

猪飞到头，CPI 同比 7 月见顶——猪价再研究

宏观经济

◆猪价拐点已现

猪价环比持续走低，标志着猪价拐点已如我们之前所料到来，未来数月猪价环比将持平或下降。

从供给方面看，未来数月猪肉供给量将增加：

第一，养殖周期决定未来数月生猪存栏增加。生猪市场是一个典型的蛛网市场，猪价呈现出一年高、一年低的波动走势。2010 年能繁母猪存栏数在 8 月见底，以能繁母猪到生猪出栏的时滞推算，今年 6 月之后生猪存栏将显著增加。

第二，政府调控措施缓解了惜售现象、促进生猪出栏。近两月面对猪价持续上涨，养殖户增加存货。6 月生猪定点屠宰量占生猪存栏量的比重从 3-5 月的 3.9% 下降到 3.6%。惜售加剧了市场供需不平衡，进一步推高猪价。政府调控政策的出台会改变养殖户猪价继续上涨的预期，缓解惜售现象、促进生猪出栏。

从需求方面看，即使考虑到节日因素，未来数月猪肉需求也较平稳。

◆ CPI 同比 7 月后回落

猪价是近期通胀的主要推动力量。6、7 月猪价分别同比增长 57.1% 和 56.7%，高增长的猪价成为 6、7 月 CPI 同比连创新高的主要推动力量。

猪价拐点带动 CPI 同比 7 月后回落。今年下半年，随着食品价格方面的压力走低，宏观层面诸如增长、货币增速、输入性通胀压力继续缓和，以及翘尾因素的大幅减弱，CPI 同比将出现趋势性下降。因此，我们认为 7 月 CPI 同比是年内高点。

联系人：

徐高

010-68561288

gaoxu@ebsecn.com

李燕飞

010-68561122-1789

liyanfei@ebsecn.com

SAC 执业证书编号：S0930510120002

联系人：

孙旺明

010-68566388

sunwm@ebsecn.com

联系人：

钟正生

010-68565388

zhongzs@ebsecn.com

为什么猪价那么重要？

猪价是我国近期 CPI 通胀的重要推手，其走势极大影响着通胀的走向。根据统计局最新公布的数据，猪肉目前大概占到 CPI 篮子的 2.4%。这一比例虽然已经比之前明显调降，但仍然是篮子中占比最大的单一商品之一。再加之猪价的波动幅度非常大——今年 6、7 月的同比增幅都接近 60%——因此猪价很大程度上影响着 CPI 的走向。另一方面，目前我国的通胀仍为食品价格推动的结构性通胀，在宏观层面诸如增长、货币增速、输入性通胀已明显好转的时候，目前 CPI 数字维持高位的主要原因是食品价格。而猪肉在食品中又是重要组成部分。因此，要分析近期通胀的走向，必须对猪价进行深入研究。在今年 5 月 27 日发布的报告《猪不会飞，拱不着通胀》中，我们就都对猪价进行了深入的研究，并认定猪价快速上涨的状态可能在 6、7 月走向结束。现在回头来看，这一预测基本属实。目前，7 月 CPI 再度攀升。在这个时候，对猪价未来走势的把握仍然重要。所以我们需要在两个多月之后，重看猪价。

猪价拐点已现

猪价环比持续回落，标志着猪价拐点已如我们之前所料到来，未来数月猪价环比将持平或下降。商务部数据显示，猪肉价格在 6 月末与 7 月初曾连续四周环比上涨 2%-5%。在快速上涨了两个月之后，猪价在 7 月 18-24 日出现年内首次环比下降，降幅达 0.2%，7 月 25-31 日降幅扩大到 0.5%，上周（8 月 1 至 7 日）持平（图 1）。对于连续三周的猪价不增长，部分人认为是“假摔”，相信猪价在短暂回落之后，不久又将重新上涨。我们的观点与此相反。早在 5 月 27 日深度报告《猪不会飞，拱不着通胀》中，我们就曾预测“猪价快速上涨的状态可能在 6、7 月份走向结束”。现在我们仍然坚持这一观点，认为当前猪价环比的持续回落，标志着猪价拐点已如我们之前所料的那样如期到来，从未来猪肉供需两方面分析，我们预计未来数月猪肉价格环比将持平或下降。

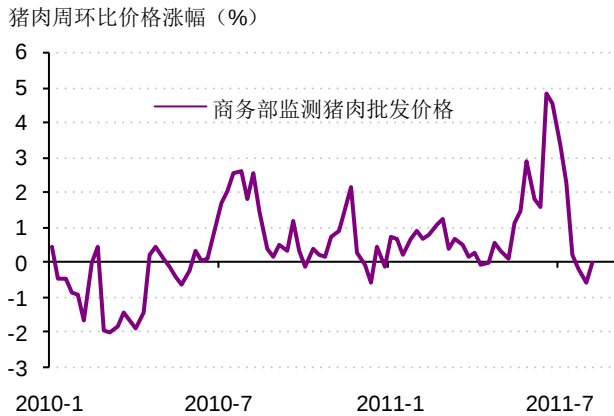
从供给方面看，未来数月猪肉供给量将增加，原因有两点：

第一，养殖周期决定未来数月生猪存栏增加。生猪市场是一个典型的蛛网市场。猪的生产周期约 1 年，即所谓的“三、四、五”周期——母猪成熟配种需 3 个月左右，妊娠期约 4 个月，产子后仔猪育肥出栏需要 5 个月。即使因为猪价高，养殖户马上扩大饲养规模，其扩产的行为只能增加 1 年后的生猪存栏。这种特性造成生猪市场呈现蛛网波动：以图 2 为示意图。图中横轴是产量，纵轴是价格。D 和 S 两条线是生猪的需求和供应曲线。假设本期生猪供应量为 Q1，市场出现供不应求，猪价升高到 P1。而养殖户以较高的价格 P1 来确定母猪补栏数，就会让下一年的猪肉供应处于 Q2 的高位，令市场供过于求，引发猪价下跌到 P2。如此，猪价呈现出一年高、一年低的波动走势（关于 12 个月猪周期更详细的证据请见 5 月 27 日《猪不会飞，拱不着通胀》）。2010 年能繁母猪存栏数在 8 月见底，以能繁母猪到生猪出栏 9 个月推算，今年 6 月之后生猪存栏将继续显著增加。事实上，今年 6 月末生猪存栏达 4.56 亿头，是 2010 年以来的最高水平，预计未来数月生猪存栏将继续增加（图 3）。

第二，政府调控措施缓解了惜售现象、促进生猪出栏。近期政府出台了一系列促进生猪生产的政策。虽然由于养猪周期的存在，这些政策不能增加当前的生猪存栏，但可以促进生猪出栏。原因在于：近两月猪价大涨的一个重要原因是养殖户的“惜售”。面对猪价持续上涨，养殖户理性的选择是增加存货——把猪放在栏里继续养着，等待未来卖出更好的价钱。我们作此判断的证据在于 6 月生猪定点屠宰量占生猪存栏量的比重从 3-5 月的 3.9% 下降到 3.6%，从历史数据中也可以看到高猪价造成惜售的现象曾经多次出现（图 4）。养殖户的惜售行为加剧了市场供需的不平衡，进一步推高了猪价。在猪价已达高位时，政府调控政策的出台会改变养殖户猪价继续上涨的预期，缓解惜售现象、促进生猪出栏，再考虑到之前分析的 6 月后生猪存栏增加，预计未来数月猪肉供给将继续攀升。

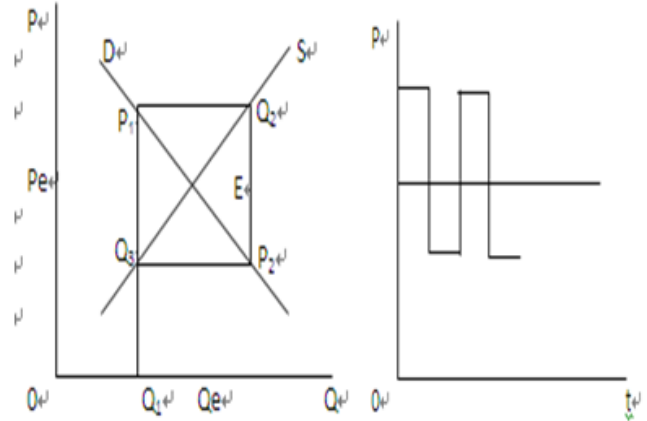
从需求方面看，即使考虑到节日因素，未来数月猪肉需求也较平稳。节假日期间，虽然消费者对猪肉的需求有所增加，但增加幅度有限。这是因为随着居民收入水平的提高，以前“过节才吃肉”的情况大大改善，猪肉需求的节日效应也越来越不明显。况且，节假日前政府通常会采用释放猪肉储备等一系列措施，增加短期市场供给，力图稳定猪肉价格。

图 1. 猪价环比持续回落标志拐点出现



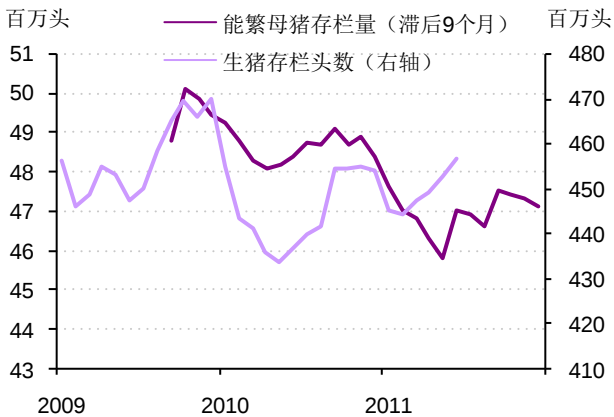
资料来源：CEIC，光大证券

图 2. 猪市蛛网市场示意图



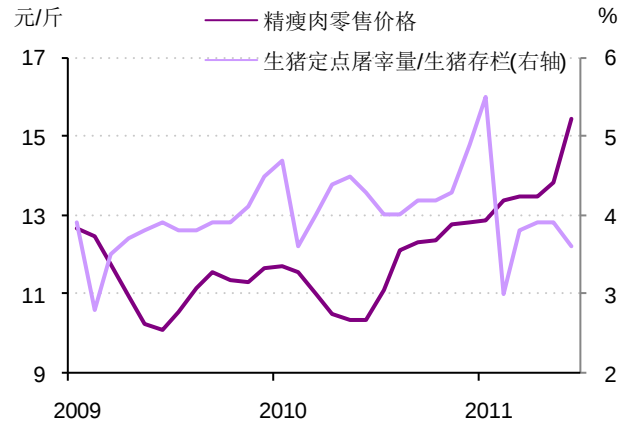
资料来源：光大证券

图 3. 6 月末生猪存栏创 2010 年以来新高



资料来源：CEIC，光大证券

图 4. 高猪价带来生猪“惜售”



资料来源：CEIC，光大证券

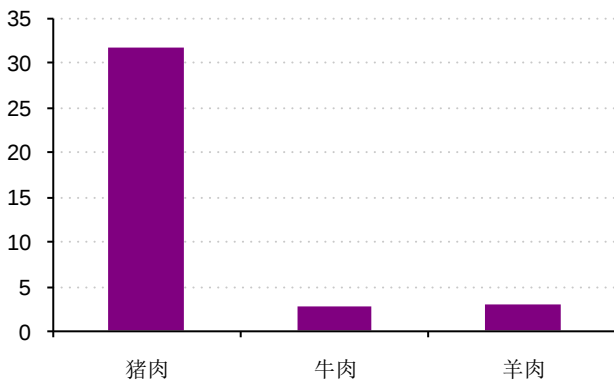
CPI 同比 7 月见顶

猪价是近期通胀的主要推动力量。猪肉是中国人的最主要食用肉类，人均猪肉消费量是牛肉和羊肉的 10 倍以上（图 5）。因此，猪肉在 CPI 篮子中占据相当权重（根据我们的估算，约占 3%）。考虑到其波动幅度，猪肉价格具备引领通胀的足够潜力。从历史数据看，在 2007 年 8 月份，猪肉价格的同比涨幅达到了 81%，对 CPI 通胀的贡献达 2.4 个百分点。而同期，所有其他商品对 CPI 的贡献也不过 4.1 个百分点。因此，说 2007 年 8 月的通胀是猪肉通胀一点都不为过。有过 2007-08 的经历，最近猪肉价格再次引发人们的关注也就毫不意外了。从 2010 年年初开始，中国的 CPI 读数节节攀升，并在 2011 年 3 月份达到了近期的最高点 5.4%。就在观察者因为蔬菜价格大幅下滑而松了一口气的时候，猪肉价格却持续攀高，显出了拱动通胀的势头。7 月 CPI 同比增长 6.5%，创年内新高。7 月非食品价格环比仍然温和，仅上涨 0.1%，而食品价格环比上涨 1.2%，猪肉价格是食品价格上涨的主要推手（图 6）。6 月 CPI 情况也是如此。我们在《猪不会飞，拱不着通胀》中预测，“考虑到去年 7 月份猪价的大幅跳升，今年猪价的同比增长很有可能在 6 月份见顶。”事实证明我们的判断：6、7 月猪价分别同比增长 57.1% 和 56.7%，6 月增速为 2008 年 5 月以来最高，只是 7 月同比数字回落的幅度有些低于我们的预期（图 7）。如此高增长的猪价成为 6、7 月 CPI 同比连创新高的主要推动力量（图 8）。

猪价拐点将带动 CPI 同比 7 月后回落。根据我们前面的分析，猪价拐点已现，未来价格环比上涨将会停止或下降。今年下半年，随着食品价格方面的压力走低，宏观层面诸如增长、货币增速、输入性通胀压力继续缓和，以及翘尾因素的大幅减弱，CPI 同比将出现趋势性下降。因此，我们认为 7 月 6.5% 的 CPI 同比增速是年内高点。

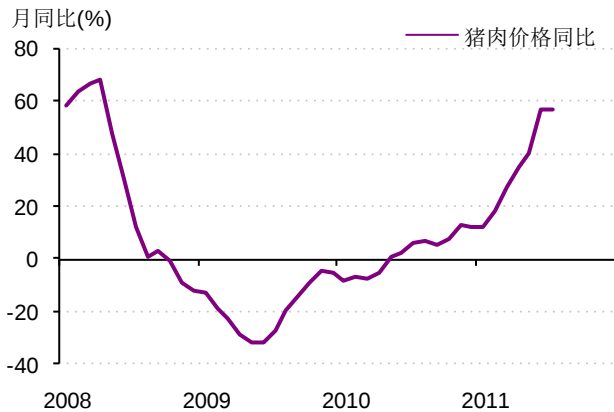
图 5. 猪肉是中国人的主要食用肉类

中国人人均肉类消费量（千克，2009年）



资料来源：CEIC，光大证券

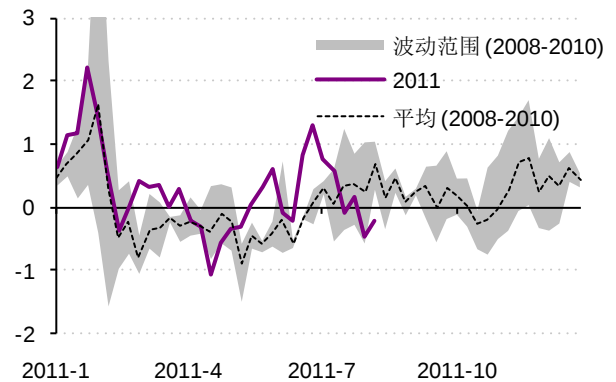
图 7. 6 月猪肉价格同比创年内新高，7 月增速回落



资料来源：WIND，光大证券

图 6. 猪价曾推高 7 月食品月环比涨幅

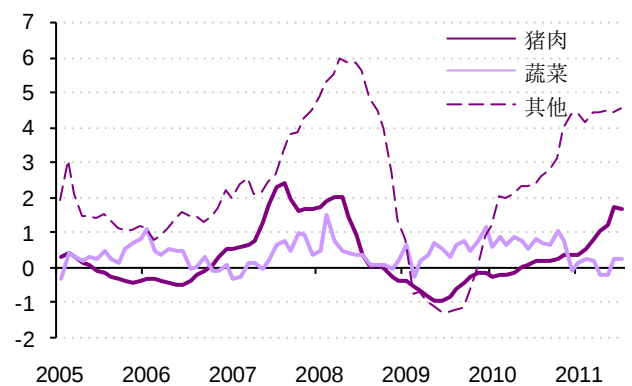
商务部食用农产品价格指数（周度环比%）



资料来源：CEIC，光大证券

图 8. 猪价是 6、7 月 CPI 同比连创新高的一大推力

对CPI同比增长的贡献 (%)



资料来源：CEIC，光大证券

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

徐高，北京大学中国经济研究中心经济学博士，西南交通大学工学硕士、学士。2011年5月加入光大证券，任首席宏观分析师。之前，曾任瑞银证券高级经济学家、世界银行经济学家、国际货币基金组织兼职经济学家及研究助理等职。

孙旺明，财政部科研所经济学博士、硕士，曾在国家财政部从事政府投资管理和财政政策研究，2011年3月加入光大证券宏观团队，任宏观分析师。

钟正生，中国人民大学经济学博士，湘潭大学经济学硕士，曾任职中国人民银行，从事宏观经济和货币政策研究，2011年4月加盟光大证券研究所宏观团队，任宏观分析师。

李燕飞，北京大学经济系硕士、学士，2008年加入光大证券研究所，从事国内外宏观经济研究。所在团队获2009、2010年新财富最佳分析师宏观第五名，获2010年首届中国证券分析师金牛奖宏观经济第四名。

行业及公司评级体系

买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；
卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上。
市场基准指数为沪深300指数。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：z22831000。

本公司已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

光大证券股份有限公司研究所

上海市新闻路1508号静安国际广场3楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京	王汗青	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebsecn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebsecn.com
企业客户	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebsecn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebsecn.com
	杨月		18910037319	yangyue1@ebsecn.com
上海	李大志	021-22169128	13810794466	lidz@ebsecn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebsecn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebsecn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebsecn.com
	冯诚	021-22169083	18616830416	fengcheng@ebsecn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebsecn.com
深圳	黄鹏华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebsecn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebsecn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebsecn.com
富尊财富中心	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebsecn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebsecn.com
	戚德文	021-22169152	15821755866	qidw@ebsecn.com
	郑锐	021-22169080	13761361968	zhui@ebsecn.com