



FUTURE

## 光期研究：2024 年通胀怎么看？

摘要：

对 CPI 的预测通常使用的方法是“环比推同比”，而环比预测的可行性，一方面在于 CPI 的波动主要由食品项贡献，食品项的预测需要对权重靠前的猪肉及主要食品的价格做出预估；另一方面在于非食品项有较强的季节性，对环比的预估有相对规律可循。

食品项我们对猪肉、鸡蛋、豆油、棕榈油、豆粕 2024 年价格展开分析，从新涨价因素来看，预估猪肉从三季度开始逐季上涨，三季度达到高点，四季度震荡；预估鸡蛋同猪肉价格走势相近，四季度相比较三季度走弱。预估油脂油料价格走势整体呈“倒 V 型”，高点出现在二季度。主要食品项新涨价因素从 3 月份开始新涨价因素逐月增长，高点出现在 9 月份，四季度震荡走弱。CPI 非食品项有较强的季节性，我们采用近十年的季节性作为新涨价因素。根据食品项和非食品项的环比预估以及权重，得出 2024 年 CPI 同比走势预估。整体来看，二季度至四季度 CPI 可能呈现先弱后强的走势，四季度有破 1 的可能，全年 0.5%左右；乐观情景下，四季度有破 2 的可能，全年 1.5-2%左右。

### 光大期货研究所

撰写人：

于洁

期货从业资格号：F03088671

期货交易咨询资格号：Z0016642

王娜

期货从业资格号：F0243534

期货交易咨询资格号：Z0001262

侯雪玲

期货从业资格号：F3048706

期货交易咨询资格号：Z0013637

孔海兰

期货从业资格号：F3032578

期货交易咨询资格号：Z0013544

撰写日期：2024/3/19

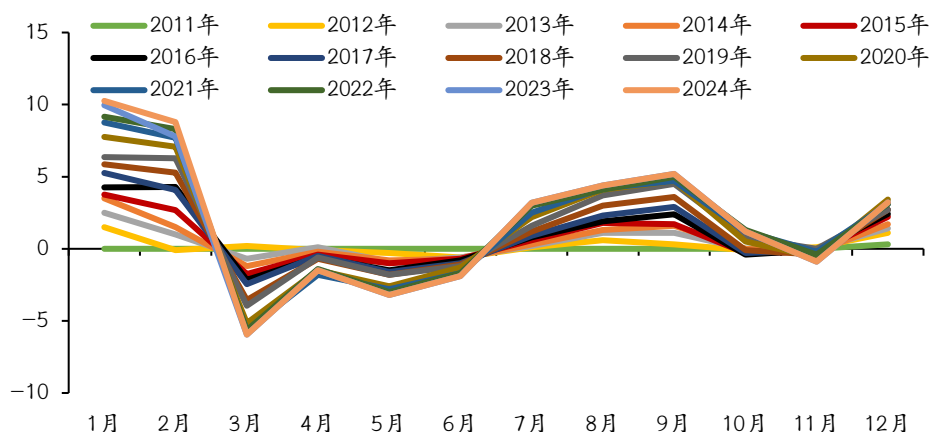
期市有风险

入市需谨慎

## 光期研究：2024 年通胀怎么看？

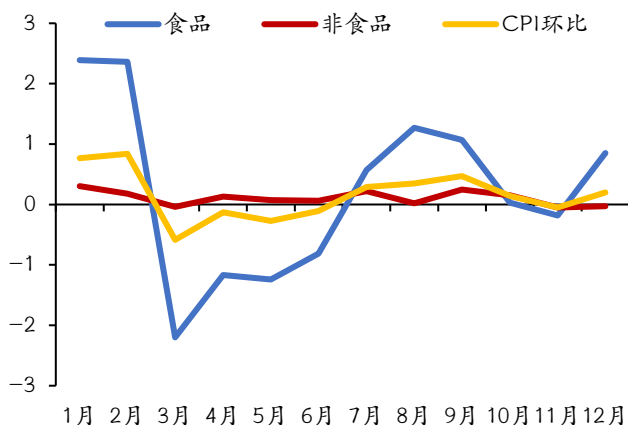
对 CPI 的预测通常使用的方法是“环比推同比”，而环比预测的可行性，一方面在于 CPI 的波动主要由食品项贡献，食品项的预测需要对权重靠前的猪肉及主要食品的价格做出预估；另一方面在于非食品项有较强的季节性，对环比的预估有相对规律可循。

图表 1：CPI 环比季节性（单位：%）

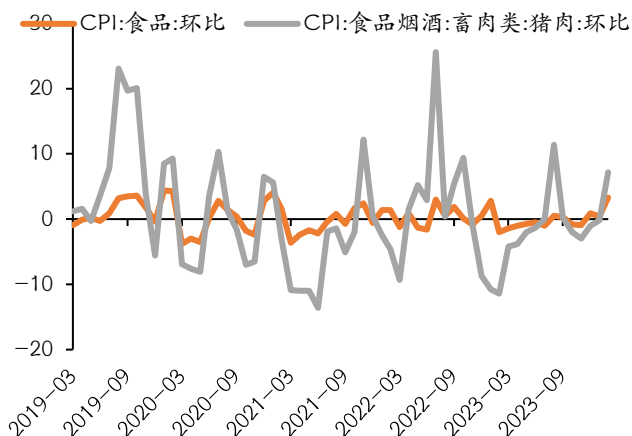


资料来源：iFinD、光大期货研究所

图表 2：CPI 食品和非食品环比（单位：%）



图表 3：CPI 食品和猪肉环比（单位：%）



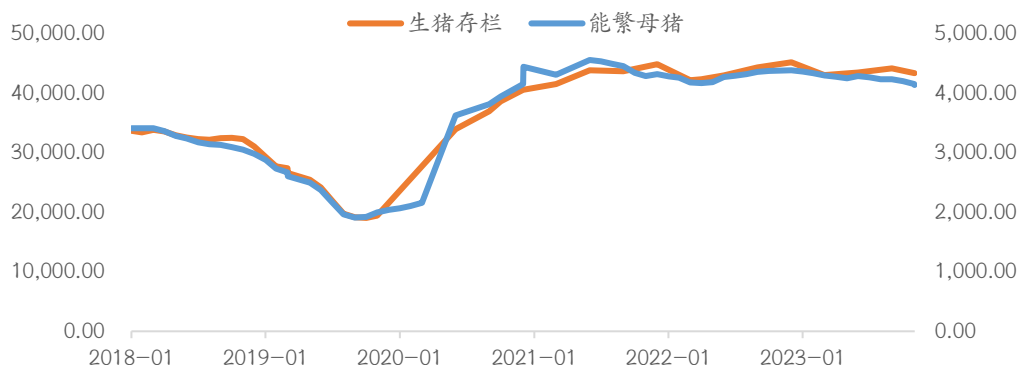
资料来源：iFinD、光大期货研究所

### 1、生猪：行业去产能提速，行业期待涨价进入新周期

能繁母猪存栏持续下降，生猪行业去产能提速。农业农村部存栏数据显示，1 月我国能繁母猪存栏 4067 万头，环比下降 1.8%。自 2022 年 12 月能繁母猪存栏达到 4390 万头的高位后，能繁

母猪存栏量环比持续下降。按照 1 月能繁母猪存栏 4067 万头计算，年同比下降 6.87%，较 2022 年高点累计下降 7.35%，生猪行业去产能提速。

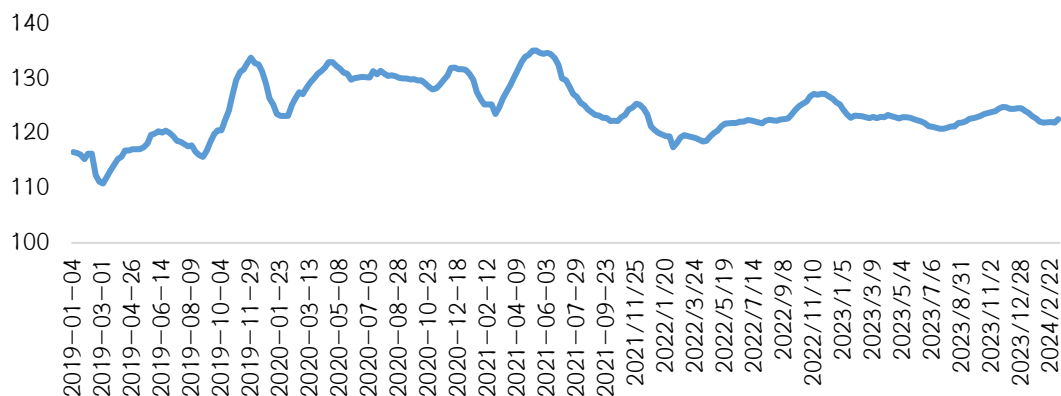
图表 4：能繁母猪与生猪存栏（单位：万头）



资料来源：农业农村部、光大期货研究所

生猪出栏均重同比下降，二育入场猪价反弹。2 月国内 10 家上市企业商品猪出栏均重为 115.51 公斤/头，环比 1 月增长 4 公斤/头，同比已公布销售情况的 9 家上市企业 1-2 月生猪出栏均重下降 3.58%。2 月是中国农历新年，春节前大肥消耗增加，商品猪出栏增加，但出栏均重同比下降。3 月，大肥供应减少，猪价反弹。春节过后，养殖户及规模企业二次育肥补栏积极性提高，养殖端压栏增重现象普遍。受大肥供应下降、二育入场利多情绪影响，行业普遍预期 3-4 月猪价持续上行。

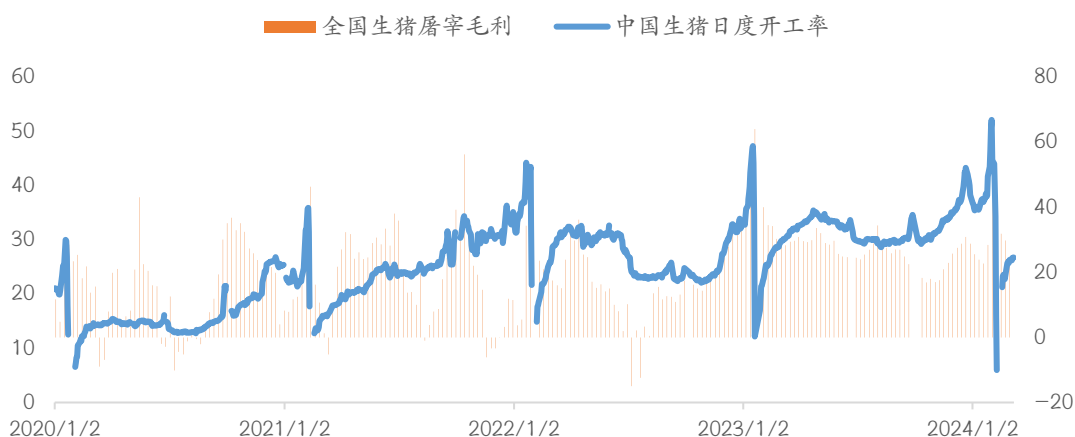
图表 5：生猪周度交易均重（单位：公斤/头）



资料来源：卓创、光大期货研究所

需求恢复，屠宰开机率提升。根据商务部统计数据，1 月规模以上生猪定点屠宰企业屠宰量 3725 万头，环比减少 6.35%，同比增加 28%。卓创样本点统计，截至 3 月 7 日，样本点屠宰企业开机率 26.72%，较上周增加 0.54 个百分点。进入到 3 月份以后，南方销区市场肉类需求恢复增加，北方部分地区屠宰企业分割订单增加，屠宰企业收购积极性增加，屠宰开工率上升。

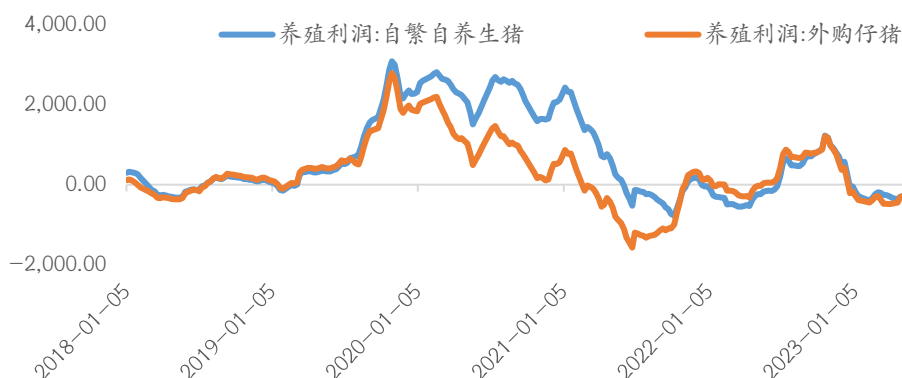
图表 6：屠宰企业开机、屠宰毛利（单位：%、元/头）



资料来源：卓创、光大期货研究所

生猪养殖持续亏损，行业期待猪价上涨进入新周期。Wind 统计数据显示，3 月 7 日生猪养殖自繁自养养殖利润-183 元/头，外购仔猪养殖利润 36.21 元/头。2023 年猪价持续下行，自繁自养持续亏损。在这轮“超长亏损”的周期内，无论是养殖企业还是散养户，都在期待行业加速去产能，猪价反弹，结束本轮亏损周期。

图表 7：生猪养殖利润（单位：元/头）

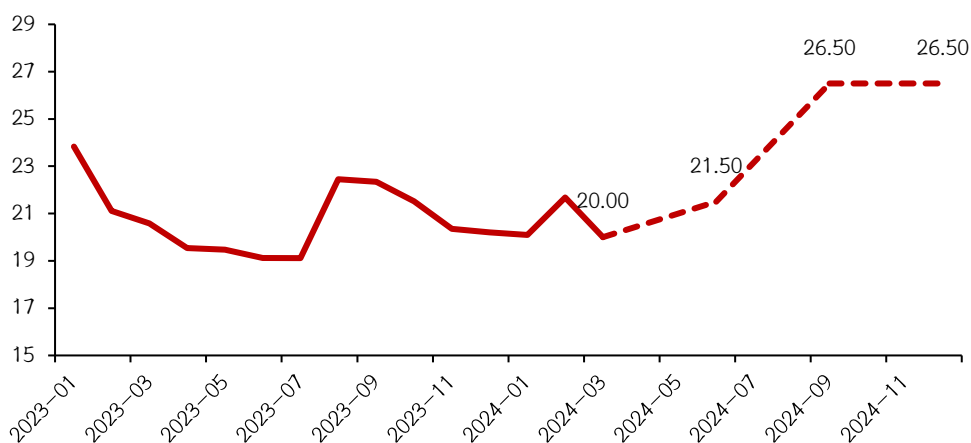


资料来源：卓创、光大期货研究所

2月28日，政府网公布猪粮比5.88。春节过后，因豆粕、玉米反弹，饲料成本小幅增加。进入到3月份以后，猪价回暖，生猪现货价格延续反弹，养殖利润环比增加。外购仔猪养殖模式下的养殖利润由亏损转为小幅盈利。

整体来看，生猪养殖行业过剩产能如何淘汰，能繁母猪和后备母猪产能去化进度，以上因素决定未来猪价变化。2023年12月，猪价超预期下跌，上市猪企“定增”“卖股偿债”积极采取自救措施，在这一背景之下，行业普遍预期2024年第1季度生猪行业去产能进程仍较缓慢，猪价持续低位运行，预计2024年1季度猪肉价格在20元/公斤区间波动。2024年下半年，在远期供应收缩的预期之下，猪价或将企稳上行，预估二、三、四季末猪肉价格分别在21-22、26-27、26-27元/公斤左右。

图表8：猪肉价格预估（单位：元/公斤）

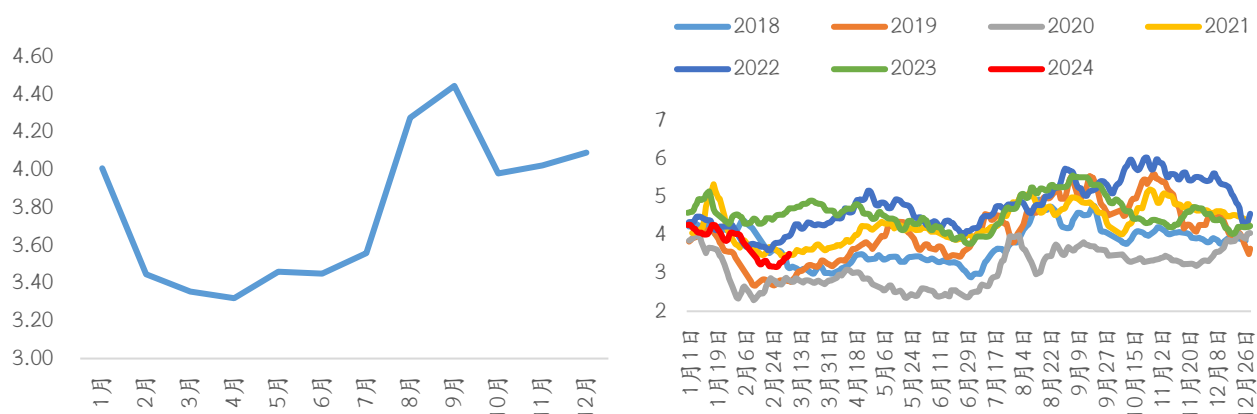


资料来源：农业农村部、光大期货研究所

## 2、鸡蛋：在产蛋鸡存栏延续增加，年内高点预计低于去年同期

季节性因素提振，三季度蛋价反弹。根据鸡蛋价格走势的季节性规律，高温高湿天气导致蛋鸡产蛋率下降，市场整体供给将出现下降，鸡蛋现货价格在进入夏季后将开始低位反弹。需求方面来看，开学季叠加中秋、国庆节日需求，鸡蛋需求在进入三季度后出现季节性增加。供需共同利多，鸡蛋现货价格在三季度将出现季节性上涨，并在9月份达到全年最高点。

图表 9：鸡蛋价格季节性规律（单位：元/斤） 图表 10：历年鸡蛋现货价格（单位：元/斤）

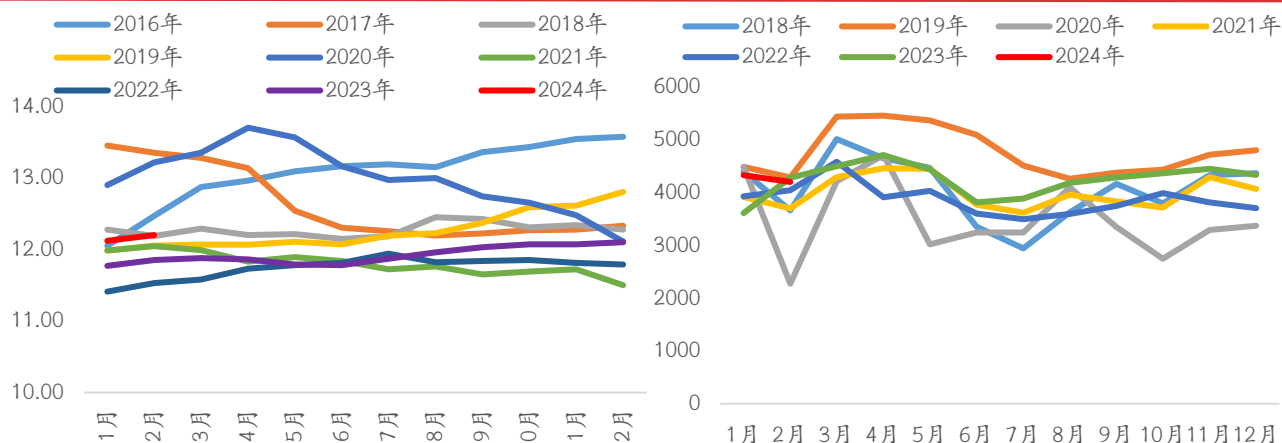


资料来源：芝华数据、光大期货研究所 资料来源：卓创资讯、光大期货研究所

在产蛋鸡存栏增加，供给限制蛋价年内高点。2023 年 7 月起，开产蛋鸡存栏量延续环比增加趋势。截至 2024 年 2 月，卓创样本点统计在产蛋鸡存栏 12.2 亿只，较去年同期增加 0.35 亿只，增幅 2.95%。

根据蛋鸡生长周期规律，育雏鸡补栏后 4 个月进入开产期，16 个月面临淘汰，因此育雏鸡补栏数据对应 4 个月后的市场新增供给。根据卓创样本点统计的数据进行推算，在产蛋鸡存栏大概率延续增加趋势。且随着鸡龄的逐渐年轻化，产蛋率提升，市场供给大概率增加，三季度蛋价年内高点预计低于去年同期。

图表 11：在产蛋鸡存栏量（单位：亿羽） 图表 12：育雏鸡补栏量（单位：万羽）



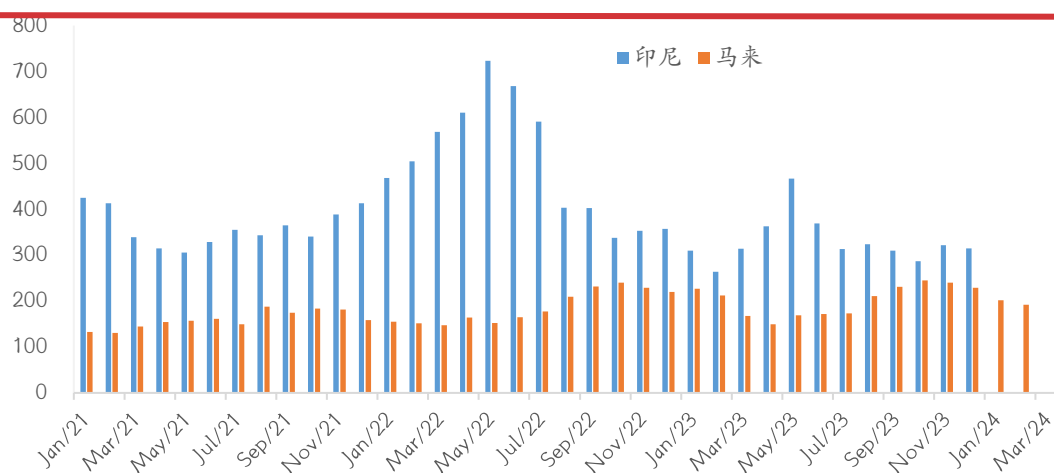
资料来源：卓创资讯、光大期货研究所 资料来源：卓创资讯、光大期货研究所

### 3、棕榈油产地 5 月前库存压力低，价格易涨难跌



从官方数据看，印尼棕榈油库存处于偏低水平，马棕油库存高位回落。GAPKI 数据显示，2023 年 12 月印尼棕榈油库存 315 万吨，环比减少 2.2%，同比减少 12%，较五年均值减少 22.3%。MPOB 数据显示，2024 年 2 月马棕油库存为 191.92 万吨，环比减少 4.98%，同比减少 9.46%。3 月-6 月产地棕榈油产量季节性修复，但受制于厄尔尼诺滞后的不利影响以及降水展望高于正常水平等双重不利影响，棕榈油产量修复预计偏慢。同时，3-4 月的斋月需求、4-5 月后的豆棕价差扩张、产地棕榈油消费坚挺等，需求有韧性。产地库存压力轻，挺价政策为主，棕榈油价格易涨难跌。

图表 13：棕榈油产地库存（单位：万吨）

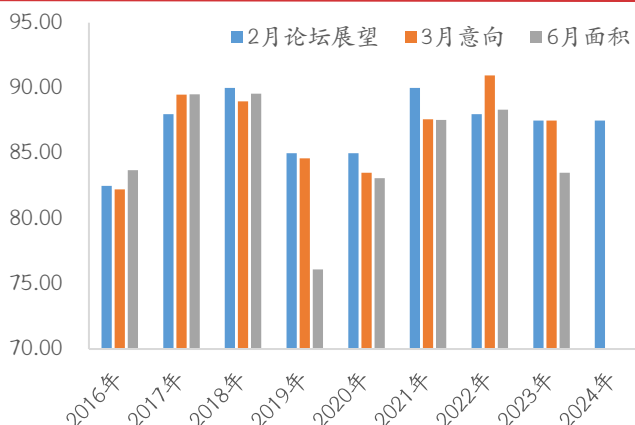


资料来源：MPOB、GAPKI、光大期货研究所

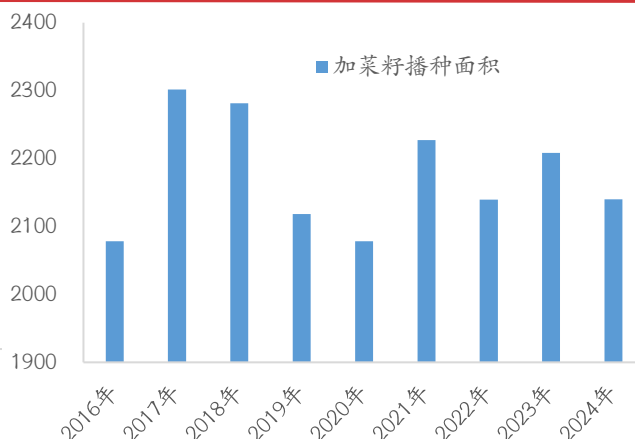
#### 4、新作播种5月拉开，豆油产量能否扩张待验证

北半球油料一般每年 4-5 月播种，所以 3 月开始市场充斥各方对面积的预估。从目前的消息看，美豆、俄乌油料、国内大豆等面积料扩张，加拿大油菜籽面积料下降。面积明朗后，市场将关注单产，目前看天气不确定性较大。虽然中长期天气展望预计美豆和加菜籽生长季出现大概率问题不大。但气象展望看，厄尔尼诺将在 2024 年 4 月结束，5-8 月转为拉尼娜的概率为 55%。这也就是说在北半球油料播种生长季，天气可能从中性向拉尼娜转变。气候转变期，天气波动一般较大。可见，全球油料 24/25 年产量不确定性大，给市场价格增加波动机遇。

图表 14：美豆面积预估（单位：百万公顷）



图表 15：加菜籽播种面积（单位：万公顷）

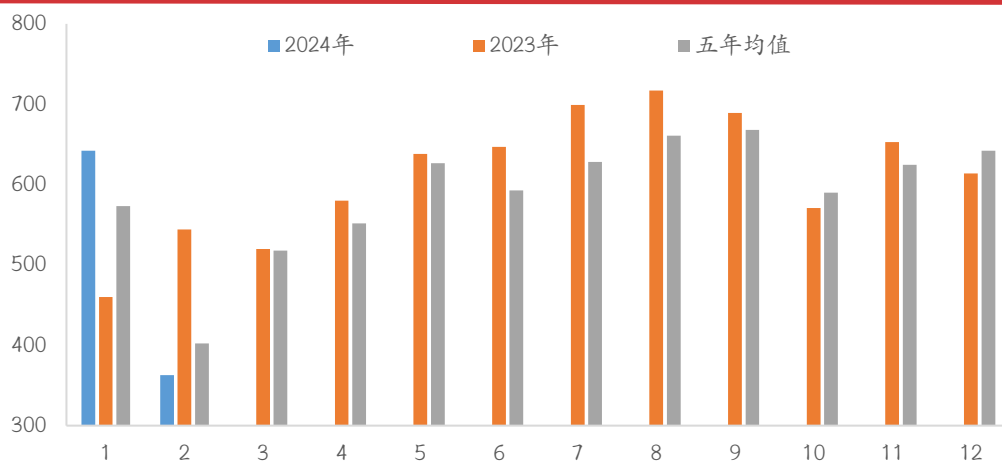


资料来源：USDA、光大期货研究所

### 5、生猪产能去化慢，豆粕饲料需求存分歧

官方数据显示，能繁母猪自高点以来已经累计下降 7.35%，生猪屠宰体重均值自高点以来下降 2.7%。养殖亏损，生猪去产能进程还在继续，这不利于豆粕长期饲料前景。但同时也要注意，和往年相比，本轮生猪去产能速度慢，尤其是大型养殖企业。3 月到 9 月处于饲料季节性增长周期，豆粕的饲料消费环比改善预期。豆粕饲料需求分歧背景下，油厂谨慎采购，下游降低库存，现货行情易出现阶段性供需失衡。

图表 16：我国豆粕月度消费（单位：万吨）



资料来源：iFinD、光大期货研究所



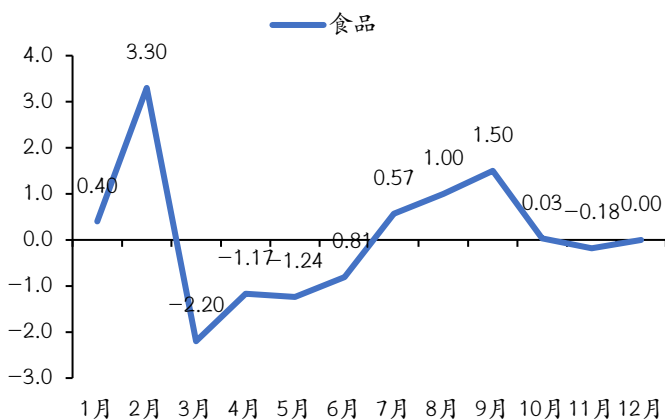
下图是猪肉、鸡蛋、豆油、棕榈油、豆粕 2024 年价格预估，从新涨价因素来看，猪肉从三季度开始逐季上涨，三季度达到高点，四季度震荡；鸡蛋同猪肉价格走势相近，四季度相比较三季度走弱。油脂油料价格走势整体呈“倒 V 型”，高点出现在二季度。主要食品项新涨价因素如图 18 所示，从 3 月份开始新涨价因素逐月增长，高点出现在 9 月份，四季度震荡走弱。CPI 非食品项有较强的季节性，我们采用近十年的季节性作为新涨价因素。

图表 17：主要农产品价格预估（单位：%）

时间	猪肉		鸡蛋		豆油		棕榈油		豆粕	
	价格(元/公斤)	同比(%)	价格(元/公斤)	同比(%)	价格(元/吨)	同比(%)	价格(元/吨)	同比(%)	价格(元/吨)	同比(%)
目前	19~20	-5~-4	3.5~3.7	-25~-22	7600~7700	-15~-13	7800~7900	0~3	3200~3300	-6~-5
3 月	20~21	0	3.3~3.6	-29~-25	7900~8000	3~3	8000~8100	5~11	3100~3200	-12~-11
6 月	21~22	15~17	3.5~3.8	-8~-4	8400~8500	8~12	8400~8500	14~20	3400~3500	-7~-8
9 月	26~27	17~19	4.8~5.1	-4~-2	7800~7900	-3~-1	7700~7800	4~7	3100~3200	-15~-16
12 月	26~27	28~30	3.9~4.1	-7~-3	7800~8000	3~4	7500~7600	4~7	3000~3100	-8~-9

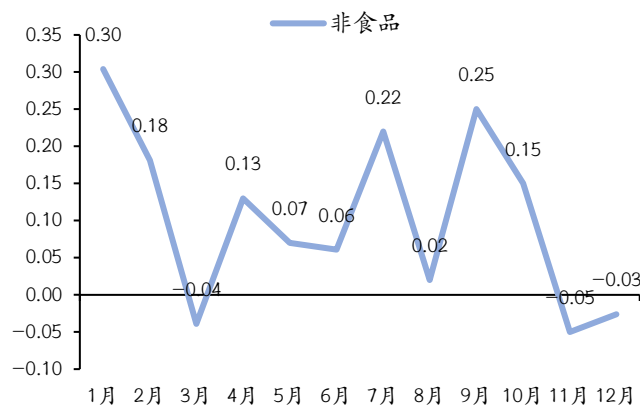
资料来源：iFinD、光大期货研究所

图表 18：主要食品项环比（单位：%）



资料来源：iFinD、光大期货研究所

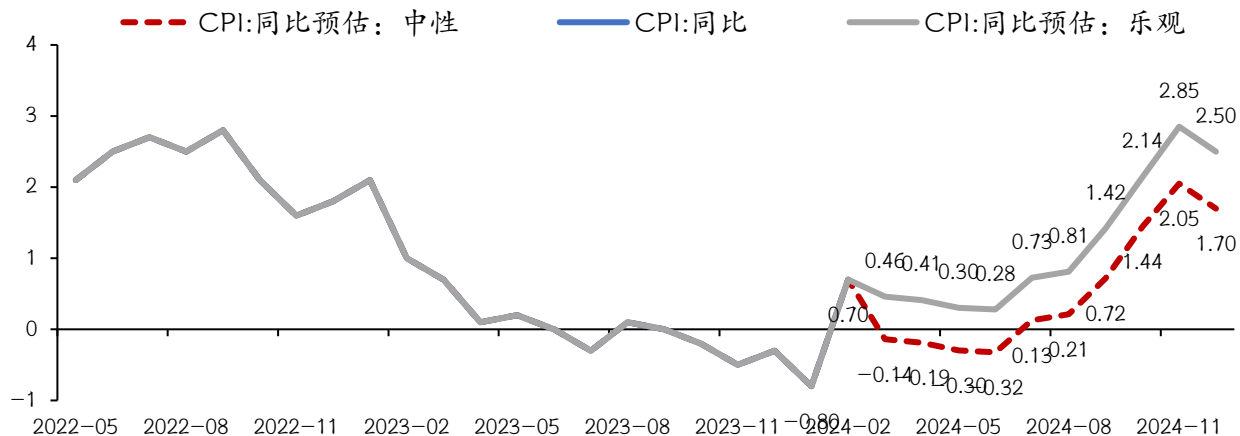
图表 19：CPI 非食品季节性（单位：%）



资料来源：iFinD、光大期货研究所

根据食品项和非食品项的环比预估以及权重，得出中性情景下 2024 年 CPI 同比走势预估。整体来看，二季度至四季度 CPI 可能呈现先弱后强的走势，四季度有破 1 的可能，全年 0.5% 左右；乐观情景下，四季度有破 2 的可能，全年 1.5-2% 左右。

图表 20: CPI 同比预估 (单位: %)



资料来源: iFinD、光大期货研究所

## 免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性、可靠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。我们已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，并不构成任何具体产品、业务的推介以及相关品种的操作依据和建议，投资者据此作出的任何投资决策自负盈亏，与本公司和作者无关。