

研究员信息

研发中心出品

郑建鑫

0592-5822724

zhengjx@itf.com.cn

执业证号: F3014717

投资咨询号: Z0013223

【宏观】通胀分化下大宗商品的走势分析**摘要:**

近期,国内通胀出现了明显的分化,CPI受猪肉价格飙升影响快速走高,而PPI受需求不足影响持续下行。历史上曾多次出现CPI与PPI分化的现象,不同时期其成因各有不同。本文重点分析了本轮通胀分化的原因,并回顾了过去几轮通胀分化下大宗商品的走势,最后总结分析了本轮通胀分化下大宗商品可能的走势。

短期来看:1)经济走弱仍将拖累工业品走势,但结构上会有所分化。2)从过去几次经验来看,猪肉等部分食品短缺带来的结构性通胀压力并不一定会带动农产品整体走强,但通胀预期的升温仍会加速部分食品期货的涨势。

中长期来看,1)逆周期调节不断发力,工业品存在回升的动能。2)结合近期的一系列稳定生猪生产和猪肉保供稳价措施密集出台,预计生猪产能将逐渐恢复,以蛋白类为代表的农产品中长期有望企稳回升。

一、猪价飙升令 CPI 加速上行

10 月 CPI 同比 3.8%，涨幅较前值大幅扩大 0.8 个百分点，环比上涨 0.9%。其中，食品价格同比上涨 15.5%，涨幅扩大 4.3 个百分点，非食品价格同比上涨 0.9%，涨幅回落 0.1 个百分点。猪肉价格同比上涨 101.3%，占 CPI 同比总涨幅的近三分之二。扣除食品和能源价格的核心 CPI 环比上涨 0.1%，涨幅比上月回落 0.1 个百分点；同比上涨 1.5%，涨幅与上月相同。如扣除猪肉价格上涨因素，CPI 环比上涨约 0.1%，同比上涨约 1.3%，总体稳定，说明国内通胀的结构性因素非常明显。

受全球经济下行压力和国际油价下跌的影响，非食品项价格同比走势温和，呈下降趋势，因而今年来，非食品与食品价格持续负相关，对 CPI 拉动作用减弱，低于去年同期，对 CPI 增速形成抑制。且核心 CPI 数据平稳下行，印证此次通胀内因为单一食品价格上行。

图 1 CPI 食品价格

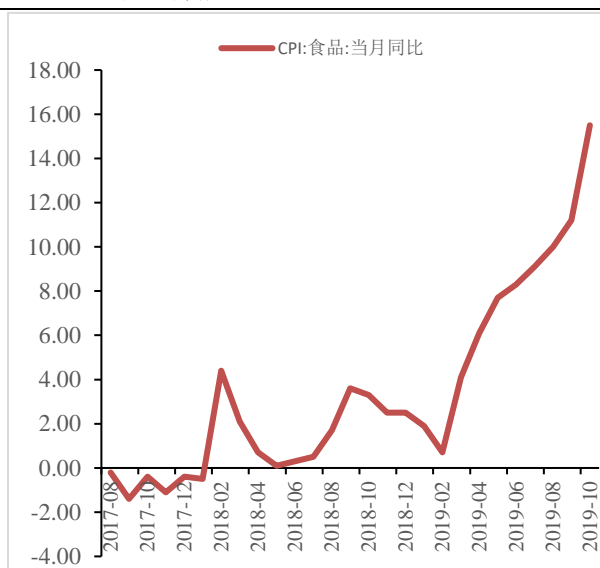
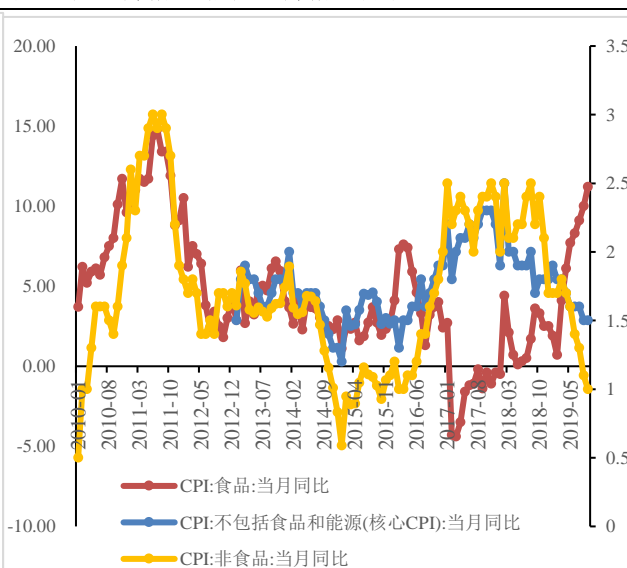


图 2 食品价格与非食品价格的分化



数据来源：WIND

二、猪肉短期将维持高位

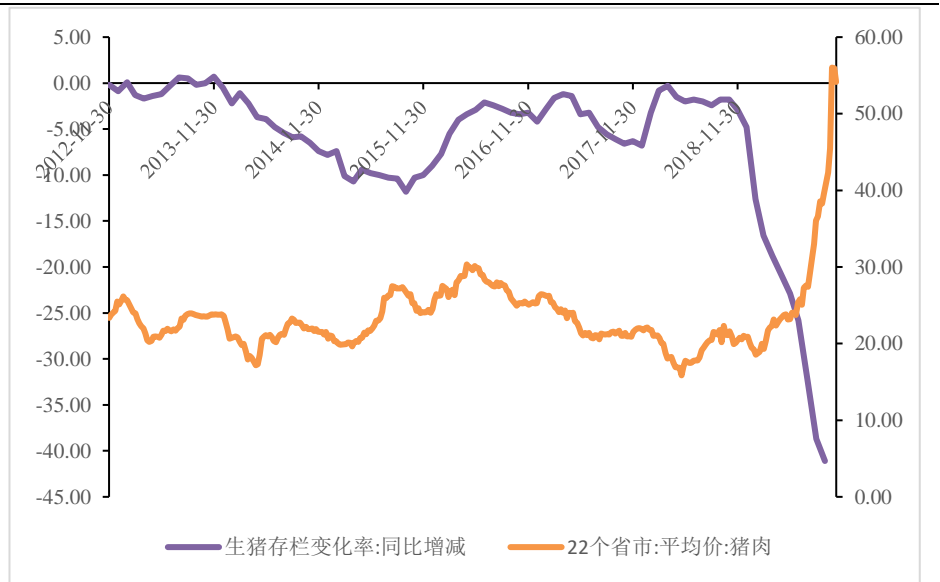
与过去的猪周期不同的是，过去生猪养殖利润转正时，生猪存栏同比也会开始企稳，但目前虽然养殖利润达到历史高位，生猪存栏同比还在继续下滑。其背后的原因可能体现在供给端的两个方面：

专业·诚信·进取·共赢

第一，非洲猪瘟尚无有效的预防与治疗手段，抑制了养殖户补栏的积极性；第二，由于母猪存栏下降较快，仔猪供应不足，影响了养殖户补栏的空间。

因此，猪肉价格上涨对 CPI 的影响还将持续。历史数据显示，母猪存栏同比对猪肉 CPI 同比有 3 个季度左右的领先性，而母猪存栏同比的底部还未出现。当前，生猪存栏继续走低，供给仍然偏紧，且面临春节提前到来的消费压力，猪肉价格或保持高位。而在猪肉替代效应影响下，牛羊肉等禽肉消费增加，价格出现上涨，明年二季度前食品通胀压力较大。

图 3 食品价格和非食品价格



数据来源：WIND

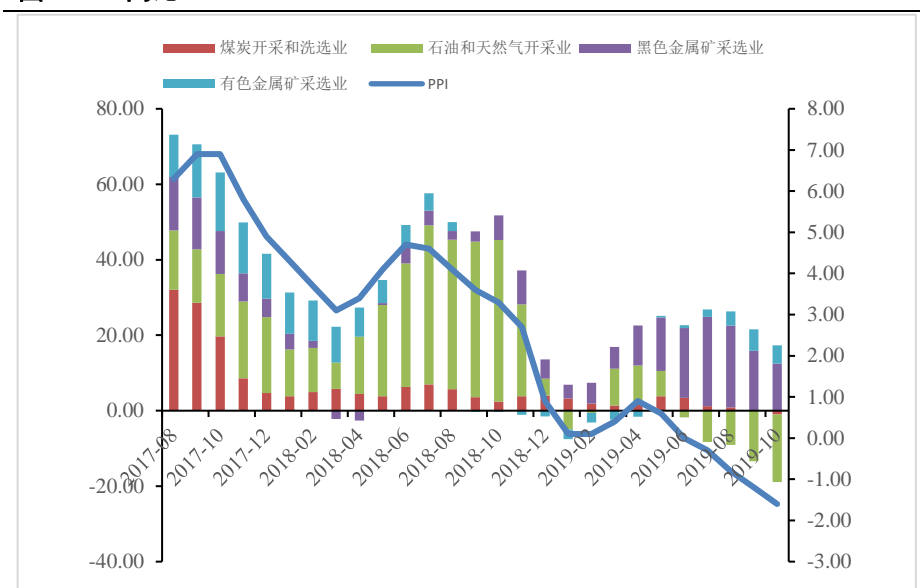
今年以来，从中央到地方，一系列稳定生猪生产和猪肉保供稳价措施密集出台，意欲从供给端解决猪价高企的问题。从适时投放中央储备冻猪肉和牛羊肉到鼓励扩大猪肉进口，从加强非洲猪瘟病毒检测信息管理到提高生猪、能繁母猪、育肥猪保险保额，从支持实施生猪良种补贴到对种猪场、规模猪场流动资金和建设资金贷款给予贴息，支持养猪企业扩大规模和缓解资金压力等，可以预见的是，未来猪价一定会随着生猪供给的增加而逐渐回落。农业农村部畜牧兽医局局长杨振海近日表示，综合生猪存栏和能繁母猪存栏环比降幅明显收窄、规模猪场生产由降转增、饲料产量止降回升、种

猪销量持续大幅增长等判断，养殖生产积极性正进一步提高，年底前产能有望探底回升，市场供应明年有望基本恢复。农业农村部畜牧分析师马丽媛表示，国内猪价 2020 年上半年或仍维持高位，三季度或是猪价的拐点。

三、需求下滑，工业通缩加剧

与 CPI 大幅走升的趋势相反，工业通缩有加剧的势头。10 月 PPI 同比下降 1.6%，降幅扩大 0.4 个百分点；PPI 环比上涨 0.1%，涨幅与前值持平。经济下行、需求走弱是 PPI 走弱的主要原因。

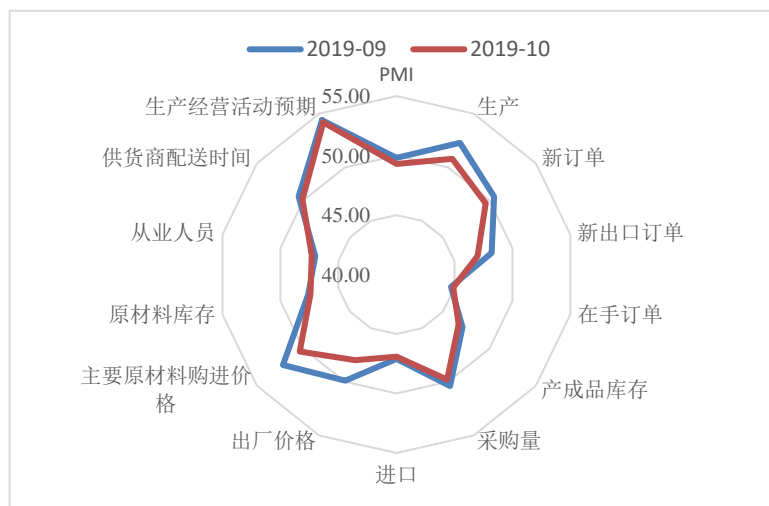
图 4 PPI 同比



数据来源：WIND

PMI 多项重要指标均有回落，经济下行压力仍存。10 月制造业 PMI 较上月回落 0.5 个百分点至 49.3%，低于市场预期。其中，生产、需求、价格和库存等多项指标均有不同程度的回落。

图 5 PMI 各项指标 9 月与 10 月数据对比

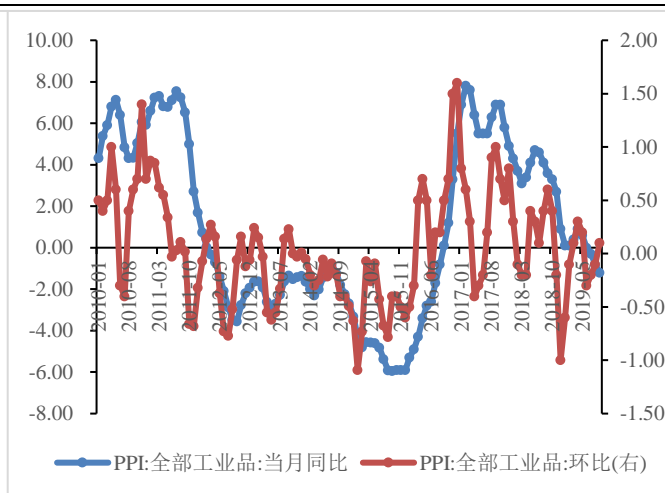
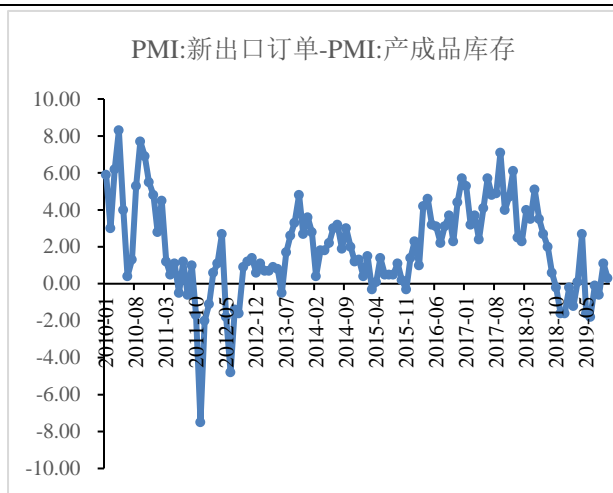


数据来源：WIND

内外需求双双回落，价格下行压力加大。PMI 出厂价格指数和主要材料购进价格指数两大 PMI 价差负向走扩，同时，代表内生动能的“新订单-产成品库存”在 10 月持续跌势，需求不足使得制造业出厂价格缺乏上升动力，不利于企业利润的改善。外需疲软体现在 10 月新出口订单在荣枯线以下持续跌势，虽中美贸易谈判释放缓和信号，但加征关税犹存，加之海外主要经济体经济势能放缓，中国出口业务难以从跌势缓和。因此，PPI 继续下行的压力仍然较大。

图 6 PMI 新出口订单与产成品库存差额

图 7 PPI 同比与环比走势



数据来源：WIND

四、 CPI 与 PPI 分化下的大宗商品走势

从前面的分析可以看到目前 CPI 与 PPI 分化迹象非常明显，

专业·诚信·进取·共赢

且未来仍有可能继续分化，而这种分化将对大宗商品走势带来影响。历史上看，2010 年至今，CPI 和 PPI 出现过 3 次较为明显的背离走势，第一轮背离主因是 PPI 背离需求走势，而后两轮主因则是 CPI 背离需求走势：

1. 2010.05-2010.09：外需恶化拖累 PPI 数据回落，强内需支撑 CPI 全面上行。当时国际经济疲软，反映在我国 PMI 新出口订单指数呈振荡下滑，外需走弱拖累 PPI 数据回落。而国内经济则保持强劲，强内需支撑 CPI 上行。

受 CPI 上行刺激，农产品板块表现抢眼，南华农产品指数、豆粕等部分品种涨幅超 10%。工业品整体下跌，南华工业品指数略跌 1.8%，但内部表现分化：燃油、铁矿石等国际大宗商品价格下跌，而反映内需的螺纹钢等价格仍然维持强势。

2. 2012.10-2013.10：产能过剩导致 PPI 通缩，食品价格支撑 CPI 通胀上行。该时期我国工业产能利用率持续徘徊在 60%-70% 范围，低于 80% 的合意区间。产能过剩严重，有效需求薄弱。

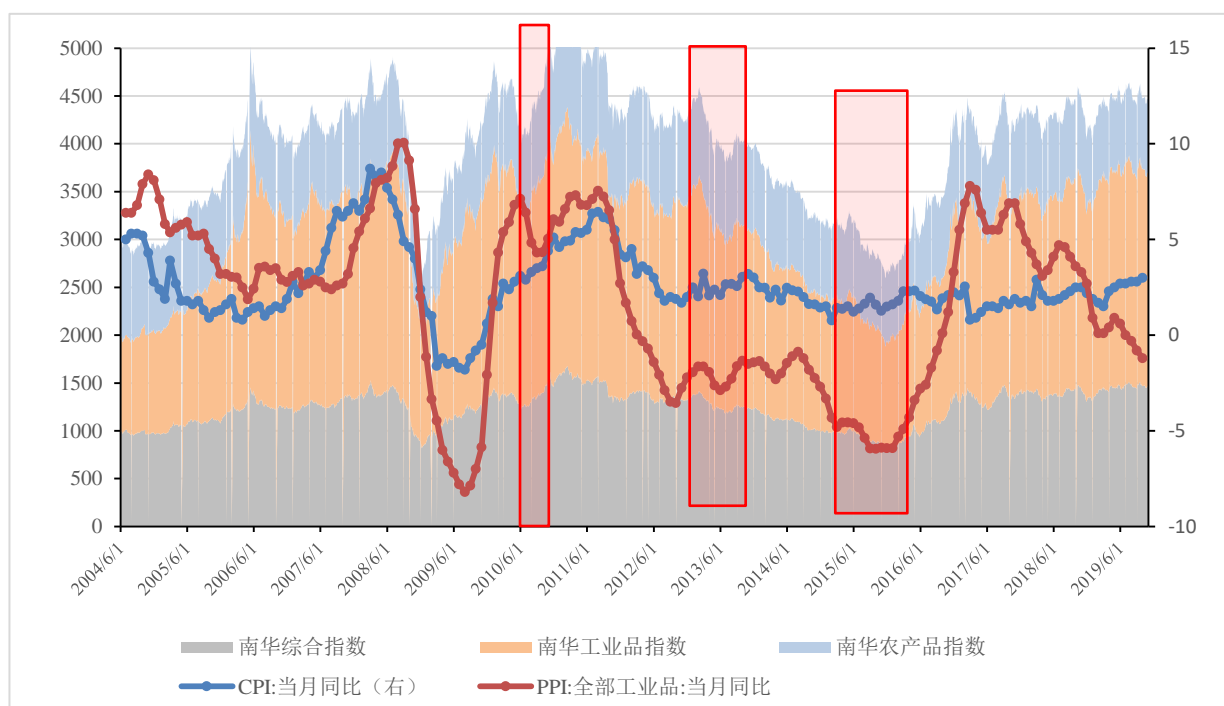
2013 年年初禽流感的爆发，肉禽类的消费暂被抑制，居民消费转而将鲜菜作为消费替代品，加之春节期间持续低温影响蔬菜产量，蔬菜供不应求，流通环节持续加价，蔬菜价格空前高涨，主导 CPI 持续上行。2013 年春节后 2-3 个月由于猪价快速回落加之禽流感事件冲击，母猪存栏连续下降了 3 个月，生猪产能减弱，造成了农产品中豆粕的领跌局势。

主要工业行业的价格跌势明显，印证有效需求薄弱，南华工业指数跌幅接近 10%，其中铜、铝指数跌幅分别达到 12%、8%，由于美联储推出 QE3，对央行货币紧缩政策的预期导致黄金不断下跌，跌幅达 27%。

3. 2015.01-2015.12：PPI 通缩压力进一步增大，食品价格对 CPI 形成微弱支撑。自 2014 年 1 月起 PPI 指数持续下滑至 2015 年底。全球处于严峻的通缩局势，全球大宗商品价格触底，受国际影响，中国工业也面临底部右侧的过程。

大宗商品市场表现：国际原油价格继续下跌，输入性通缩压力增大，国内大宗商品价格低位震荡趋降，上游行业疲软对 PPI 下行影响较大：燃油、铁矿石、铜、铝和螺纹钢分别大幅下跌 23%、36%、19%、16%、30%，黄金价格下跌 27%，创 1982 年-2015 年的历史最大跌幅。国内农产品由于季节因素，蔬菜价格上涨，同时生猪存栏量自 2015 年初大幅下降带动猪肉价格上涨，支撑 CPI 的薄弱上行。其余农产品中，豆粕价格受生猪存栏量下跌影响跌幅达 15%；鸡蛋供大于求而大幅下跌 25%是由于 2014 年海南台风肆虐导致鸡蛋市场行情火爆，进而大量养殖户进行了补栏最终导致的鸡蛋供应量大幅度增加供过于求。

图 8 历史上三次通胀分化及各大南华指数走势对比



数据来源：Wind

表 1 三次通胀分化的商品指数区间走势（表格内红色填充表现为上涨，绿色填充表现为下跌）

区间回报：%	CPI	PPI	农产品	工业品	金属				能源	农产品		贵金属
					螺纹钢	铁矿石	铜	铝		鸡蛋	豆粕	
10/5-10/9	周期驱动，全局性通胀	内部分化明显	10.6	-1.8	-8.6	-	4.16	-1.3	-6.8	-	11.6	9.9
12/10-13/10	食品价格上行，成本因素支撑	工业产能过剩	-1.8	-9.8	-0.5	-	-12.1	-8	-3.3	-	-8.3	-27.2

15/1-15/12	食品价格上行驱动	经济需求偏弱、产能和库存压力	-3.7	-18.3	-30.3	-35.6	-18.9	-16.1	-23.4	-25.2	-15.2	-6.6
19/8-至今	猪价上涨带来的结构性通胀	内需不足			-	-	-	-	-	-	-	-

数据来源：Wind

本次通胀分化内因接近于 2015 年这一波通胀分化：猪肉价格上涨是支撑 CPI 上行的主要因素，内需不足导致 PPI 持续走弱。那么，本轮通胀分化下大宗商品走势如何？

短期来看：1) 经济走弱仍将拖累工业品走势，但结构上会有所分化，受地产投资的强韧性和基建触底回升，钢材期货表现或偏强运行。铜等基本金属以及原油受国外经济走弱影响较大，预计将偏弱运行。

2) 从过去几次经验来看，猪肉等部分食品短缺带来的结构性通胀压力并不一定会带动农产品整体走强，但通胀预期的升温仍会加速部分食品期货的涨势。而猪肉价格上涨产生的溢出效应将引领鸡蛋等蛋白类产品上行，却由于生猪产能下降抑制豆粕的上涨。

中长期来看，1) 逆周期调节不断发力，工业品存在回升的动能。11 月 5 日，央行自 2018 年 4 月以来首次调降 1 年期 MLF 利率，（11 月 18 日，时隔四年来再度下调逆回购利率）超预期的降息反映出货币政策逆周期调控的发力，对扩大内需具有积极作用；2020 年部分新增专项债或将在今年第四季度提前发放，对基建投资将起到拉动作用，有望在明年一季度体现出效用，螺纹钢等工业品中长期走势可能随着内需的恢复而回暖。

2) 结合近期的一系列稳定生猪生产和猪肉保供稳价措施密集出台，预计生猪产能将逐渐恢复，以蛋白类为代表的农产品中长期有望企稳回升。

图 9 螺纹钢和铁矿石期货价格走势

图 10 铜和铝期货价格走势

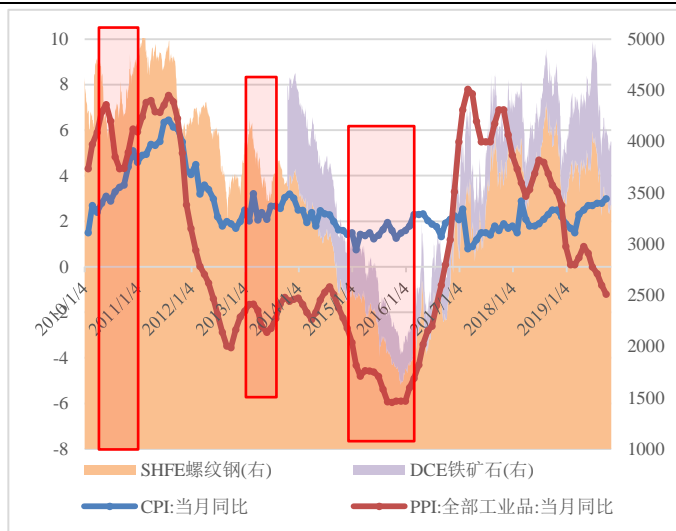


图 11 燃油期货价格走势

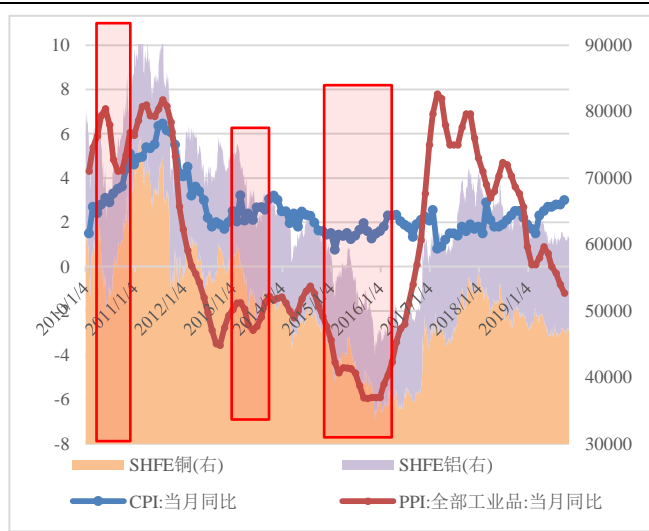


图 12 鸡蛋和豆粕期货价格走势

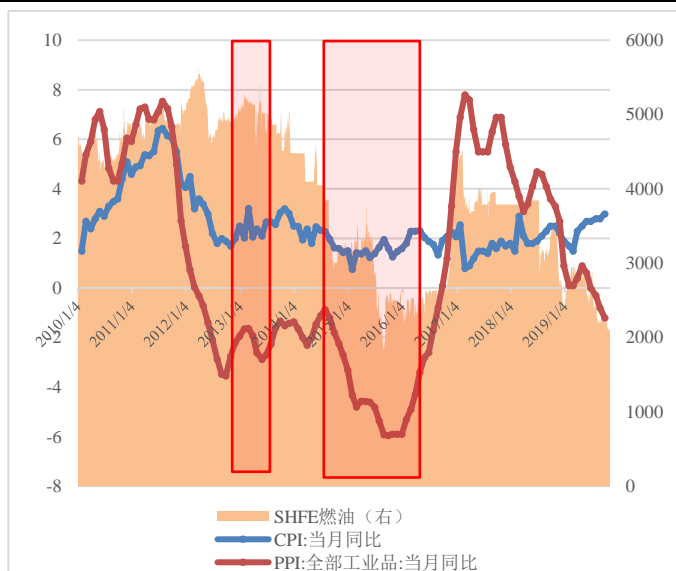
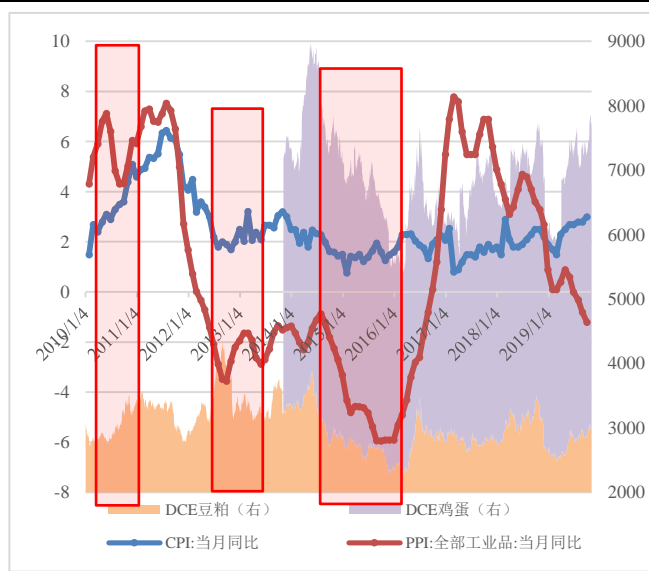


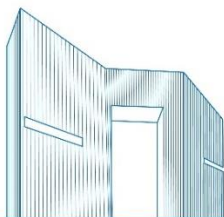
图 13 黄金期货价格走势



数据来源: WIND

免责声明

本报告中的信息均源于公开可获得的资料,国贸期货研发中心力求准确可靠,但不对上述信息的准确性及完整性做任何保证。本报告不构成个人投资建议,也未针对个别投资者特殊的投资目标、财务状况或需要,投资者需自行判断本报告中的



的任何意见或建议是否符合其特定状况,据此投资,责任自负。本报告仅向特定客户推送,未经国贸期货研发中心授权许可,任何引用、转载以及向第三方传播的行为均构成对国贸期货的侵权,我司将视情况追究法律责任。

期市有风险 入市需谨慎



公司简介



营业网点



预约开户



联络我们

欢迎扫码进入国贸期货营业网点小程序

专业·诚信·进取·共赢

国贸期货

打造一流的综合金融衍生品服务商

世界500强投资企业

专业·诚信·进取·共赢

全国统一客服热线 400-8888-598
www.itf.com.cn

专业·诚信·进取·共赢