

2020 年通胀走势预测及货币政策展望

报告摘要：

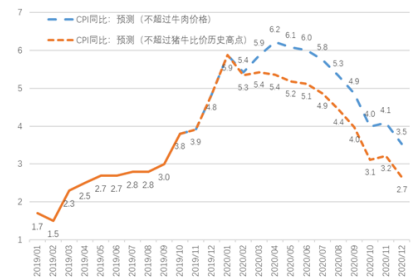
今年下半年以来，随着猪肉价格的暴涨，CPI 同比涨幅持续超预期上涨。“猪通胀”成为了市场关注的核心问题之一，也对货币政策形成了制约。猪肉价格快速上涨的原因有三，一是猪周期内生规律决定了目前应处于猪价上升期；二是非洲猪瘟造成了生猪大量死亡，加速周期上行；三是“南猪北养”等环保政策导致产能下降与供需分离。但目前来看，非洲猪瘟继续大规模爆发的可能性不大；过度的环保政策也正在修正，外因对猪肉供给的负面影响有望逐步消退。

但由于生猪产能周期较长，猪肉供给短缺的问题难以在短期得到缓解。我们首先基于猪周期的供给理论，构建了以滞后 15 期的母猪存栏环比为外生变量的 AR(1)模型。结果显示明年猪肉价格会继续大幅上涨。但是在猪价过高时，猪肉需求会受到抑制，或者选择其他肉类甚至非肉类进行替代。我们分析了猪肉价格和人均收入的变化规律，并考虑替代品牛肉价格对猪肉价格的压制作用，通过构建牛肉价格的预测模型，来测试猪肉价格的天花板。然后利用猪肉价格计算出明年 CPI 的走势。明年 CPI 总体呈现前高后低的趋势，1 月份会出现峰值，接近 6%，前三季度都会在 4%以上。而若猪价收入比或猪牛比价超过历史最高水平，则二季度初可能会再出现一个峰值，超过 6%，直到 11 月都可能维持在 4%以上的高位。

其它抑制猪价的因素来看，政策方面，目前政策注重运用市场办法，通过行政手段全面限价的概率较低。投放冷冻库存和进口方面，根据我们的测算和在进博会上对多家进口商的微观调研情况来看，冷冻猪肉和进口肉的规模难以对猪价形成较大影响。另外，猪瘟疫苗也难以短期投入使用。

我们回顾了历史上应对通胀的货币政策手段。1994 年以及 2007-2008 年的通胀是由成本驱动导致并且央行实施了紧缩政策，但二者的背景均是全面的物价上涨。1998-1999 年、2010 年和 2014-2015 年三段 CPI 与 PPI 出现“剪刀差”的历史经验来看，稳定经济增长是货币政策的最重要目标。当前 CPI 虽然同比较高，但并未引起物价普涨，且经济下行压力较大，PPI 的下行更能反映经济的实际状况。所以我们认为只要猪价上涨不引起物价普涨，明年通胀压力虽大，货币政策也将保持相对宽松的整体态度，未来 LPR 的慢下行仍然是大趋势。

风险提示：1. 价格及替代品对猪肉需求的抑制过强，猪价天花板降低。
2. 猪肉价格超过牛肉和猪价收入比的历史高点，通胀超预期上行。



相关报告

《经济下行压力加大，11 月 LPR 大概率调降——10 月经济数据点评》（20191115）

《结构性通胀不会引发货币政策收紧——10 月物价数据点评》（20191111）

《四因子驱动下的 2019 年通胀走势预判》（20181015）

证券分析师：沈新风

执业证书编号：S0550518040001
18917252281 shenxf@nesc.cn

研究助理：尤春野

执业证书编号：S0550118060022
13817489814 youcy@nesc.cn

联系人：曹哲亮

执业证书编号：S0550119010010
18010018933 caozl@nesc.cn

目 录

1. 猪肉价格为影响 CPI 的核心因素.....	4
2. 猪价的推手：新一轮周期、猪瘟与环保政策.....	4
2.1. 新一轮猪周期开启.....	4
2.2. 非洲猪瘟疫情蔓延.....	5
2.2.1. 非洲猪瘟简介.....	5
2.2.2. 当前我国猪瘟疫情.....	6
2.2.3. 非洲猪瘟疫情的历史经验.....	7
2.3. 环保风暴与“南猪北养”.....	8
3. 基于供给侧模型的猪价预测.....	9
4. 猪价上行的阻力：政策、进口、疫苗.....	10
4.1. 当前政策对猪价的影响有限.....	11
4.2. 扩大猪肉进口的抑价作用不大.....	13
4.3. 猪瘟疫苗最早后年年初上市，难以影响明年猪价.....	14
5. 需求：抑制猪价的最终因素.....	14
5.1. 考虑居民购买力.....	15
5.2. 考虑替代品牛肉的价格.....	15
6. 2020 年 CPI 走势预测.....	17
7. 未来货币政策可能如何应对？.....	18
7.1. 历史上如何应对成本拉动式通胀.....	18
7.2. 历史上如何应对 CPI 与 PPI 的背离.....	19
7.3. 当前的货币政策如何选择.....	21
图 1: 今年猪价与猪价环比走势.....	4
图 2: CPI 同比走势.....	4
图 3: 2006 年以来的猪周期.....	5
图 4: 各月疫情发生数与所涉及的生猪存栏量.....	6
图 5: 各月疫情发生数与所涉及的生猪存栏量.....	7
图 6: 2018 年至今各省疫情发生数量.....	7
图 7: 后备母猪到生猪出栏周期.....	10
图 8: 15 月前母猪存栏环比与猪价环比负相关.....	10
图 9: 2018 年以来猪价与猪价环比走势.....	10

图 10: 猪价环比走势与拟合图	10
图 11: 只考虑供给侧因素时的猪价走势预测	10
图 12: 中国猪肉产量与消费量在全球占比	13
图 13: 猪肉消费中进口猪肉占比较低	13
图 14: 其他国家总出口占中国消费比重不超过 15%	14
图 15: 近十年来我国猪肉消费量相对稳定	16
图 16: 猪肉牛肉价格与人均 GDP 比值	16
图 17: 猪牛比价的历史高点约为 80%	16
图 18: 中国牛肉产量与消费量占全球比重	17
图 19: 猪价同比走势预测	17
图 20: 未来 CPI 走势预测	18
图 21: 短贷利率、CPI 与 PPI 走势	20
图 22: 定存利率、CPI 与 PPI 走势	20
图 23: 存款准备金率、CPI 与 PPI 走势	20
图 24: M2、CPI 与 PPI 走势	20
表 1: 历史上猪瘟持续的时长	7
表 2: 2014-2018 年主要环保政策梳理	8
表 3: 《规划》中生猪生产布局的四类区域划分	9
表 4: 2018 年以来平抑猪价的相关政策更偏市场化	11
表 5: 1984 年以来我国主要货币政策及背景介绍	20

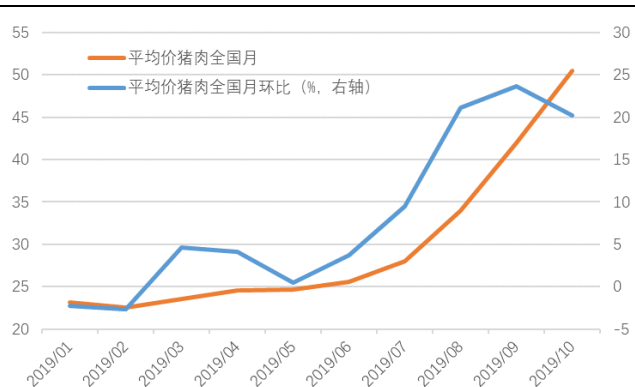
1. 猪肉价格为影响 CPI 的核心因素

2019 年中国经济面临了较大的下行压力，但同时又面临了 CPI 高企的困境。“类滞胀”使得货币政策左右为难。造成 CPI 持续走高的原因是居民消费品中猪肉价格飞涨。我国是猪肉消费大国，猪肉消费在居民消费支出中的占比也较高。所以 CPI 中猪肉一项的权重通常在 3% 左右浮动，这是 CPI 中占比较大的一个单项消费品。同时，由于猪肉供给存在明显的周期性特点，使得猪肉价格波动较大。去年下半年开始的猪瘟疫情，叠加新一轮猪周期开启、环保等因素，拉动今年猪肉价格的快速上涨。8 月猪肉均价冲破前期高点达到 33.95 元/公斤，10 月甚至达到了 50.49 元/公斤。在猪价的推动下，今年 9 月全国 CPI 同比上涨 3%，是自 2013 年 11 月以来首次触及 3% 的高位，10 月 CPI 更是达到了 3.8%。然而剔除猪价后，9 月和 10 月的 CPI 均维持在低位，分别为 1.35% 和 1.37%。可见，猪肉价格是我国当前 CPI 的主要影响因素。我们基于对未来猪价走势的分析与测算，对明年 CPI 的走势进行预判。

我们预计明年 CPI 同比前高后低，若猪肉价格能得到有效控制，则明年 1 月将为本轮通胀高点，而后下行。如果猪肉价格控制不当，则明年上半年 CPI 同比可能突破 6%。

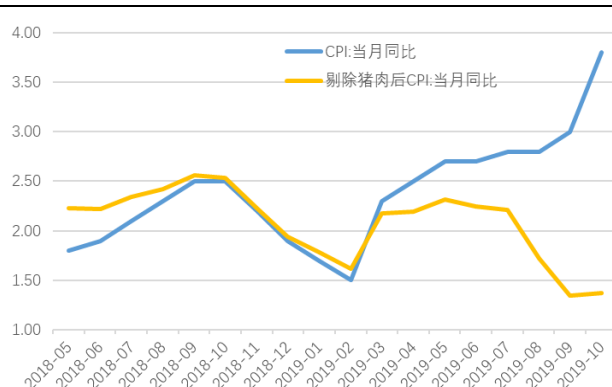
在整体经济下行压力较大，PPI 持续为负、核心 CPI 低位徘徊的背景下，猪价推动的结构性通胀对我国货币政策选择构成了新的挑战。结合历史经验与现实情况，我们认为稳定经济增长仍是货币政策的重要目标，未来货币政策大概率保持松紧适度，同时 LPR 仍有小幅下调空间。

图 1：今年猪价与猪价环比走势



数据来源：东北证券，Wind

图 2：CPI 同比走势



数据来源：东北证券，Wind

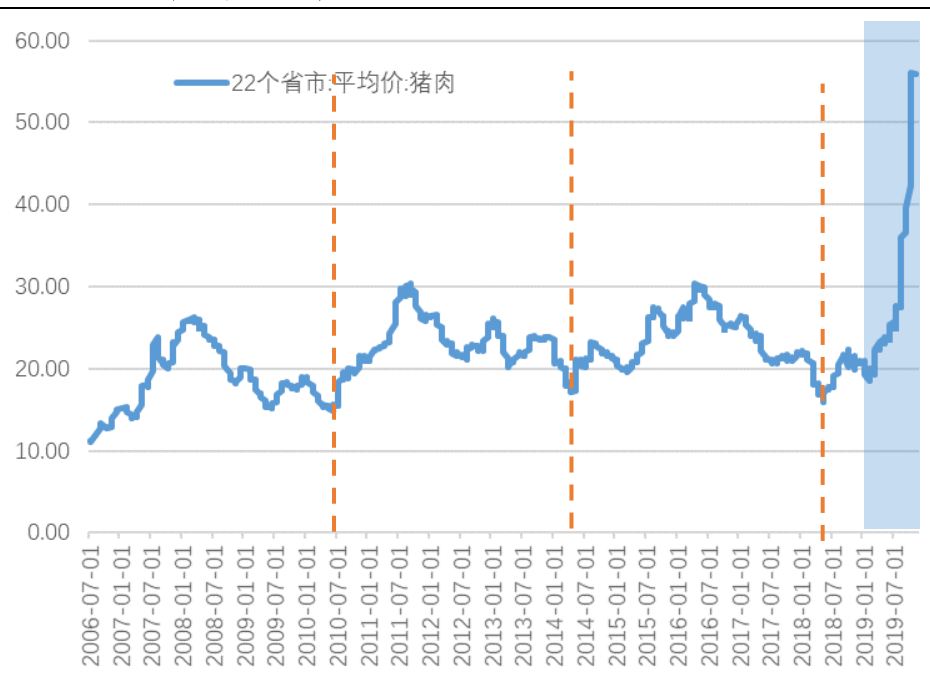
2. 猪价的推手：新一轮周期、猪瘟与环保政策

2.1. 新一轮猪周期开启

本文将猪周期定义为从 2006 年 7 月开始，以每 3-5 年中的猪肉价格最低点为旧周期的终点和新周期的起点。根据这一定义，我们可以划分出三个完整的猪周期，当前

正处于第四轮猪周期中。2006 年夏天由高致病性蓝耳病触发猪肉供给骤降，猪价迅速攀升并在 2008 年 3 月达最高点，第一轮猪周期时长约为 48 个月。2010 年夏天，前期产能出清伴随着口蹄疫与猪蓝耳病，共同导致猪肉供给下降，第二轮猪周期开启并在 2011 年 9 月达到峰值。第二轮猪周期共持续约 47 个月。受到产能持续下降与环保政策趋严的影响，第三轮猪周期开始于 2014 年 4 月，并在 2016 年 4 月达到高点后开始回落，时长约为 48 个月。随着产能的不断下降，2018 年 5 月猪肉价格触底反弹，第四轮猪周期开启。本轮周期开始时的猪价涨幅与之前较为相似，但 2018 年 8 月开始的猪瘟疫情，伴随着“南猪北养”等环保政策所导致的产能下降与供销分离，使得本轮周期猪价涨幅远超以往。

图 3：2006 年以来的猪周期



数据来源：东北证券，Wind

2.2. 非洲猪瘟疫情蔓延

非洲猪瘟疫情的蔓延是本轮猪价在短时间内迅速攀升的最主要原因。猪瘟导致我国生猪大量死亡、供给在短期内大幅减少，成为本轮猪周期最强的推动因素。本节在对我国当前猪瘟疫情与国外历史经验进行梳理的基础上，为非洲猪瘟对我国猪价可能产生的潜在影响提供初步的定性分析。

2.2.1. 非洲猪瘟简介

非洲猪瘟病毒对人没有致病性，但对猪的感染性极强。猪瘟病毒可以在生猪、猪粪便、死猪甚至猪肉制品中存活，生猪一旦被其感染则 100%死亡。猪的唾液、各种分泌物、血液、被猪瘟病毒感染的饲料、水源、物品器具、人员甚至空气都会成为猪瘟传播的载体。猪瘟病毒还有 4-19 天的潜伏期，无法从症状上完全判断生猪是否已经感染。由于疫苗尚未推广，猪瘟疫情一旦出现就需要对其方圆多公里内的生猪进行严格扑杀，并对封锁区内外实行严格的禁运，防止疫情扩大。

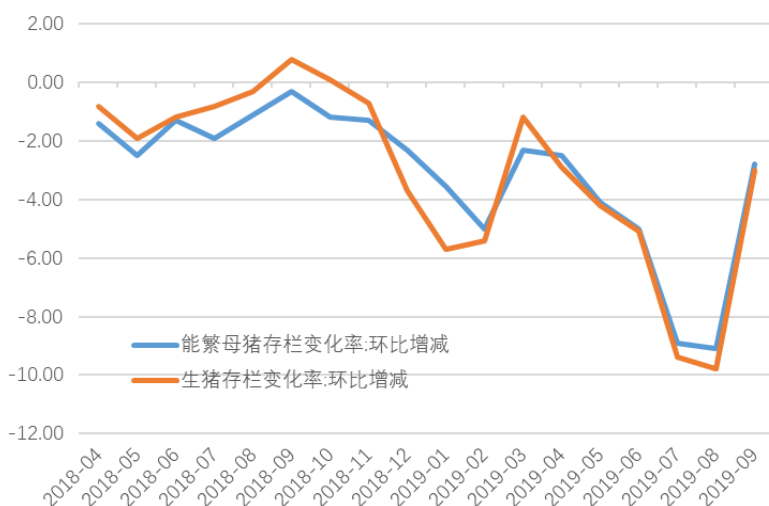
2.2.2. 当前我国猪瘟疫情

自 2018 年 8 月 3 日辽宁沈阳爆发我国首例非洲猪瘟疫情，一年多以来非洲猪瘟较快扩散到了全国所有 31 个省市区以及香港特别行政区。从报告疫情地区分布情况看，辽宁 16 例是报告疫情数最多省份，云南、贵州疫情发生次数分列二三位。从区域来看，猪肉主产区东北同时也是此次猪瘟的重灾区。东北四省区一共报告 32 起，占全国总数的 20.2%，大幅超过猪肉产量大约占全国 10%的比重。

从疫情造成的影响而言，截至 2019 年 10 月 31 日，官方数据显示全国已有 31 个省份发生非洲猪瘟疫情共 158 起，全国累计扑杀生猪 119.2 万头。以每头猪出栏重量 100 公斤来计，到目前为止此次猪瘟已经直接导致猪肉供给减少 11.92 万吨，然而猪瘟的实际影响远大于此。从存栏量来看，从去年 10 月开始，我国母猪与生猪存栏量持续下滑，今年 9 月同比降幅甚至分别达到 38.9%与 41.1%。从产出缺口来看，美国农业部预计我国今明两年猪肉产量分别比去年降低 850、1175 万吨，进口量则分别提高 104、90 万吨。在猪肉消费量维持 2018 年 5539.8 万吨的情况下，实际猪肉缺口分别约为 746、1085 万吨，分别占消费量的 13.47%、19.58%。有业内人士甚至预测仅 2019 年，我国猪肉缺口就将达到 1400 多万吨。此次非洲猪瘟疫情已经并且可能进一步导致我国猪肉产量的大幅度降低。

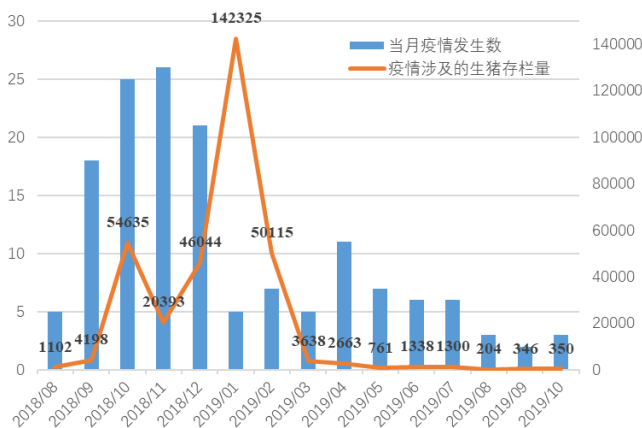
从时间维度而言，疫情爆发次数最多的月份为 2018 年 11 月，疫情涉及生猪存栏量最多的月份为 2019 年 1 月，即此次疫情最严重的时间点大约在 2018 年年底。近期疫情数与涉及的生猪存栏数均有逐步减少的趋势。本次非洲猪瘟疫情开始于 2018 年 8 月，在 18 年年底前后大规模爆发，目前尽管没有被根除但严重程度已经减弱。

图 4: 各月疫情发生数与所涉及的生猪存栏量



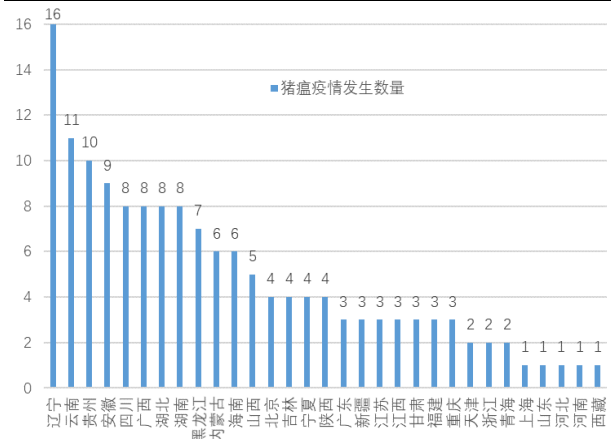
数据来源: 东北证券, 农业农村部

图 5: 各月疫情发生数与所涉及的生猪存栏量



数据来源：东北证券，农业农村部

图 6: 2018 年至今各省疫情发生数量



数据来源：东北证券，农业农村部

2.2.3. 非洲猪瘟疫情的历史经验

此次非洲猪瘟是首次进入我国，尚无历史经验可以借鉴。从其他国家来看，在强力实施了扑杀、隔离、限制猪只流动、消毒圈舍和污染场所等措施后，猪瘟疫情往往较快得到了控制。在我们统计的 14 个国家中，有 50%在当年成功扑灭疫情，71%在 4 年之内扑灭疫情。余下国家主要是由自身操作不当导致了疫情持续时间较长：西班牙由于错误地选择了使用疫苗，导致后期疫情反复；海地由于缺少经费和动物卫生的基础设施，未能及时采取任何有效措施，导致猪瘟迅速蔓延；俄罗斯为控制猪瘟设立了新规，但是并没有为农场主提供任何帮助，导致生猪生产与养殖走向“地下”，疫情越发严重。

自 2018 年 8 月猪瘟在我国爆发以来，我国政府采取了扑杀、隔离封锁、跨地区禁运、补贴养殖户等强力手段，及时监控与报告全国猪瘟疫情，并加快了对疫苗的研发工作，因此疫情被较快控制住的可能性较大。结合我国当前猪瘟疫情状况，我们认为我国最严重的时期可能已经过去，未来疫情再次扩大的可能性不大。

表 1: 历史上猪瘟持续的时长

起止年份	地点	时长
1957 年-1958 年	葡萄牙	2 年
1960 年-1982 年	西班牙	22 年
1964 年-1967 年	法国	4 年
1967 年-1968 年	意大利	1 年
1971 年-1972 年	古巴	1 年
1978 年-1979 年	马耳他	2 年
1979 年-1981 年	巴西	3 年
1979 年-1984 年	海地	6 年
1980 年-1980 年	古巴	1 年
1985 年-1985 年	比利时	1 年
1996 年-1996 年	科特迪瓦	1 年
2001 年-2001 年	尼日利亚	1 年

2007 年-2008 年	格鲁吉亚	2 年
2007 年至今	俄罗斯	超过 12 年

数据来源：东北证券整理

2.3. 环保风暴与“南猪北养”

除猪瘟之外，前几年有关部门对生猪行业加大环保整治力度，推进“南猪北养”生猪区域布局调整，也在一定程度上导致了生猪产能的阶段性下降。

我们在表格中对 2014-2018 年间与生猪生产相关的环保政策进行了梳理。以 2016 年的《全国生猪生产发展规划（2016—2020 年）》为转折点，前期环保政策主要关注污染防治，后期重心开始向“南猪北养”的区域布局转移。**本阶段环保政策的统一逻辑是按照环境承载力和资源优势，对全国的生猪生产进行区域专业化布局。**具体而言重点鼓励潜力增长区特别是东北四省区生猪产业发展，限制“约束发展区”和“适度发展区”尤其是南方水网地区的生猪养殖。

政策本身具有经济合理性与客观必要性，然而对东北大规模扩大生猪养殖的客观不利因素估计不足。例如，东北的水资源不足以及严寒气候都构成了生猪养殖的不利条件。更为重要的是，“南猪北养”设计对生产布局转变带来流通领域交易成本上升的影响考虑不够充分。“南猪北养”意味着“北猪南运”转运压力增加，这除了会增加跨区域的运输成本，还会增加防控疫情跨区域传播的难度。为满足居民普遍偏好食用新鲜猪肉消费习惯，生猪屠宰能力需较多配置在区位接近最终消费市场的端点，因而“北猪南运”主要采取跨区域活猪转运方式。这种配置方式的问题在于增加了风险。一旦运输链中有猪感染了猪瘟病毒，就很容易通过跨区域调运将病毒传染到全国各地，大大加速了猪瘟疫情的爆发。而一旦采取大范围封锁禁运，就容易导致全国范围内的供需不匹配，推动终端消费市场的猪价快速上涨。

近期随着猪瘟疫情的发展与猪价的快速上涨，有关部门已经意识到“南猪北养”政策的弊端，并且积极鼓励各地区取消超出法律法规的生猪禁养、限养规定，不得超范围划定禁养区。“南猪北养”与环保政策基本被反转，未来继续对猪价产生影响的可能性较小。

表 2：2014-2018 年主要环保政策梳理

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_8938

