

为什么我们认为下半年 CPI 大概率由正转负

——暨 2020 年下半年通胀形势展望

宏观专题报告

2020 年 6 月 10 日

报告摘要:

● 疫情管制带来的需求减少，是生猪补栏速度超预期原因

今年春节乃至整个 2 月份期间，各城市实施疫情管制措施，限制运送蔬菜和肉类等生鲜食品的货车进城。这带来了两个结果：1、2 月份城市食品供应大幅减少，食品价格超预期上涨；2、是 2 月乃至 3 月份禽类和畜类库存积压严重，特别是生猪，由于出栏量大幅下降，生猪超预期补栏，特别是能繁母猪数量明显增长，使生猪供应快速恢复。

● 生猪存栏是猪价领先指标，猪价或超预期回落

生猪存栏量是猪肉价格领先指标，领先时间大约为六个月，由于春节期间生猪出栏受阻、政策支持生猪养殖、猪瘟疫苗研发成功等因素的利好，生猪快速补栏。从供给端来看，未来猪肉价格或快速回落。

● “链式拉式”的统计方法导致下半年猪肉占 CPI 权重提升，提高猪价回落对通胀影响

由于统计局采用“链式拉式”统计方法，猪肉同比 CPI 权重由去年同期猪肉开支占总消费比重来确定，猪肉环比 CPI 权重由上个月猪肉开支占总消费比重来确定。而猪肉开支占总消费比重与猪肉价格和猪肉消费量有关，因此，在猪肉消费量稳定的时期，猪肉 CPI 权重主要考虑基期猪肉价格变动情况。以此来看，今年下半年，猪肉占 CPI 的权重将逐渐上升，这会放大猪肉价格大幅回落对 CPI 的拖累程度。

● 猪周期进入后半场，预计今年下半年 CPI 快速滑落至负区间

CPI 方面，根据测算，今年下半年由于猪肉价格将快速回落，带动 CPI 快速下行，受猪价回落的影响，叠加去年同期基数较高，今年下半年 CPI 可能滑落至负区间。

● 风险提示：

疫情好转超预期、猪瘟二次爆发、财政扩张超预期等。

民生证券研究院

分析师：解运亮

执业证号：S0100519040001

电话：010-85127665

邮箱：xieyunliang@mszq.com

研究助理：付万丛

执业证号：S0100119080008

电话：010-85127665

邮箱：fuwancong@mszq.com

相关研究

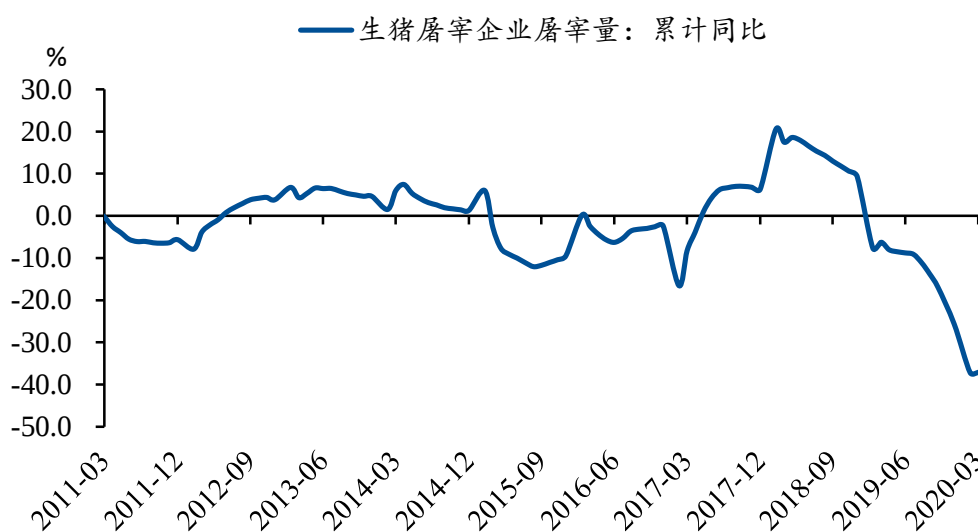
目录

1. 疫情管制带来的需求减少，是生猪补栏速度超预期原因.....	3
2. 生猪存栏是猪价领先指标，猪价或超预期回落.....	4
3. “链式拉式”的统计方法导致下半年猪肉占 CPI 权重提升，提高猪价回落对通胀影响.....	5
4. 猪周期进入后半场，预计今年下半年 CPI 快速滑落至负区间.....	6
5. 投资建议：下半年利率债仍有机会.....	7
风险提示	7

1. 疫情管制带来的需求减少，是生猪补栏速度超预期原因

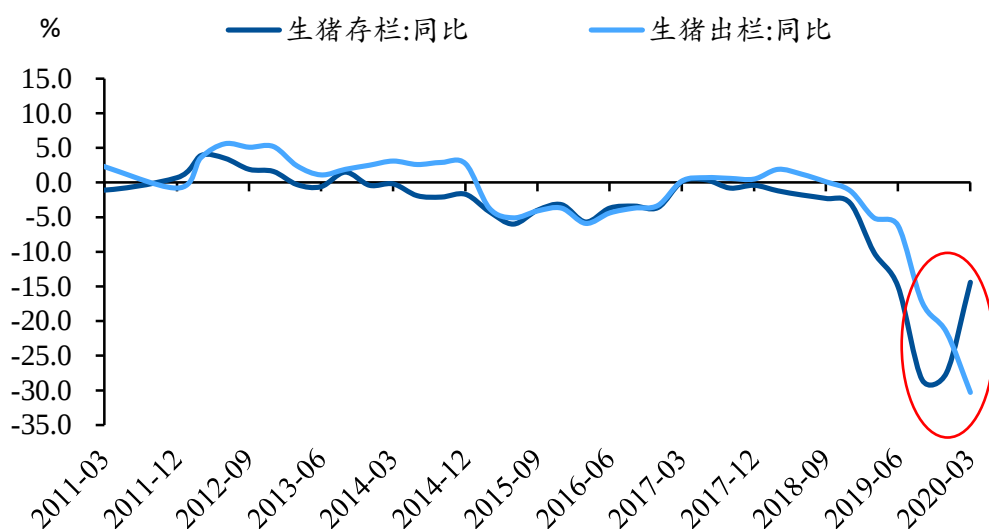
疫情管制是生猪补栏超预期原因。今年春节乃至整个2月份期间，各城市实施疫情管制措施，限制运送蔬菜和肉类等生鲜食品的货车进城。这带来了两个结果：1、2月份城市食品供应大幅减少，食品价格超预期上涨；2、2月乃至3月份禽类和畜类库存积压严重，特别是生猪，由于出栏量大幅下降，生猪超预期补栏，出栏量和补栏量出现明显裂口，使生猪供应快速恢复。

图 1：疫情管制导致春节期间猪肉消费大幅下降，生猪屠宰量减少



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 2：疫情期间生猪出栏减少，生猪补栏加速

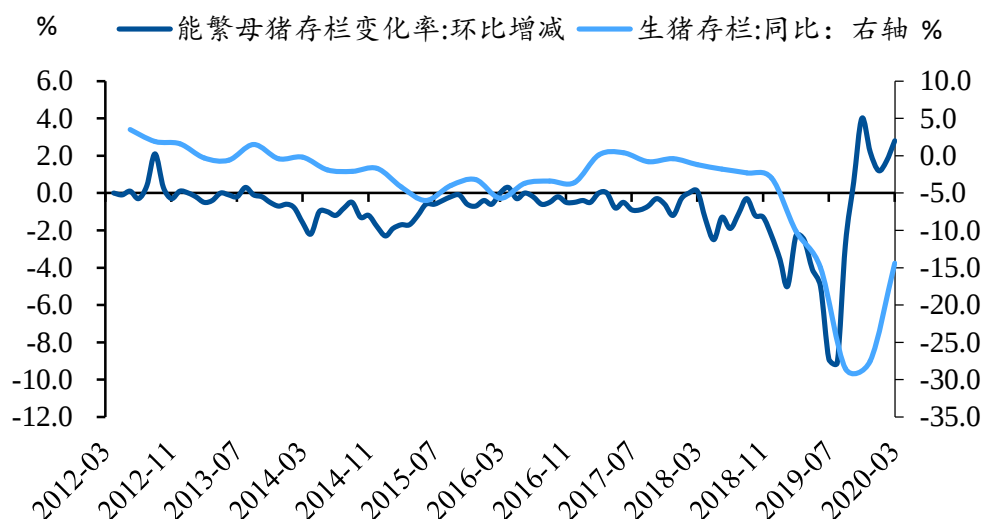


资料来源：Wind，民生证券研究院

2. 生猪存栏是猪价领先指标，猪价或超预期回落

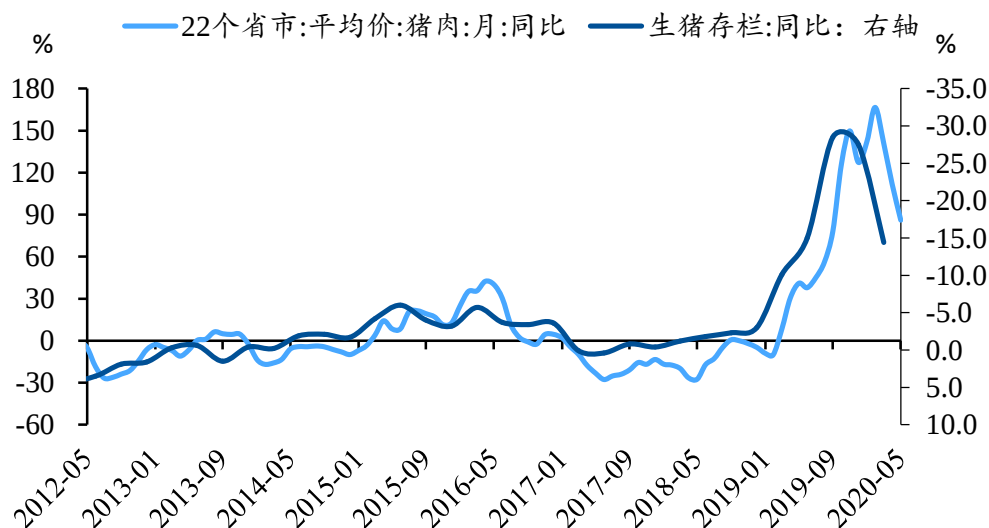
多重因素利好生猪快速补栏。生猪存栏量是猪肉价格领先指标，领先时间大约为六个月，由于春节期间生猪出栏受阻、政策支持生猪养殖、猪瘟疫苗研发成功等因素的利好，生猪快速补栏。从供给端来看，未来猪肉或快速回落。

图 3：生猪存栏有所反弹，下半年猪肉价格有回落压力



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 4：生猪存栏是猪肉价格领先指标（领先约 6 个月）

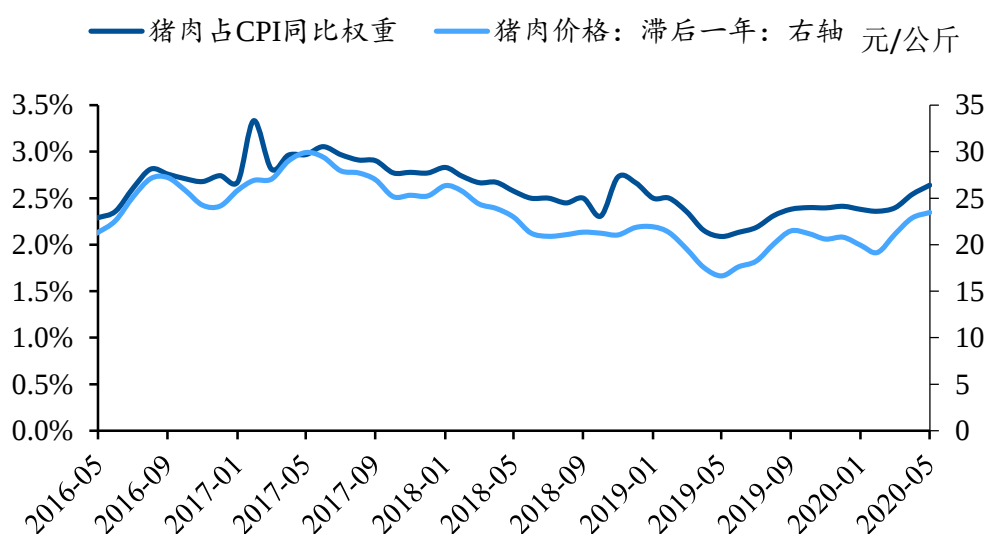


资料来源：Wind，民生证券研究院

3. “链式拉式”的统计方法导致下半年猪肉占 CPI 权重提升，提高猪价回落对通胀影响

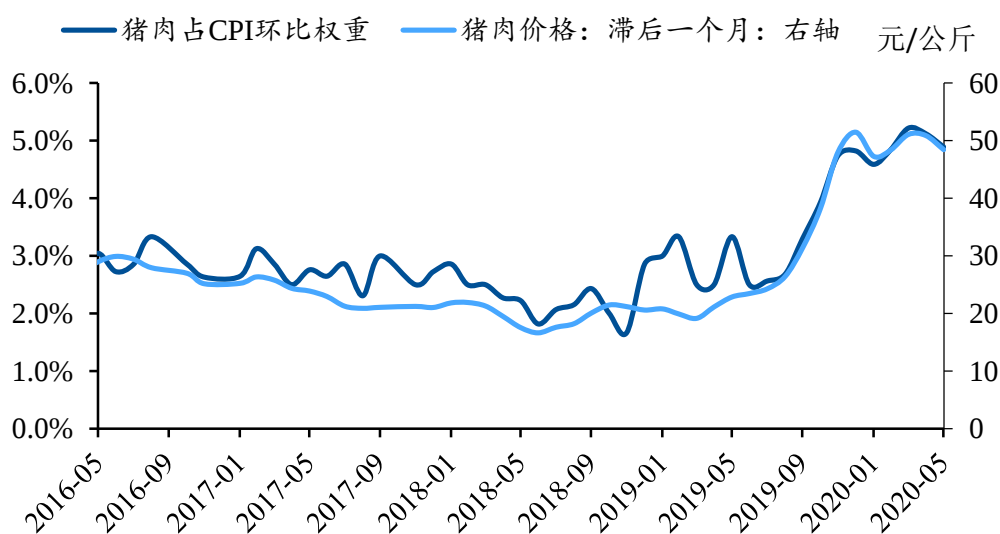
下半年猪肉占 CPI 权重将大幅上升，放大猪价回落影响。由于统计局采用“链式拉式”统计方法，猪肉同比 CPI 权重由去年同期猪肉开支占总消费比重来确定，猪肉环比 CPI 权重由上个月猪肉开支占总消费比重来确定。而猪肉开支占总消费比重与猪肉价格和猪肉消费量有关，因此，在猪肉消费量稳定的时期，猪肉 CPI 权重主要考虑基期猪肉价格变动情况。以此来看，今年下半年，猪肉占 CPI 的权重将逐渐上升，这会放大猪肉价格大幅回落对 CPI 的拖累程度。

图 5：猪肉同比 CPI 权重和滞后一年猪肉价格正相关



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 6：猪肉环比 CPI 权重和滞后一个月猪肉价格正相关

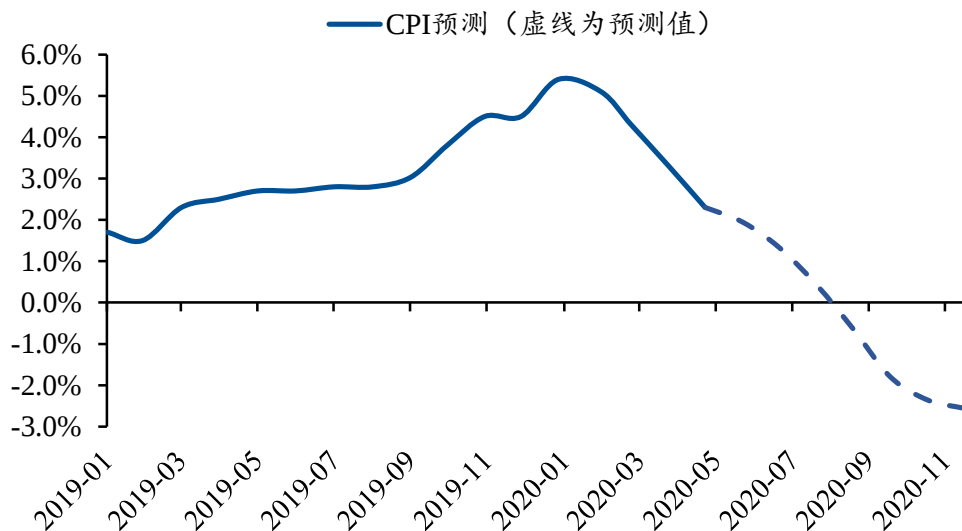


资料来源：Wind，民生证券研究院

4. 猪周期进入后半场，预计今年下半年 CPI 快速滑落至负区间

今年下半年 CPI 可能快速滑落至负区间。CPI 方面，根据测算，今年下半年由于猪肉价格将快速回落，带动 CPI 快速下行，受猪价回落的影响，叠加去年同期基数较高，今年下半年 CPI 可能滑落至负区间。

图 7：根据猪周期预测，今年下半年 CPI 可能快速滑落至负区间

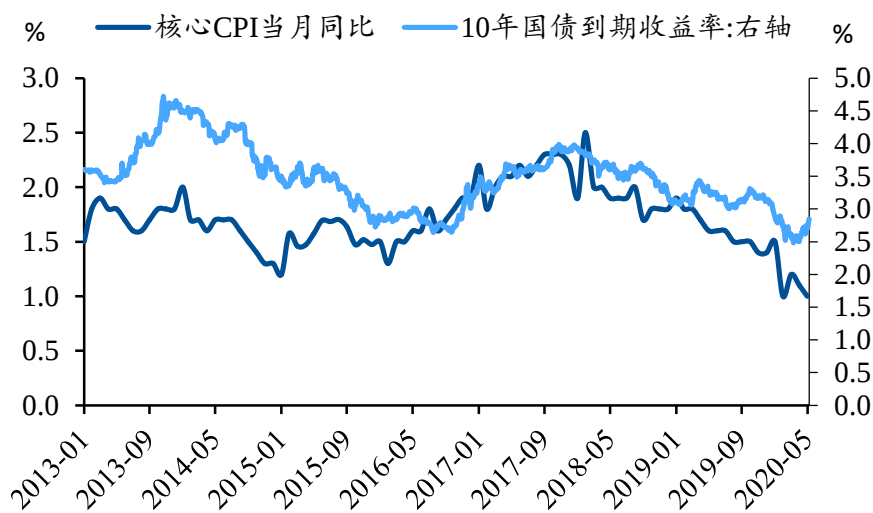


资料来源：Wind，民生证券研究院

5. 投资建议：下半年利率债仍有机会

通缩会导致实体经济需求收缩，进而使利率债走牛。利率债通常由基本面、资金面和政策面决定。资金面短期受缴税、缴款等因素影响，中期受监管态度影响，对债市的影响更多体现在中短期。利率债大方向更多看基本面和政策面，而核心CPI可以在很大程度上反映基本面和政策面。未来来看，去库存压力仍然存在，物价向下压力较大，货币政策易松难紧，利率债仍有机会。

图 8：十年期国债收益率与核心 CPI 走势关系密切



资料来源：Wind，民生证券研究院

风险提示

疫情好转超预期、猪瘟二次爆发、财政扩张超预期等。

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_4647

