猪价持续拖累，CPI 仍在低位徘徊

投资咨询业务资格：
证监许可【2011】1289 号
研究院 FICC 组
侯峻
从业资格号：F3024428
投资咨询号：Z0013950

研究员
蔡劭立
☎ 0755-82537411
✉ caishaoli@htfc.com
从业资格号：F3063489
投资咨询号：Z0014617

联系人
彭鑫
☎ 010-64405663
✉ pengxin@htfc.com
从业资格号：F3066607

高聪
☎ 021-60828524
✉ gaocong@htfc.com
从业资格号：F3063338

事件：

2021 年 2 月份，全国居民消费价格同比下降 0.2%。其中，城市下降 0.2%，农村下降 0.1%；食品价格下降 0.2%，非食品价格下降 0.2%；消费品价格下降 0.3%，服务价格下降 0.1%。1-—2 月平均，全国居民消费价格比去年同期下降 0.3%。

2 月份，全国居民消费价格环比上涨 0.6%。其中，城市上涨 0.6%，农村上涨 0.4%；食品价格上涨 1.6%，非食品价格上涨 0.4%；消费品价格上涨 0.7%，服务价格上涨 0.4%。

点评：

八大类价格三涨五降

2 月份，食品烟酒类价格同比上涨 0.3%，影响 CPI（居民消费价格指数）上涨约 0.09 个百分点。食品中，水产品价格上涨 5.9%，影响 CPI 上涨约 0.11 个百分点；鲜菜价格上涨 3.3%，影响 CPI 上涨约 0.08 个百分点；鲜果价格上涨 3.1%，影响 CPI 上涨约 0.06 个百分点；蛋类价格上涨 3.0%，影响 CPI 上涨约 0.02 个百分点；粮食价格上涨 1.4%，影响 CPI 上涨约 0.02 个百分点；畜肉类价格下降 7.3%，影响 CPI 下降约 0.34 个百分点，其中猪肉价格下降 14.9%，影响 CPI 下降约 0.39 个百分点。

其他七大类价格两涨五降。其中，教育文化娱乐、医疗保健价格分别上涨 0.6%和 0.3%；交通通信、其他用品及服务价格分别下降 1.9%和 0.8%，衣着、居住、生活用品及服务价格分别下降 0.5%、0.3%和 0.2%。

非洲猪瘟再次抬头，给未来的猪肉价格带来不确定性

去年进入冬季之后，非洲猪瘟再次抬头，根据相关统计数据显示，2020 年 12 月份以及 2021 年 1 月份，母猪存栏环比呈现明显下行的态势，其中，2021 年 1 月份母猪存栏量环比下降达到 5%左右，母猪存栏的环比下滑会对后续生猪产能的恢复产生不利影响。疫情的干扰使得近期生猪期货走势偏强，生猪期货 2109 合约自 1 月中旬的 24460 元/吨一直上行至 2 月底的最高 29805 元/吨，期间涨幅超 20%，截至 2021 年 3 月 10 日收盘，生猪 2109 合约收盘价为 28050 元/吨。

若非瘟疫情后期顺利得到控制，叠加前期产能恢复速度较快（农业部专家表示截至去年底，生猪存栏已经恢复到 92%以上，超过预期 12 个百分点），猪肉市场供应最紧张的时期已经过去，随着新增的生猪产能陆续兑现成猪肉的产量，后期供需关系将会越来越宽松，今年猪价料将维持下行趋势。考虑到 2020 年猪肉价格的高基数以及 2021 年预期的猪肉价格下行趋势，生猪价格将会对 CPI 形成明显拖累。

但仍需地方非瘟疫情的扩散风险，若非瘟疫情持续扩散，将使得我国生猪产能恢复缓慢，使得 21-22 年猪价均将维持较高水平，会对 CPI 的节奏产生影响，猪价的高基数对于 CPI

的拖累或不复存在。

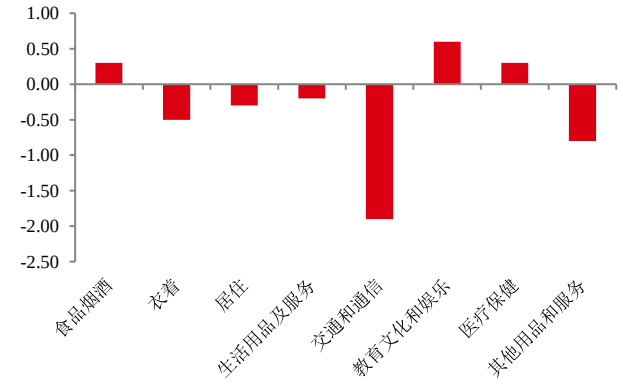
国内货币政策“紧平衡”，A 股市场更多把握结构性机会，国债利率上半年预计仍在高位徘徊

四季度货币政策执行报告中提出稳健的货币政策要灵活精准、合理适度，坚持稳字当头，不急转弯，把握好政策时度效，处理好恢复经济和防范风险的关系，保持好正常货币政策空间的可持续性。完善货币供应调控机制，把好货币供应总闸门。货币政策最宽松的时期已经过去。目前社融同比增速、M2 同比增速均已在阶段顶部。

债市方面，通过观察债务周期，国内的债务周期大概 3-4 年左右，疫情导致本轮国内宏观杠杆率大幅攀升，目前无论是居民部门、政府部门还是非金融企业，杠杆率对应的同比增幅均处于近几轮债务周期高点。在货币政策执行报告中强调“跨周期调节”、“把好货币供应总闸门”的情况下，未来 M2 增速将确定性呈下行趋势，杠杆率预计也将有所下行，实体部门杠杆率领先 PPI 大约半年左右,明年 PPI 大概率先上行后下行。利率的中枢与通胀中枢（PPI）走势较为一致，考虑到 PPI 2021 年的可能走势，2021 年国债收益率大概率前高后低，上半年国债利率预计仍在高位徘徊。

股票市场，短期仍需密切关注美债收益率的变动情况，考虑到美国财政刺激法案的积极推进以及 TGA 账户资金的使用，美债利率短期内仍会有上行压力，会在一定程度施压权益资产。中长期来看，今年我们需降低 A 股的收益率预期。目前社融同比增速、M2 同比增速均已在顶部。历史上，社融同比增速和 M2 同比增速回落时，主要股票指数走势均偏弱。国内股市的估值目前也并不便宜，2020 年，A 股主要股票指数涨幅全球领先，A 股估值目前已经处于相对高位，主要股票指数的股权风险溢价水平已经逼近 2015 年和 2017 年的低位。考虑到金融类、周期类以及制造类行业的市盈率历史分位数处于历史相对较低位置，安全边际相对较高，可增加配置。同时近期市场“再通胀”交易持续升温，重点关注受益于涨价的有色、化工等行业。

图 1： CPI 月度同比情况 单位：%



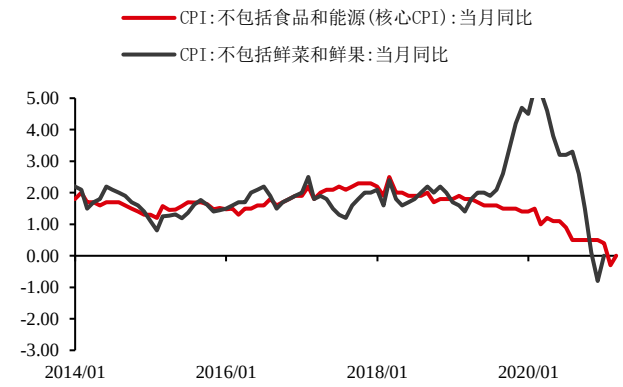
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 2： CPI 当月同比 单位:%



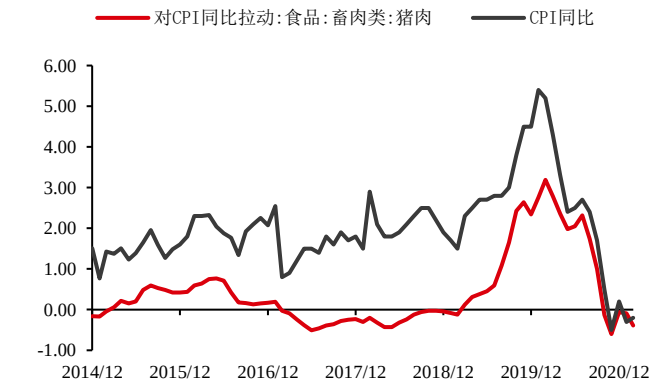
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 3： 两种 CPI 单位：%



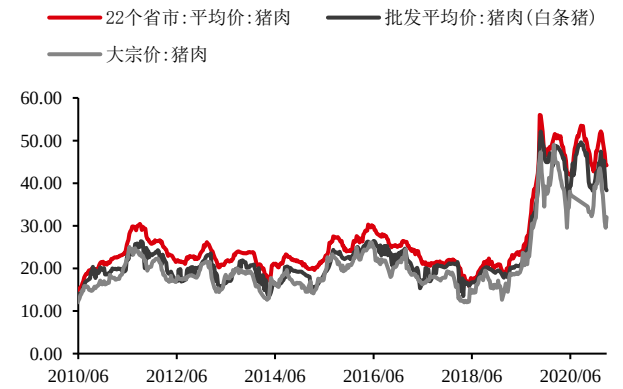
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 4： 猪肉对 CPI 同比拉动 单位:%



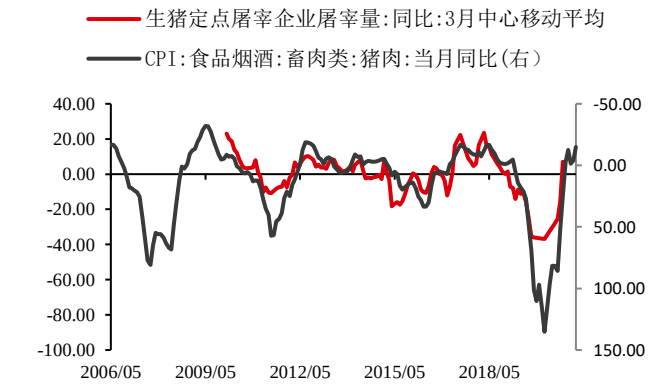
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 5： 猪肉价格-周度 单位：元/kg



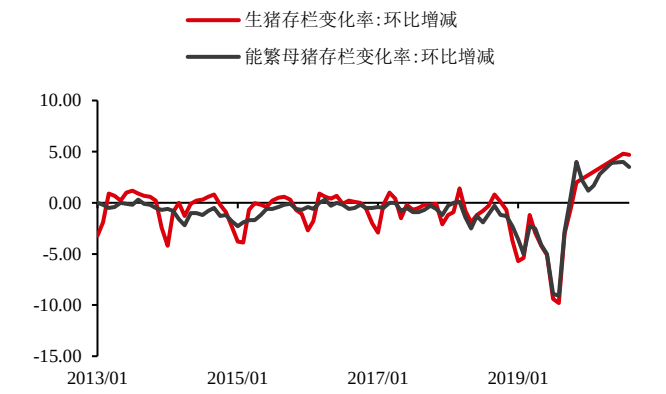
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 6： 生猪屠宰量与 CPI 猪肉项 单位:%



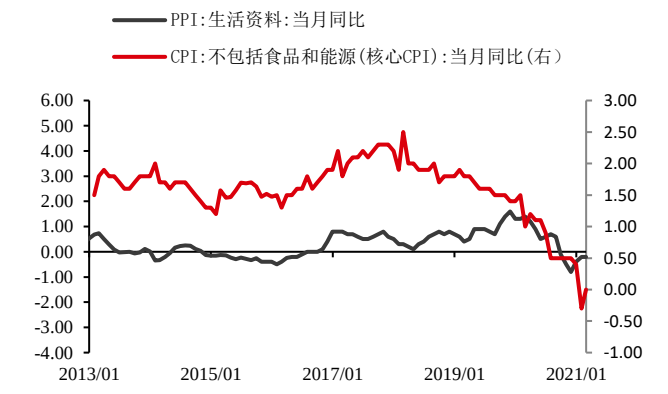
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 7：　生猪存栏环比　单位：%



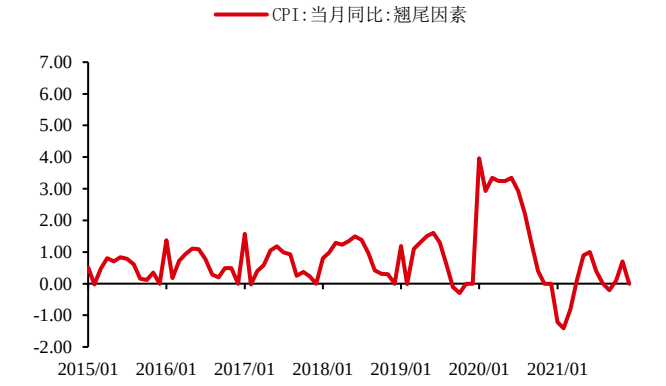
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 8：　核心 CPI 与 PPI 生活资料　单位：%



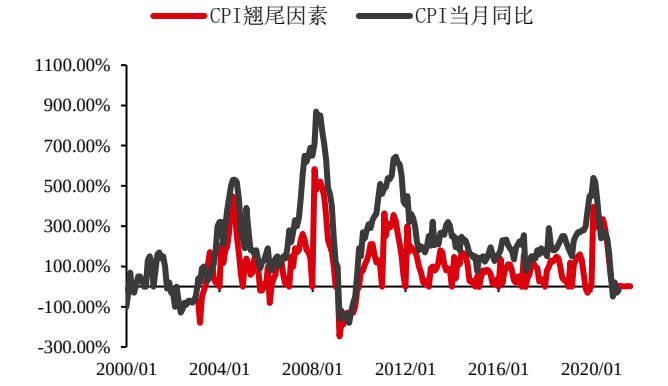
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 9：　一季度翘尾因素为负　单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 10：　CPI 与 CPI 翘尾因素　单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院“，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

公司总部

地址：广东省广州市越秀区东风东路761号丽丰大厦20层

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com