

猪价反转的影响

——宏观经济周度观察第 80 期

宏观定期

潘向东 (首席经济学家)

刘娟秀 (分析师)

陈韵阳 (联系人)

证书编号: S0280517100001

liujuanxiu@xsdzq.cn

chenyunyang@xsdzq.cn

证书编号: S0280517070002

证书编号: S0280118040020

● 猪价或在二季度初完成二次探底后反转

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 个月后,猪周期才真正启动。但本轮猪周期可能提前到来,且反弹力度更大。从过去两轮猪周期来看,生猪价格一般经过二次探底后开始反转,两次探底时间间隔在 11-13 个月,生猪价格可能在 2019 年二季度初探底,探底持续时间可能在 1-2 个月左右。生猪价格同比增速可能从 3 月开始进入同比转正并回升的阶段。

● 猪价反转对 CPI 的影响

猪价对 CPI 增速的压力测试。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,12 月 CPI 同比增速接近 3%。此外,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。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。

● 猪价反转对货币政策的影响

我们认为猪价反转引起的通胀阶段性突破 3% 不足以引发货币政策的转变:

其一,货币政策的目标不仅仅是控制通胀,2019 年稳增长的优先级最高,因此,货币政策延续宽松的概率比较大。

其二,猪周期引发通胀的本质是供给收缩,货币政策是需求管理政策,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。

其三,《2019 年政府工作报告》提到“降低实际利率水平”,一方面,通过降准等手段引导名义利率下降,另一方面,通过逆周期政策防止通缩,从全年角度来看,2019 年通胀中枢可能不会显著高于 2018 年(2.1%),温和通胀也有利于降低实际利率。

● 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: 两会前瞻: 期待改革破局——宏观经济周度观察第 79 期

2019-3-3

宏观报告: 全球宏观税负比较——宏观经济周度观察第 78 期

2019-2-24

宏观报告: 1 月经济金融数据暂不能说明经济企稳——宏观经济周度观察第 77 期

2019-2-17

宏观报告: 逆周期政策成为焦点——宏观经济周度观察第 76 期

2019-1-27

宏观报告: 本轮制造业投资增速回升的前因后果与未来趋势展望——宏观经济周度观察第 75 期

2019-1-20

宏观报告: 汽车、家电消费政策出台后,消费增速就能反转了吗——宏观经济周度观察第 74 期

2019-1-13

宏观报告: 承压的就业与未来应对——宏观经济周度观察第 73 期

2019-1-6

宏观报告: 盘点 2018 年经济数据的七个超预期——宏观经济周度观察第 72 期

2019-1-1

目 录

| | |
|---------------------------------------|----|
| 1、 猪价反转的影响..... | 4 |
| 1.1、 猪价或在二季度初完成二次探底后反转 | 4 |
| 1.2、 猪价反转对 CPI 的影响 | 7 |
| 1.3、 猪价反转对货币政策的影响 | 9 |
| 2、 出口增速基本符合春节效应..... | 10 |
| 3、 关注通胀企稳期的政策效果..... | 11 |
| 4、 一周高频数据观察..... | 13 |
| 4.1、 两会期间环保限产，生产指标普遍下跌 | 13 |
| 4.2、 钢材社会库存小幅下降 | 13 |
| 4.3、 猪肉价格走势分化 | 14 |
| 4.4、 央行暂停逆回购操作 | 15 |
| 4.5、 房地产销售增速回落 | 16 |
| 4.6、 欧洲央行超预期鸽派，美元走强 | 16 |
| 5、 本周主要关注点（2019.3.11-2019.3.17） | 17 |

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: 仔猪养殖行业亏损 8 个月 | 5 |
| 图 3: 养殖户亏损幅度大于上一轮周期 | 5 |
| 图 4: 母猪补栏快速放缓，母猪加速淘汰 | 5 |
| 图 5: 母猪补栏放缓意味着二季度生猪价格可能回升 | 6 |
| 图 6: 能繁母猪存栏环比降幅自 2018 年四季度以来不断扩大 | 6 |
| 图 7: 生猪价格一般二次探底后反转，探底持续 1-2 个月 | 6 |
| 图 8: 环比均值法得到不含猪肉的 CPI 同比增速 (%) | 7 |
| 图 9: 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 | 8 |
| 图 10: 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 | 8 |
| 图 11: 两种情形下 CPI 同比增速走势预测 (%) | 8 |
| 图 12: 2018 年四季度油价基数偏低 | 9 |
| 图 13: 实际利率自 2017 年以来不断上升 (%) | 9 |
| 图 14: 对欧盟和美国出口拉动率显著回落 (%) | 10 |
| 图 15: 春节效应对 1-2 月出口节奏的影响 | 11 |
| 图 16: 欧元区、日本制造业 PMI 进一步下降 (%) | 11 |
| 图 17: 上游对 PPI 拉动率降幅收窄，下游对 PPI 拉动率回落 | 12 |
| 图 18: 3-4 月 PPI 翘尾因素回升 | 12 |
| 图 19: 高炉开工率大幅下降 (%) | 13 |
| 图 20: 发电耗煤量环比增速降低 (%) | 13 |
| 图 21: 钢材社会库存下降 (万吨) | 14 |
| 图 22: 南华工业品指数下降，原油价格上涨 | 14 |
| 图 23: 猪肉价格走势分化 | 15 |
| 图 24: 货币市场利率下降 (%) | 15 |
| 图 25: 30 大中城市商品房销售增速回落 (%) | 16 |
| 图 26: 十大城市商品房存销比下降 (%) | 16 |
| 图 27: 美元走强 | 16 |
| 图 28: 人民币贬值 | 17 |

表 1: 央行公开市场操作 (2019.3.4-3.8) 15

2019年初以来，养殖板块涨势凶猛，截至2019年3月8日，畜禽养殖板块上涨122.5%，猪产业和鸡产业指数分别上涨66.4%、91.2%，其原因在于猪瘟疫情加剧猪周期提前触底的预期。随着行业产能加速去化，猪价可能于2019年二季度初探底，且反弹力度大于以往的周期。如果只考虑猪肉价格对CPI的影响，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，12月CPI同比增速接近3%。我们认为猪价反转不会对货币政策产生实质性影响。

1、猪价反转的影响

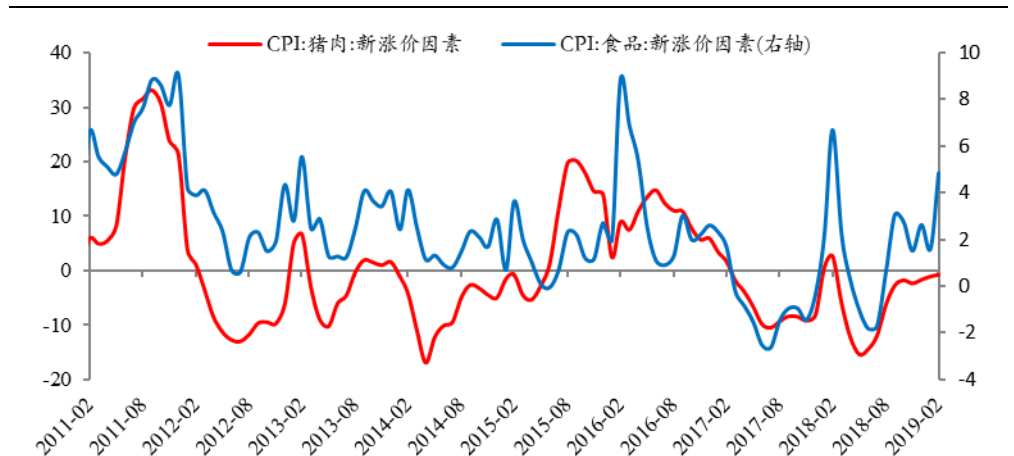
1.1、猪价或在二季度初完成二次探底后反转

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，猪瘟将加速行业产能出清，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个月后，猪周期才真正启动。但本轮猪周期可能提前到来，且反弹力度更大：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。

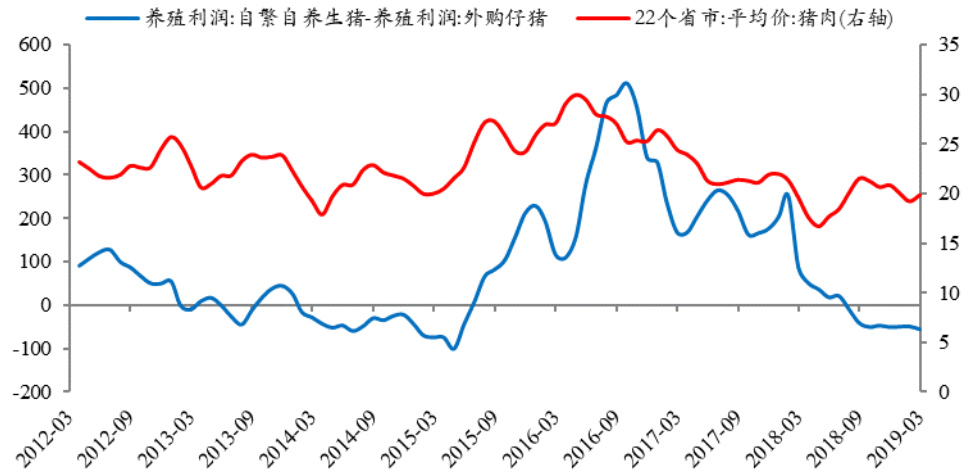
从过去两轮猪周期来看，生猪价格一般经过二次探底后开始反转，两次探底时间间隔在11-13个月。生猪价格2018年5月经历了第一次探底，按规律最迟在2019年6月探底，但本轮猪周期可能提前启动，生猪价格可能在2019年二季度初探底，探底持续时间可能在1-2个月左右。生猪价格同比增速可能从3月开始进入同比转正并回升的阶段：一是后移12个月能繁母猪存量同比增速与生猪价格同比增速负相关（图7）；二是3-7月生猪价格基数偏低。

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（%）



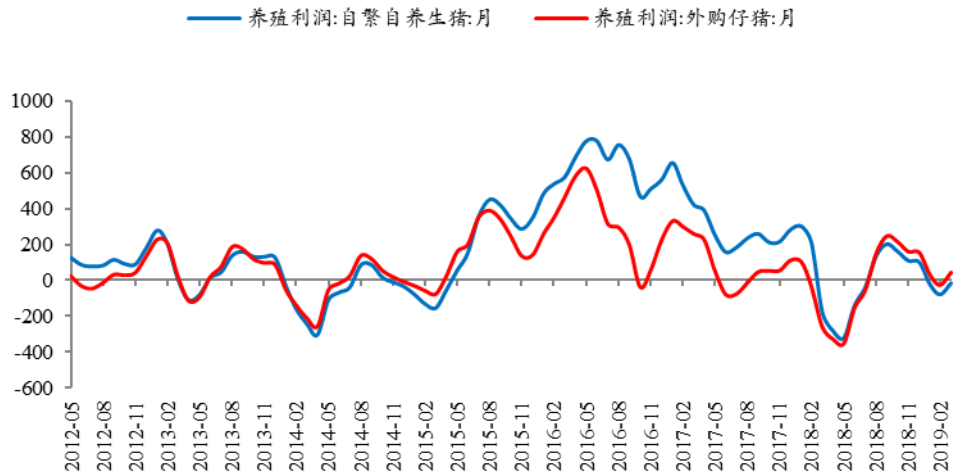
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图2： 仔猪养殖行业亏损 8 个月



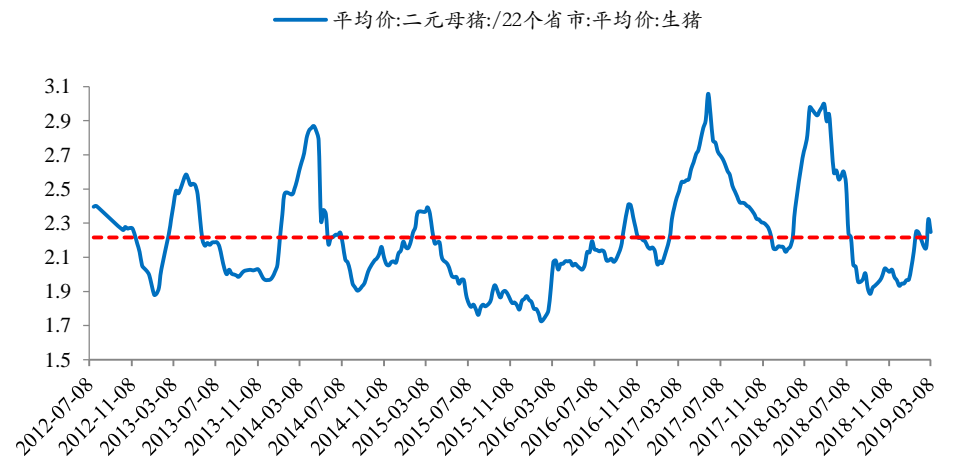
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图3： 养殖户亏损幅度大于上一轮周期



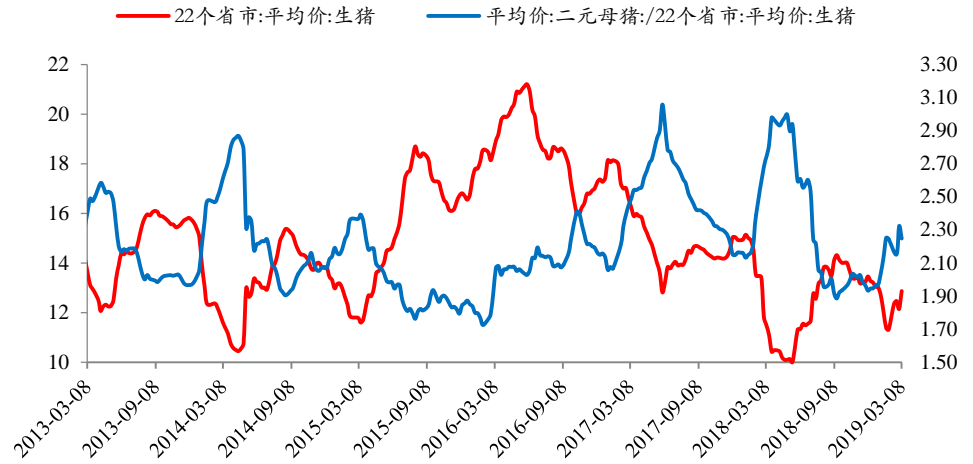
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图4： 母猪补栏快速放缓，母猪加速淘汰



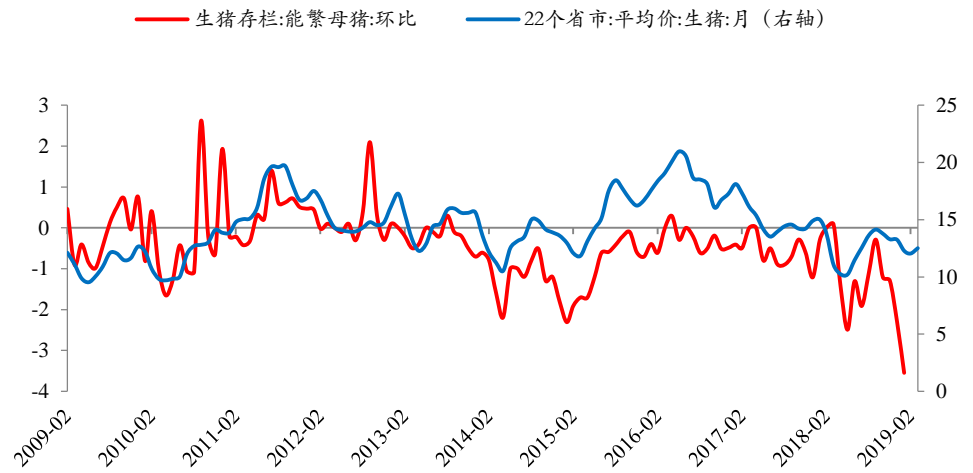
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图5： 母猪补栏放缓意味着二季度生猪价格可能回升



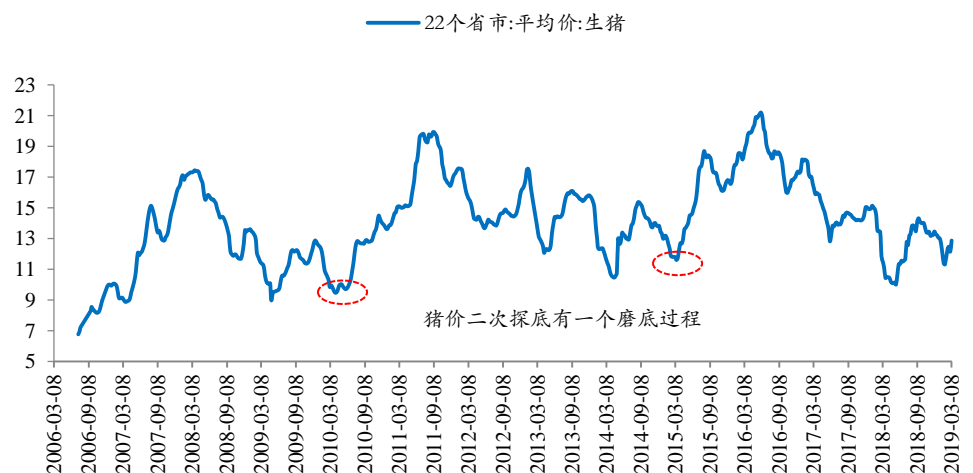
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图6： 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

图7： 生猪价格一般二次探底后反转，探底持续1-2个月



资料来源：Wind，新时代证券研究所

1.2、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。

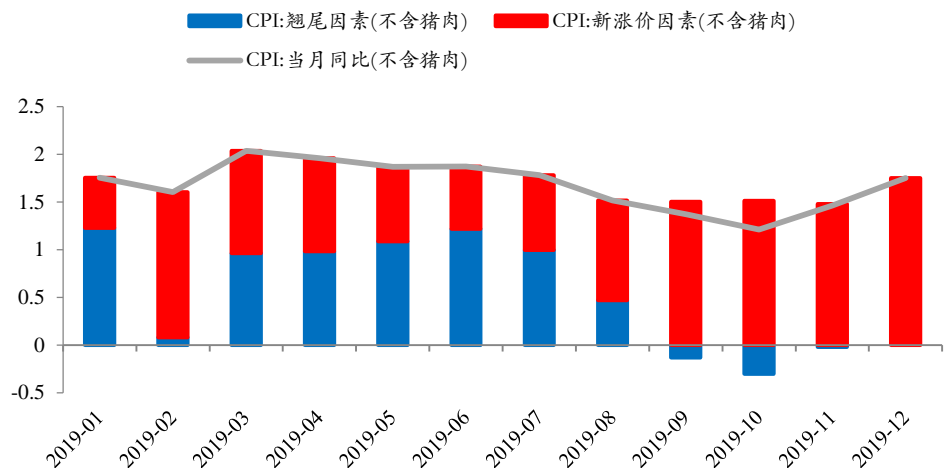
猪价对 CPI 增速的压力测试。我们做如下假设：第一，前文提到猪价可能在 2019 年二季度初探底，考虑到 4 月为猪肉消费淡季，一种很有可能的情形是猪价在 4 月触底，5 月反转，我们后面的计算均基于该假设；第二，从上两轮周期来看，从猪价二次探底到年底，猪价涨幅分别为 43.6%、42.7%，我们将 45% 的涨幅作为本轮生猪价格上涨的基准情形；第三，假定本轮猪价二次探底时，猪价是 12.5 元/公斤，基准情形下，年底猪价为 18.1 元/公斤，极端情形下，年底猪价为 22.5 元/公斤；第四，假定年内猪价反转是线性的，即每月均价上涨 0.7 元/公斤；第五，只考虑猪价对 CPI 影响，其它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。

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，12 月 CPI 同比增速接近 3%。

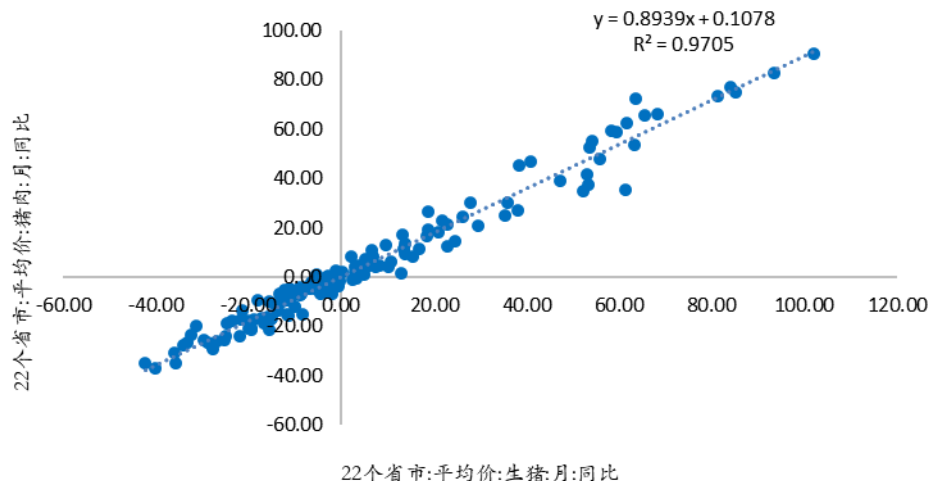
误差来源：其一，由于四舍五入的影响，通过环比来计算翘尾和新涨价因素会存在误差；其二，统计局并未公布 2018-2019 年猪肉的权重的准确值，通过统计局新闻稿来估算猪肉的权重会存在误差；其三，本计算只考虑了猪肉价格变化，其他分项按季节性处理，实际上，蔬菜价格会受到极端气候因素影响，原油价格受到地缘政治因素影响，这些因素自身存在不确定性，难以准确计量。例如，由于 2018 年四季度油价暴跌，形成一个极低的基数，若 2019 年四季度油价暴涨，同比增速将显著抬升，则会推动 CPI 同比增速突破 3%。如果发生像 2018 年夏季一样的极端气候，也会导致 CPI 同比增速显著上升。如果这些因素共振，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

图8：环比均值法得到不含猪肉的 CPI 同比增速 (%)



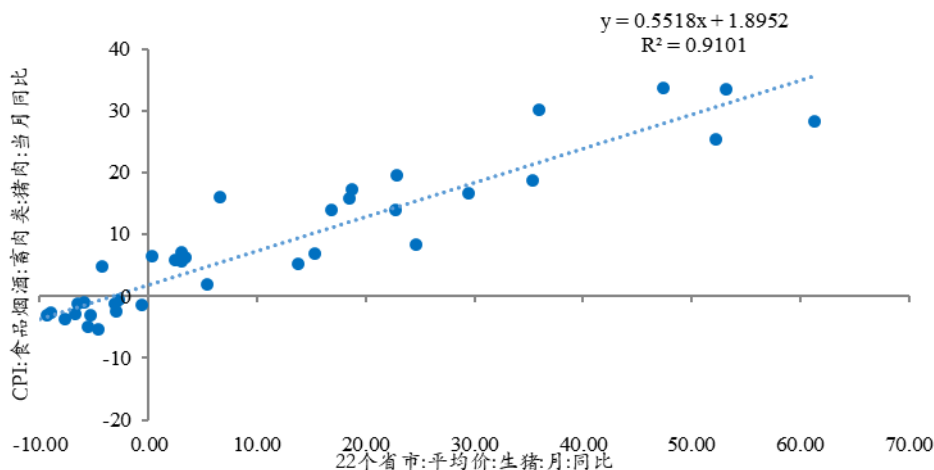
资料来源：Wind，新时代证券研究所；注：环比均值取自 2014-2018 年

图9： 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10： 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11： 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_13803



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>