



宏观专题

俄乌冲突下原油和猪周期会催化国内通胀吗？

证券分析师

芦哲

资格编号：S0120521070001

邮箱：luzhe@tebon.com.cn

研究助理

相关研究

- 1.《哪些因素会导致美国通胀风险失控——供应链&通胀特辑#1》，2022.2.4
- 2.《全球经济将面临增长与通胀的双拐点——宏观年度展望之海外篇》，2021.11.14
- 3.《2022年，通胀会成为主要矛盾吗？——宏观年度展望之价格篇》，2021.11.14
- 4.《PPI对CPI及下游价格的传导——“双控”政策下的价格演变》，2021.10.14
- 5.《美国通胀：供需错配如何博弈——海外通胀系列专题之一》，2021.10.14

投资要点：

- **核心观点：**俄乌冲突下原油超预期上涨，年内猪周期也将见底回升，会否加剧国内通胀形势？我们认为今年“猪油错位”下通胀不会失控。上半年原油高涨，但猪价回落，与2021全年相似，PPI会被推高，但CPI相对温和。下半年随着供给恢复，油价将相对平稳，猪价10月后见底回升，但同比增速仍将是负增长。我们预计今年PPI全年为4.2%，呈现前高后低走势；CPI全年1.6%，四季度可达到2.5%的年内高点。
- **原油：**我们研究了过去几次地缘冲突和油价的关系，发现供需缺口是油价上涨的根本原因，地缘事件只是助燃器。今年原油需求将随着全球经济进一步恢复，并首次超过疫情前的2019年水平。但供给仍然存在约束，OPEC增产不及预期、美国页岩油企业资本开支受限、俄罗斯原油断供风险大。预计油价将在一季度维持95美元高位，二季度随着需求回落下降至80美元，三四季度供给回升后，油价回落到75美元左右。
- **猪周期：**(1)我们对历史上的四轮猪周期进行了深入研究，总结了猪周期的五方面特点，包括持续时间、猪肉价格、周期底部特征、各环节传导时长、周期启动与结束时间。(2)结合本轮猪周期的供需特点，以及历史猪周期的传导时间，我们认为2022年猪肉价格将会在10月触底后回升，还将经历7个月的漫长磨底期。当前需求尚未恢复，而供给处于历史高位，必将进行更长时期的深度去产能后，才会使得供需逐渐平衡。能繁母猪从去年6月开始减少，如果生猪存栏从今年3月开始下降，至少要到半年后才会迎来供需拐点。而从猪价年内季节变动来看，通常10月环比下跌，12月环比上涨，因此我们判断本轮周期底部应该是在2022年10月。
- **“猪油”如何影响今年通胀：**(1)俄乌冲突导致的油价超预期对PPI影响较大，将会放缓PPI的下行节奏，并拉高全年PPI水平。我们预计四个季度PPI分别为9%、5%、2%、1%，全年为4.2%，高于年度展望的预测。(2)2022年的“猪油”同比增速走势和2021年类似，油价高增，但猪价负增长，整体CPI较为温和。预计CPI将从2月开始上升，四季度可达到2.5%的年内高点，全年均值1.6%左右。
- **风险提示：**俄乌局势变化；疫情出现变化影响全球需求复苏；猪周期磨底期短于预期。

内容目录

1. 原油：地缘冲突魅影背后是供需缺口	4
1.1. 需求：2022 经济继续恢复，原油需求将回到疫情前水平。	4
1.2. 供给：三大主要供给方均存约束	4
1.3. 供需缺口是根本，地缘事件是助燃器	6
2. 猪周期：年内见底较晚，各月猪价同比负增长	8
2.1. 四轮猪周期历史回顾	8
2.2. 2022 猪肉价格：磨底期长，Q4 触底回升	10
2.3. 俄乌冲突会影响我国猪周期吗？	13
3. “猪油”如何影响今年通胀	14
4. 风险提示	15

图表目录

图 1: 原油需求增速与全球 GDP 增速基本一致	4
图 2: 原油消费需求	4
图 3: 主要国家原油日产量占比	6
图 4: OPEC 国家仅 9 月和 2 月完成增产目标	6
图 5: OPEC 小国难以达成增产目标	6
图 6: 美国原油产量能较快速对油价做出反应	6
图 7: 美国本轮原油增产新开工钻井较少, 以存量消耗为主	6
图 8: 五大页岩油企业资本开支意愿都在下降	6
图 9: 供需缺口才是驱动油价的根本, 地缘冲突只是助推器	7
图 10: EIA 在俄乌冲突前预测的 2022 年全球原油供需	7
图 11: 猪周期流程	8
图 12: 2006 年以来的四轮猪周期	9
图 13: 美国农业部显示中国猪肉消费量在 2014 年见顶 (千吨)	11
图 14: 根据统计局数据推算猪肉消费量在 2018 年见顶 (万吨)	11
图 15: 能繁母猪存栏量领先猪肉价格 12 个月左右 (%)	12
图 16: 生猪出栏和屠宰量与猪价变动一致 (%)	12
图 17: 生猪存栏仍位于历史高点	12
图 18: 养殖利润与猪肉价格同步	12
图 19: 2022 年猪肉价格预测	13
图 20: 我国从俄乌进口谷物占全部进口比例	14
图 21: 我国从俄乌进口玉米占全部进口比例	14
图 22: 环比均值法能较好反映 CPI 同比变化情况	15
图 23: 按环比均值法预测的 2022 年 CPI	15
表 1: 猪价的年内季节性 (环比变化)	10
表 2: 四轮猪周期特征	10

俄乌冲突下，原油等大宗商品和小麦、玉米等农产品价格跳涨，这使得我国今年的通胀也蒙上了一层不确定的阴影。市场较为关心的问题在于原油会将国内通胀推到多高？“猪周期”会否因农产品饲料涨价而生变？国内通胀局势会否失控？

1. 原油：地缘冲突魅影背后是供需缺口

3月1日，美国、日本等国际能源署（IEA）成员国释放6000万桶原油储备，以遏制油价涨势。这是IEA第四次释放原油储备，前三次是1991、2005和2011年。但市场并不买账，油价不跌反涨，布伦特和WTI原油先后突破114美元，创下八年以来新高。未来油价会如何演变成为市场关注的重要问题。

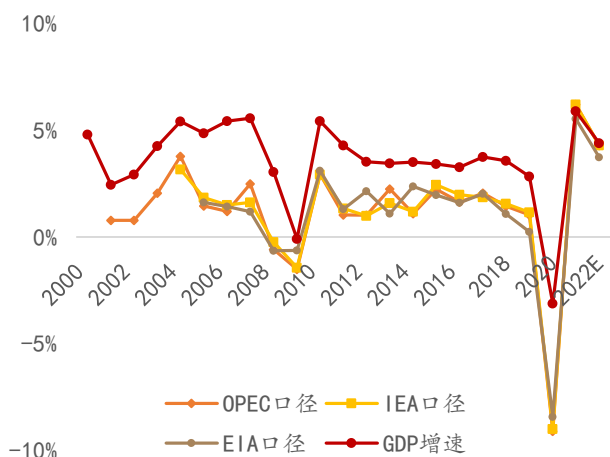
1.1. 需求：2022经济继续恢复，原油需求将回到疫情前水平。

美国能源署（EIA）、国际能源署（IEA）、OPEC均预测2022年全球原油需求将进一步复苏，并超过2019年水平。EIA口径下，2019年全球原油需求为100.26百万桶/天，2022年预计为102.52百万桶/天；IEA口径下，2019和2022年分别为99.98、100.79百万桶/天；OPEC口径下为100.1、100.79百万桶/天。

全球来看，原油需求与经济增速紧密相关。我们统计了EIA、IEA、OPEC三大机构口径下的全球原油需求增速，与IMF口径下的全球GDP增速基本一致（图1）。以EIA数据为例，2019年全球原油需求为100.26百万桶/天，2020年疫情冲击全球经济下滑3.1%，原油需求下降8.4%至91.81百万桶/天。2021年随着经济复苏，原油需求恢复至96.9百万桶/天，而2022年伴随全球经济继续复苏（IMF预计增速4.4%），EIA预测原油需求将达到100.52百万桶/天，增长3.7%。

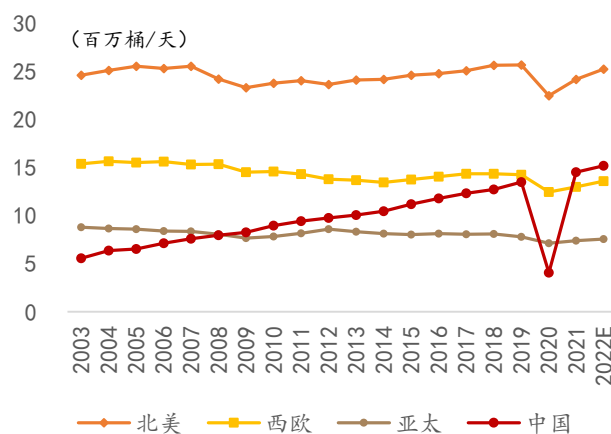
与原油直接相关的全球交通运输行业也正在向疫情前水平靠近。根据《2021年度全球民航航班运行报告》，2021年全球机场实际出港航班量约2181万班次，同比2020年增长16.51%；相比2019年，恢复至疫情前6成水平。

图1：原油需求增速与全球GDP增速基本一致



资料来源：IEA, OPEC, EIA, IMF, 德邦研究所

图2：原油消费需求



资料来源：IEA, 德邦研究所

1.2. 供给：三大主要供给方均存约束

从供给侧来看，根据BP数据，2020年底OPEC、美国、俄罗斯分别占全球原油产量的35.2%、18.6%、12.1%，是最大的三大原油产地。但当前三者的原油供应均面临约束，OPEC增产不及预期、美国页岩油资本开支受限、俄罗斯能源

受制裁风险大，三个制约因素将影响全球 66% 的原油供给。

OPEC 增产仍不及预期。2021 年 8 月，OPEC+通过增产协议，所有成员国将每月增加 40 万桶/天的产量，其中大约 25 万桶由 OPEC 国家完成，以逐步抵消之前因新冠疫情而造成的减产。根据路透社的跟踪数据，自去年 8 月达成增产协议以来的 6 个月里，OPEC 仅在去年 9 月和今年 2 月完成了增产目标。由于产能不足或计划外停产，利比亚、尼日利亚、安哥拉等小国难以达成增产目标；而沙特等大国受 2020 年需求暴跌冲击大，观望情绪仍然浓厚，对全球经济和原油需求的复苏仍持怀疑态度。

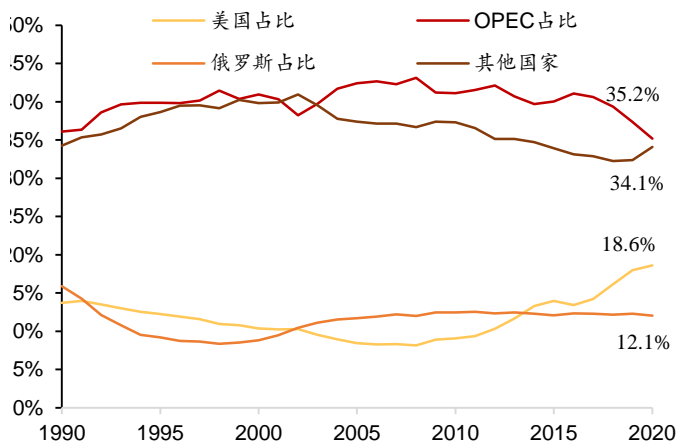
但 OPEC 剩余产能充足。根据 EIA 数据，2021 年 OPEC 剩余产能仍有 564 万桶/天，2022 年可进一步释放其中的 186 万桶/天。即使如此，EIA 预计 2022 年 OPEC 剩余产能仍有 378 万桶/天，远高于疫情前十年 262 万桶/天的均值。

美国页岩油扩产弱于往年。美国页岩油过去是平衡国际油价的重要力量。由于页岩油产量可以快速对价格做出反应，每当国际油价上涨，页岩油厂商可以立刻增加产量，2016-2018 年的那轮油价上行期体现十分明显。但疫情以来，本轮油价从 2020 年 4 月底部的上涨幅度超过了以往几轮，页岩油产量的上涨幅度却仍然不够。主要原因是本轮油价上行期中，页岩油企业并未大幅投资扩产。从钻井数量来看，本次产量扩张来自于存量钻井的完工，新开钻井贡献相对较小。存量的已开工未完工钻井数量从 2020 年 6 月的 8881 口，减半至 2022 年 1 月的 4466 口，而新开工钻井仅增加了 400 口左右，2 月新开工为 710 口，还远低于 2017-2020 年间 1000 口以上的扩产量。

背后原因是美国页岩油企业经历了上一轮扩产后，债务风险上升，资本开支意愿较低。我们选取了先锋自然资源公司(Pioneer Natural Resources)、EOG 能源公司(EOG Resources)、Diamondback 能源公司(Diamondback Energy)、德文能源公司(Devon Energy)、大陆能源(Continental Resources) 五家页岩油上市公司，发现五家页岩油企业的资本开支/折旧摊销的平均比例从 2014 年的 4.2 下降至 2021 年的 1.5，并且在 2021 年油价大涨的情况下，该比例仍低于 2019 年 (1.7)。债务风险大、劳动力短缺和物价上涨推升成本是制约页岩油企业资本开支意愿的主要原因。

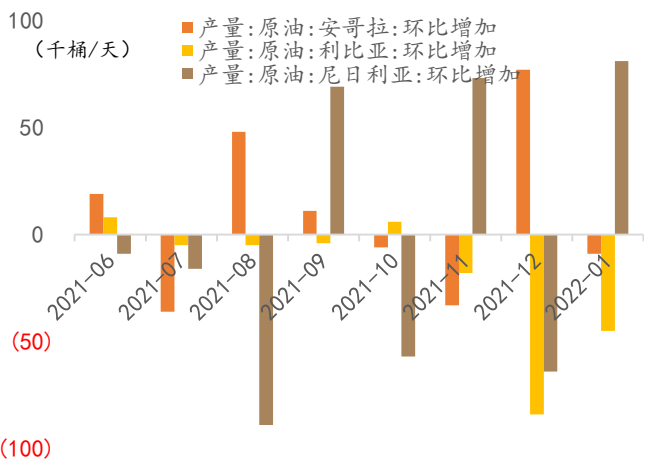
欧美还没有直接针对俄罗斯原油制裁，但市场影响已经显现。俄罗斯占全球原油产量的 12%，目前欧美制裁措施还未直接涉及到俄罗斯能源部分，市场主要受三个方面影响。一是运输中断，英国、加拿大等多国对俄罗斯船只关闭港口，一些国际航运公司也表示暂停俄罗斯的业务。二是交易暂停，由于担心俄罗斯石油供应中断，大宗商品交易商不愿购买俄罗斯原油。三是涉能源制裁威胁，特别是北溪 2 号公司与所有员工终止合约、申请破产的传闻更加剧了市场对俄罗斯能源制裁的担心。

图 3: 主要国家原油日产量占比



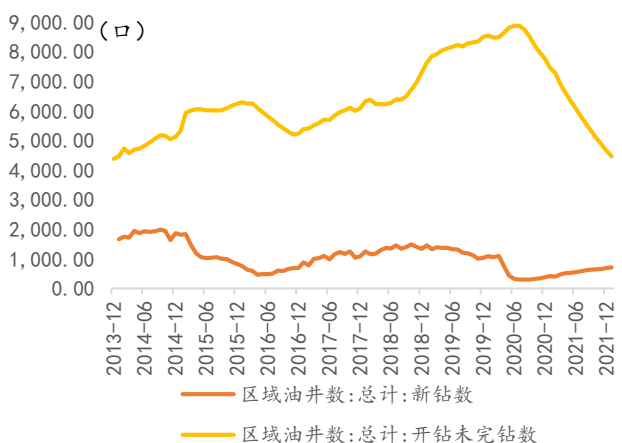
资料来源: Wind, BP, 德邦研究所

图 5: OPEC 小国难以达成增产目标



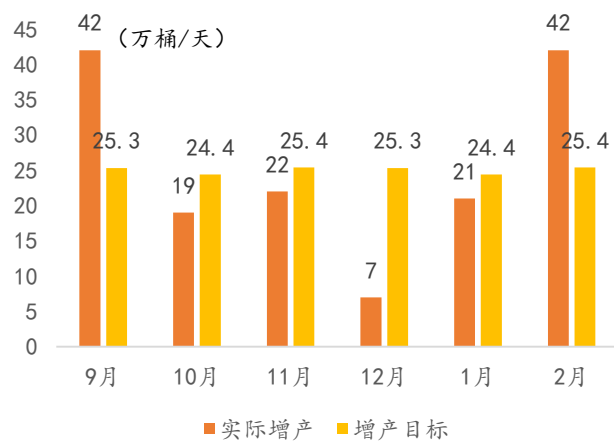
资料来源: Wind, 德邦研究所

图 7: 美国本轮原油增产新开工钻井较少, 以存量消耗为主



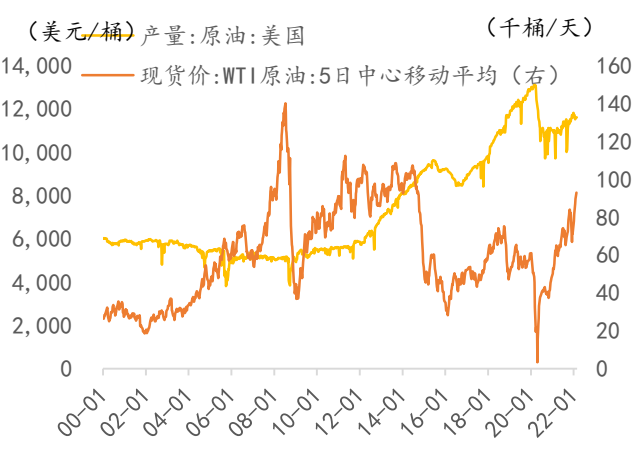
资料来源: Wind, 德邦研究所

图 4: OPEC 国家仅 9 月和 2 月完成增产目标



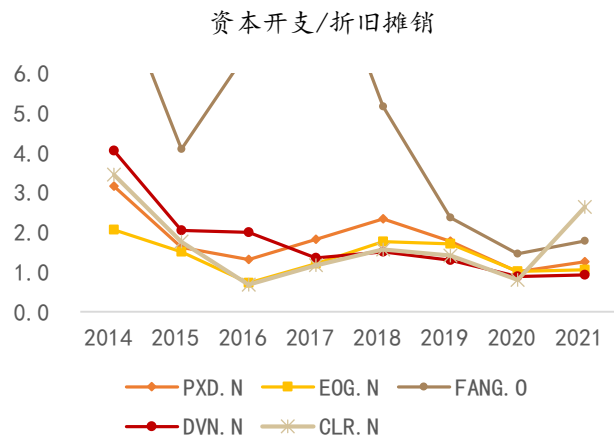
资料来源: 路透社, 德邦研究所

图 6: 美国原油产量能较快速对油价做出反应



资料来源: Wind, 德邦研究所

图 8: 五大页岩油企业资本开支意愿都在下降



资料来源: Wind, 德邦研究所

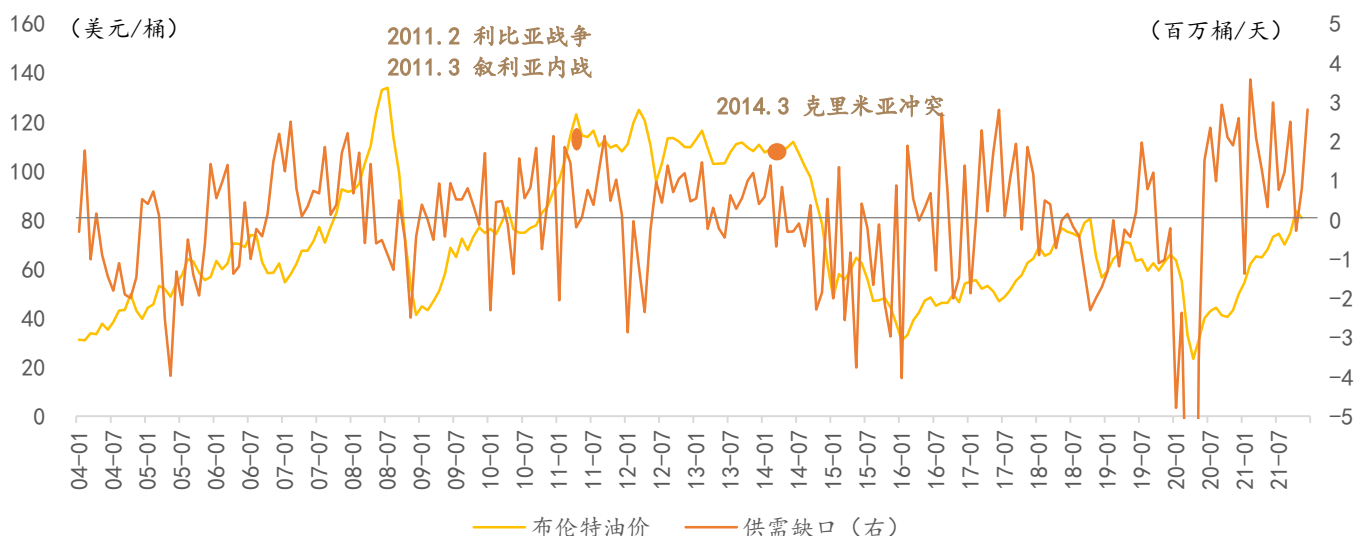
1.3. 供需缺口是根本, 地缘事件是助燃器

我们研究了过去几次地缘冲突和油价的关系, 发现供需缺口是油价上涨的根本原因, 地缘事件只是助燃器。比如 2011 年 2 月利比亚战争、3 月叙利亚内战先后发生, 推动油价上行, 但要注意到自从 2010 年 6 月到战争开始前, 多次出现供

给低于需求，仅有 2010 年 10 月、2011 年 1 月供给超过了需求。2014 年 3 月的克里米亚冲突也是如此，地缘冲突发生前的 2013 年 7 月-2014 年 2 月，全球原油需求平均比供给要多 76 万桶/天。因此，本次俄乌冲突我们需要更多关注原油供需的变化。

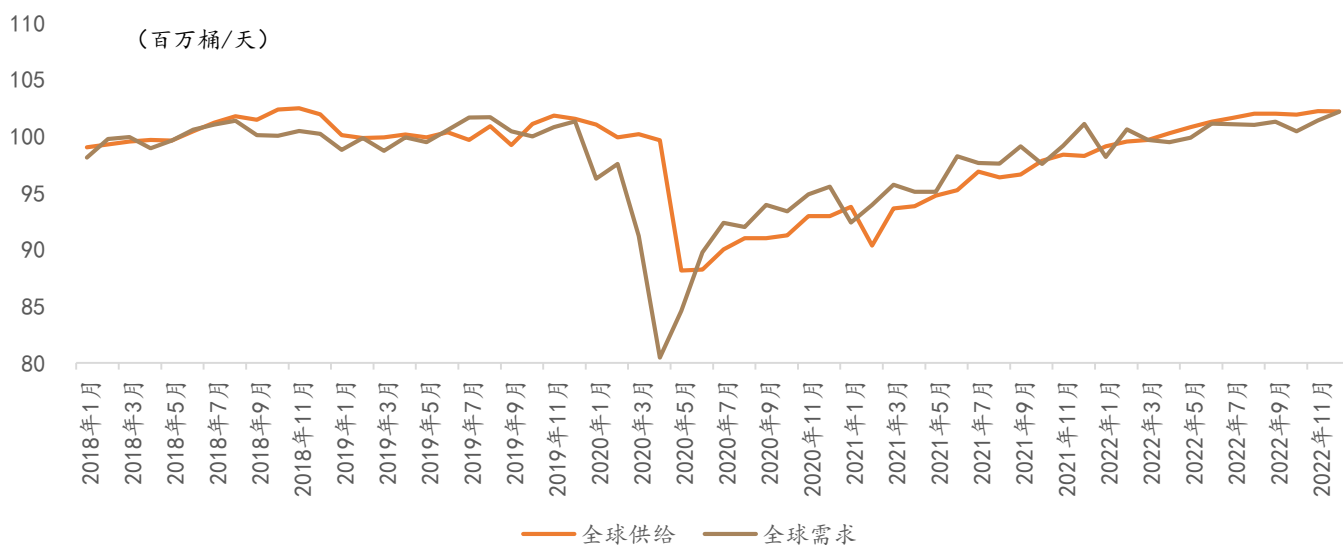
根据 EIA 的预测，全球原油供给将在 2022 年 3 月后开始超过需求，供需力量将带动油价在二季度开始下行。但俄乌冲突或将改变未来全球原油供需局势，原油市场也因冲突走向、欧美制裁等因素而充满了不确定性。短期来看，由于俄罗斯原油运输、交易等方面限制较多，会出现一定减量，而美国、OPEC 难以补足缺口，将进一步推高油价，最高点突破 120 美元近在眼前。目前 1 月和 2 月均价分别为 83、91 美元左右，如果 3 月油价均值保持在 110 美元，一季度均价为 95 美元左右。我们认为二季度随着需求回落可能下降至 80 美元，三四季度，需求环比回升，供给也逐渐补足，油价可能进一步回落到 75 美元。当然，如果俄乌局势失控、美国制裁俄罗斯能源产业或者俄乌陷入僵持长期悬而不决，将对原油供给产生很大影响，可能推动油价节节攀高，超出当前预测水平。

图 9：供需缺口才是驱动油价的根本，地缘冲突只是助推器



资料来源：EIA, Wind, 德邦研究所
注：供需缺口=全球需求-供给，为正时代表供不应求

图 10：EIA 在俄乌冲突前预测的 2022 年全球原油供需



资料来源：EIA, 德邦研究所
注：2022 年为预测

2. 猪周期：年内见底较晚，各月猪价同比负增长

2019 年初启动的这一轮“超级猪周期”预计将在今年走到终点，“猪周期尾巴”的甩动将对国内 CPI 造成重大影响。猪价何时见底回升？最低价会到多少？年内走势如何？我们结合历史上几轮猪周期的演变和当前供需情况解读。

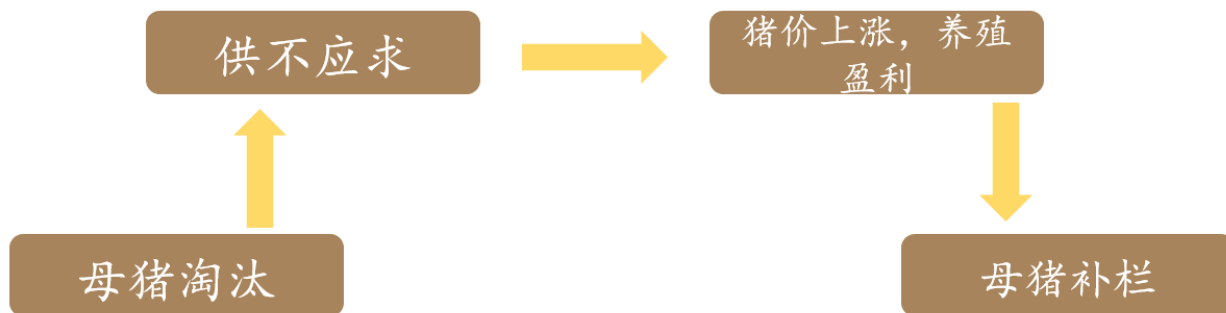
2.1. 四轮猪周期历史回顾

我国已经过三轮完整的猪周期，目前时点正处在第四轮猪周期的底部、第五轮的起点。何时猪价能开启上涨，可以从前几轮猪周期的启动和演变中寻找提示。

猪周期变动的本质是供需关系的变化。我国猪肉消费需求相对稳定，猪周期主要受供给侧驱动。通常而言，以供不应求、猪价上涨作为一轮猪周期的起点，养殖行业利润随着猪价攀升而改善，随后补栏母猪，产能扩张，一段时间后供给超过需求，猪肉价格下跌，养殖行业进入亏损，逐渐淘汰能繁母猪，一段时间后再次进入供不应求、猪价上涨的起点。

我们研究了过去四轮猪周期每个环节的时间变化。第一轮周期从 2006 年 7 月到 2010 年 6 月，历时 47 个月，上行期 20 个月，猪肉价格最高涨幅 135%，2008 年 3 月开始往下，下行 27 个月，价格最大跌幅 43%。第二轮周期从 2010 年 6 月到 2014 年 4 月，共 46 个月，上行 15 个月，涨幅 105%，2011 年 9 月开始向下，下行 31 个月，跌幅 44%。第三轮周期从 2014 年 4 月到 2019 年 2 月，历时 59 个月，上行 25 个月，涨幅 77%，2016 年 5 月开始向下，下行 34 个月，跌幅 39%。这一轮周期从 2019 年 2 月开启，经过了 8 个月的快速上涨，在 2019 年 10 月达到第一个顶点，涨幅 202%，其后又分别在 2020 年 9 月、2021 年 1 月达到两个高度相近的次低点，并从 2021 年 2 月开始下行至今，以今年 2 月 25 日的猪肉价格来看，从最高点至今的下跌幅度已经达到 62%。

图 11：猪周期流程



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_39104

