

猪价上涨来袭，有那么严重吗？

——通胀影响十问十答

宏观动态

要点：

存栏屡创新低，“猪周期”加速上行来袭，油价上涨仅“一日游”，市场就对“猪肉共振”担忧骤起，各种疑问也纷至沓来。

1、进口和储备能否补足多少？ 7月猪肉进口同比大增107%，但2018年猪肉进口仅占我国消费量的2.8%，全球可供调剂贸易总量也仅占我国年消费量的7%。储备量占比也在低个位数。存栏同比已降39%，进口和储备难以弥补缺口。

2、其他肉类能否弥补猪肉缺口？ 牛羊肉太贵，鸡肉便宜、替代性强，但量级差距大，2018年猪肉的供应量是鸡肉的5倍，牛肉的7倍，难补缺口。

3、近期措施频出，能否遏制猪价上涨？ 疫苗未出，捕杀风险仍大，大养殖场或渐有补栏意愿，散户补栏有待观察。

4、疫苗取得重大进展，何时投入使用？ 4月实验室研究成功。8月申请专利。后续还有临床试验、新兽药研制与注册、疫苗生产应用，起码1年以上。

5、猪价高了，权重可以调低吗？ 五年一次基期轮换后名义权重难调，相反，猪肉的实际权重会随猪价快涨而上升，对CPI贡献会被动加大。

6、油价此劫过去了吗？ 沙特快速复产的深层原因是全球需求放缓之下，限产协议维持的供求弱平衡一旦打破，其他闲置产能国必将争抢断供需求。特朗普表示加大对伊制裁而非军事行动。油价仍有支撑，但或难大幅上行。

7、CPI高点会有多高，可能在何时？ 若生猪价格明年春节升至33元/公斤，下半年随补栏恢复微落，CPI同比近月或升破3%，明年1-2月低基数下或破3.5%，后随基数起而回落，19和20年CPI同比或分别2.7%和2.4%左右。

8、哪个通胀指标对货币政策和市场利率影响大？ 相较CPI，国债收益率与PPI更相关。国债收益率与CPI、猪肉CPI同比相关性减弱，且为负，而与核心CPI和非食品CPI正相关性上升，且与PMI等经济指标高度相关。

9、二轮效应会否提升核心通胀，“松货币”后“蒜你狠”、“豆你玩”、“苹什么”会再度来袭吗？ 猪价二轮效应远弱于油价。本轮货币政策中性偏松，不会出现2010年恶性囤积导致的食品价格大涨的现象。

10、资本市场影响几何？ 对于债市，四季度尽管可能有专项债提前发行造成供给冲击，但“松货币”配合且对冲弱需求的必要性亦加大，利率仍有下行空间，但要警惕猪价对市场情绪短期的扰动，从而导致债市短期出现波动。对于股市，养殖、黄金或受益于高食品通胀，金融受益于货币放松，必选消费或抗损。

风险提示： 1. 猪价短期过快上涨，CPI较快突破3.5%或4%，债市情绪或有短期负面扰动。2. 非洲猪瘟疫苗超预期快速投产对猪价产生及时抑制。

分析师

张文朗 (执业证书编号：S0930516100002)
021-52523808
zhangwenlang@ebsecn.com

刘晓波 (执业证书编号：S0930512080003)
021-52523800
liuxb@ebsecn.com

黄文静 (执业证书编号：S0930516110004)
010-56513054
huangwenjing@ebsecn.com

相关研报

《猪价那些事——对通胀影响七问七答》
.....2019-04-2

“猪周期”加速上行来袭，油价上涨仅“一日游”，市场就对“猪肉共振”担忧骤起，各种疑问也纷至沓来。猪价到底影响多大？进口大增、储备释放、鸡牛羊增供能够补足缺口吗？疫苗是最大希望，专利获批，何时投产？猪价高了，权重可以调低吗？油价这一劫算过去了吗？CPI破“3”或在即，高点有多高？会成货币羁绊、利率上升担忧吗？下面我们就一一分析。

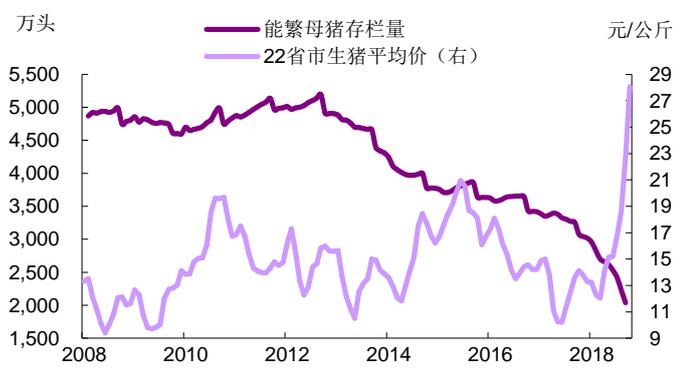
1、猪价影响多大？

非洲猪瘟疫苗未投入使用，补栏情绪依旧低迷，猪价近期涨幅超预期。8月母猪存栏同比降幅继续扩大至38.8%（图1），而即便现在开始补栏，从后备母猪到仔猪出栏也需要一年。8月22省市生猪价格环比上涨23%（图1），猪肉对CPI同比的贡献较上月多0.6个百分点，9月前两周生猪价格相对8月均值环比再涨23%至28.3元/千克，涨幅超出预期。

问题 1：进口和储备能否补足多少？

进口与储备占消费量之比很低，难以弥补缺口。商务部鼓励扩大猪肉进口，适时投放储备冻猪牛羊肉。7月猪肉进口量同比大增107%，但2018年猪肉进口仅占我国消费量的2.8%（图2），全球可供调剂的贸易总量也仅占我国年消费量的7%。储备量占国内消费量的百分比或也仅在低个位数。目前生猪存栏已同比下降39%，进口和储备均无法弥补如此大的缺口。

图 1：补栏情绪低迷，猪价超预期上涨



资料来源：Wind

图 2：进口量大增，但占比仍小



资料来源：美国农业部，2019年为美国农业部预测值。

问题 2：其他肉类能否弥补猪肉缺口？

补不上。

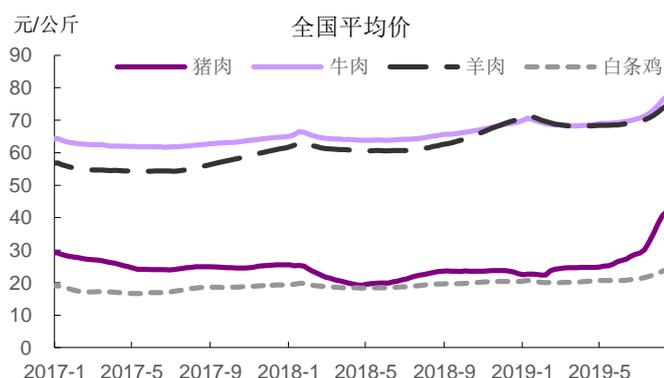
1) 牛羊肉（77元/公斤和75元/公斤，9月11日价格，下同，图3）与猪肉（42元/公斤，图3）的价差依然较大，替代性或不足。

2) 鸡肉便宜、替代性强，但难补猪肉供给缺口。鸡肉（24元/公斤，图3）相对具有价格优势，替代性稍强。消费占比最大（55%）的白羽鸡去年四季度引种上升，由于其培育及养殖需经过三代，从引种到可作为商品上市最快需要1年，今年四季度供应或上升，而土生黄羽鸡生长速度慢，补栏时间长。但不论鸡肉还是牛肉量级都不足以弥补猪肉的缺口，2018年猪肉的供应和消费量是鸡肉的5倍，牛肉的7倍（图4）。以2006-07年蓝耳病和14-15年两轮猪价大涨为例，鸡肉和牛肉合计均仅补上了猪肉下滑消费量的一半（鸡肉补

上了30-34%，牛肉补上了16-18%）。

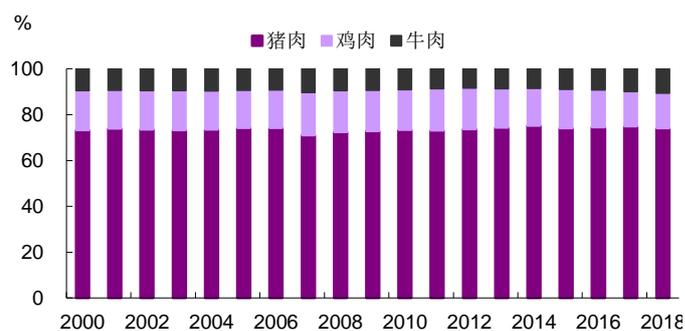
3) 从历史上看，过去20年我国猪肉消费量在猪、牛、鸡肉总体消费量中的占比在71-74%之间窄幅波动。其他肉类对猪肉的替代性有限，猪价的上漲往往会带动牛肉、羊肉、鸡肉等价格一起上漲。今年3月以来，农业部全国猪肉平均价已经上漲了87%，带动白条鸡平均价上漲20%，牛肉和羊肉价格上涨12%和6%。

图3：猪肉带动其他肉价升，牛羊肉价贵，鸡肉价较低



资料来源：Wind，农业部。数据截至2019年9月11日

图4：我国猪肉在肉禽（猪牛鸡）消费中占比波动较小



资料来源：Wind，美国农业部

问题3：近期措施频出，能否遏制猪价上涨？

难。多部委出台给规模养殖场临时性生产补助、养殖场户贷款贴息、运输免收通行费、鼓励小农户养殖等措施¹。但疫苗未出，捕杀风险仍大，大养殖场随着非瘟管理能力提升或逐渐有补栏意愿，散户补栏意愿回升有待观察。

问题4：疫苗是最大希望，专利申请获批，何时投入使用？

没那么快。19年4月，非洲猪瘟疫苗研制的实验室研究工作首次取得成功。8月，哈兽研公布其疫苗研发成果申请专利。9月农业科学院发布，该株非洲猪瘟双基因缺失弱毒活疫苗已向农业农村部提出生物安全评价申请，即将进入临床试验阶段。后续还要进行新兽药研制与注册，疫苗才可以生产与应用，时间或起码在1年以上。

问题5：猪价高了，权重可以调低吗？

答案不仅是否定的，而且是反向的。猪肉的实际权重会随猪价快涨而上升，对CPI贡献会被动加大。五年一次基期轮换确定权重后，按照环比编制指数，即使名义权重不变，环比上升快于其他的消费品类，对CPI同比贡献的实际权重也会自发上升，进一步加大未来影响CPI的力度。

附录：

假设i商品基年权重为 w_i ，价格同比变化为 π_{it} ，CPI同比为 π_t 。

第一年， $\pi_1 = \sum \pi_{i1} w_i \pi_1 = \sum \pi_{i1} w_i$ ，即对CPI变动贡献的实际权重就是为 w_i 。

¹ <http://www.soozhu.com/article/383802/>

第二年, $\pi_2 = \sum \pi_{i2} w_i' \pi_2 = \sum \pi_{i2} w_i'$, 对CPI变动贡献的实际权重 $w_i' = \frac{\pi_{i1}+1}{\sum (\pi_{i1}+1) w_i} w_i$ 。说明, 若猪肉在某年涨幅大于平均, 则下一年对CPI变动贡献的实际权重也会上升。

2、“一日游”后，油价是否还有危机？

问题 6：油价此劫过去了吗？

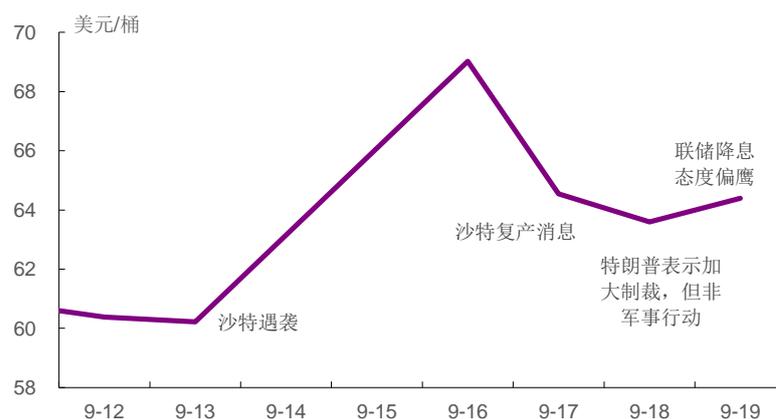
短期看是。

9月14日（周六），沙特两座石油生产设施遭10架无人机袭击，沙特主动关闭570万桶/日的原油产能，占沙特原油产量的一半，全球原油产量的5%，中断产量跃居历史首位。9月16日（周一）开盘，布伦特一度突破70美元/桶，最终涨幅达到14.6%，收于69美元，但9月17日（周二）沙特复产消息不断，晚间沙特能源大臣确认，袭击造成的产量损失有50%已经恢复，并将在9月底之前将产能恢复到1100万桶/日，在11月底前达到1200万桶/日。两天内油价下跌7.9%到63.6美元/桶（图5）。

沙特快速复产的一个深层因素，是全球需求放缓的大背景下，限产协议维持的供求弱平衡一旦打破，其他闲置产能的产油国必然会争抢断供需求。目前OPEC及非OPEC常规原油生产国以及美国的页岩油或仍有300万桶/天以上的增产空间，而沙特担忧其份额被抢占。即便沙特复产速度较其宣称更慢，其他产油国的增产、各国大量的原油储备释放、主要原油储备国去库存等或将对冲其影响，原油价格或难大幅升高。

尽管美国国务卿蓬佩奥称伊朗是幕后黑手，沙特国防部表示石油设施遇袭事件毫无疑问由伊朗支持，但特朗普表示要加大对伊朗制裁而非军事行动，相对克制，油价继续下降。短期看，国际油价或仍有支撑，但或难大幅上行。

图 5：布伦特原油期货价格变动



资料来源：Wind

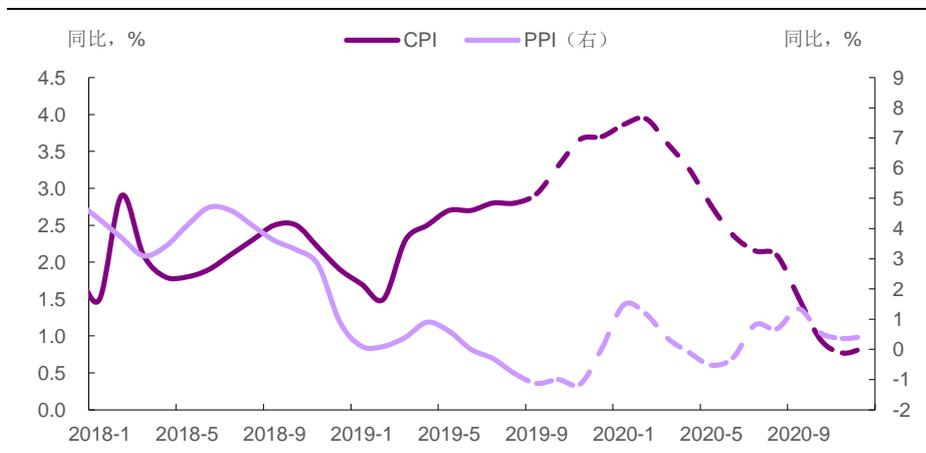
3、CPI破“3”或在即，高点有多高？

问题 7：CPI 高点会有多高？可能在何时？

假设生猪价格在明年春节升至33元/公斤以上，上半年维持高位，下半年随着

补栏恢复，价格小幅回落，其他食品按照历史季节性环比变动，非食品跟随PPI变动，那么，CPI同比可能在9月或10月升破3%，明年1-2月在低基数、高新增的作用下，达到高点，或超过3.5%，之后随基数升高同比逐渐回落，19年和20年全年CPI同比或分别在2.7%和2.3%左右。

图 6：通胀预测



资料来源：Wind，光大证券宏观组预测

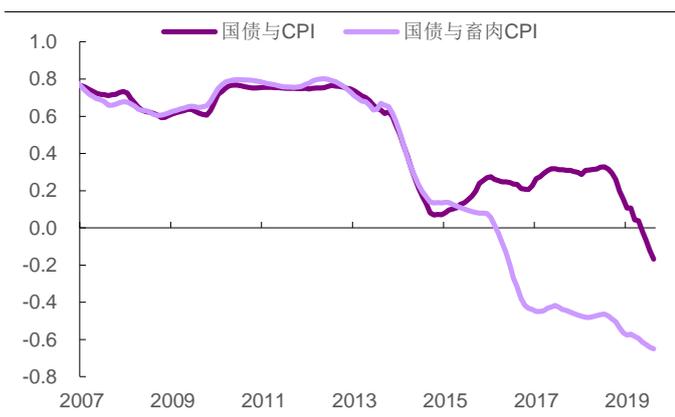
4、CPI 会成“松货币”羁绊、利率上升担忧吗？

问题 8：CPI、PPI、猪价、核心通胀、非食品通胀，哪个对货币政策和市场利率影响大？

核心、非食品CPI及PPI。市场利率是流动性的最终反映，我们用国债收益率考察货币的松紧程度。2013年以后，国债收益率与CPI同比、特别是猪肉CPI同比的相关系数大大减弱（图7），甚至亦演变为负相关，而与核心CPI和非食品CPI的相关系数始终为正（图8），2017年以来大幅上升。同时，相较于总体CPI，国债收益率与PPI更为相关（图9）。而19年9月-11月翘尾因素仍有拖累，且弱需求或压制新增因素，PPI仍有通缩压力。基数消退后，明年初PPI或转正，但仍较弱，明年全年或在正负1.5%之间徘徊。

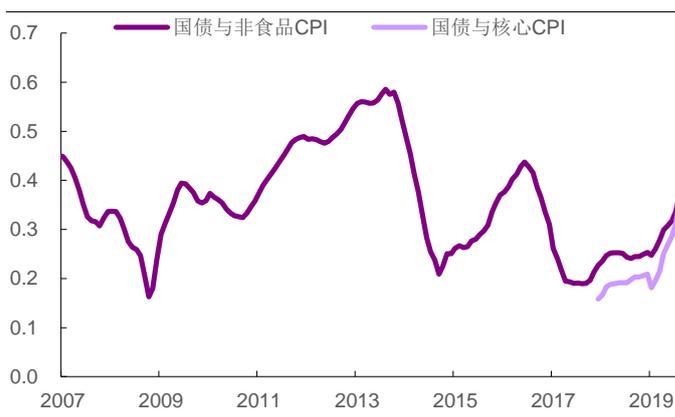
除了通胀因素，经济增长预期也是影响货币政策和利率的关键因素。PMI是经济短期的前瞻指标，其走势与国债收益率高度相关（图10）。中美贸易摩擦短期难消除，随着加征关税范围扩大、税率走高，**四季度或对实体经济的拖累加大，“松货币”（降准、降息）必要性上升。**

图 7: 国债收益率与 CPI 和畜肉 CPI 动态相关系数



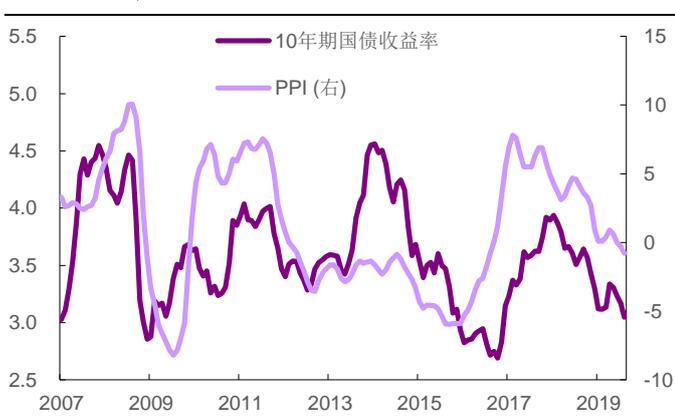
资料来源: Wind, 数据截止 2019 年 8 月

图 8: 国债收益率与非食品与核心 CPI 动态相关系数



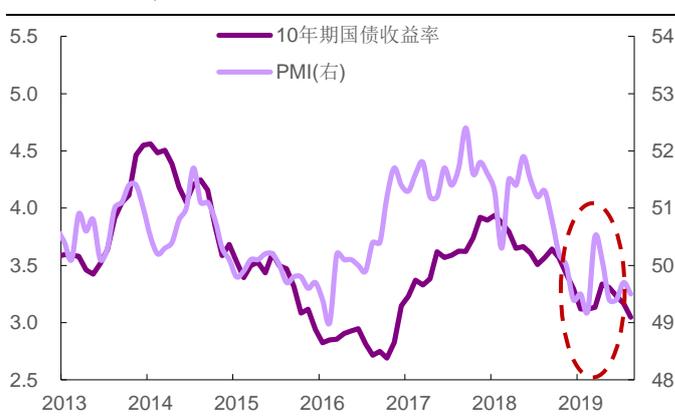
资料来源: Wind, 数据截止 2019 年 8 月

图 9: 10 年期国债收益率与 PPI 正相关



资料来源: Wind, 数据截止 2019 年 8 月

图 10: 10 年期国债收益率与 PMI 正相关



资料来源: Wind, 数据截止 2019 年 8 月

问题 9: 二轮效应会提升核心通胀, 令货币政策陷入两难? “松货币”后, “蒜你狠”、“豆你玩”、“苹什么”会再度来袭吗?

猪价没有油价二轮效应强。油价的二轮效应较强(图 11), 会通过增加其他行业的生产成本、运输成本, 提升其他产品和快递等服务的价格, 进而推升人工成本, 提升核心通胀。猪价与其他肉禽价格相关性较强, 但与其他消费

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_9978

