

猪肉价格或将高位震荡



华泰联合证券
HUATAI UNITED SECURITIES

分析师

张晶

SAC 执业证书编号:s1000510120033
(0755)8249 2011
zhangjing@mail.htlhsc.com.cn

陈勇

SAC 执业证书编号:S1000510120044
(021)5010 6011
chenyongsz@mail.htlhsc.com.cn

汪毅

SAC 执业证书编号:S1000511050002
(021)6849 8613
wangyiyjs@mail.htlhsc.com.cn

曹阳

SAC 执业证书编号:s1000511050001
(0755)8249 2011

联系人

杨斌

(0755)8277 6426
yangbin@mail.htlhsc.com.cn

崔新元

(021) 6849 8618
cuixinyuan@mail.htlhsc.com.cn

本周思考：猪肉价格或将高位震荡

- 从长时间段来看，肉类的长期生产函数具有一定的弹性。而肉类消费属于食品消费中的必需品，无论是短期，还是长期，其需求函数基本缺乏弹性。故而，肉类的供需两端相对而言，是供给有弹性而需求无弹性的组合。这样的函数组合的特点是：供给的变动会较需求的变动带来更大的价格波动。
- 故而，在当前供给已开始逐渐增加，且价格已创新高之后，后期肉类价格的趋势取决于供需双方的较量。肉类价格今年 3、4 季度面临的生猪供需情况为：供给小幅度增加，我们从生猪存栏量可以看出，生猪存栏量还处于历史中等水平，尽管有一定上涨趋势，但补栏量增幅较小，且存栏的释放要在今年年底才会出现。而需求面的情况是，猪肉消费在 4 季度为传统的旺季，我们可以预期猪肉消费需求在 3 季度较为稳定，4 季度增加。也就是说，猪肉的供需两端在今年下半年都会有所增加，只是增加的幅度尚不能确定。
- 尽管猪肉消费存在旺季与淡季，例如 4 季度为传统的旺季，但过去 7 年里，猪肉价格的季度波动水平显示，4 季度的猪肉价格环比并不稳定，有升亦有降。这印证了我们的分析，即肉类价格还需要根据供需双方的变动方向来定。
- 我们认为，猪肉价格已经出现维稳势头，供给并非强有力的情况下，需求的确定性增加将导致价格在高位盘整。对价格的趋势判断为：高位震荡，即持续大幅上涨的动力不足，但也看不到肉价下滑趋势的形成。

国际国内经济扫描：

- 本周，国内方面，农产品价格总体呈回落态势，大宗商品价格冲高回落，继续在高位震荡。人民币升值仍在继续，但 NDF 显示的升值预期在收敛，这将影响未来大宗商品进口价格。流动性层面，货币市场利率高位盘整，而银行间国债收益率曲线整体抬升且趋扁平化，显示货币市场资金流动性仍偏紧。央行公开市场操作的宽松体现了维持货币市场利率稳定的意图。政策上，银监会再次强调对进入房地产资金的控制，这与近期房地产市场调控力度加码的政策导向一致。
- 对于 7 月份经济金融数据而言，我们认为通胀仍将在 6 以上高位，但创新高的概率不大，而经济活动有所放缓，与此相对应的是，流动性总量也将有所收敛。
- 国际：1、市场仍然将重点关注美国债务上限谈判，期待共和民主两党能在 8 月 2 日前达成一致。由于 2012 年面临大选，预计民主党不愿在年底由于债务问题再次纷争，因而将更倾向于采用一劳永逸、一次性将债务上限立刻提高 2.4 万亿美国的方案，以集中精力促进经济复苏，降低失业率。2、欧洲方面，评级机构均认为希腊主权债务重组将很难避免，评级有可能被进一步下调。市场普遍认为新一轮希腊救助协议达成，欧洲债务问题可能暂告一段落。预计近期内欧元仍将受到较大压力。3、新兴市场方面，印度与巴西再度加息，符合市场预期，但新兴经济体普遍受通胀走高和加息压力影响，经济增速或有所放缓。

目 录

一、每周思考：猪肉供需双方的 PK 决定价格将高位震荡	4
供给有弹性与需求无弹性的组合	4
肉价或将高位盘整	4
二、国内市场与政策扫描	6
2.1 7 月份宏观经济金融数据预测	6
2.2 每周政策动态	6
2.3 货币市场	8
2.4 价格形势	9
三、海外经济扫描	10
3.1 美国	10
欧洲	11
其他新兴经济体	13

图表目录

图 1:	供给有弹性需求无弹性的需求曲线移动	4
图 2:	供给有弹性需求无弹性的供给曲线移动	4
图 3:	过去 7 年里猪肉价格的季度环比	5
图 4:	猪肉价格已连创历史新高	5
图 5:	生猪存栏量在持续增加	5
表 1:	各省市上半年保障房建设完成情况统计（统计截止 7 月 28 日）	7
图 6:	7 天期银行拆借与回购利率冲高回落	8
图 7:	票据贴现利率仍在上行	8
图 8:	本周公开市场净投放 320 亿元	8
图 9:	本周货币市场到期流动性仅 340 亿元	8
图 10:	央票发行利率走平	8
图 11:	银行间国债收益率曲线较上周抬升且扁平	8
图 12:	农产品价格指数延续上涨	9
图 13:	肉类价格走稳（定基指数）	9
图 14:	人民币升值仍在继续	9
图 15:	NDF 蕴含的人民币升值预期收窄	9
图 16:	CRB 现货指数仍在高位盘整	9
图 17:	原油价格震荡盘整	9
图 18:	美国新屋销售环比连续下降	10
图 19:	美国住宅价格环比小幅上升	10
图 20:	产能利用率仍未能恢复到危机前水平	11
图 21:	耐用消费品订单环比下滑	11
图 22:	主要发达国家债务率（%）	11
图 23:	PIIGS 相对德债利率有所走高	12
图 24:	欧元区经济信心指数下滑	12
图 25:	欧元区 PMI 指数快速下滑	12
图 26:	欧元区工业和服务业信心下滑	12
图 27:	印度央行加息幅度超市场预期	13
图 28:	巴西央行上调基准利率	13
图 29:	新兴市场国家 PMI 指数均有所下滑	13
图 30:	金砖四国通胀仍面临上行压力	13

表 1:	各省市上半年保障房建设完成情况统计（统计截止 7 月 28 日）	7
------	--	---

一、每周思考：猪肉供需双方的 PK 决定价格将高位震荡

供给有弹性与需求无弹性的组合

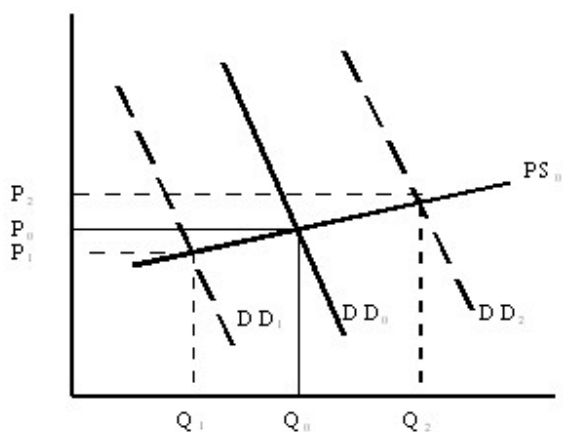
肉类生产供应的要素包括饲料、劳动力等短期生产要素，也包括建筑、设备在内的长期生产要素，故而从长时间段来看，肉类的长期生产函数是具有一定弹性的。从需求面来看，肉类消费属于食品消费中的必需品，无论是短期，还是长期，其需求函数基本缺乏弹性。故而，肉类的供需两端相对而言，是供给有弹性而需求无弹性的组合。

这样的供需函数组合，具备如下特点：

- 1、移动需求曲线并使供给曲线保持不变，市场能够吸收大的数量变动而不会对价格造成较大影响。在此情况下，价格相对稳定；
- 2、若是供给发生移动时（例如由投入价格变动引起），小的数量变动会对价格造成大的影响。此时，价格将相对不稳定。

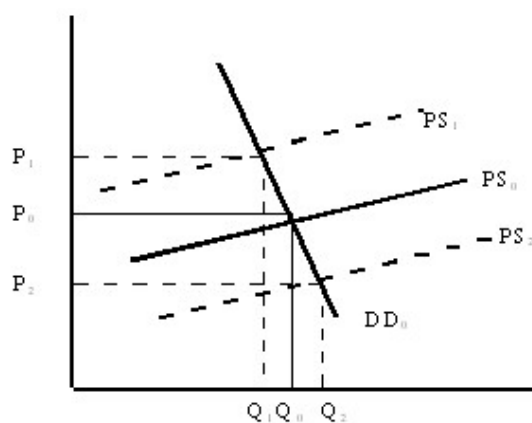
我们可以总结为，在供给有弹性需求无弹性的产品生产函数组合里，供给的变动会较需求的变动带来更大的价格波动。

图 1： 供给有弹性需求无弹性的需求曲线移动



资料来源：华泰联合证券研究所

图 2： 供给有弹性需求无弹性的供给曲线移动



资料来源：华泰联合证券研究所

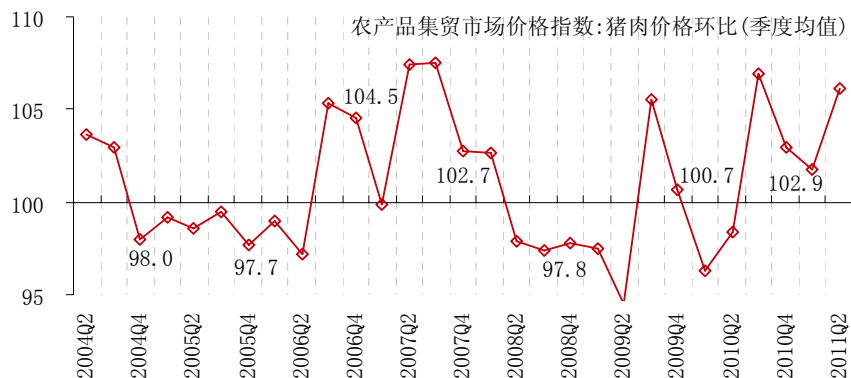
肉价或将高位盘整

今年 3、4 季度面临的生猪供需情况为：供给小幅度增加，我们从生猪存栏量可以看出，生猪存栏量还处于历史中等水平，尽管有一定上涨趋势，但补栏量增幅较小，且存栏的释放要在今年年底才会出现。而需求面的情况是，猪肉消费在 4 季度为传统的旺季，我们可以预期猪肉消费需求在 3 季度较为稳定，4 季度增加。也就是说，猪肉的供需两端在今年下半年都会有所增加，只是增加的幅度尚不能确定。

不过值得注意的是，尽管猪肉消费存在旺季与淡季，例如 4 季度为传统的旺季，但过去 7 年里，猪肉价格的季度波动水平显示，4 季度的猪肉价格环比并不稳定，有升亦有降。这印证了我们的分析，即肉类价格还需要根据供需双方的变动方向来定。

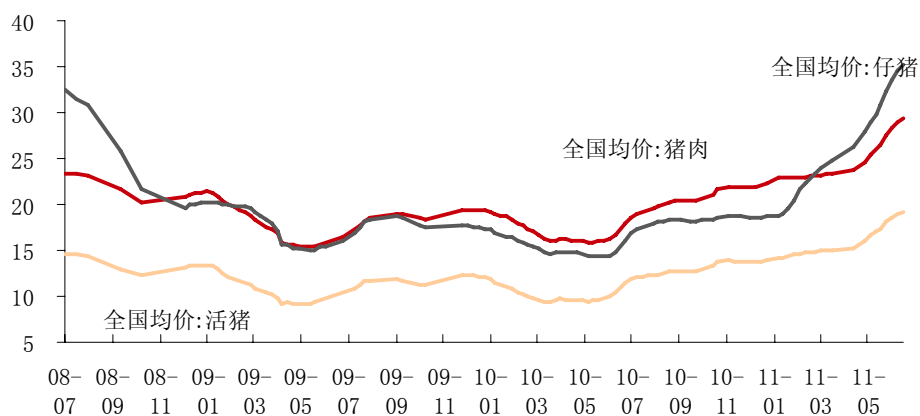
尽管目前来看，猪肉价格已经出现维稳势头，但我们认为，供给并非强有力的情况下，需求的不确定性增加将导致价格在高位盘整。持续大幅上涨的动力不足，但也看不到肉价下滑趋势的形成。

图 3： 过去 7 年里猪肉价格的季度环比



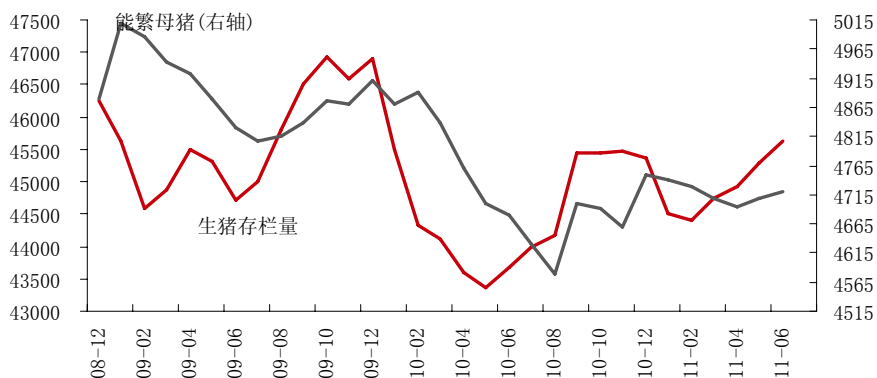
资料来源: CEIC, 华泰联合证券研究所

图 4： 猪肉价格已连创历史新高



资料来源: CEIC, 华泰联合证券研究所

图 5： 生猪存栏量在持续增加



资料来源: CEIC, 华泰联合证券研究所

二、国内市场与政策扫描

2.1 7 月份宏观经济金融数据预测

我们对 7 月宏观经济金融数据的整体看法是：CPI 仍在 6%以上的高位，但创新高概率不大，主要原因为去年的基数相对较低，尽管环比略有上涨，但不足以创下新高。需求面显示，无论是工业生产、投资还是出口均表明经济活动有所放缓。同时，货币供应仍处于低位且总量略有收敛，预计 M2 增速回落到 15%附近。预期短期内，货币政策仍处于观望期，相比数量工具而言，我们更倾向于价格手段的紧缩政策。

2.2 每周政策动态

每周政策焦点

1、7 月 25 至 26 日，全国财政厅(局)长座谈会在北京举行。会议对做好下半年各项财政工作作出了部署。

2、7 月 28 日，银监会主席刘明康在年中工作会议中要求：下半年禁止平台贷款展期和贷新还旧，全面防控影子银行风险，杜绝各类信贷资金违规流入房地产市场。

我们的看法：

1、从财政部下半年工作部署来看，财政政策的方向与我们中期报告分析一致：一方面针对供给冲击导致的通胀，财政将定向补贴；另一方面压缩一般性支出、收缩地方融资平台的方向不变。除此之外，鉴于上半年在水利建设上的投资力度低于中央期望，下半年财政在这方面的支持力度将会加大。

2、刘明康的表态表明，银监会目前已对银行面临的两大风险因素提起警惕：一是地方融资平台规模带来的风险，二是在银行信贷资金紧张情况下，包括民间信贷等的影子银行规模放大带来的市场风险，预计银监会在这两方面的规范整治措施将会陆续出台。此外，银监会再次强调对进入房地产资金的控制，这与近期房地产市场调控力度加码的政策导向一致。

附：各省市上半年保障房建设完成情况统计（统计截止 7 月 28 日）

表 1：各省市上半年保障房建设完成情况统计（统计截止 7 月 28 日）

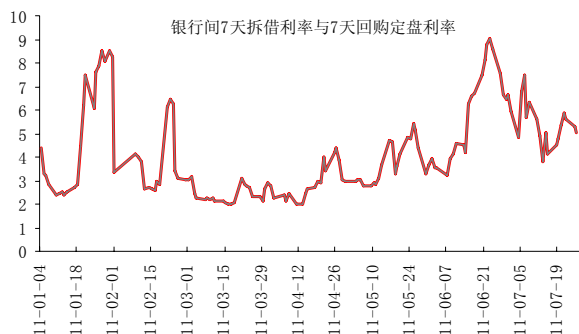
各省市	上半年保障房完成情况
陕西	47.43 万套保障性安居工程项目全面开工，完成目标任务项目的 101.1%
辽宁	保障性安居工程已开工建设 32.1 万套，开工率达 94%
山西	新开工建设保障房 26.5 万多套，开工率为 88.5%
安徽	保障房完成目标任务数的 77.9%
山东	保障性住房开工 22.73 万套，开工率达到 70.9%
四川	累计开工 25.3 万套，超过国家下达建设计划的 70%
甘肃	新建保障性安居工程已开工建设 12.35 万套，开工率为 70%
江西	各地保障性住房开工率已达 68.8%
江苏	江苏保障房建设开工率完成目标 66%
湖北	保障性安居工程开工 22.4 万套，占实物建房任务的 65.2%
吉林	保障性安居工程新开工 17.35 万套、1013.1 万平方米，开工率 62.6%
内蒙古	截至 6 月底，共开工 27.39 万套，开工率达 61.5%
北京	完成保障房土地供应 811 公顷，占年度供应计划的 61%
新疆	保障性住房开工 15.68 万套，开工率达到 60.1%
浙江	开工建设保障性安居工程住房 107552 套，占年度目标任务的 59.8%
福建	新开工建设各类保障性住房 9 万 8357 套，开工率为 58%
海南	上半年已落实保障房建设用地 350.8 公顷，开工 5.38 万套，占全年计划 58%
广东	新开工建设各类保障性安居工程 16.02 万套，完成国家下达目标任务的 52%。
贵州	城镇保障性安居工程开工建设 9.83 万套，开工率 51.46%
青海	8.98 万套新建保障房开工 上半年开工率 50.9%
上海	上半年新开工保障性住房 10 万套 开工率约 50%
湖南	保障性住房开工率达 49%
河南	保障性安居工程已开工 20.48 万套，占全年目标的 48.7%
黑龙江	开工建设保障房 39.4 万套，完成目标 47%
广西	截至 6 月底，共开工建设保障性住房 11.9 万套，完成目标 41%。
全国平均	全国平均开工率 56.6%

资料来源：华泰联合证券研究所搜集；注：云南、西藏暂未披露

2.3 货币市场

银行间市场短期标杆利率随出现冲高回落，但整体仍在 5% 附近的高位运行。同时，银行间国债收益率曲线整体抬升且趋扁平化，显示货币市场资金流动性仍偏紧。本期货币市场到期流动性仅 340 亿元的背景下，公开市场净投放资金就达 320 亿元，可见央行对维持货币市场利率稳定的意图较为明确。与此相对应的是，央票利率持续走平。下周货币市场到期流动性为 460 亿元，预计货币市场净投放量将略有减少。

图 6： 7 天期银行拆借与回购利率冲高回落



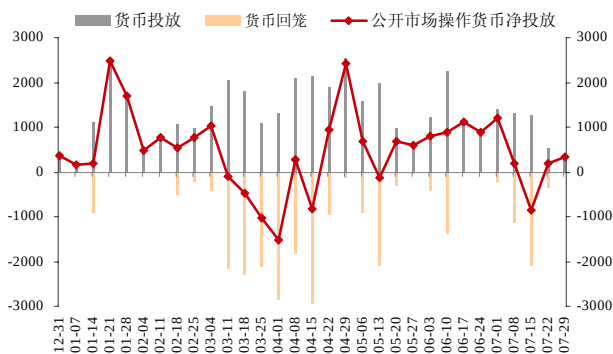
资料来源：Wind 华泰联合证券研究所

图 7： 票据贴现利率仍在上行



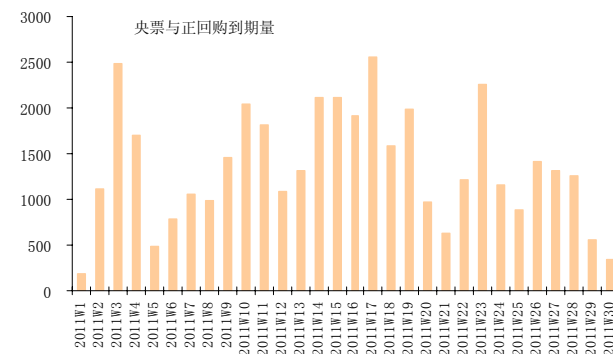
资料来源：Wind 华泰联合证券研究所

图 8： 本周公开市场净投放 320 亿元



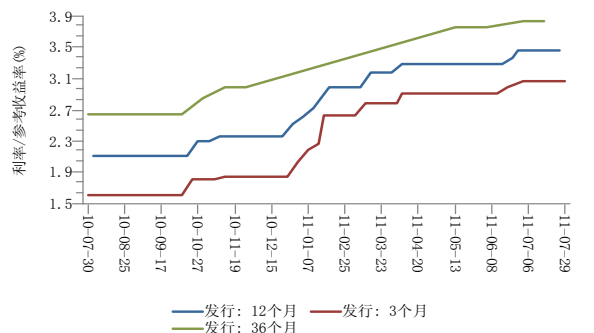
资料来源：Wind 华泰联合证券研究所

图 9： 本周货币市场到期流动性仅 340 亿元



资料来源：Wind 华泰联合证券研究所

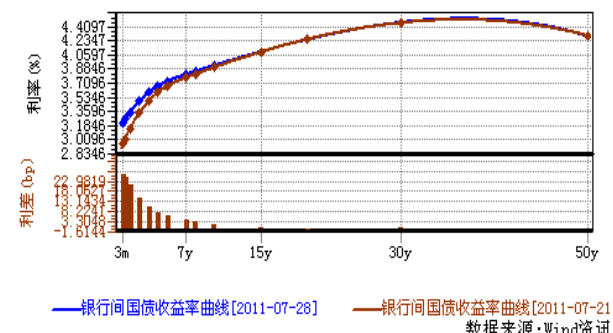
图 10： 央票发行利率走平



数据来源：Wind 资讯

资料来源：Wind 华泰联合证券研究所

图 11： 银行间国债收益率曲线较上周抬升且扁平



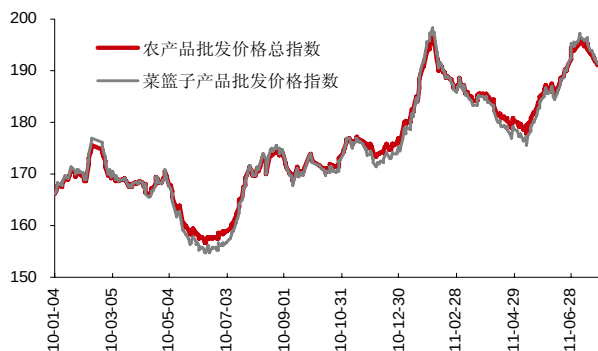
数据来源：Wind 资讯

资料来源：Wind 华泰联合证券研究所

2.4 价格形势

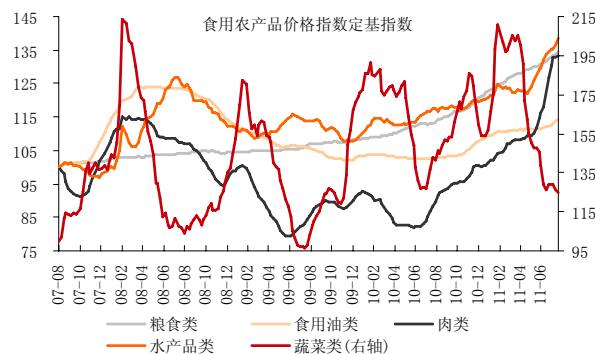
本周，肉类价格企稳且略有盘整，结束了连续 3 个月的快速上涨行情。在冲破 2008 年的价格新高之后，我们认为猪肉价格的走势将取决于供需双方力量的较量。农产品价格指数受蔬菜水果价格的持续回落影响，也出现了连续的下跌。此外，国际大宗商品价格处于高位盘整阶段，短期仍未有明确的趋势转变。而尽管人民币升值还在继续，但 NDF 现实的人民币升值预期有所收窄，这将影响国内对大宗商品的进口价格。

图 12：农产品价格指数延续上涨



资料来源：Wind 华泰联合证券研究所

图 13：肉类价格走稳（定基指数）



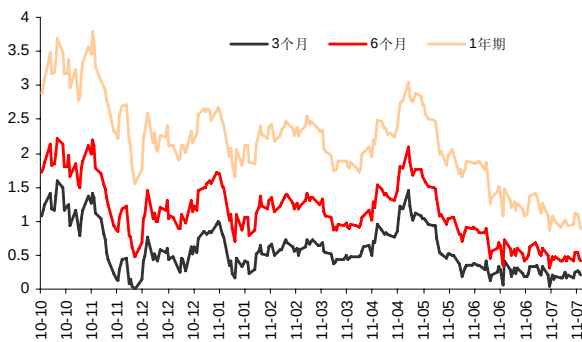
资料来源：Wind 华泰联合证券研究所

图 14：人民币升值仍在继续



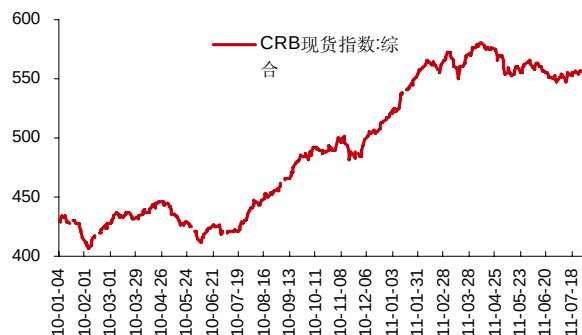
资料来源：Wind、CEIC、华泰联合证券研究所

图 15：NDF 蕴含的人民币升值预期收窄



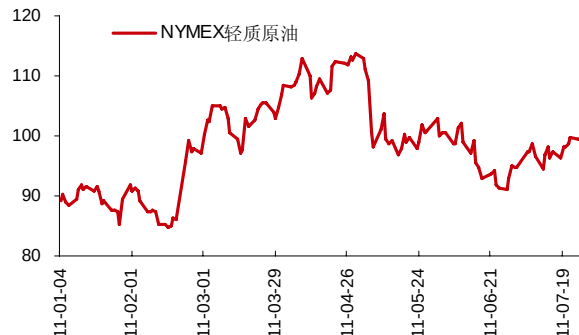
资料来源：Bloomberg、CEIC、华泰联合证券研究所

图 16：CRB 现货指数仍在高位盘整



资料来源：Wind 华泰联合证券研究所

图 17：原油价格震荡盘整



资料来源：Wind 华泰联合证券研究所

三、海外经济扫描

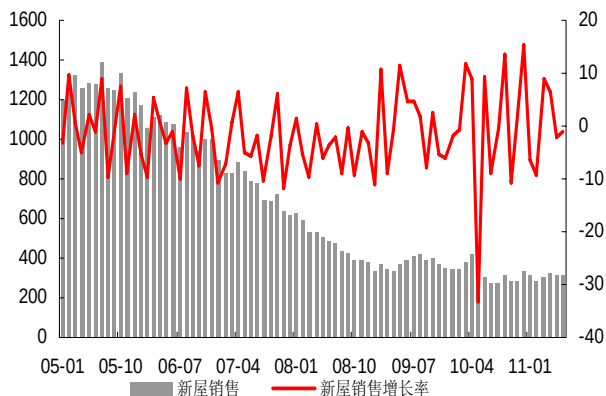
3.1 美国

美国6月新屋销售量为31.2万户，低于市场预期的32万户，较上月下将1%，连续第2个月下降。美国房价继续承压，虽然住宅价格指数环比小幅上升0.2%，但5月标普20城市房价指数年率下降4.5%，创18个月来最大降幅；标普10城市房价指数年率下降3.6%。止赎房产增加和经济前景不明朗可能令房价在年内保持低迷，打击住宅开发，延缓楼市复苏。

美国6月耐用品订单月率下降2.1%，至1,919.8亿美元，远低于预期值上升0.5%，其中，飞机和汽车订单下滑导致耐用品订单环比重跌2.1%，而扣除运输的耐用品订单月率上升0.1%。制造业设备订单下降，打击了市场对美国制造业复苏信心。此外，美国芝加哥联储公布的数据显示，6月芝加哥联储中西部制造业指数月率下降0.1%，6月中西部制造业指数为84.0。而如果未来美国制造业增长放缓，将使失业率长期面临压力，市场对下半年经济强劲复苏的预期很难成为现实。

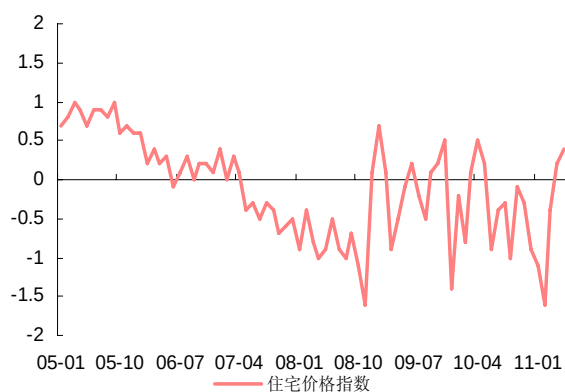
市场仍然将重点关注美国债务上限谈判，期待共和和民主两党能在8月2日前达成一致。目前，共和党众议长博纳倾向于“两步走”，第一阶段提高约1万亿美元，并需要实行约1.2万亿美元的开支紧缩；第二阶段提高约1.8万亿，但在12月底需要再次协商和评估。民主党参议员哈里·里德 (Harry Reid) 提出的方案则倾向一劳永逸，一次性将债务上限立刻提高2.4万亿美元。由于2012年面临大选，民主党不愿在年底由于债务问题再次纷争，因而更倾向于采用里德的方案，以集中精力促进经济复苏，降低失业率。

图 18： 美国新屋销售环比连续下降



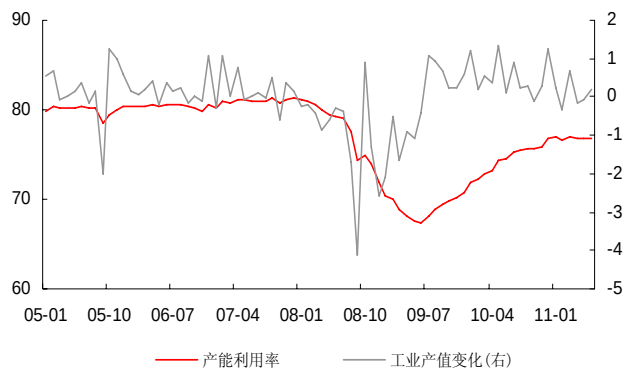
资料来源：华泰联合证券研究所

图 19： 美国住宅价格环比小幅上升



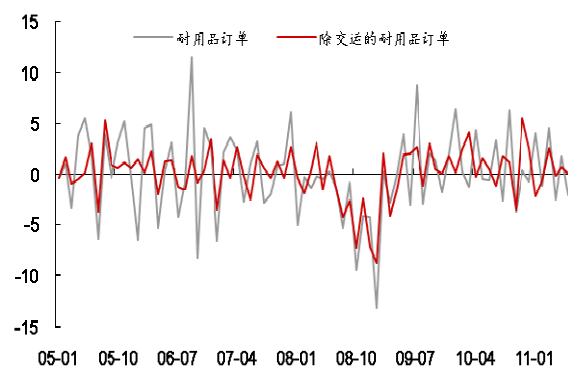
资料来源：华泰联合证券研究所

图 20： 产能利用率仍未能恢复到危机前水平



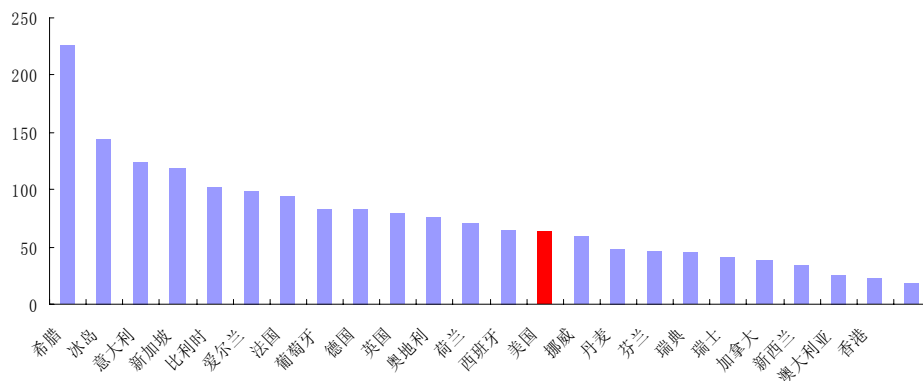
资料来源：华泰联合证券研究所

图 21： 耐用消费品订单环比下滑



资料来源：华泰联合证券研究所

图 22： 主要发达国家债务率（%）



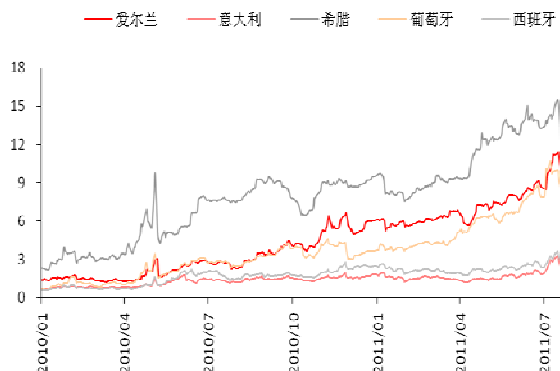
资料来源：Bloomberg, 华泰联合证券研究所

欧洲

欧洲主权债务问题再起波澜，继穆迪周一下调希腊主权评级后，标准普尔也下调希腊评级，并给予负面评级前景，加重了人们的担忧情绪。评级机构均认为希腊主权债务重组将很难避免，评级有可能被进一步下调。此外，德国暗示将只会向欧洲金融稳定基金（EFSF）提供有限资金支持。市场人士普遍担忧，若西班牙和意大利陷入财务困境，救助基金规模是否足够大。

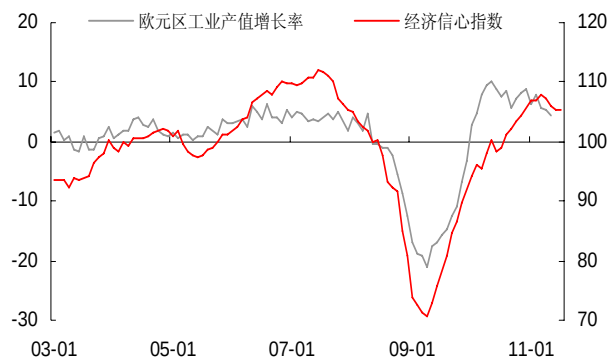
此前，市场普遍认为新一轮希腊救助协议达成，欧洲债务问题可能暂告一段落。受市场悲观情绪影响，欧元区 7 月经济信心指数跌至 103.2, 低于市场预期值 104, 创 2010 年 8 月以来的新点。欧元兑美元由 1.45 的高位快速下滑到 1.43 水平，预计近期内欧元仍将受到较大压力。

图 23: PIIGS 相对德债利率有所走高



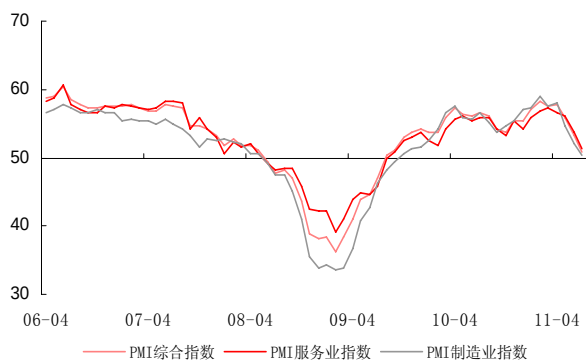
资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 24: 欧元区经济信心指数下滑



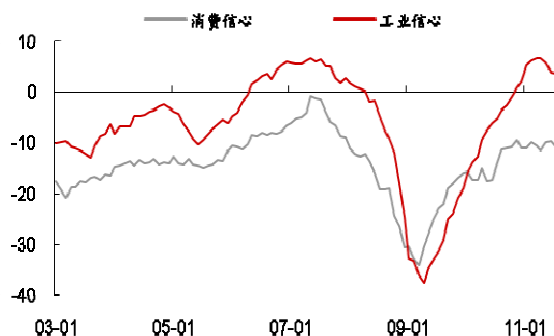
资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 25: 欧元区 PMI 指数快速下滑



资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 26: 欧元区工业和服务信心下滑

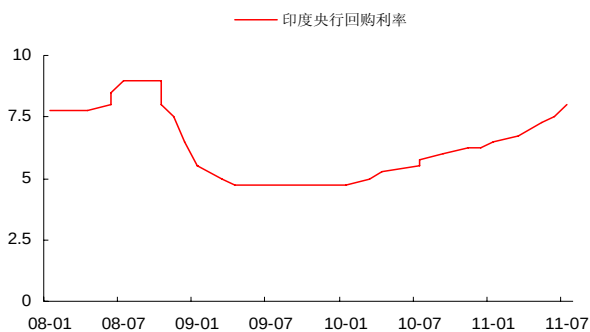


资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

其他新兴经济体

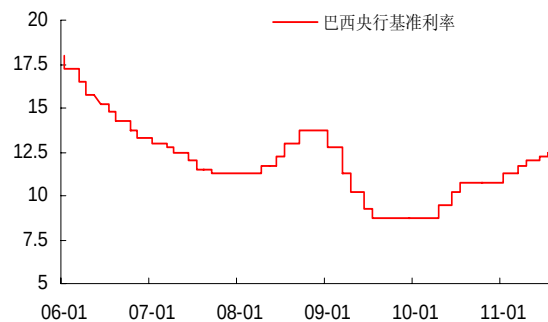
印度央行大幅提高基准利率 50 个基点，以应对依旧严峻的通胀形势，这一上调幅度超出此前市场预期的 25 个基点。近几个月以来，由于食品价格和燃料价格高企，印度通胀率始终保持在 8%-9% 的高位。6 月印度批发价格同比上涨 9.44%，高于上月的 9.06%，印度央行已将年度通胀目标由 6% 上调至 7%。印度央行希望通过连续控制中长期通胀预期。此外，巴西央行也于近日宣布加息 25 个基点，符合市场预期。新兴经济体普遍受通胀走高和加息压力影响，经济增速或有所放缓。

图 27： 印度央行加息幅度超市场预期



资料来源：华泰联合证券研究所

图 28： 巴西央行上调基准利率



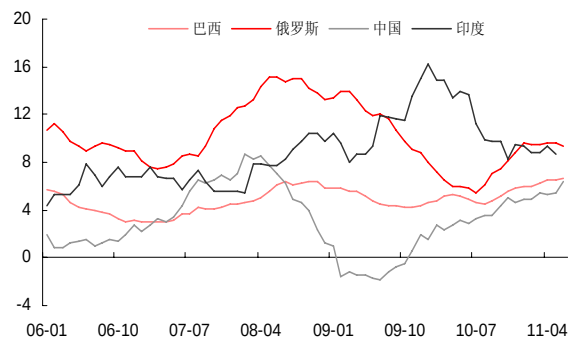
资料来源：华泰联合证券研究所

图 29： 新兴市场国家 PMI 指数均有所下滑



资料来源：华泰联合证券研究所

图 30： 金砖四国通胀仍面临上行压力



资料来源：华泰联合证券研究所

**华泰联合证券评级标准:**

时间段 报告发布之日起 6 个月内

基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2011 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深 圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层

邮政编码: 518048

电 话: 86 755 8249 3932

传 真: 86 755 8249 2062

电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层

邮政编码: 200120

电 话: 86 21 5010 6028

传 真: 86 21 6849 8501

电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn