

为什么我们认为下半年 CPI 大概率由正转负

——暨 2020 年下半年通胀形势展望

宏观专题报告

2020 年 6 月 10 日

报告摘要:

● 疫情管制带来的需求减少，是生猪补栏速度超预期原因

今年春节乃至整个 2 月份期间，各城市实施疫情管制措施，限制运送蔬菜和肉类等生鲜食品的货车进城。这带来了两个结果：1、2 月份城市食品供应大幅减少，食品价格超预期上涨；2、是 2 月乃至 3 月份禽类和畜类库存积压严重，特别是生猪，由于出栏量大幅下降，生猪超预期补栏，特别是能繁母猪数量明显增长，使生猪供应快速恢复。

● 生猪存栏是猪价领先指标，猪价或超预期回落

生猪存栏量是猪肉价格领先指标，领先时间大约为六个月，由于春节期间生猪出栏受阻、政策支持生猪养殖、猪瘟疫苗研发成功等因素的利好，生猪快速补栏。从供给端来看，未来猪肉价格或快速回落。

● “链式拉式”的统计方法导致下半年猪肉占 CPI 权重提升，提高猪价回落对通胀影响

由于统计局采用“链式拉式”统计方法，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。以此来看，今年下半年，猪肉占 CPI 的权重将逐渐上升，这会放大猪肉价格大幅回落对 CPI 的拖累程度。

● 猪周期进入后半场，预计今年下半年 CPI 快速滑落至负区间

CPI 方面，根据测算，今年下半年由于猪肉价格将快速回落，带动 CPI 快速下行，受猪价回落的影响，叠加去年同期基数较高，今年下半年 CPI 可能滑落至负区间。

● 风险提示：

疫情好转超预期、猪瘟二次爆发、财政扩张超预期等。

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：付万丛

执业证号：S0100119080008

电话：010-85127665

邮箱：fuwancong@mszq.com

相关研究

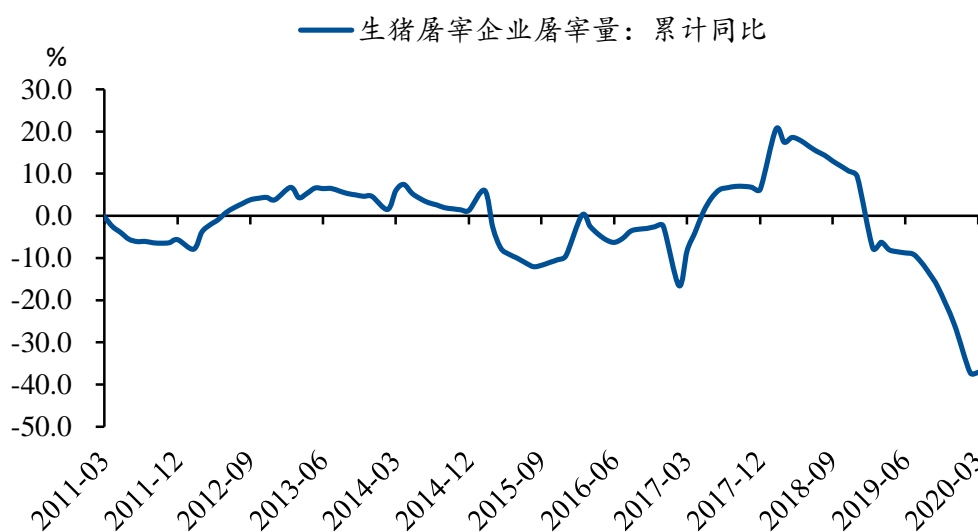
目录

1. 疫情管制带来的需求减少，是生猪补栏速度超预期原因.....	3
2. 生猪存栏是猪价领先指标，猪价或超预期回落.....	4
3. “链式拉式”的统计方法导致下半年猪肉占 CPI 权重提升，提高猪价回落对通胀影响.....	5
4. 猪周期进入后半场，预计今年下半年 CPI 快速滑落至负区间.....	6
5. 投资建议：下半年利率债仍有机会.....	7
风险提示	7

1. 疫情管制带来的需求减少，是生猪补栏速度超预期原因

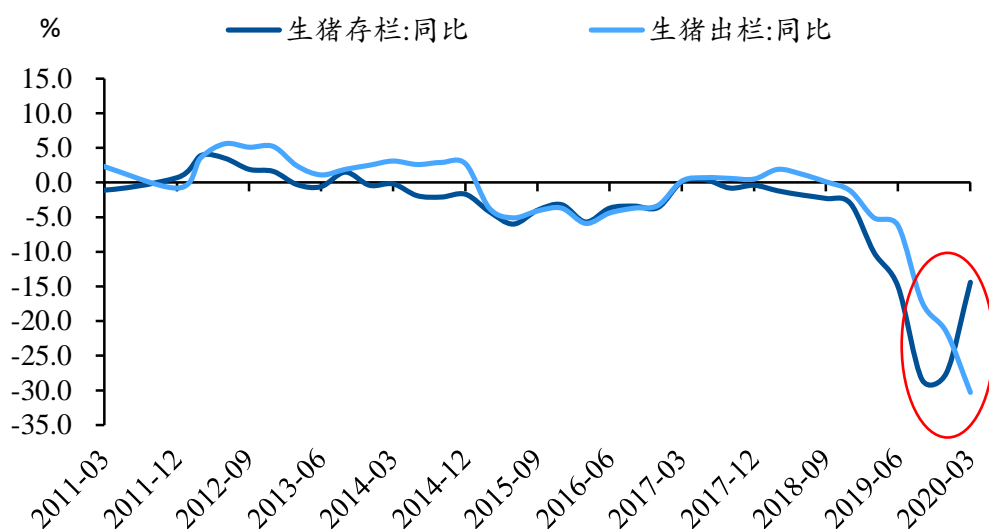
疫情管制是生猪补栏超预期原因。今年春节乃至整个2月份期间，各城市实施疫情管制措施，限制运送蔬菜和肉类等生鲜食品的货车进城。这带来了两个结果：1、2月份城市食品供应大幅减少，食品价格超预期上涨；2、2月乃至3月份禽类和畜类库存积压严重，特别是生猪，由于出栏量大幅下降，生猪超预期补栏，出栏量和补栏量出现明显裂口，使生猪供应快速恢复。

图1：疫情管制导致春节期间猪肉消费大幅下降，生猪屠宰量减少



资料来源：Wind，民生证券研究院

图2：疫情期间生猪出栏减少，生猪补栏加速

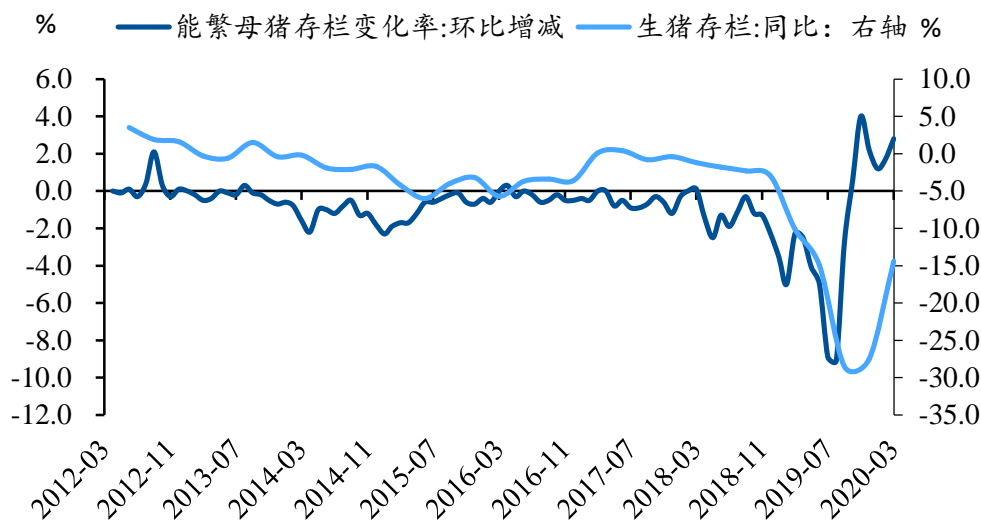


资料来源：Wind，民生证券研究院

2. 生猪存栏是猪价领先指标，猪价或超预期回落

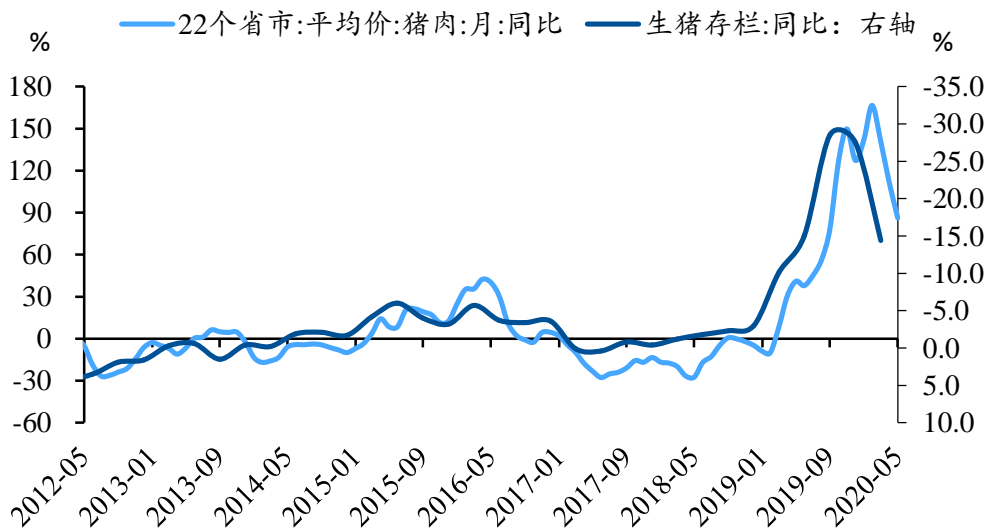
多重因素利好生猪快速补栏。生猪存栏量是猪肉价格领先指标，领先时间大约为六个月，由于春节期间生猪出栏受阻、政策支持生猪养殖、猪瘟疫苗研发成功等因素的利好，生猪快速补栏。从供给端来看，未来猪肉或快速回落。

图 3：生猪存栏有所反弹，下半年猪肉价格有回落压力



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 4：生猪存栏是猪肉价格领先指标（领先约 6 个月）

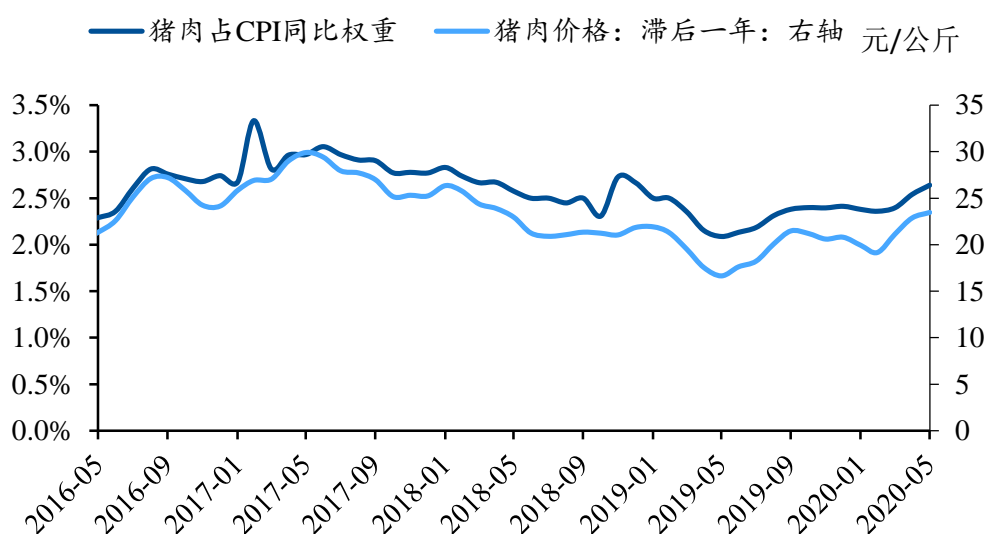


资料来源：Wind，民生证券研究院

3. “链式拉式”的统计方法导致下半年猪肉占 CPI 权重提升，提高猪价回落对通胀影响

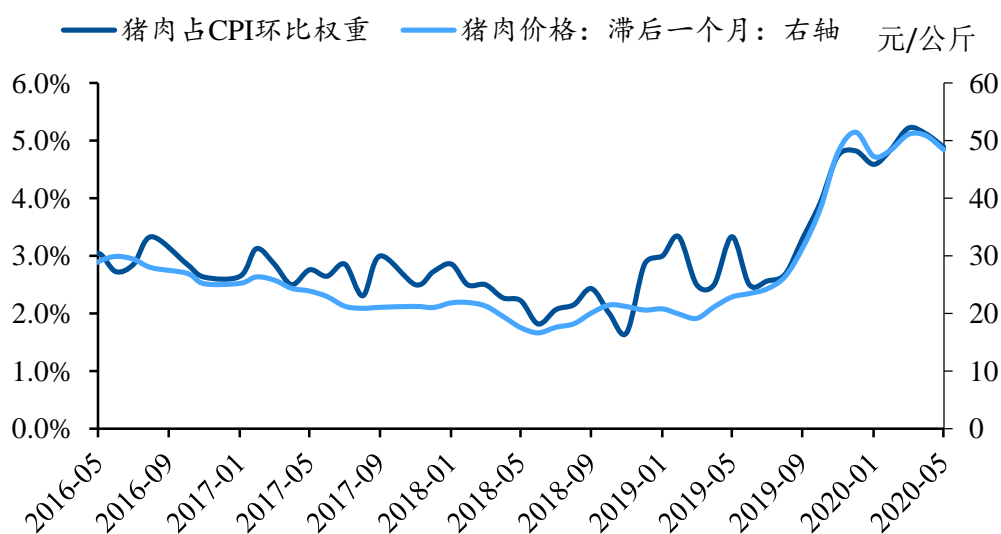
下半年猪肉占 CPI 权重将大幅上升，放大猪价回落影响。由于统计局采用“链式拉式”统计方法，猪肉同比 CPI 权重由去年同期猪肉开支占总消费比重来确定，猪肉环比 CPI 权重由上个月猪肉开支占总消费比重来确定。而猪肉开支占总消费比重与猪肉价格和猪肉消费量有关，因此，在猪肉消费量稳定的时期，猪肉 CPI 权重主要考虑基期猪肉价格变动情况。以此来看，今年下半年，猪肉占 CPI 的权重将逐渐上升，这会放大猪肉价格大幅回落对 CPI 的拖累程度。

图 5：猪肉同比 CPI 权重和滞后一年猪肉价格正相关



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 6：猪肉环比 CPI 权重和滞后一个月猪肉价格正相关

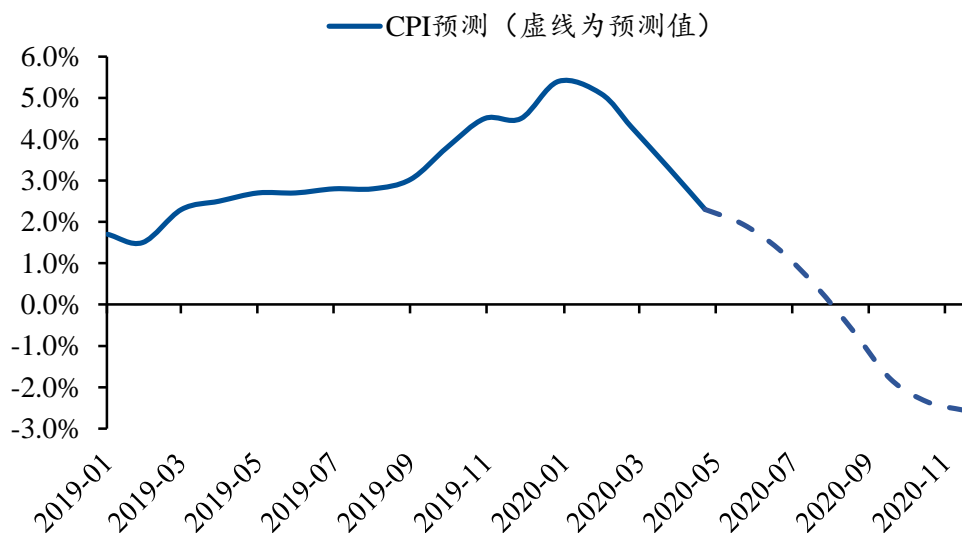


资料来源：Wind，民生证券研究院

4. 猪周期进入后半场，预计今年下半年 CPI 快速滑落至负区间

今年下半年 CPI 可能快速滑落至负区间。CPI 方面，根据测算，今年下半年由于猪肉价格将快速回落，带动 CPI 快速下行，受猪价回落的影响，叠加去年同期基数较高，今年下半年 CPI 可能滑落至负区间。

图 7：根据猪周期预测，今年下半年 CPI 可能快速滑落至负区间

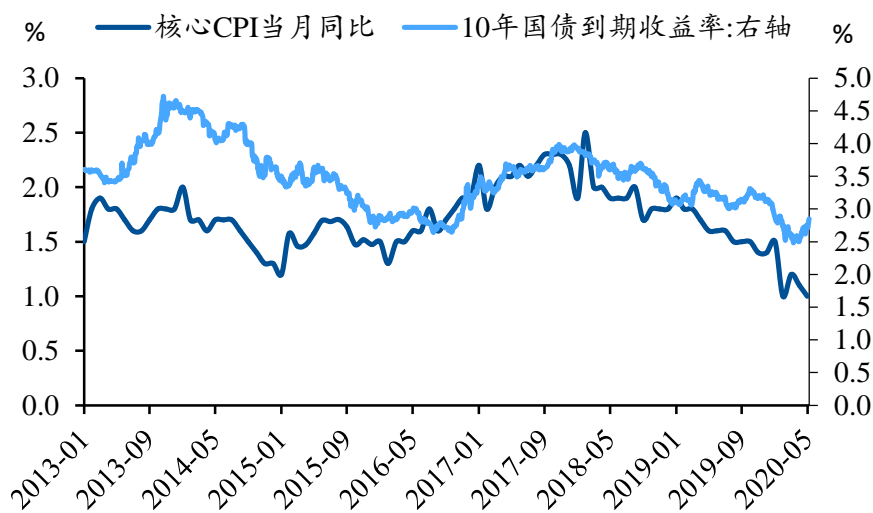


资料来源：Wind，民生证券研究院

5. 投资建议：下半年利率债仍有机会

通缩会导致实体经济需求收缩，进而使利率债走牛。利率债通常由基本面、资金面和政策面决定。资金面短期受缴税、缴款等因素影响，中期受监管态度影响，对债市的影响更多体现在中短期。利率债大方向更多看基本面和政策面，而核心CPI可以在很大程度上反映基本面和政策面。未来来看，去库存压力仍然存在，物价向下压力较大，货币政策易松难紧，利率债仍有机会。

图 8：十年期国债收益率与核心 CPI 走势关系密切



资料来源：Wind，民生证券研究院

风险提示

疫情好转超预期、猪瘟二次爆发、财政扩张超预期等。

插图目录

图 1：疫情管制导致春节期间猪肉消费大幅下降，生猪屠宰量减少	3
图 2：疫情期间生猪出栏减少，生猪补栏加速	3
图 3：生猪存栏有所反弹，下半年猪肉价格有回落压力	4
图 4：生猪存栏是猪肉价格领先指标（领先约 6 个月）	4
图 5：猪肉同比 CPI 权重和滞后一年猪肉价格正相关	5
图 6：猪肉环比 CPI 权重和滞后一个月猪肉价格正相关	5
图 7：根据猪周期预测，今年下半年 CPI 可能快速滑落至负区间	6
图 8：十年期国债收益率与核心 CPI 走势关系密切	7

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。

付万丛，民生证券研究院宏观研究助理。美国雪城大学经济学博士。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。