

【申银万国期货】新经济形势下猪肉价格对 CPI 的影响

2020 年 5 月 11 日

摘要：

- 我国猪肉产量和猪肉消费量排名世界第一，2019 年我们国家猪肉消费量占比 40% 左右，中国、欧盟、美国是猪肉的主要消费地区，消费量占比超过 70%。从国内产量上来说，我国猪肉的产量远高于其他肉类，所以其他肉类短时间也很难替代猪肉在居民消费结构当中的地位。
- 理解中国 CPI，需研究猪肉价格周期。猪肉供给弹性一般大于需求弹性，猪肉价格周期类似“发散性蛛网模型”。在没有特别的外生性冲击的情况下，猪价周期一般为“供给下降，价格上升，补栏，出栏、供给增加，价格下降，减少补栏、供给下降”。
- 猪价周期的形成，很大程度上是由于此前国内生猪养殖结构是以散养户为主。不过，环保压力、人员成本上涨下，养猪散户逐渐离场。生猪养殖的集中化，或会让传统猪周期时间拉长，甚至失灵。规模化养殖也让相关企业面临着较大的风险敞口，加大了对生猪期货的需求。
- 我们认为，猪肉价格变动可能影响短期货币政策空间，但很难通过货币政策从根本上解决猪价过快上升的问题。因为货币政策是需求侧的政策，不能有效影响短期猪肉的供应。
- 综合看，考虑到 CPI 同比翘尾因素下半年将快速回落，预计 1 月份是全年 CPI 高点，后续将逐步回落，央行货币政策空间加大。

申银万国期货有限公司

地址：上海东方路 800 号
 宝安大厦 7、8、10 楼
邮编：200122
电话：021 5058 8811
传真：021 5058 8822
网址：www.sywgqh.com.cn



申银万国期货
宏观金融研究

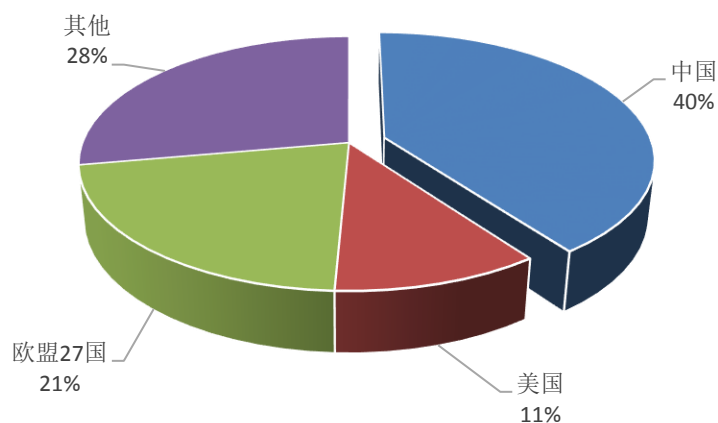


申银万国期货研究

一、猪肉在我国居民消费占据重要地位

我国猪肉产量和猪肉消费量排名世界第一，2019 年我们国家猪肉消费量占比 40% 左右，从下图可以看到，中国、欧盟、美国是猪肉的主要消费地区，消费量占比超过 70%。从国内产量上来说，我国猪肉的产量远高于其他肉类，所以其他肉类短时间也很难替代猪肉在居民消费结构当中的地位。

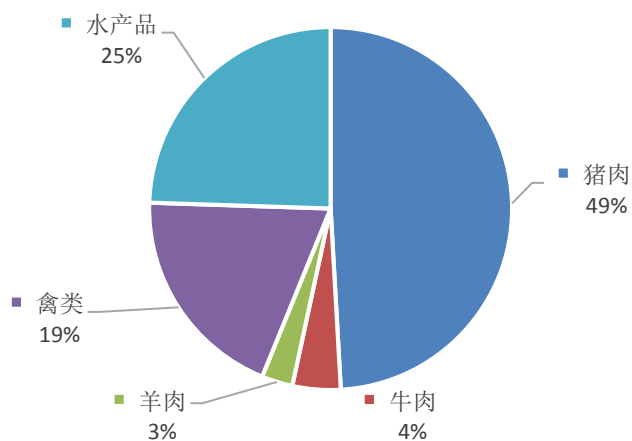
图 1：2019 年中国猪肉消费量占全球产量比重（%）



资料来源：Wind，申万期货研究所

如果从狭义的肉类“红肉”，也就是猪、牛、羊肉来看，猪肉的消费在我们国家肉类消费中是绝对主导地位，猪肉的人均消费量是牛肉、羊肉的十几倍。如果把禽肉、水产品这些一般称之为“白肉”加进来，可以看到猪肉占比有所下降，但也将近一半。

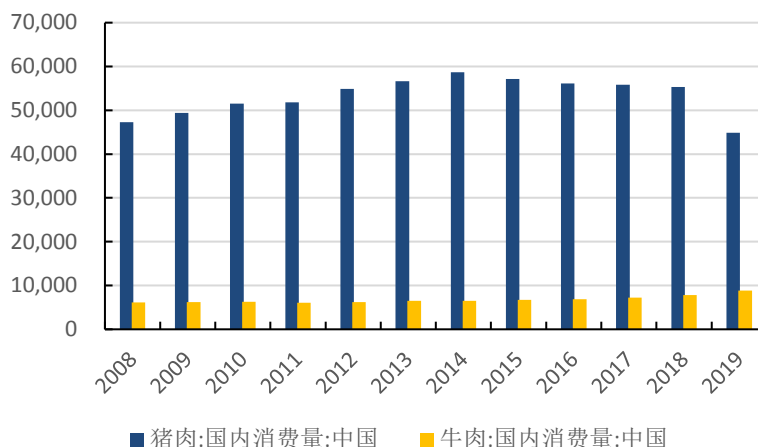
图 2：2019 年中国居民肉类消费构成（%）



资料来源：Wind，申万期货研究所

不过，从下面的图可以看到，随着居民的生活水平不断提高，肉类的消费结构也在缓慢地发生变化，牛肉消费量增加，猪肉的消费量减少。但是，总体上，猪肉的地位还是难以撼动。

图 3：中国 2008 年以来猪肉、牛肉消费量



资料来源：Wind，申万期货研究所

中国人爱吃猪肉，也不完全是因为猪肉特别好吃，这其中也有文化、社会和生物学方面的原因。图 4 是湖南湘潭出土的商代豕尊，猪这种动物可以说是伴随着我国文明发展的。据相关挖掘考证，早在 8000 年前，中国人就开始养猪吃肉。毛泽东主席曾经说过：“有人建议，把猪升到六畜之首……我举双手赞成，猪占首要地位，实在天公地道。”后来《人民日报》某一期的头版印出“猪为六畜之首”，猪在我们国家现在的重要地位得到从上而下的认可。

图 4：湖南湘潭出土的商代豕尊



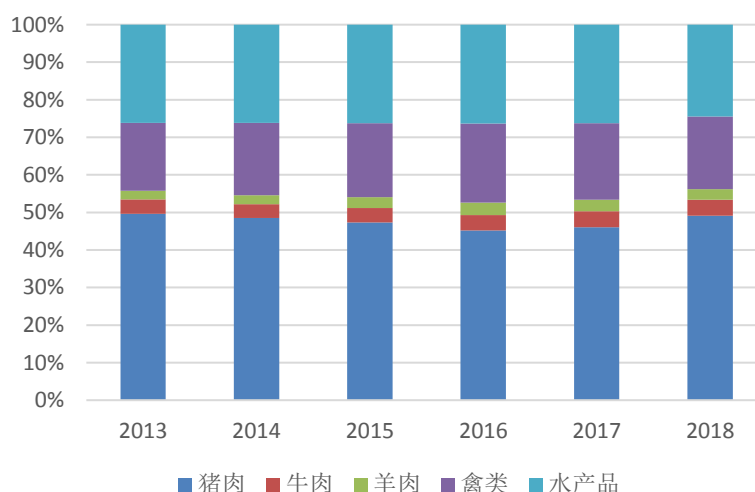
资料来源：网络资料，申万期货研究所

另外，有研究指出，猪在把植物转化为肉的效率和速度方面

是家畜中潜力最大。猪一生中能将饲养 35% 的能量转化为肉，而羊只能转化 13%，牛则仅有 6.5%。从效率评价的角度来说，这意味着猪可以更有效地将初级食物转化为生物化学能量储存起来。猪相对不挑食，总体上不和人类食物形成竞争关系；居住地点相对固定，和原始居民也相对符合。

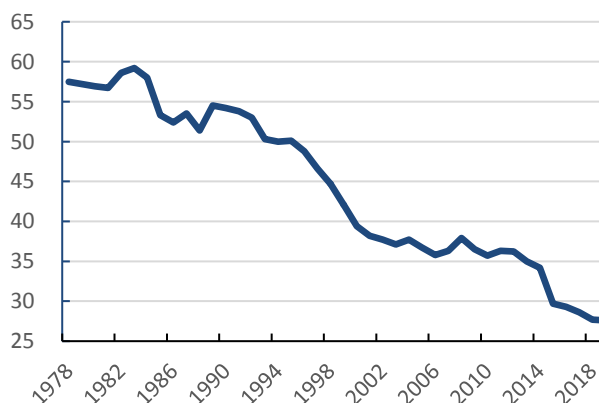
因此，在复杂的因素综合下，猪肉在中国人的肉类消费中占据绝对地位，且比例相对稳定。也就是说，相对其他肉类而言，猪肉的需求弹性相对较小。某种意义上说，消费者吃猪肉基本是没有周期的，尽管城镇居民家庭恩格尔系数不断下降，猪肉的消费占比也没有发生根本性的变化。

图 5：我国居民肉类消费结构稳定，猪肉占比近半



资料来源：Wind，申万期货研究所

图 6：城镇居民家庭恩格尔系数

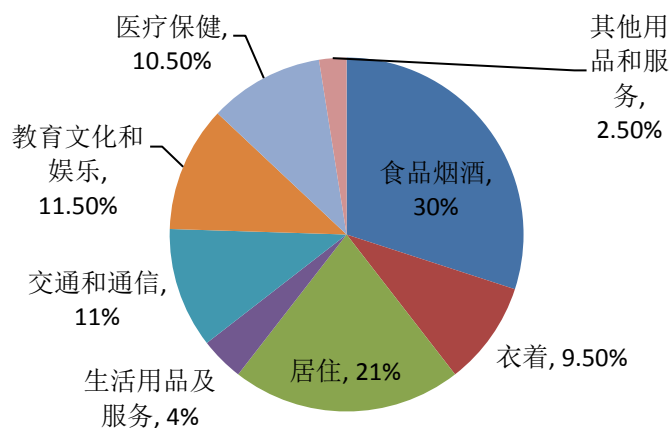


资料来源：Wind，申万期货研究所

二、猪肉价格波动对 CPI 构成一定影响

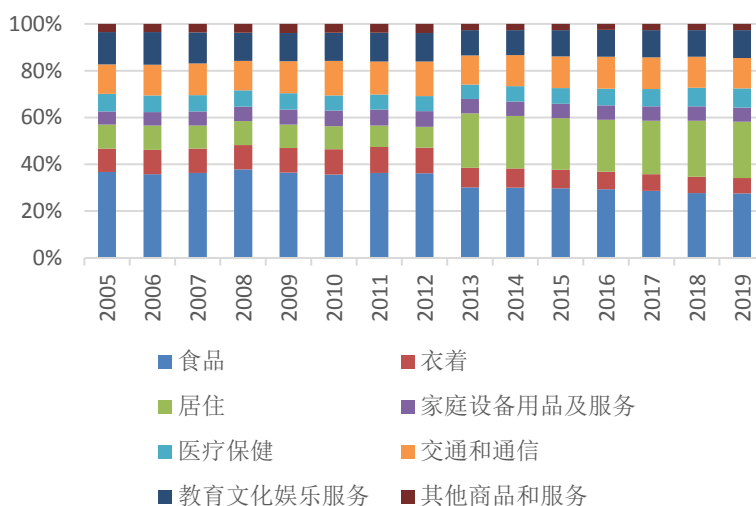
CPI 是度量居民生活消费品和服务价格水平随着时间变动的相对数，综合反映居民购买的生活消费品和服务价格水平的变动情况。消费品“篮子”里重要的组成部分过快上涨，显然会导致居民的相对购买力下降。当前，根据相关研究，食品烟酒在 CPI 中的权重大概为 30%，与当前居民的消费结构较为一致。

图 7：CPI 调查目录占比情况（%）



资料来源：Wind，申万期货研究所

图 8：2005 年以来居民支出结构变化



资料来源：Wind，申万期货研究所

因为猪肉在中国居民消费的重要地位，其在我国 CPI 统计中的地位举足轻重。根据相关研究，猪肉在 CPI 中所占的权重大概在 2% 左右，在 262 个基本分类的商品与服务中，该权重相对较高。因此，猪肉价格变动对通货膨胀有明显影响。

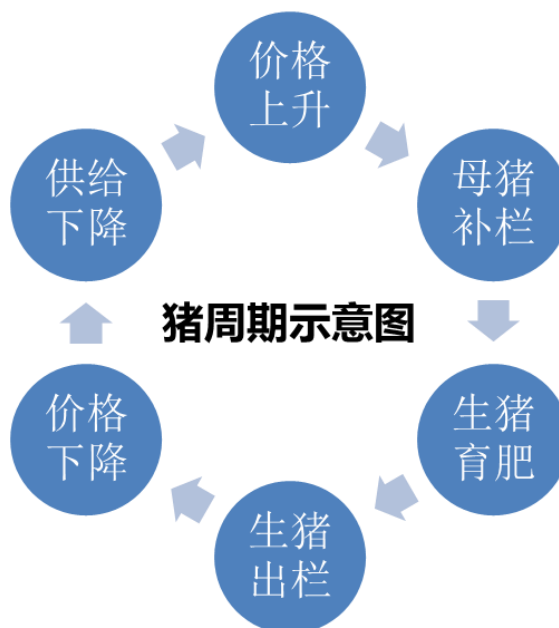
另外，目前统计局公布的 CPI 大类数据主要采用三种不同的两分法：城镇/农村，食品/非食品，消费品/服务。相当一部分对 CPI 的预测分析基于食品/非食品的分类。因为食品价格波动较大，通常是构成 CPI 波动的主要驱动因素，而非食品波动较小，相对比较平稳。因此，预测食品价格走势，是 CPI 预测的重要环节。

三、理解中国 CPI，需研究猪肉价格周期

猪肉供给弹性一般大于需求弹性，猪肉价格周期类似“发散性蛛网模型”。在没有特别的外生性冲击的情况下，猪价周期一般为“供给下降，价格上升，补栏，出栏、供给增加，价格下降，减少补栏、供给下降”。

市场主体决策时滞，当期价格变动一般会在一年左右的时间影响到生猪供应，加上母猪补栏、生猪育肥、出栏的过程时间，完整的“猪周期”往往要持续三年甚至更长的时间。

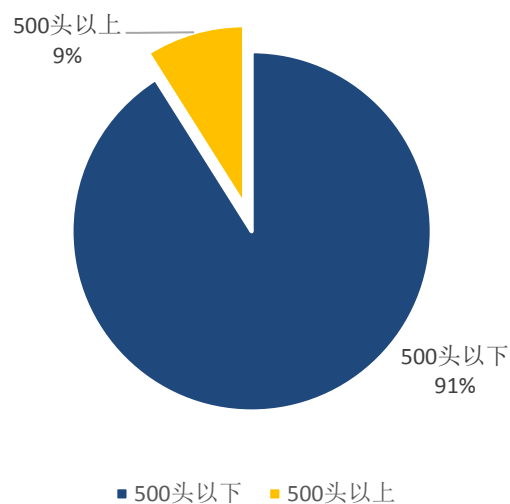
图 9：猪价周期示意图



资料来源：申万期货研究所

猪价周期的形成，很大程度上是由于此前国内生猪养殖结构是以散养户为主，散养户进入退出成本低、生产经营缺乏预测和规划，当他们识别到市场价格信号时容易集聚性生产或退成，使得市场上猪肉供给波动加大。我们粗略估算 2007 年时市场猪肉供给结构，发现当时，500 头以下的养殖户供给占比近 90%。

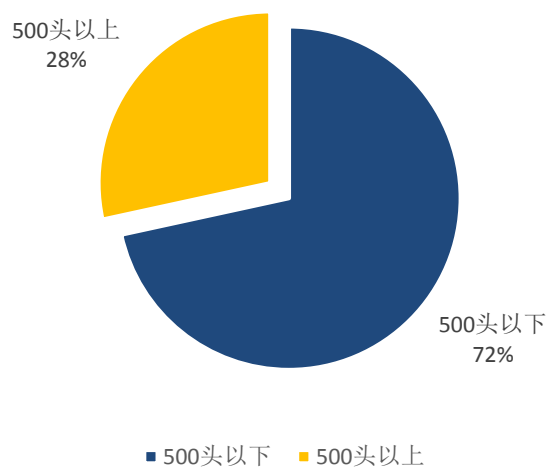
图 10：2007 年猪肉产量占比估算



资料来源：Wind，申万期货研究所

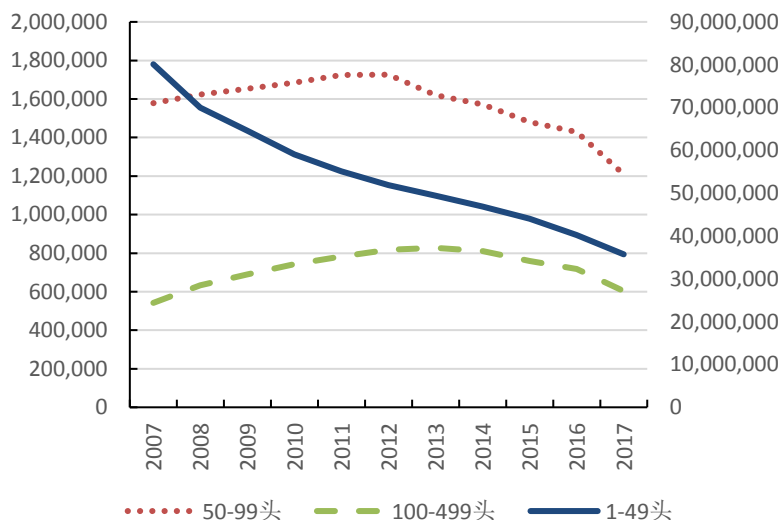
不过，环保压力、人员成本上涨下，养猪散户逐渐离场。2013年，发生了著名的“黄浦江死猪”事件。同期，2014年左右政府对生猪养殖行业出台了一系列严厉的环保法规。《畜禽规模养殖污染防治条例》、“水十条”、“土十条”、环保法的修订、《环保税法》的正式公布等均提高了生猪养殖的环保要求。发展至今，生猪养殖行业的规模化程度及行业集中度已有明显提升。

图 11：2017 年猪肉产量占比估算



资料来源：Wind，申万期货研究所

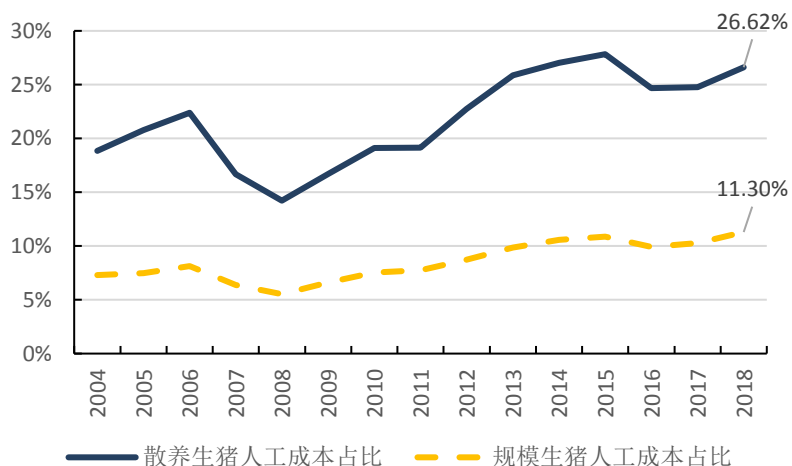
图 11：生猪散养户迅速退出市场（户），1-49 头养殖户户数相比 2007 年削减一半（右轴）



资料来源：Wind，申万期货研究所

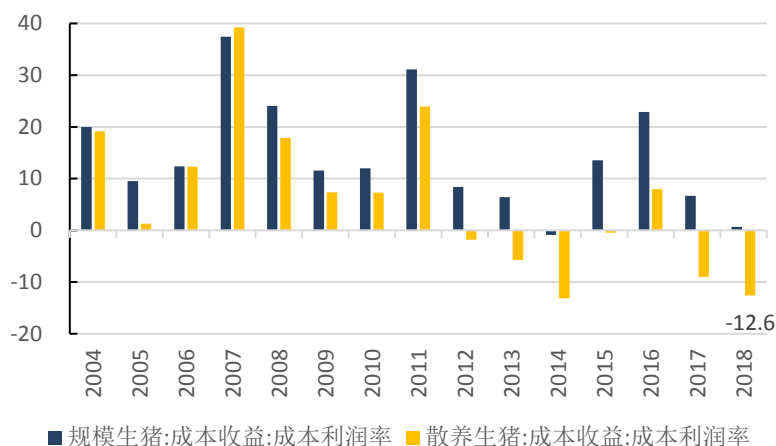
散户离场，机构主导的优点是环保、集中管理，供给相对平稳。但是优点也可能成为缺点，当供给短缺时，因为行业进入门槛变高，产量提高速度可能不够快。生猪养殖的集中化，或会让传统猪周期时间拉长，甚至失灵。规模化养殖也让相关企业面临着较大的风险敞口，加大了对生猪期货的需求。

图 12：散养户人工成本上升相对较快（%）



资料来源：Wind，申万期货研究所

图 13：面对不利行情，散养户容易亏损，图为生猪养殖成本利润率（%）



资料来源：Wind，申万期货研究所

四、猪肉价格波动与央行货币政策

猪肉价格的大幅变化，将使得通货膨胀较大波动，其对央行的货币政策也有一定的影响，因为当前央行的货币政策目标已从注重促进经济增长转换为控制通货膨胀为主。若猪肉等消费品短期过快增长导致 CPI 快速增长，在币值稳定目标的控制下，央行货币政策的空间将会有所收缩。另外，长期持续过度宽松的货币政策，也将导致猪肉等总体物价水平的上升。

中国的货币政策最终目标的选择经历了三个阶段。**第一阶段**，新中国成立以后到 1984 年，该阶段货币政策目标的选择主要是为了支持经济发展，维护社会稳定。**第二阶段**，1993 年国务院《关于金融体制改革的决定》明确指出，中国人民银行货币政策的最终目标是保持货币稳定，并以此促进经济增长。但是，稳定货币，发展经济二者并无先后之分，主次之分。即把稳定货币和发展经济作为中国货币政策的双重目标。但是，很多场合这两者经常是矛盾的，很难做到同时兼顾，严重制约着经济的正常运行与发展。**第三阶段**，1995 年 3 月公布的《中国人民银行法》明确规定中国货币政策的最终目标是“稳定币值，以此促进经济发展”，以法律形式确定下来。

不过，我们认为，猪肉价格变动有可能影响短期货币政策空间，但很难通过货币政策从根本上解决猪价过快上升的问题。因为货币政策是需求侧的政策，不能有效影响短期猪肉的供应。然而，国内猪肉的涨跌，主要是由于供给侧因素的变化，无论是环保去产能，或是疫病的影响，均是猪肉的供给侧发生了变化。

五、CPI 破 5 后将逐步回落

1 月份 CPI 创新高后，2 月份已经开始回落，3 月份国内疫情高峰已经过去，猪肉供需失衡状态也逐步缓解，猪肉价格逐步回落，预计将带动食品价格回落。

受疫情影响，全球经济下行压力加大，近期海外大宗商品价格尤其是原油价格出现明显回落，PPI 同比由升转降，后期 PPI 仍将维持低位，带动 CPI 中非食品价格回落。

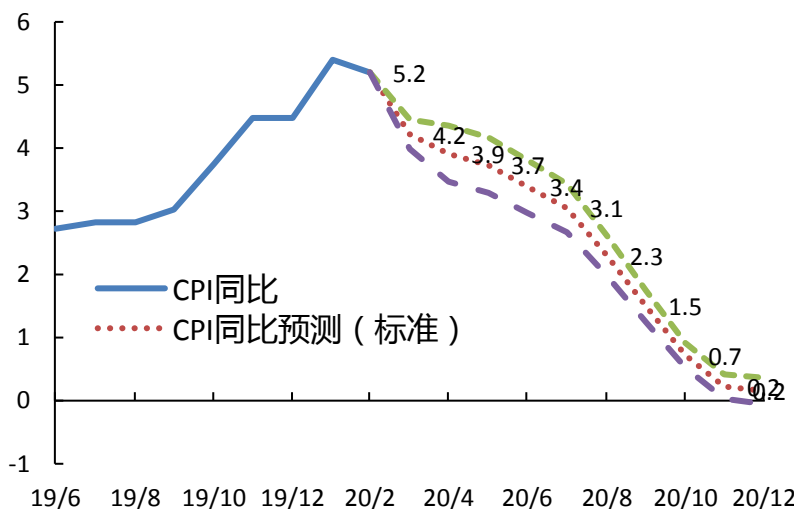
综合看，考虑到 CPI 同比翘尾因素下半年将快速回落，预计 1 月份为全年 CPI 为高点，后续将逐步回落，央行货币政策空间加大。

另外，中共中央政治局 4 月 17 日召开会议指出，要以更大的宏观政策力度对冲疫情影响。稳健的货币政策要更加灵活适度，运用降准、降息、再贷款等手段，保持流动性合理充裕，引导贷款市场利率下行，把资金用到支持实体经济特别是中小微企业上。

当前大中型银行存款准备金率与国际上相比，仍然偏高，还有一定的下调空间，且特别国债的发行，大概率会通过央行定向降准，由对应银行定向认购的方式进行。

当前 LPR 的下调则主要取决于人民银行是否降准和下调 MLF 工具利率，而 1 年期 MLF 利率为 2.95%，仍处于较高水平。随着 CPI 在 1 月份见顶回落，而海内外疫情又对宏观经济各层面造成冲击，预计 MLF 利率下调空间较大，继续推动降低实体经济融资成本，支持企业复工复产和经济发展，稳定经济增长。同时为提高商业银行下调 LPR 利率的积极性，央行很有可能降低存款基准利率，继续推动贷款实际利率明显下降。

图 14：CPI 走势预测



资料来源：Wind，申万期货研究所

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述品种的买卖出价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司无关。

本报告所涵括的信息仅供交流研讨，投资者应合理合法使用本报告所提供的信息、建议，不得用于未经允许的其他任何用途。如因投资者将本报告所提供的信息、建议用于非法目的，所产生的一切经济、法律责任均与本公司无关。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利，未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为申银万国期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。