



滞胀扩散，不见终点？

报告日期：2019年11月11日

胡研宏 英大证券 宏观研究员

执业证书编号：S0990113110017

联系电话：188 2526 9825（微信同）

联系邮件：huyanhongydsc@foxmail.com

《白雪歌送武判官归京》（岑参·唐）：“轮台东门送君去，去时雪满天山路。山回路转不见君，雪上空留马行处。”

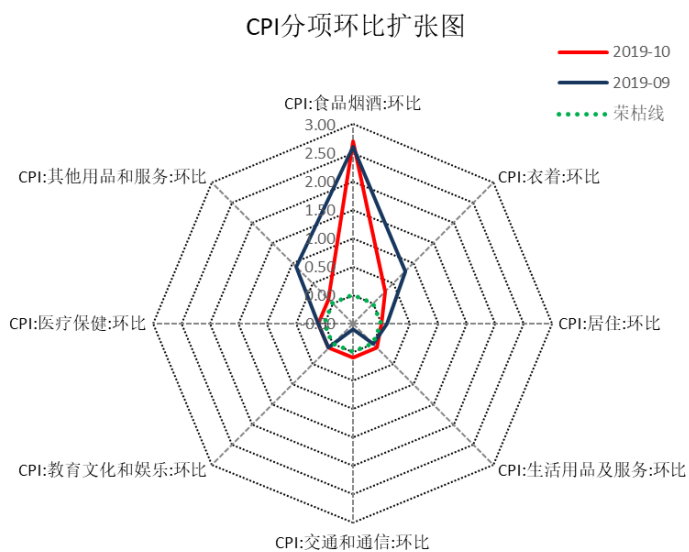
报告观点：

1. **肉蛋白摄入是刚需，猪肉涨价的驱动力；素食无法替代肉蛋白。**
2. 非肉类农产品将全面涨价；中国将输出通胀，推动美国、欧洲食品价格上涨。
3. 国民可支配收入增速有限，支持消费升级能力也有限，警惕消费类科技品前景。
4. 食品价格通胀与工业品通缩可能长期存在，工业生产持续下滑，短期见底难。
5. 从系统风险角度来看，耐用品消费持续萎缩，建材价格下跌，工业生产下滑还会对企业和居民的生产和生活持续施加负面影响。
6. 全球农产品通胀，工业通缩，货币政策将陷入困境。
7. 本期报告有效期：3个月。

一、食品通胀显著，非食品类继续疲软

2019年10月份，全国居民消费价格同比上涨3.8%。其中，城市上涨3.5%，农村上涨4.6%；食品价格上涨15.5%，非食品价格上涨0.9%；消费品价格上涨5.2%，服务价格上涨1.4%。1--10月平均，全国居民消费价格比去年同期上涨2.6%。10月份，全国居民消费价格环比上涨0.9%。其中，城市上涨0.8%，农村上涨1.2%；食品价格上涨3.6%，非食品价格上涨0.2%；消费品价格上涨1.4%，服务价格持平。

CPI 衣着和其他增速放缓，但分项恢复全面扩张



数据来源：国家统计局，英大证券研究所整理

(1)10月份，食品烟酒类价格环比上涨2.7%，影响CPI上涨约0.84个百分点。食品中，畜肉类价格上涨14.7%，影响CPI上涨约0.91个百分点，其中猪肉价格上涨20.1%，影响CPI上涨约0.79个百分点；禽肉类价格上涨2.5%，影响CPI上涨约0.03个百分点；鲜果价格下降5.7%，影响CPI下降约0.10个百分点；鲜菜价格下降1.7%，影响CPI下降约0.04个百分点；鸡蛋价格下降1.5%，影响



CPI 下降约 0.01 个百分点；水产品价格下降 1.1%，影响 CPI 下降约 0.02 个百分点。

(2) **其他七大类价格环比六涨一平**。其中，衣着价格上涨 0.3%，生活用品及服务、交通和通信、教育文化和娱乐、医疗保健、其他用品和服务价格均上涨 0.1%；居住价格持平。

二、猪肉涨价，吃素不行么？

2.1 蛋白刚需支撑猪肉涨价且植物蛋白无法替代。

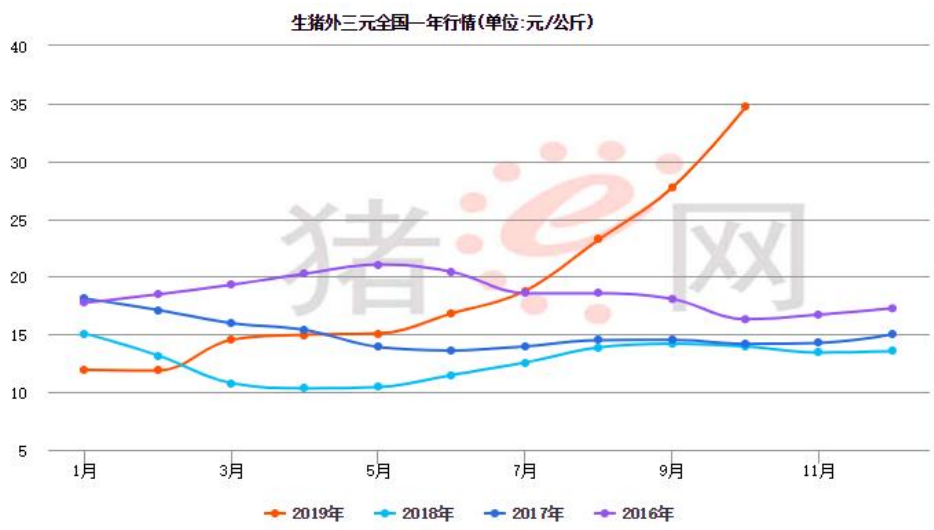
蛋白质食物是人体重要的营养物质，保证优质蛋白质的补给是关系到身体健康的重要问题。首先，要保证有足够数量和质量的蛋白质食物。根据营养学家研究，一个成年人每天通过新陈代谢大约要更新 300g 以上蛋白质，其中 3/4 来源于机体代谢中产生的氨基酸，这些氨基酸的再利用大大减少了需补给蛋白质的数量。一般地讲，一个成年人每天摄入 60g~80g 蛋白质，基本上已能满足需要。其次，各种食物合理搭配是一种既经济实惠，又能有效提高蛋白质营养价值的有效方法。每天食用的蛋白质最好有三分之一来自动物蛋白质，三分之二来源于植物蛋白质。

蛋白质的主要来源是肉、蛋、奶、和豆类食品，一般而言，来自于动物的蛋白质有较高的品质，含有充足的必需氨基酸。必需氨基酸约有 8 种，无法由人体自行合成，必须由食物中摄取，若是体内有一种必需氨基酸存量不足，就无法合成充分的蛋白质供给身体各组织使用，其他过剩的蛋白质也会被身体代谢而浪费掉，所以确保足够的必需氨基酸摄取是很重要的。植物性蛋白质通常会有 1-2 种必需氨基酸含量不足。从某种意义上来说，肉蛋白是更为高质量的蛋白源，植物蛋白则稍逊（笔者注），所以素食者需要摄取多样化的食物，从各种组合中获得足够的必需氨基酸。一块像扑克牌大小的煮熟的肉约含有 30-35 公克的蛋白质，一大杯牛奶约有 8-10 公克，半杯的各式豆类约含有 6-8 公克。所以一天吃

一块像扑克牌大小的肉，喝两大杯牛奶，一些豆子，加上少量来自于蔬菜水果和饭，就可得到大约 60-70 公克的蛋白质，足够一个体重 60 公斤的长跑选手所需。

全国总蛋白供应不足导致肉类价格率先上涨，其中中国人的肉食结构猪肉率先上涨（当然也有非洲猪瘟的效应），鸡肉是其次，随后是牛羊肉，鱼肉。蛋白供应主要是肉类和植物类。摄入蛋白的需求是刚性的，最终将驱动植物蛋白涨价。现在物价的主要矛盾显然就是：蛋白刚需稳定和肉蛋白供应不足之间的矛盾，而矛盾的主要方面就是，肉蛋白产能恢复面临非洲猪瘟和自然繁殖生长周期（10个月）的约束。

农业农村部市场与信息化司统计数据（11月8日），全国农产品批发市场：猪肉平均价格为 51.18 元/公斤，比昨天上升 0.1%。2019 年猪肉价格快速上升，5 月份猪肉价格开始高于 2018 年，2017 年同期价格，7 月已经接近 2016 年同期价格。现在已经大大超过 2016 年猪肉同期价格（生猪批发价），预计在年底达到突破 40 元/公斤，而猪肉零售可能会到达 50 元/斤。非洲猪瘟的影响被低估了，而美国猪肉进口仍然有限，缺口问题是无法彻底解决的，形成了偏紧的猪肉供应环境，在需求稳定的情况下，价格上升将持续存在。



资料来源：猪 E 网

2.2 猪仔价格飞涨

猪肉价格的上涨，养猪的利润自然持续改善。即便考虑到瘟猪的可能性，涨价持续进行将覆盖成本上升且利润空间持续扩大。未来养猪产业的扩张冲动会持续出现。出于国家食品保障的安全要求，各地方政府补贴支持，菜篮子工程稳定



需要，以及巨大的养猪利润空间，国内养猪规模仍会迎难而上。结合猪的生产周期来讲，**猪存栏改善也要在半年，乃至1年后出现，价格上的回落预计要更久，甚至考虑到非洲猪瘟存在长期性，未来的猪肉价格的下滑可能要更久远才能实现。**

全国 500 个农村集贸市场仔猪平均价格

单位：元/公斤

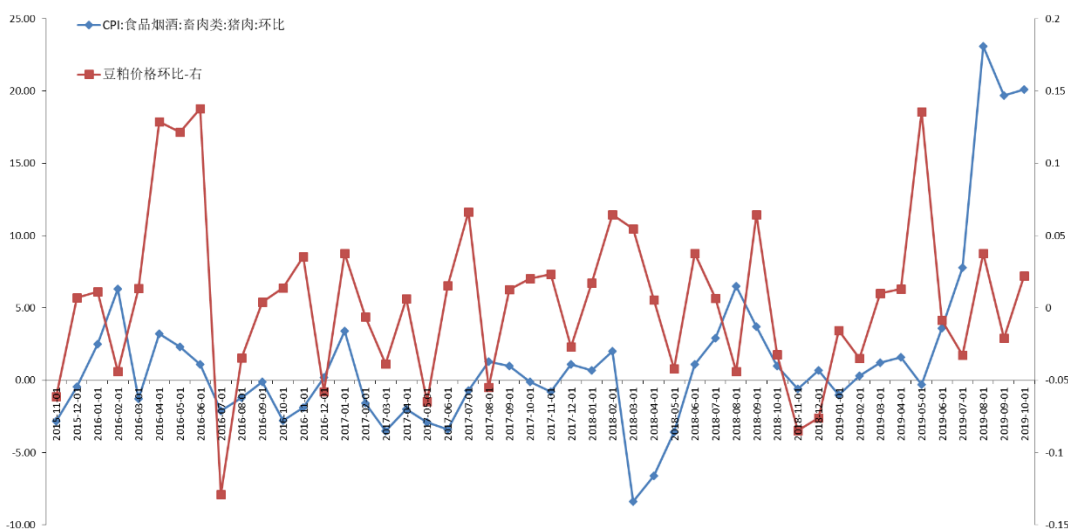
| 日期 | 仔猪价格 |
|-----------|--------|
| 10月30日 | 77.55 |
| 比10月23日涨跌 | 5.5% |
| 比去年同期涨跌 | 222.2% |

来源：农业农村部畜牧兽医局

2.3 饲料价格回落是买入机会

过去的的数据里，豆粕环比价格对食品CPI环比走势的很好指引。从目前来看，这个相关性关系仍然十分紧密。理论上，生猪存栏下降，猪饲料消耗会继续下降，饲料价格下跌，这是很简单的逻辑，而生猪存栏上升，猪饲料消耗上升，而进一步的猪饲料价格会上涨。我们在前面报告中提到：**生猪存栏下降，猪饲料价格环比与CPI食品环比同步，更进一步的说，猪饲料价格和猪肉价格环比是同步的。**这意味着猪饲料的需求没有因为生猪存栏下降而下降，这可能意味着少量的猪在使用更多的饲料。**说明养猪场延长了生猪出栏的时间**，也就是多喂养这么一段时间，201901-201904时间段内，生猪存栏量大大高于当前，彼时豆粕价格持续上涨，居高不下。随后5月销售部分，而进入6月开始，猪肉价格环比迅速飙升，生猪存栏下滑十分严重，价格达到新高水平。

目前，中美谈判相对温和，中国开始进口美国猪肉以及加拿大猪肉，预计将缓冲国内猪肉价格上涨势头，但不会改变绝对方向。（11月6日中国外交部证实——加拿大总理——特鲁多表示，加拿大猪肉、牛肉将重新对华出口。7日，海关总署和农业农村部正在研究解除美国禽肉对华出口限制事宜。）



数据来源：英大证券研究所，WIND

从养猪场角度来讲，在生猪不染病的前提下，如果多喂养一段时间的饲料成本低于猪肉价格上升带来的利润增加，那么延长生猪饲养就是有利可图的。从这个意义上来推断，目前的生猪存栏下降可能要相比历史上其他时期的情形是低估的。当然，价格机制来影响市场供需是十分有效的，这有利于消费者调节肉类需求的食用周期和食用量。考虑到当前，国家储备的冻猪肉量有限，未来巨大的猪肉需求缺口，**我们对未来猪肉价格还是强烈看涨的。**

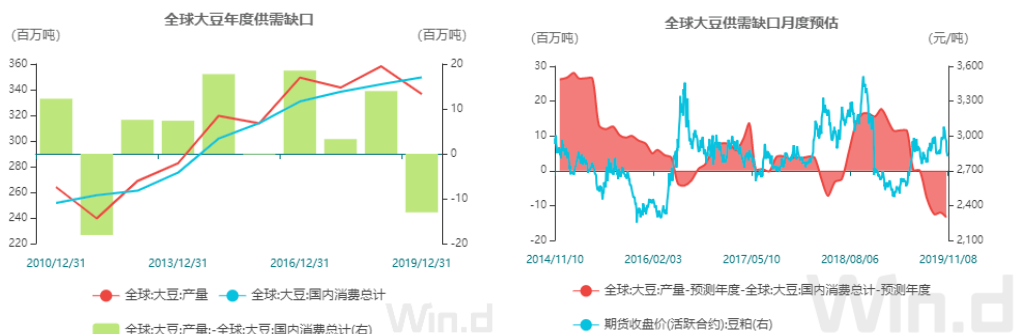
供未来宏观经济的微观观察使用，我们维持一个情景分析：美国生猪养殖可能会上升，冲销中国豆粕需求减少的冲击（不考虑复产的情况下），生猪养殖替代非洲猪瘟可能长期存在，那么这种替代关系会更加长久。豆粕是国际化品种，定价是市场化的。

2.4 植物蛋白供应充足否？

我们可能需要担心豆粕价格的上涨是大豆减产本身导致，还是生猪养殖需求上升所致。美国大豆价格在近年的低点，因为 2018 年开始的贸易战导致美国减少了大豆生产的布局。贸易战后的最新数据显示，截至 2019 年 9 月份，美国农场破产申请已经高达 580 宗，比去年增长 24%。有分析人士预计，2019 年美国农

业债务将会达到创纪录的 4160 亿美元，美国已无法再承受失去客户的后果。由于美国行动导致大豆贸易受损严重，美国仓促间宣布工业大麻合法化，并引导农民种植工业大麻。此前，美国农民普遍认为，大麻能够带来每亩近 750 美元的利润，远高于仅能带来 150 美元左右利润的大豆。数据显示，在 2018 年至 2019 年期间，美国工业大麻总种植面积大增 54%。美国很多小型农场主放弃大豆转而种植大麻后，仍然无法找到买家。据市场研究公司 Whitney Economics 调查结果显示，有近 65% 的大麻种植者难以在市场中找到买家，因为美国大麻市场已经供过于求。

综合来看，目前大豆的种植出现一个偏紧的局面。根据 USDA2019 年 10 月份月度报告估计，全球大豆预测年度产量为 338.97 百万吨，环比减少 2.42 百万吨，季节性来看产量位于平均水平，需求为 352.34 百万吨，需求环比减少 1.07 百万吨，季节性来看需求位于较高水平，供需缺口为 -13.37 百万吨，比上年度同期相比增加 10.7 百万吨。



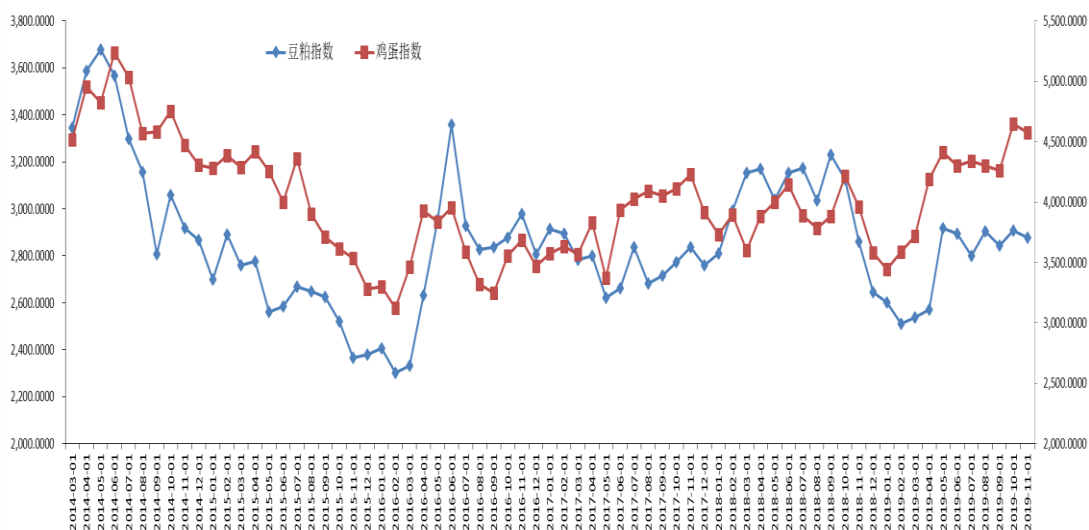
数据来源：WIND

随着贸易冲突缓和以及巨大的生猪养殖利润，可以肯定的是中国以外的生猪养殖会上升，豆粕需求也上升，以满足中国的猪肉进口需要。这可能意味着，做多大豆，豆粕，菜粕等农产品的机会。

2.5 鸡肉消费上升，替代效应凸显

就目前来看，居民对动物蛋白需求是相对稳定的。尽管猪肉和鸡肉之间的替代关系并不显著，但人们还是对二者的消费有一定的替代性消费行为发生。鸡肉

的价格今年也持续上升，鸡蛋就更不用说了，上升趋势也十分明显。我们在前面报告分析提到猪肉消费的转移替代，导致鸡肉，牛肉，羊肉的消费增加。当然这其中牛肉和羊肉的消费增加可能没那么显著。鸡肉属于家常消费的动物蛋白补充来源，因而鸡肉的消费在未来一段时间应该有更为清晰和显著的表现。当我们看到鸡蛋和豆粕价格走势关系的时候，我们会有进一步的认识，也就是猪肉的涨价溢出效应在大大增加。未来一段时间，鸡肉的价格是否绝对增加很难说，因为鸡肉的生产周期要短的多，但有一点是肯定的，猪肉的高价格就会导致鸡肉的供应维持一个相对充分的状态，这必然导致饲料价格的稳定，进一步的价格下跌空间比较小，关于这一点是回应一些投资者对贸易谈判如果顺利，是否豆粕价格会进一步大跌的担忧。



数据来源：英大证券研究所，WIND

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_9123

