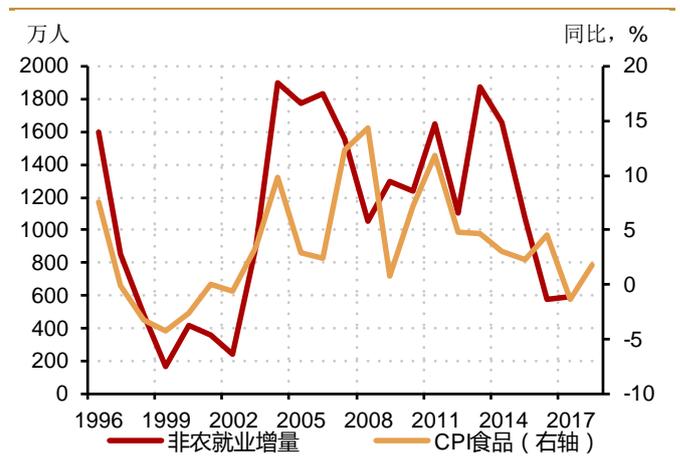
经济下行时期尚未出现过猪肉单一商品价格推动CPI大幅上行的情况，背后原因是缺乏CPI上涨的需求面逻辑支撑。猪肉价格驱动通胀不仅通过供给渠道，更通过需求通道。此前并未出现过猪肉单一价格上涨推动通胀大幅上行的情况。例如2015年3季度猪肉价格大幅上涨，但当期CPI高点也仅为2.0%，并未改变通胀弱势格局。背后主要原因是在经济下行阶段，通胀上行缺乏需求面逻辑。特别是由于经济放缓，农业劳动力转移速度缓慢，这会一方面导致农业生产成本涨幅偏低，另一方面，进城农民工人数偏少也意味着猪肉等食品需求偏低，无法从需求面驱动价格上行。所以在此经济下行环境下，猪肉价格单一商品难以驱动CPI大幅上行，我们预计不会突破3%。

图7：经济下行时期尚未出现过猪肉价格单一商品推动CPI大幅上行情况



数据来源：wind、西南证券整理

图8：就业增速缓慢决定食品增速难以明显回升



数据来源：wind、西南证券整理

### 3 货币政策无需也不会对单一商品价格上涨作反应

虽然猪肉价格上涨可能推升通胀水平，但货币政策无需对此作反应。虽然猪肉价格上涨将在未来几个月推升通胀水平，但货币政策无需收紧。主要原因是这种通胀并非需求驱动的，而是来自供给面冲击。而货币政策则是调节需求的工具，对供给冲击调节能力有限。如果要通过压缩需求来抑制通胀，则会对经济形成较大压力，特别是在经济放缓压力依然存在的情况下，这种调整性价比比较低，得不偿失。

而央行此前表态也显示，货币政策不会对单一商品价格上涨作反应。可比较的，2015年3季度出现过一轮猪周期，当时22个省市猪肉价格从3月的19.9元/千克上涨至8月的27.1元/千克，同期CPI同比也从1.4%上升至2.0%。面对通胀压力上行，央行在当年2季度货币政策执行报告里明确表态“货币政策并不针对个别商品价格变化进行调整，而主要是观察物价的总体水平”。因此，我们认为即使本轮猪肉价格上涨推升通胀，央行也不会调整货币政策进行应对。

猪肉价格上涨对债市冲击也较为有限。如果缺乏宏观面的支撑，猪肉价格单一商品价格上涨，也不会对债市形成明显冲击。例如 2015 年 3 季度猪肉价格上涨虽然推升了通胀水平，但由于货币政策未发生调整，宏观基本面依然偏弱，因而债市并未调整。债市利率反而在股灾之后持续下行。因而当前猪肉价格上涨对债市冲击有限。债市的决定变量依然是经济基本面走势和货币政策状况。

图 9：实际贷款利率已经显著偏离基准利率



数据来源：wind、西南证券整理

表 1：我国宏观经济指标预测

														西南预测	市场预测		
		2018-1	2018-2	2018-3	2018-4	2018-5	2018-6	2018-7	2018-8	2018-9	2018-10	2018-11	2018-12	2019-1	2019-2	2019-2F	2019-2F
GPI	同比%	1.5	2.9	2.1	1.8	1.8	1.9	2.1	2.3	2.5	2.5	2.2	1.9	1.7	1.5	0.9	1.3
PPI	同比%	4.3	3.7	3.1	3.4	4.1	4.7	4.6	4.1	3.6	3.3	2.7	0.9	0.1	0.1	0.3	0.2
工业增加值真实增速	同比%		7.2	6.0	7.0	6.8	6.0	6.0	6.1	5.8	5.9	5.4	5.7			5.3	5.5
固定资产投资名义增速	同比%		7.9	7.5	7.0	6.1	6.0	5.5	5.3	5.4	5.7	5.9	5.9			5.1	5.7
消费品零售名义增速	同比%		9.7	10.1	9.4	8.5	9.0	8.8	9.0	9.2	8.6	8.1	8.2			8.0	8.0
新增人民币贷款	亿人民币	29000	8393	11200	11800	11500	18400	14500	12800	13800	6970	12500	10800	32300		8500	9577
M2增速	同比%	8.6	8.8	8.2	8.3	8.3	8.0	8.5	8.2	8.3	8.0	8.0	8.1	8.4		8.5	8.4
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%	11.1	44.5	-2.7	12.7	12.6	11.2	12.2	9.8	14.4	15.6	5.4	-4.4	9.1	-20.7	-12.0	-7.5
进口名义增速(美元计价)	同比%	36.8	6.3	14.4	21.5	26.0	14.1	27.3	19.9	14.5	21.4	3.0	-7.6	-1.5	-5.2	-8.0	0.1
贸易顺差	亿美元	203.5	337.4	-49.8	283.8	249.2	414.7	280.5	278.9	312.8	340.2	447.5	570.6	391.6	41.2	228.7	193.2
人民币兑美元汇率(月末值)	人民币/美元	6.33	6.33	6.29	6.34	6.41	6.62	6.82	6.82	6.88	6.96	6.94	6.87	6.70	6.69	6.70	6.69

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\\_13790](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_13790)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn