



保供稳价，CPI高点可能推迟到节后

——固定收益专题报告

2019年12月27日

固定收益

专题报告

研究员

张怀志

电话: 010-66554090

邮箱: zhanghz@dxzq.net.cn

执业证书编号: S1480519080004

投资摘要:

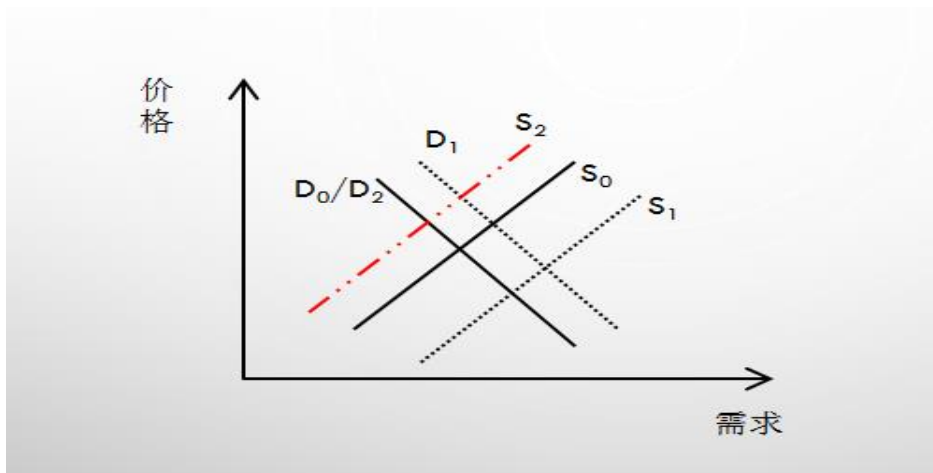
猪肉供需“紧平衡”，供给和需求哪个更重要？

从需求端来看，较容易得出CPI高点在1月份的结论。春节期间猪肉需求具有“刚性”，被高价压抑猪肉消费需求有望回升，推动猪价上涨，加之今年春节提前至1月份，需求高点错位，CPI同比极有可能在1月份达到高点。

从供给和政策对冲来看，情况有所不同。猪肉高价已经引起高层重视，保供稳价政策频出，包括保障养殖用地、及时给予必要的补偿补贴、恢复产能、扩大进口、增大储备肉的投放量等。政策有效遏制了猪肉上涨预期，“压栏”时间缩短，短期猪肉供给有所恢复，猪肉价格有所回落。但保供稳价政策可能透支了部分未来供给，而短期内猪肉总供给是有限的，“寅吃卯粮”春节后猪肉供给可能不足。

从经济学最简单供需原理出发，分析政策对猪肉价格的影响。春节前需求曲线和供给曲线分别为 D_0 和 S_0 ；春节期间需求增加($D_0 \rightarrow D_1$)，政策稳价保供($S_0 \rightarrow S_1$)，供需作用下价格下降，符合近期猪肉高价格环比微跌的现状；由于供给被提前透支，节后供给大幅减少($S_1 \rightarrow S_2$)，需求回落至节前水平($D_1 \rightarrow D_0$)，供需作用下节后猪价可能超预期上涨，价格可能冲击新高。

猪肉供需模拟分析



风险提示：猪肉价格超预期

目录

1. 猪价预计将在明年初迎来高点.....	3
2. 蔬菜鲜果价格已逐渐回归往年水平.....	4
3. 猪价上涨预计推动 CPI 年内破 5.....	错误!未定义书签。

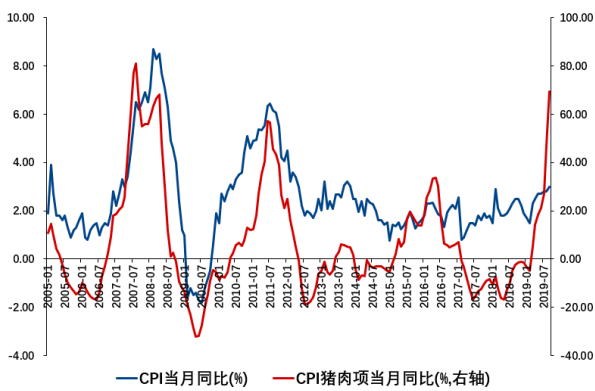
插图目录

图 1: CPI 走势与猪肉价格高度相关.....	3
图 2: 2005.1-2019.10CPI 各分项与 CPI 的同比相关系数.....	3
图 3: 2006 年中以来的四轮猪周期.....	3
图 4: 2019 年 CPI 各分项对 CPI 的拉动 (%).....	4
图 5: 2019 年 CPI 各分项对 CPI 的贡献率.....	4
图 6: 生猪存栏环比跌幅最快时间已经过去.....	4
图 7: 28 种蔬菜平均批发价已回归往年水平 (元/公斤).....	5
图 8: 7 种水果平均批发价以回归往年水平 (元/公斤).....	5
图 9: 猪肉供需模拟分析.....	5
图 10: 2019.11-2020.12 月 CPI 同比预测.....	6
图 11: 中性预测下的 CPI 翘尾因素与新涨价因素.....	6

1. 猪价预计将在明年初迎来高点

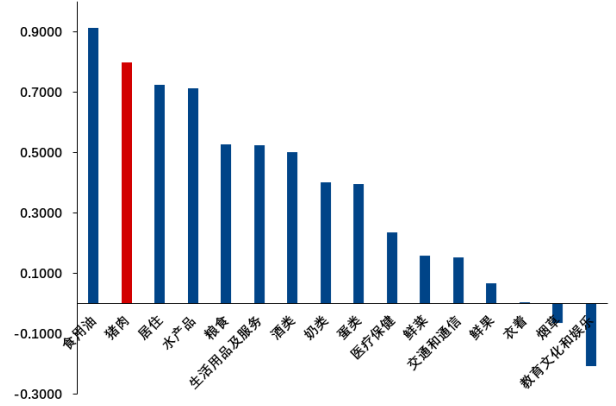
从历史数据看，我国猪肉价格波动是 CPI 变动的主要推手，两者走势基本一致。2005 年 1 月-2019 年 10 月，CPI 与 CPI 猪肉项的同比相关系数达 0.776，高于 CPI 篮子中的大多数商品。食品项中食用油、水产品与 CPI 相关度达到 0.6 以上，但是由于其在 CPI 篮子中权重占比较低（水产品 1.72%；食用油据估算低于 1.5%），价格波动较小，对 CPI 的贡献一般较低；此外，非食品项虽在 CPI 篮子中占比较大（约 70%），但诸如服装、居住、教育娱乐等分项消费一般比较稳定，波动性不如猪肉价格强，这使得猪肉价格的周期性变动在 CPI 中体现地较为明显，成为影响 CPI 的重要变量。

图 1：CPI 走势与猪肉价格高度相关



资料来源：wind，东兴证券研究所

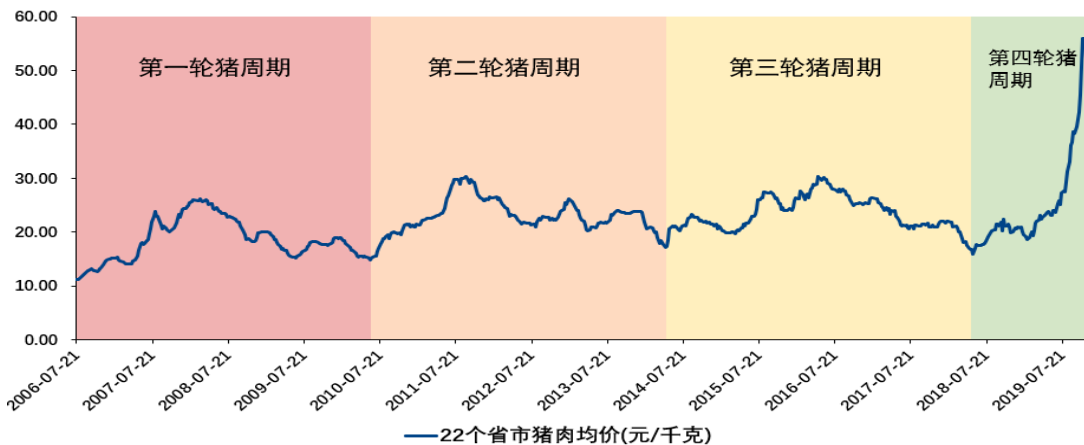
图 2：2005.1-2019.10CPI 各分项与 CPI 的同比相关系数



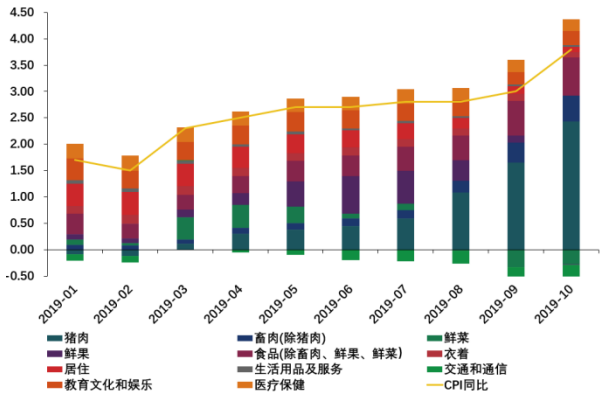
资料来源：wind，东兴证券研究所

2018 年年中，我国进入 06 年以来的第四轮猪周期。本轮猪肉价格受到环保养殖政策、非洲猪瘟、规模化养殖造成的散户退出以及猪价内生上涨动力等多重因素叠加，呈现出前所未有的猛烈涨幅。此轮猪价的快速上扬始于今年 3 月份，22 个省市平均猪肉价格从 3 月初的 19.29 元/千克飙升到 10 月末的 56.02 元/千克，涨幅接近 3 倍。进入 11 月份后，受到北方地区集中出栏和北方生猪南调影响，我国南北地区猪价迅速上行的趋势均有所缓和，但供应短缺局面仍然存在，猪价下行空间有限。此轮猛烈的猪价上升周期不断驱动 CPI 上行，10 月 CPI 同比涨幅破 3.8，其中超过 60%由猪肉价格的快速上涨所贡献。

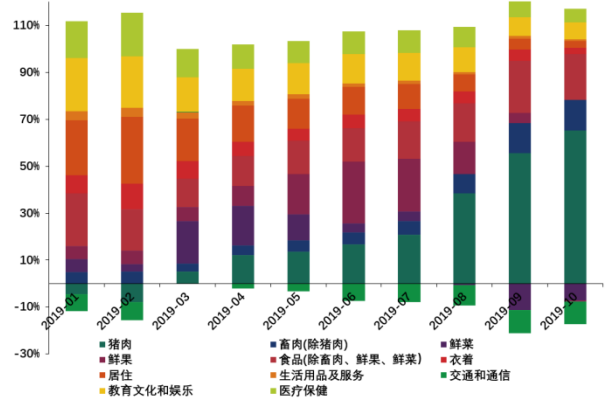
图 3：2006 年中以来的四轮猪周期



资料来源：wind，东兴证券研究所

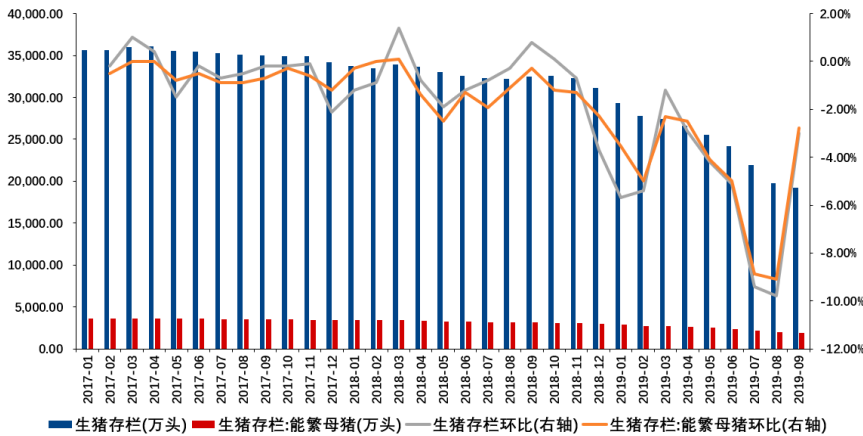
图 4：2019 年 CPI 各分项对 CPI 的拉动 (%)


资料来源：wind, 东兴证券研究所

图 5：2019 年 CPI 各分项对 CPI 的贡献率


资料来源：wind, 东兴证券研究所

前三次猪周期的上升区间跨度在一年半至两年左右，据此推测 2020 年下半年将迎来猪价下行周期。此外，根据历史猪周期测算，能繁母猪存栏量领先猪价约 4 个季度，生猪存栏量领先猪价约 2 个季度，当前生猪存栏环比跌幅最大的时间点已经过去，加之各类企业补栏积极性较高、政府频繁出台行政调控、其他肉类可替代以及增加进口等因素，预计在春节的季节性扰动下，2020 年初将迎来此轮猪周期的价格高点。但是由于存栏量的制约，猪价并不会在随后转头向下，上半年大概率将小幅震荡，不过目前补栏量的快速提升有助于推动猪肉价格在 2020 年中进入下行通道。

图 6：生猪存栏环比跌幅最快时间已经过去


资料来源：wind, 东兴证券研究所

2. 鲜果价格已逐渐回归，蔬菜价格仍呈上升趋势

上半年蔬菜和水果价格的超季节性上涨成为了推动 CPI 上行的重要因素，6 月份 CPI 中鲜菜和鲜果分项累计对 CPI 的贡献率达 30% 以上。但是蔬菜和水果的价格波动具有明显的周期性和季节性，上半年蔬菜水果价格走高，在九、十月份回归往年正常水平，十一、十二月份水果价格波动不大而蔬菜价格大幅上涨。2020 年来看，与猪肉相比蔬菜和鲜果可能仍是配角。

图 7：28 种蔬菜平均批发价已回归往年水平（元/公斤）



资料来源：wind，东兴证券研究所

图 8：7 种水果平均批发价以回归往年水平（元/公斤）



资料来源：wind，东兴证券研究所

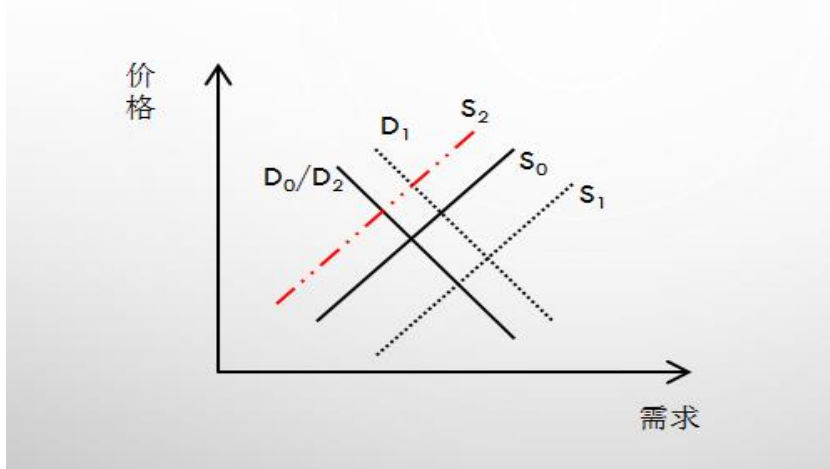
3. “保供稳价”，CPI 高点可能后移至 3 月

猪肉供需“紧平衡”，供给和需求哪个更重要？从需求端来看，较容易得出猪价高点在 1 月份的结论。春节期间猪肉需求具有“刚性”，被高价压抑猪肉消费需求有望回升，推动猪价上涨，加之今年春节提前至 1 月份，需求高点错位，CPI 同比极有可能在 1 月份达到高点。

从供给端来看，春节期间保供稳价，猪价高点可能后移。猪肉高价已经引起高层重视，保供稳价政策频出，包括保障养殖用地、及时给予必要的补偿补贴、恢复产能、扩大进口、增大储备肉的投放量等。政策有效遏制了猪肉上涨预期，“压栏”时间缩短，短期猪肉供给有所恢复，猪肉价格有所回落。但保供稳价政策可能透支了部分未来供给，而短期内猪肉总供给是有限的，“寅吃卯粮”春节后猪肉供给可能不足。

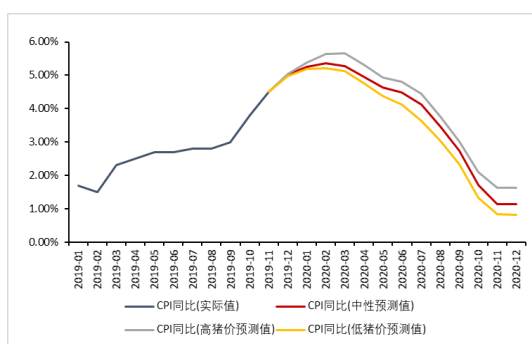
从经济学最简单供需原理出发，分析政策对猪肉价格的影响。春节前需求曲线和供给曲线分别为 D_0 和 S_0 ；春节期间需求增加 ($D_0 \rightarrow D_1$)，政策稳价保供 ($S_0 \rightarrow S_1$)，供需作用下价格下降，符合近期猪肉高价格环比微跌的现状；由于供给被提前透支，节后供给大幅减少 ($S_1 \rightarrow S_2$)，需求回落至节前水平 ($D_1 \rightarrow D_0$)，供需作用下节后猪价可能超预期上涨，价格可能冲击新高。

图 9：猪肉供需模拟分析

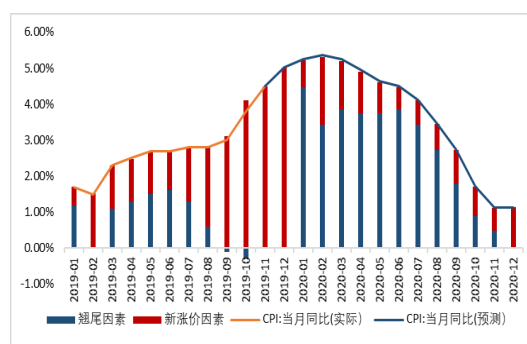


资料来源：东兴证券研究所

从需求端来看，较容易得出 CPI 高点在 1 月份的结论，综合考虑供需作用后，2020 年 CPI 高点可能后移至 2020 年 3 月份；CPI 达到高点随后小幅震荡，并于明年年中迎来拐点，进入下行通道。当前蔬菜和水果价格已基本回归往年水平，年内大概率对 CPI 的拉动作用不大。在此基础上，我们对 2020 年的 CPI 走势进行了简单预测：其中，猪肉价格按照上述分析进行推断，分为高、中、低三种情形进行推断，其中高猪价情形下预计 2020 年 3 月 36 城市平均零售价达 40.5 元/斤，中性情形下为 35.2 元/斤，低猪价情形下为 32 元/斤；其余 CPI 分项价格按照历史数据推算。进而计算出 CPI 的新涨价因素和翘尾因素，相乘得到 CPI 预测值。根据我们的预测，此次“超级猪周期”将推动 CPI 破 5；此外，由于今年 CPI 翘尾因素明显，加之明年猪肉供给压力得到缓解会推动价格下行，CPI 大概率于明年进入下行通道。

图 10：2019.11-2020.12 月 CPI 同比预测


资料来源：wind, 东兴证券研究所

图 11：中性预测下的 CPI 翘尾因素与新涨价因素


资料来源：wind, 东兴证券研究所

风险提示：猪肉价格不及预期

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_8064

