

为什么我们认为猪肉权重难以下降？

——暨 2020 年通胀形势展望

宏观专题报告

2019 年 11 月 11 日

报告摘要：

统计局采用的链式拉氏方法决定了 2020 年猪肉权重不具备下降基础。

● 本轮CPI上行属于典型的结构性通胀

本轮 CPI 上行主要由猪肉涨价引起。猪肉涨价主要是非洲猪瘟和环保政策一刀切的结果。生猪出栏是预测猪肉价格反向同步指标，生猪存栏是预测猪肉价格反向领先指标。经测算，生猪存栏量同比每下降 1 个百分点，远期猪肉价格同比将上升 4 个百分点，市场投机和炒作因素会加快猪肉调整速度。受今年猪肉价格先低后高影响，明年猪肉 CPI 可能呈现先高后低的走势。

● 如何用猪肉价格预测猪肉CPI

统计局猪肉 CPI 波动性略低于猪肉实际价格波动。观察发现，统计局猪肉 CPI 同比增速在猪周期顶部均低于 22 省市猪肉均价同比增速，在猪周期底部均高于 22 省市猪肉均价同比增速。测算可得，22 省市猪肉价格同比增速每上升/下降 1 个百分点，猪肉 CPI 同比上升/下降 0.84 个百分点，二者相关系数 0.983。

● 2020年CPI可能呈“前高后低”走势

链式拉氏方法决定了2020年猪肉权重不具备下降基础。根据统计局链式拉氏的计算方法，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。因此，猪肉权重不可随意调整，而是一个严肃的技术问题。

今年以来猪肉消费开支明显上升。截止今年9月，猪肉销量较去年累计下降了60%左右，但猪肉价格较去年平均水平上涨了一倍以上，猪肉价格上涨速度快于猪肉销量下降速度。总体来看，今年下半年猪肉消费开支占总消费比重有所上升，这将拉高明年下半年猪肉权重。

● 2020年PPI可能持续处于负区间

PPI主要由需求端决定，预测PPI需要预测未来经济走势。相比食品和生活用品而言，工业原材料生产较为稳定，不容易受到天气等因素影响，季节性效应不明显。PPI更多受需求端影响，当经济向好时，PPI通常走高；当经济疲软时，PPI通常走低。

原油价格和PPI有很大关系。据测算，布伦特原油价格滞后两个月同比增速与PPI月同比增速的相关系数为0.853，二者可能有如下关系：1. 油价价格变动会直接影响工业品价格，进而导致PPI变动；2. 中国是世界工业大国，中国经济运行好坏会影响国际油价的需求端，进而引起原油价格和PPI同向变动。

● 防通胀和防通缩，两手都要抓

2020年我国面临防通胀和防通缩的双重任务。CPI方面，受猪肉价格带动，明年一月份CPI达到最高点接近5%，明年上半年CPI预计保持在3.5%以上；下半年CPI有望走低。PPI方面，受全球经济前景低迷的预期影响，明年PPI有持续为负的可能。货币政策预计总体稳健，略偏宽松。

● 风险提示：

猪油共振、猪肉带动食品价格上涨引发通胀预期、油价快速下跌拉大CPI和PPI缺口等。

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：毛健

执业证号：S0100119010023

电话：021-60876720

邮箱：maojian@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

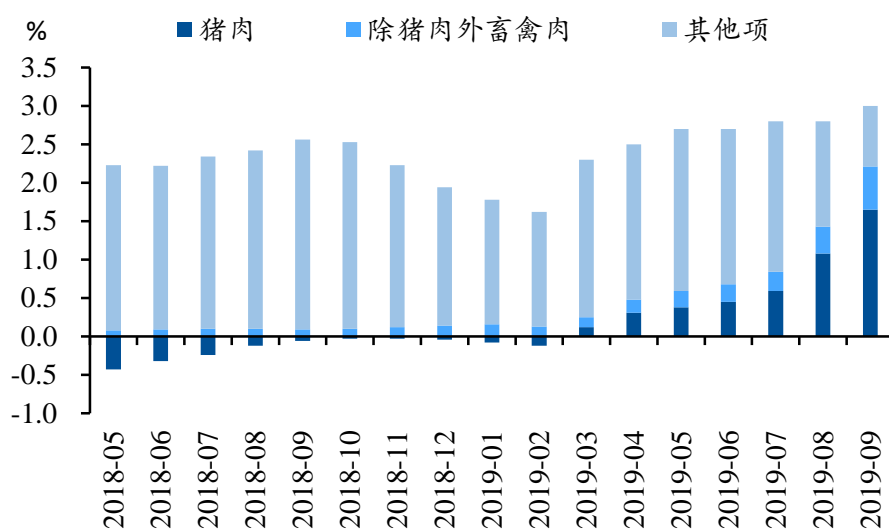
一、本轮 CPI 上行属于典型的结构性通胀.....	3
(一) 本轮 CPI 上行主要由猪肉涨价引起.....	3
(二) 今年猪价快速上涨是多种因素共振的结果.....	4
(三) 生猪存栏同比增速目前正处于底部位置.....	5
(四) 预计猪肉 CPI 高点将于 2020 年 1 月份出现.....	8
二、2020 年 CPI 可能呈“前高后低”走势.....	9
(一) 链式拉氏方法决定了 CPI 权重并非固定不变.....	9
(二) 食品项和非食品项的权重大致稳定.....	10
(三) 猪肉权重不具备下降基础.....	10
(四) 2020 年 CPI 可能呈“前高后低”走势.....	13
三、2020 年 PPI 可能持续处于负区间.....	14
(一) PPI 主要由需求端决定.....	14
(二) PPI 供给端会受到外围油价变动影响.....	15
(三) 油价三种场景下 PPI 走势各不相同.....	15
四、防通胀和防通缩，两手都要抓.....	16
风险提示.....	16

一、本轮 CPI 上行属于典型的结构性通胀

（一）本轮 CPI 上行主要由猪肉涨价引起

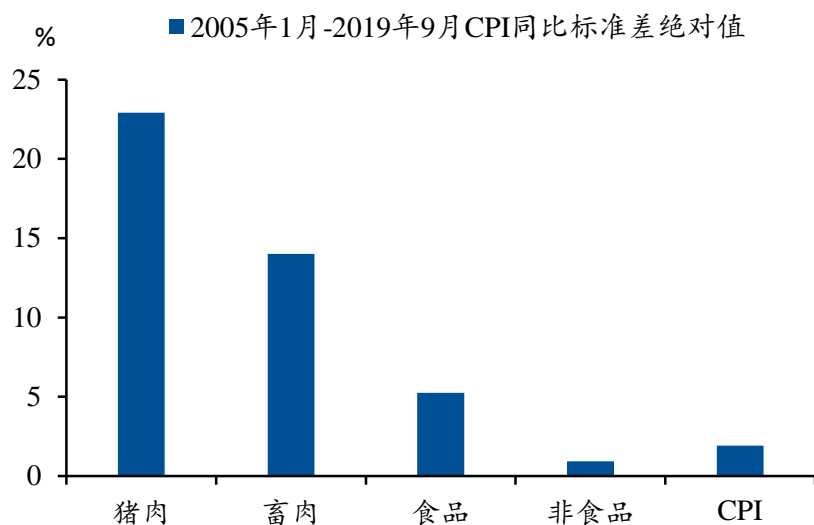
今年以来猪肉价格上涨引起了结构性通胀。把 CPI 分成猪肉、除猪肉以外的禽肉和畜肉（牛肉、羊肉等）和其他项，可以发现，从今年以来，猪肉成为影响 CPI 上行的最主要因素（图 1），9 月份猪肉对 CPI 同比拉动 1.65 个百分点，对 CPI 的贡献度超过一半。受猪肉涨价影响，牛羊肉在内的其他畜肉和鸡肉为主的禽肉价格也明显上升，共同导致了今年的结构性通胀现象。

图 1：猪肉价格为今年拉动 CPI 上涨最大的因素



资料来源：Wind，民生证券研究院

猪周期源于猪肉的生产特性。由于我国猪肉消费占肉类比重较大，且散户养殖占养猪很大一部分比重，再加上猪的生长期一般为一年以上，导致我国猪肉市场经常出现供需错位的现象，经常在供不应求和供过于求之间摆动。猪肉的波动性比较大，远大于 CPI 其他项目（图 2），这加剧了 CPI 的波动性，造成了我国独特的“猪周期”。

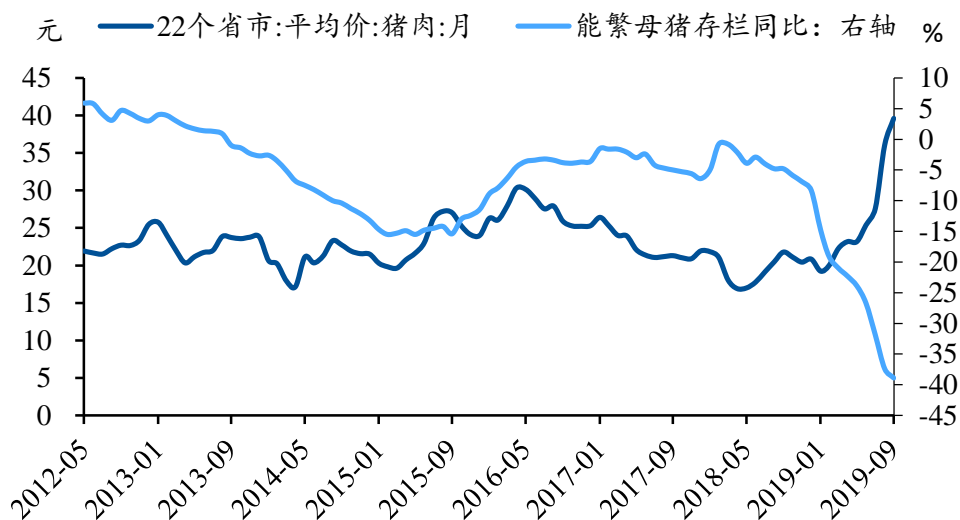
图 2：猪肉高波动性加剧 CPI 波动


资料来源：Wind，民生证券研究院

（二）今年猪价快速上涨是多种因素共振的结果

非洲猪瘟+农村环保禁养一刀切是今年猪价上涨原因。受非洲猪瘟影响，今年年初各养猪户出现养殖大量死亡的现象，截至 2019 年 9 月 31 日，全国已有 31 个省份城市发生非洲猪瘟共 150 多起疫情，其中家猪 148 起，野猪 3 起，全国累计扑杀生猪 117 万头。另一方面，近年来农村环保禁养政策一刀切，使很多符合法律规范的养猪户也被迫退出养猪行业。受非洲猪瘟叠加环保禁养一刀切影响，今年来我国生猪、能繁母猪存栏量大幅下降。根据农业农村部公布的 2019 年 9 月份 400 个监测县生猪存栏信息，生猪存栏量环比下降 3%，同比下降 41.1%。能繁母猪存栏环比下降 2.8%，同比下降 38.9%（图 3）。猪肉价格快速上涨，中国畜牧业信息网统计的 22 个省市猪肉平均价，今年 10 月 11 日相比去年同期上涨 89.52%。

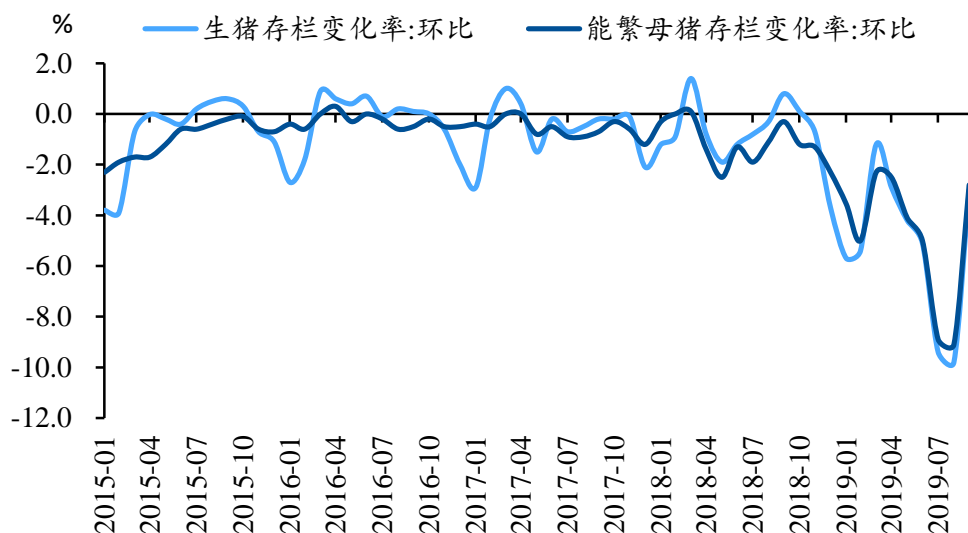
图 3：供给短缺是猪价上涨根本原因



资料来源：Wind，民生证券研究院

今年下半年来政策鼓励养猪，生猪存栏环比下降率有所收窄。今年下半年来，多部委密集出台鼓励养猪的相关政策，涉及补贴、养殖用地、金融扶助等方面，9月生猪存栏量环比增速下降幅度已有所收窄，8月份生猪存栏环比下降9.8%，9月份环比下降3.0%，收窄6.8%（图4）。

图 4：生猪存栏环比下降率有所收窄



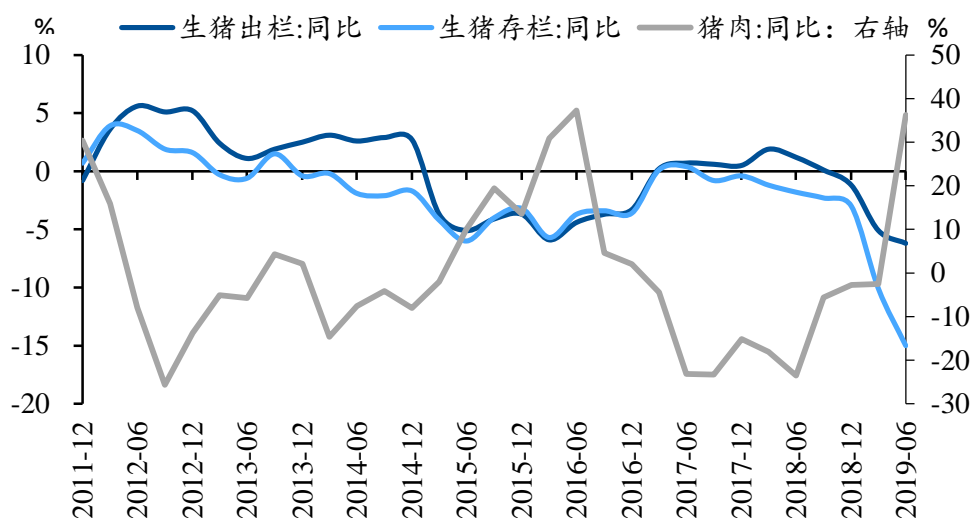
资料来源：Wind，民生证券研究院

（三）生猪存栏同比增速目前正处于底部位置

生猪出栏是预测猪肉价格反向同步指标，生猪存栏是预测猪肉价格反向领先指标。根据历史经验，生猪出栏同比增速和猪肉价格同比增速成反比，由于生猪出栏决定了市场猪肉供应，而市场猪肉供应直接决定了猪肉价格涨跌（图5）。另一方面，生猪存栏则反

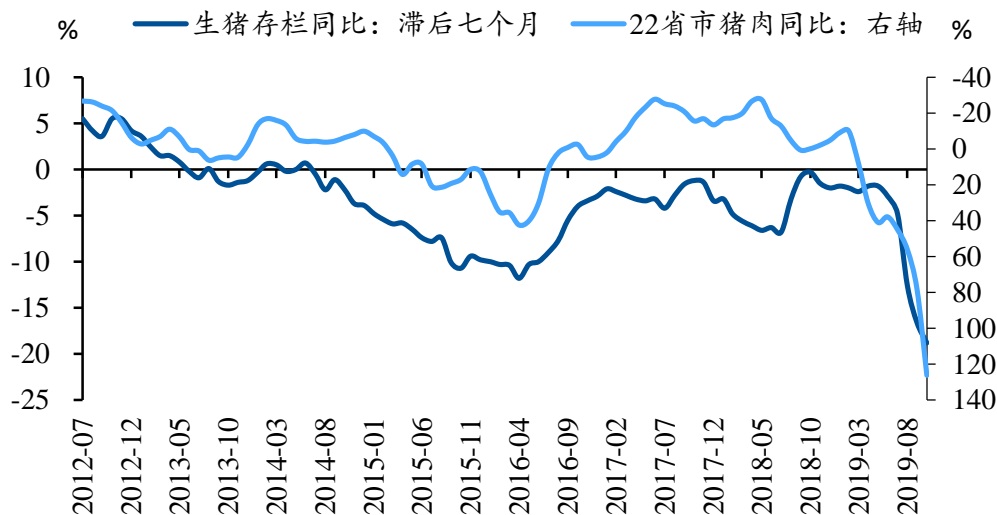
映未来猪肉市场潜在供应情况，经测算，生猪存栏量同比每下降1个百分点，远期猪肉价格同比将上升4个百分点（图6），市场投机和炒作因素会加快猪肉调整速度。

图5：生猪存栏是猪肉价格和生猪出栏领先指标



资料来源：Wind，民生证券研究院

图6：滞后七个月生猪存栏同比增速和猪肉价格同比走势成反比

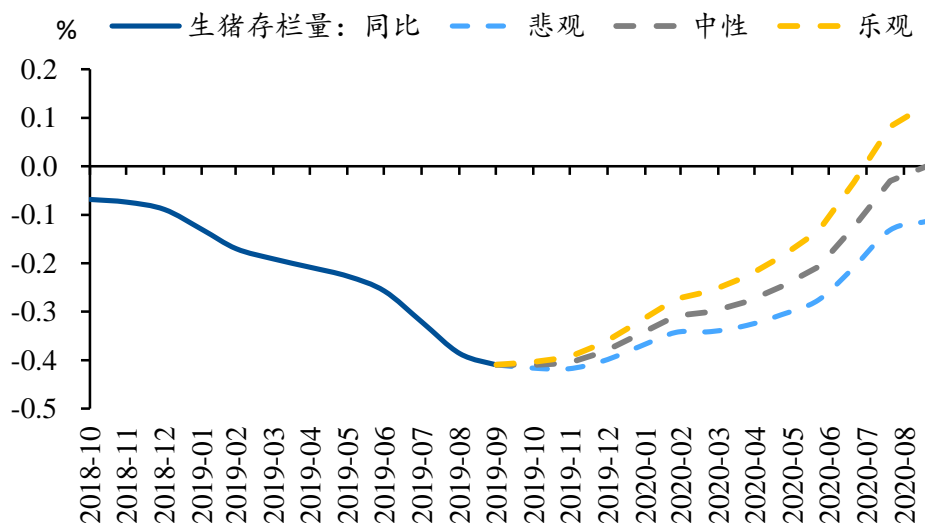


资料来源：Wind，民生证券研究院

三种场景下生猪存栏量走势各不相同。近十年来，我国共经历过三轮猪周期，分别是2009年6月—2012年8月、2015年1月—2017年6月。其中2011年7月—2012年8月和2016年5月—2017年6月分别是猪周期下半场，此阶段猪肉CPI逐渐回落。经统计，2011年7月—2012年8月生猪存栏量月环比平均增速为0.44%，2016年5月—2017年6月生猪存栏量月环比平均增速为-0.40%。可参考做相应的场景假设，乐观场景下从今年10月—明年年底生猪存栏量月均环比增长1%，中性场景月均环比不变，悲观场景月均环

比下降-1%（图7）。

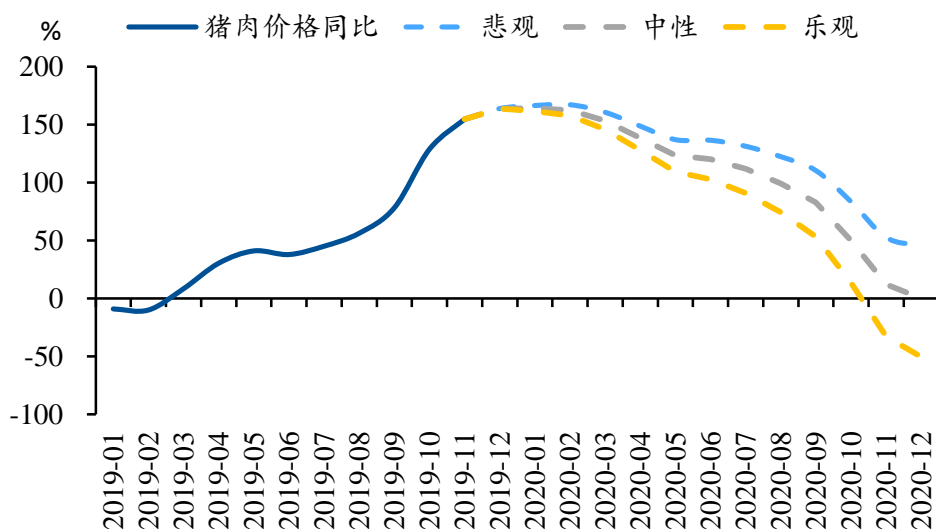
图7：三种不同场景下生猪存栏同比变化率：



资料来源：Wind，民生证券研究院

三种场景下猪肉价格同比增速走势各不相同。以生猪存栏量的估计值作为预测未来猪肉价格同比增速走势的依据，我国猪肉价格同比增速的高点出现在明年一季度，涨幅将近165%。悲观场景下，明年年底猪肉仍将面临一定的通胀压力，但相比现在猪肉价格同比增速已明显回落；中性场景下猪肉将在明年年底基本结束涨价；乐观场景下明年四季度后猪肉价格同比增速将由正转负，猪肉将从通胀转变为通缩（图8）。

图8：三种不同场景下猪肉价格同比增速走势：

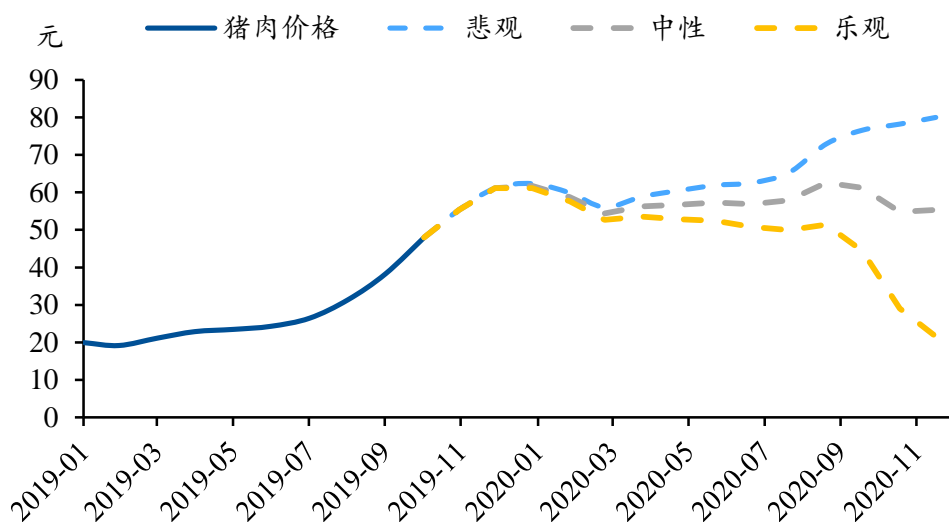


资料来源：Wind，民生证券研究院

三种场景下猪肉价格走势各不相同。根据猪肉价格同比增速显示的猪肉价格。悲观场景下，猪肉价格高点出现在明年年底，猪肉涨至80元，由于价格超出牛羊肉价格，猪肉

上涨速度受到制约；中性场景下猪肉价格在明年春节前后突破 60 元，之后走平，明年四季度逐渐回落；乐观场景下最高点出现在明年春节前后，价格突破 60 元，之后持续回落，到明年年底的时候跌至 30 元以下，本轮猪通胀基本结束。市场投机炒作等因素会加快猪肉价格波动（图 9）。

图 9：三种不同场景下猪肉价格走势：



资料来源：Wind，民生证券研究院

（四）预计猪肉 CPI 高点将于 2020 年 1 月份出现

统计局猪肉 CPI 波动性略低于猪肉实际价格波动。观察发现，统计局猪肉 CPI 同比增速在猪周期顶部均低于 22 省市猪肉均价同比增速，在猪周期底部均高于 22 省市猪肉均价同比增速（图 10）。测算可得，22 省市猪肉价格同比增速每上升/下降 1 个百分点，猪肉 CPI 同比上升/下降 0.84 个百分点，二者相关系数 0.983。

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_9128

