宏观研究

再通胀为什么是一个伪命题？

宏观专题报告 | 2021 年 02 月 24 日

报告摘要：

● **本轮猪周期进入下半场**

在受到非洲猪瘟疫情影响后，生猪存栏大幅下降，猪价不断创造历史新高，一度引起轰动；而之后，在丰厚养殖利润和政策利好驱动下，2020 年国内大型生猪养殖企业纷纷扩张生产规模，下半年产能逐步释放，猪肉供给量增大，本轮猪周期进入下行阶段。我们可以看到，生猪产能在 2020 年得以快速恢复，其增长速度创历史新高。自 2019 年下半年以来，国家政策积极鼓励生猪补库存，这一政策取得良好的效果，使得生猪存栏量快速恢复，能繁母猪存栏变化率环比增速持续为正，且增速较快。我们预计 2021 年生猪存栏有希望继续增长，从而带动猪价走低。

● **2021年猪肉CPI或持续为负**

利用猪肉价格同比增速来测算猪肉CPI同比走势，我们预计2021年猪肉CPI将持续为负，最低点可能出现在二季度，跌幅为45%左右，下半年跌幅有所收窄，我们预计2021年猪肉CPI同比预计下降35%左右。

● **我们预计2021年物价较为温和**

当前居民消费需求不断升级，劳动力成本上升已成为常态，这将助推部分商品和服务类价格不断攀升，消费服务需求释放将成为2021年影响CPI走势的重要因素；受相关政策因素的影响，部分政府定价的商品及服务，如天然气价格、汽油价格、柴油价格、教育收费、出租车收费价格等，有可能出现价格调整，或将影响物价水平。受翘尾因素以及整体需求仍然偏弱的影响，我们预计2021年一季度CPI同比涨幅可能为负值。随着需求逐渐恢复，二季度之后CPI同比涨幅有望逐渐回正，预计全年物价表现温和。我们认为2021年CPI中枢值可能在1%左右，可能呈先低后高的走势。

● **风险提示：**

猪瘟再次爆发、生猪补栏超预期、大宗商品过快上涨等。

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：顾洋恺

执业证号： S0100119110016

电话： 010-85127665

邮箱： guyangkai@mszq.com

相关研究

目录

1 本轮猪周期进入下半场.....3
1.1 生猪存栏量是预测猪肉价格反向领先指标.....3
1.2 春节后猪价或掉头向下.....3
2 生猪价格对猪肉 CPI 的影响.....5
2.1 猪肉 CPI 波动性略低于猪肉实际价格波动.....5
3 2021 年 CPI 走势分析.....6
3.1 猪周期进入下半场.....6
3.2021 年 CPI 或呈“先低后高”的走势.....6
4 猪周期与房地产周期逐渐脱钩.....9
风险提示.....9
插图目录.....10

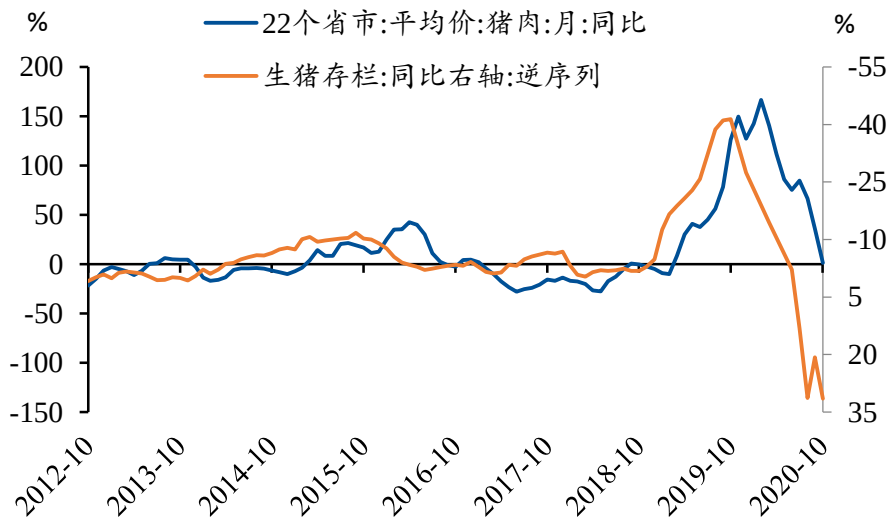
1 本轮猪周期进入下半场

1.1 生猪存栏量是预测猪肉价格反向领先指标

本轮猪周期进入下半场。在受到非洲猪瘟疫情影响后，生猪存栏大幅下降，猪价不断创造历史新高，一度引起轰动；而之后，在丰厚养殖利润和政策利好驱动下，2020 年国内大型生猪养殖企业纷纷扩张生产规模，下半年产能逐步释放，猪肉供给量增大，本轮猪周期进入下行阶段。我们可以看到，生猪产能在 2020 年得以快速恢复，其增长速度创历史新高。自去年下半年以来，国家政策积极鼓励生猪补库存，这一政策取得良好的效果，使得生猪存栏量快速恢复，能繁母猪存栏变化率环比增速持续为正，且增速较快。将目光放远可以预测，生猪存栏有希望继续增长，从而带动猪价走低。

生猪存栏量是预测猪肉价格反向领先指标。根据农业部新闻，2020 年 10 月生猪存栏共 3.87 亿头，生猪产能已经恢复到 2017 年年末水平的 88%左右。按照这个趋势，2021 年二季度，全国生猪存栏将基本恢复到正常年份的水平。据此估算，2021 年上半年生猪存栏量将继续回升，生猪存栏同比增速预计维持在 10%以上。据统计，截止 2020 年 11 月末我国母猪存栏环比增长 2.77%，同比增长 53.92%；生猪存栏环比增长 2.06%，较 2019 年同期增长 49.76%。总体来看，当前能繁母猪存栏将恢复至非瘟前的 85%以上水平，在非瘟疫情不再度爆发前提下，我们预测 2021 年四季度，我国生猪存栏将全面恢复至疫情前水平。

图 1：生猪存栏量同比领先猪价同比 5 个月左右



资料来源：Wind，民生证券研究院

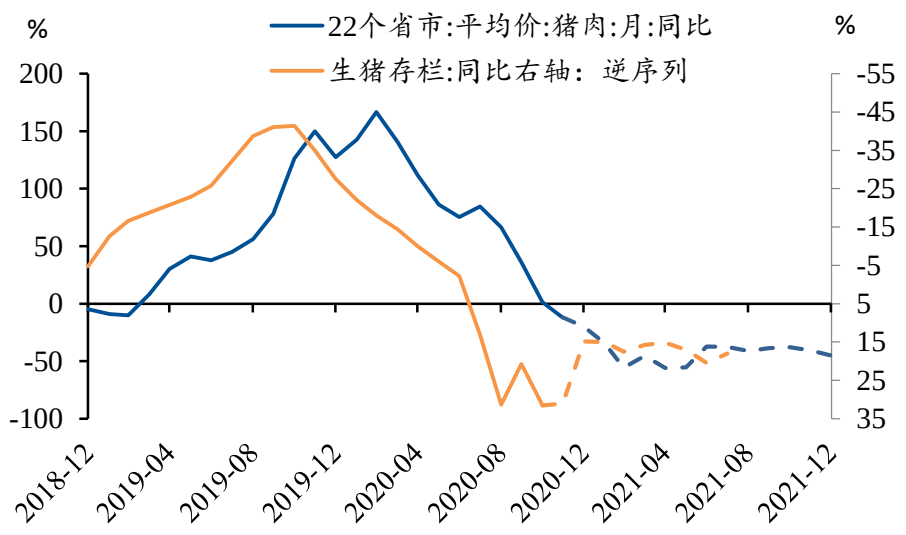
1.2 春节后猪价或掉头向下

近期猪价波动性较高。春节期间猪价有所回升，春节后消费减少，我们预计猪价可能回落。从供给端来看，受益于猪肉价格上涨，众多生猪养殖企业的业绩大幅增长。正邦科技近期发布公告称，2020 年 12 月销售生猪 134.21 万头，环比增长 27.18%，同比增长 117.06%；销售收入 38.83 亿元，环比增长 1.40%。同比增长 109.44%。牧原股份 2020 年

12 月份，销售生猪 264.1 万头，环比增长 27.2%。其中向全资子公司牧原肉食品有限公司销售生猪 13.7 万头。公司商品猪销售均价达到了 30.15 元/公斤，环比上涨了 14.55%。聚焦需求端，春节期间消费端对猪肉需求相对旺盛，猪肉市场供需两旺。在节后需求归于平淡，供应也会有所减少，供需两低的情况下，价格将会整体走低。

今年猪价或继续向下。且呈现较为明显的季节性走势。2021 年猪肉价格同比增速预计持续为负。如果我们使用生猪存栏量同比增速来估算 2021 年猪肉价格同比增速，由于生猪存栏量同比增速领先猪肉价格同比增速 5 个月左右，且根据往年经验，通常情况下生猪存栏同比下降 1%，5 个月后猪肉价格同比上涨 4%（反之，生猪存栏同比上涨 1%，5 个月后猪肉价格同比下降（1-1/1.04）%），可以大致估算出 2021 年猪肉价格同比增速，经过计算，预计 2021 年猪肉价格同比下跌 40%左右，2021 年猪肉价格预计跌破 20 元/公斤。用猪肉价格同比增速来拟合猪价，我们可以看到，2021 年猪肉价格预计持续回落，有望从 2020 年年底的 40 元/公斤左右下跌至 2021 年年底的 20 元/公斤左右，考虑到春节效应 2021 年一二月份猪价可能维持高位，我们预计春节之后猪价中枢值将逐渐降低。

图 2：用生猪存栏量走势来估算猪肉价格同比增速（虚线为预测值）



资料来源：Wind，民生证券研究院

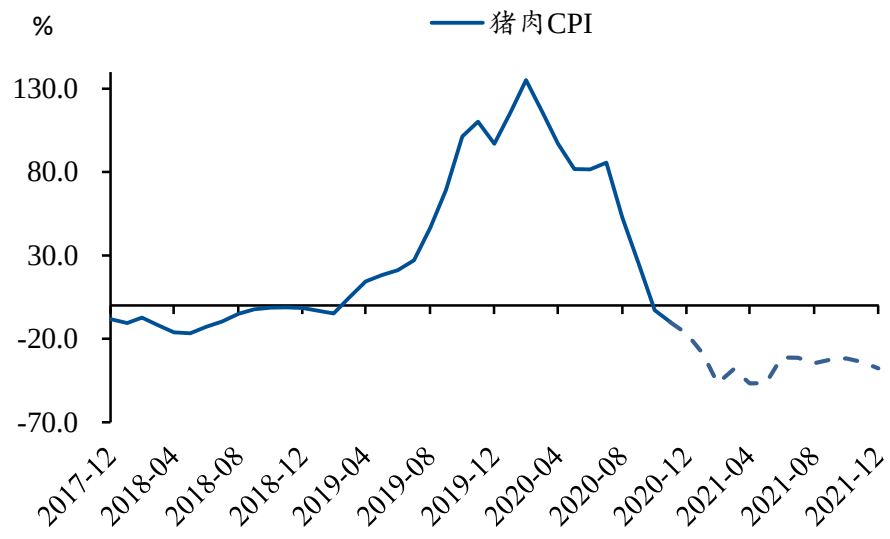
2 生猪价格对猪肉 CPI 的影响

2.1 猪肉 CPI 波动性略低于猪肉实际价格波动

猪肉 CPI 波动性略低于猪肉实际价格波动。根据统计局数据，猪肉 CPI 波动性略低于猪肉实际价格波动。通过观察可以发现，统计局猪肉 CPI 同比增速在猪周期顶部（也即该周期的峰值位置，高位）均低于 22 省市猪肉平均价同比增速，在猪周期底部（也即该周期的低谷位置，低位）均高于 22 省市猪肉平均价同比增速。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。

2021 年猪肉 CPI 或持续为负。利用猪肉价格同比增速来测算猪肉 CPI 同比走势，我们预计 2021 年猪肉 CPI 将持续为负，最低点可能出现在二季度，跌幅为 45%左右，下半年跌幅有所收窄，预计 2021 年猪肉 CPI 同比预计下降 35%左右。

图 3： 2021 年猪肉 CPI 预计（虚线为预测值）



资料来源：Wind，民生证券研究院

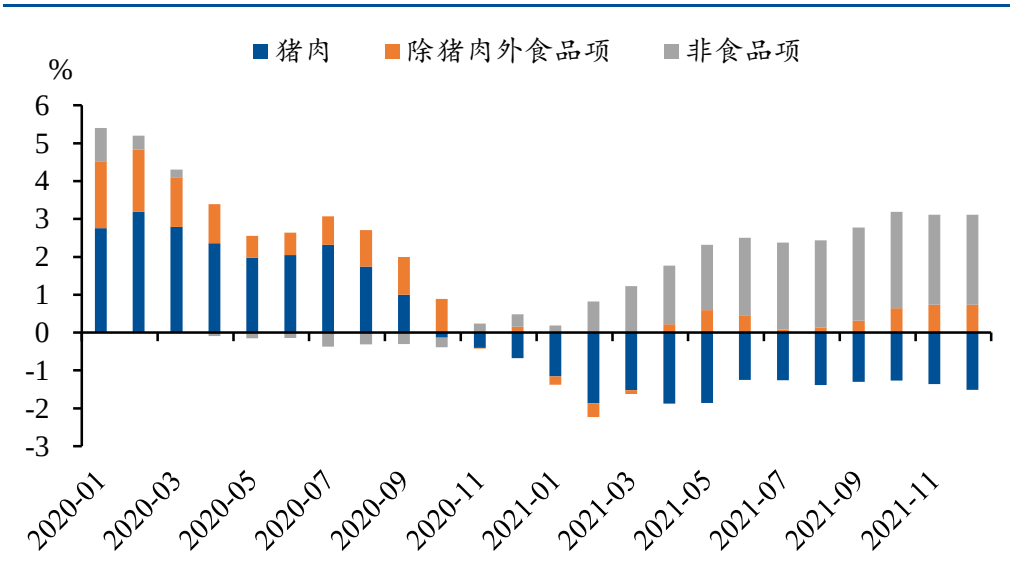
3 2021 年 CPI 走势分析

3.1 猪周期进入下半场

猪周期会影响 CPI 的走势。2021 年 CPI 走势的影响因素主要考虑三部分：猪肉价格走势、大部分是必选消费品的非猪肉食品项走势、一部分是可选消费品的非食品项走势。其中猪肉价格预计明显回落，食品项预计维持往年同期趋势（M 型走势），非食品项预计明显反弹，特别是受油价影响较大的交通和通信类。在此背景下对 2021 年 CPI 进行预测，可以看到 2021 年 CPI 先低后高，一季度可能持续为负，之后逐渐反弹，全年中枢值在 1%左右。CPI 非食品项则持续回升，2021 年年底可能会破 3%。CPI 较低主要是初期受猪肉价格拖累，而之后 CPI 和预计核心通胀也将明显反弹，总体而言，呈现先低后高的运行态势。

2021 年猪周期进入下半场。把 CPI 分成猪肉、除猪肉以外的食品烟酒和其他项，我们可以发现，2019 年下半年和 2020 年上半年猪肉是 CPI 上涨最大拉动项，对 CPI 的贡献度超过一半。但 2020 年下半年以来，在生猪基数大的基础上，生猪库存逐渐恢复，供需错配因子的影响减小，猪肉价格将随之逐渐回落，并逐步成为 CPI 的拖累项，在初期带动 CPI 走低。

图 4：猪肉或成为 2021 年 CPI 最大拖累项



资料来源：wind，民生证券研究院

3.2021 年 CPI 或呈“先低后高”的走势

CPI 存在季节效应。我们将季节波动效应纳入考虑范围，可以得到如下结论。CPI 食品环比和 CPI 非食品环比存在明显的季节效应：CPI 食品环比和 CPI 非食品环比通常呈 M 型走势。由于季节性原因，CPI 食品环比和非食品环比通常在 1-2 月价格快速上升，春节为 1 月时则 1 月价格出现峰值，春节为 2 月时则 2 月出现峰值。这是由节假日效应影响 CPI 食品环比的例子。而 3 月-5 月则通常回落，之后由于夏秋季原因，6-9 月价格再次快

速上涨，在第四季度由于天气转凉，则再度回落。预测 CPI 走势，需要将上述季节性因素纳入考虑范围。近期猪肉价格的波动更多是春节期间居民对猪肉需求增加所致，春节过后猪价预计进入下跌通道。

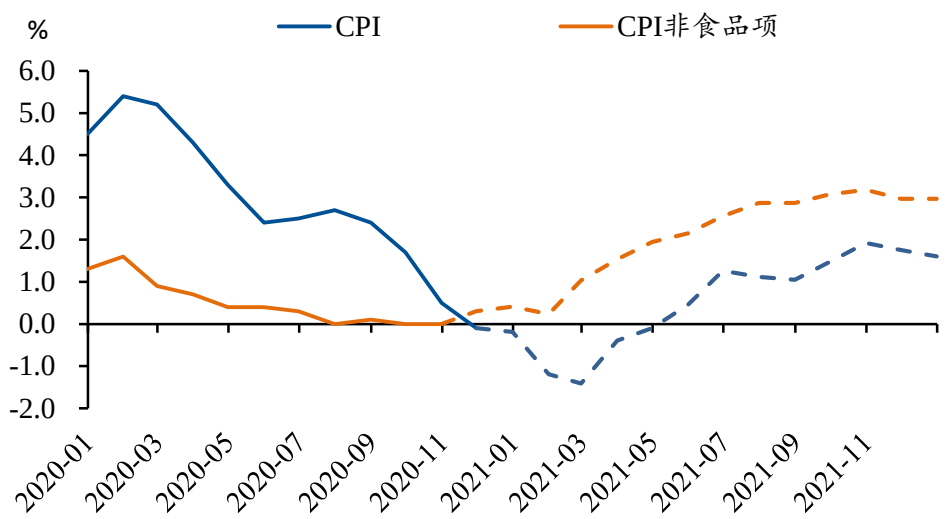
交通通信和居住类也会拖累 CPI 非食品项。2020 年 CPI 居住均为负增长，对 CPI 造成明显拖累，其中 CPI 交通和通信主要是因为油价下跌导致燃料成本下降导致的，如果 2021 年油价反弹，该项预计会明显回升。CPI 居住项下跌则是因为 2020 年房租下降导致的，如果结合 2021 年经济进一步恢复的趋势，我们预计租金价格将有所回升。

2021 年可选消费反弹力度或大于必选消费。新冠疫情对可选消费冲击更大，疫情后可选消费预计反弹。从社会消费品零售总额来看，2020 年必选消费项，如食品饮料、日用品等均没有受到太大冲击，但可选消费项，比如汽车、家电、家具、金银珠宝等均出现明显负增长，对消费形成拖累。这是因为在疫情背景下，尽管居民收入增速有所回落，但相比之下居民消费倾向回落对消费的冲击更大。居民对未来收入的不确定性和防疫的动机，导致可选消费负增长。2021 年来看，一方面是居民收入增加，另一方面在于疫苗推出后未来收入的确定性提高，居民消费倾向有望恢复，预计 2021 年可选消费将明显反弹，带动 CPI 非食品项增长。

春节错位对 CPI 造成扰动。根据国家统计局的数据显示，2021 年 1 月 CPI 同比转负。其中，食品烟酒类价格同比上涨 1.4%，在食品大类中，猪肉价格同比下降 3.9%，降幅扩大 2.6 个百分点，这与我们通过分析猪肉供需得出的猪肉价格趋势基本一致；鲜菜价格同比上涨 10.9%。春节期间猪肉消费需求增加，饲料成本上升，冷链冻肉进口减少，猪肉价格环比上涨 5.6%；由于寒潮带来的低温、雨雪天气，鲜菜的生产、储存以及运输成本增加，鲜菜价格出现大幅上涨。在其他的七大类当中，受局部疫情和就地过年影响，交通和通信价格同比下降 4.6%；医疗保健价格小幅上行，生活用品及服务、教育文娱价格持平；房租价格同比下降 0.4%。根据目前的实际发生情况，也就是春节错位带来的负值 CPI，我们可以发现与我们的估计基本一致。

我们预计 2021 年物价较为温和。当前居民消费需求不断升级，劳动力成本上升已成为常态，这将助推部分商品和服务类价格不断攀升，消费服务需求释放将成为 2021 年影响 CPI 走势的重要因素；受相关政策因素的影响，部分政府定价的商品及服务，如天然气价格、汽油价格、柴油价格、教育收费、出租车收费价格等，有可能出现价格调整，或将影响物价水平。受翘尾因素以及整体需求仍然偏弱的影响，预计 2021 年一季度 CPI 同比涨幅可能为负值。随着需求逐渐恢复，二季度之后 CPI 同比涨幅有望逐渐回正，预计全年物价表现温和。我们认为 2021 年 CPI 中枢值可能在 1%左右，可能呈先低后高的走势。

图 5：2021 年 CPI 或先低后高



资料来源：wind，民生证券研究院

4 猪周期与房地产周期逐渐脱钩

猪周期与房地产周期逐渐脱钩。在 2012 年以前，猪周期、房地产周期和库存周期走势较为接近，比较典型的是 2006-2007 年和 2009 年-2010 年，猪通胀和商品房涨价同时出现，工业企业产成品库存也有所上升。主要原因系这两个时间段均处于接近过热阶段，总需求扩张快于总供给扩张导致全面性通胀压力，这两个时间段无论是房价、CPI、PPI 均明显上涨。但 2012 年之后，猪周期、房地产周期和库存周期出现分化，猪周期更多与 CPI 特别是食品类 CPI 关联较大，房地产周期则与金融周期有较大关系，库存周期则指向 PPI，因此，猪周期、房地产周期和库存周期的分化，其背后是 CPI、PPI、信贷社融走势的分化。2012 年以后猪周期的变动更多是供给端原因，典型的比如 2019 年以来的这一轮猪周期，主要系非洲猪瘟所致，由于我国居民恩格尔系数下降，需求端对猪周期的影响逐渐下降。库存周期则反映实体企业生产经营情况，也与全球工业需求有关，比如 2017 年由于海内外经济协同复苏，需求提振，PPI 大幅提升，带动企业进入补库存阶段。房地产周期则与金融周期关系越来越大，同时也受调控政策影响。信贷社融、房贷利率对房价有很大影响，2015 年-2016 年的房地产周期的开启一方面与流动性宽松有关，另一方面也与房贷利率下降有关。近年来“房住不炒”政策很大程度上也抑制了楼市过快上涨。由于今年猪肉价格回落，我们预计今年 CPI 大幅上行的风险较低，虽然 3 月之后受基数影响 PPI 可能会阶段性上行，但物价水平整体仍处于可控空间，通胀不会成为货币政策制约因素，但上半年做多大宗商品仍不失为良好的策略。

风险提示

猪瘟再次爆发、生猪补栏超预期、大宗商品过快上涨等。

插图目录

图 1：生猪存栏量同比领先猪价同比 5 个月左右 3
图 2：用生猪存栏量走势来估算猪肉价格同比增速（虚线为预测值） 4
图 3： 2021 年猪肉 CPI 预计（虚线为预测值） 5
图 4：猪肉或成为 2021 年 CPI 最大拖累项 6
图 5：2021 年 CPI 或先低后高 8

分析师与研究助理简介

解运亮，民生证券首席宏观分析师，中国人民大学经济学博士。曾供职于中国人民银行货币政策司，从事宏观经济和货币政策监测分析工作，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题，曾获中国人民银行重点课题一等奖。作品见载于《新华文摘》、《人大复印报刊资料》、《华尔街见闻》等知名期刊、媒体。

顾洋恺，民生证券研究院宏观组研究助理。对外经济贸易大学金融硕士。擅长货币流动性研究、大类资产配置和国际政治分析，系统学习过社会学、历史学、国际关系等专业，曾从事过宏观策略和信用评级等岗位，有七年大类资产投资经验，2019年加盟民生证券研究院。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005
上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122
深圳：广东省深圳市深南东路5016号京基一百大厦A座6701-01单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。