



联讯证券专题研究

# 物价上涨压力几何？

2019年04月25日

## 投资要点

分析师：李奇霖

执业编号：S0300517030002

电话：010-66235770

邮箱：liqilin@lxsec.com

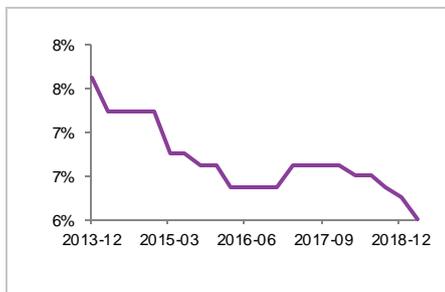
分析师：张德礼

执业编号：S0300518110001

电话：010-66235780

邮箱：zhangdeli@lxsec.com

### 近年国内生产总值季度增速



资料来源：聚源

### 相关研究

《破除抵押品依赖：信用贷款是如何支持中小微的？》2019-03-27

《深度解析非金融企业杠杆》2019-04-03

《社融缘何放量？》2019-04-12

《经济缘何企稳》2019-04-17

《关注增长的预期差》2019-04-18

### ◇ 物价上涨压力几何？

对货币政策制定者和市场参与者来说，3%可能是CPI同比最为重要的一个点位。上一次CPI同比超过3%的时间还是2013年11月，至今已有5年半，高通胀似乎是有着遥远的往事了。

那未来呢？我们认为，在非洲猪瘟疫情和油价低基数共同推动下，今年四季度CPI同比高点有较大概率突破3%。不过只是单月，并非整个季度，而且难以持续，通胀风险整体可控。

文章采用定量分析的方法，具体步骤如下：

第一，在CPI猪肉、鲜菜、蛋类、鲜果这四项，2016年到2018年对应月份环比均值的基础上，根据供需状况进行加成，得到今年4-12月对应项的环比。用环比均值法计算出各项的同比后，再乘以对应的权重，计算出各项对CPI同比的拉动。

第二，取前6个月CPI其它项同比的移动平均值，作为今年4-12月CPI其它项的同比。再乘以权重，得到其它项对CPI同比的拉动。

第三，使用EIA做的WTI油价预测结果，计算出WTI油价的同比，再乘以弹性系数0.0098，得到油价对CPI同比的影响。

第四，将上述三个步骤的结果加总，得到今年4-12月的CPI同比。

预计2019年CPI同比为2.5%，较2018年的2.1%明显抬升。从节奏上看，二季度因猪肉价格低基数，CPI同比出现第一个高点，预计二季度CPI同比为2.6%。四季度则在猪肉价格持续上涨、2018年四季度油价大跌所产生的低基数共同作用下，CPI同比高点可能破3%。

### ◇ 风险提示：地缘冲突再起，油价大幅上涨



## 目 录

一、CPI 同比测算思路：寻找波动之源 .....	3
二、定量测算 CPI 同比 .....	5
(一) 猪肉 .....	5
(二) 鲜菜 .....	8
(三) 蛋类 .....	8
(四) 鲜果 .....	10
(五) 油价 .....	10
(六) 其它项 .....	12
(七) 定量测算 CPI 同比 .....	12

## 图表目录

图表 1: 猪肉、鲜菜、蛋类和鲜果这四项，是 CPI 同比的波动之源 .....	3
图表 2: CPI 同比拆解，其它项对 CPI 同比的拉动相对稳定 .....	4
图表 3: 猪肉消费需求很稳定 .....	5
图表 4: 生猪供给效率，在不断提升 .....	6
图表 5: 12 个月移动平均的生猪屠宰量同比，是 22 省市猪肉价格的反向指标 .....	6
图表 6: 移动平均的能繁母猪存栏，领先于生猪屠宰 6 个月左右 .....	7
图表 7: 仔猪需求指数和 22 省市仔猪价格 .....	7
图表 8: CPI 鲜菜项环比具有明显的季节性规律 .....	8
图表 9: 除少数年份外，蛋料比价跌破平衡点后，都会迎来一轮快速反弹 .....	9
图表 10: 作为蛋鸡饲料的主要原料，豆粕期货价格已经企稳，玉米价格也有支撑， .....	9
图表 11: 和鲜菜一样，CPI 鲜果项的环比也具有季节性规律 .....	10
图表 12: 2019 年 2 季度开始，全球原油市场再度进入供应过剩状态 .....	11
图表 13: EIA 预测的 2019 年 WTI 原油期货价格 .....	11
图表 14: 2019 年 CPI 同比预测 .....	12



对货币政策制定者和市场参与者来说，3%可能是CPI同比最为重要的一个点位。上一次CPI同比超过3%的时间还是2013年11月，至今已有5年半，高通胀似乎是有点遥远的往事了。

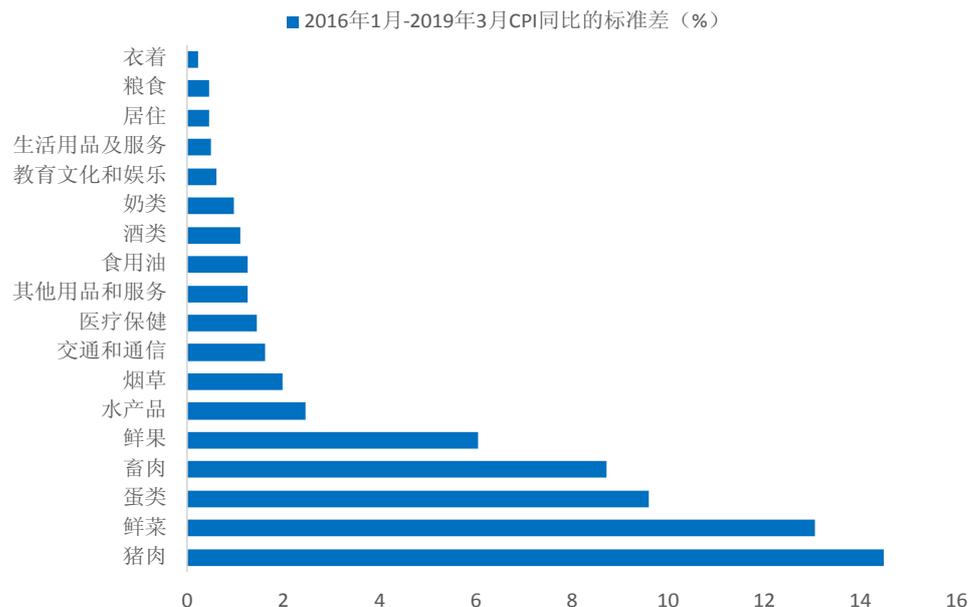
那未来呢？我们认为，在非洲猪瘟疫情和油价低基数共同推动下，今年四季度CPI同比高点有较大概率突破3%。不过只是单月，并非整个季度，而且难以持续，通胀风险整体可控。

## 一、CPI同比测算思路：寻找波动之源

从统计学角度看，标准差能够反映一系列数据的离散程度，标准差越大，这列数据分布得越零散。通俗一点来讲，就是一列数的标准差越大，它的波动率越高。

使用2016年1月到2019年3月的数据，计算CPI食品烟酒项的各个子项和7个非食品烟酒项同比的标准差。发现猪肉、鲜菜、蛋类、畜肉、鲜果这几项的标准差，要明显高于其它项。由于CPI畜肉项同比的高波动，主要来自于猪肉，因此可以认为猪肉、鲜菜、蛋类和鲜果这四项，是CPI同比的波动之源。在预测CPI通胀时，需要对这四项做重点分析。

图表 1: 猪肉、鲜菜、蛋类和鲜果这四项，是CPI同比的波动之源



资料来源：联讯证券，Wind

油价对CPI的影响也较为明显，而且关注度很高，还需要重点分析油价。国际油价对CPI的影响，主要有三个渠道：

一是通过交通工具用燃料。使用2016年1月到2019年3月的数据，以领先一期的WTI原油期货价格月度同比作为自变量，CPI交通工具用燃料作为因变量，做回归分析的拟合优度达到了0.86。

通过回归可知，CPI交通工具用燃料对WTI油价的弹性为0.32，乘以它的权重2%，可以估算出WTI油价每变动1个百分点时，通过交通工具用燃料这一项影响CPI同比0.0064个百分点。



二是通过居住项中的水电燃料。同样将 2016 年 1 月以来的领先一期 WTI 原油期货价格月度同比作为自变量, CPI 居住项的水电燃料作为因变量, 做回归的拟合优度为 0.51。

回归分析发现, CPI 居住项的水电燃料项对 WTI 油价的弹性为 0.03, 乘以它的权重 5.2%, 可以估算出 WTI 油价每变动 1 个百分点时, 通过水电燃料这一项影响 CPI 同比 0.0016 个百分点。

三是通过交通成本影响蔬菜价格。据统计蔬菜零售价格中物流成本占比约为 50%-60%, 而物流成本中油费占比在 40%左右, 前面已经计算过交通工具用燃料对油价变动的弹性为 0.32, 再乘以鲜菜项在 CPI 中的权重 2.6%, 可以计算得通过运费——蔬菜这一渠道, 油价对 CPI 同比的影响弹性为 0.0018。

当前 PPI 向 CPI 的传导并不强, 通过中间化工品的渠道来影响 CPI 的幅度有限, 这里不做具体分析。综合考虑上述三个渠道, CPI 同比对国际油价的弹性为 0.0098, 即国际油价每变动 1 个百分点, 将造成 CPI 同比同向变动 0.0098 个百分点。

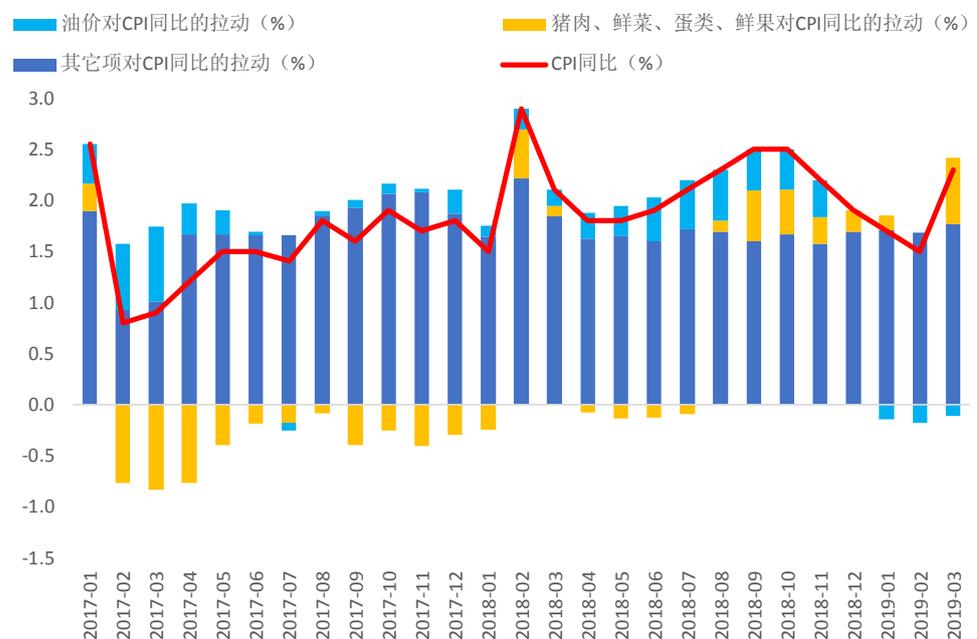
将 CPI 同比拆分为三个部分:

一是猪肉、鲜菜、蛋类、鲜果这四项目的拉动, 可以根据各项的同比和权重, 计算出来。

二是油价的拉动, 使用领先一期的 WTI 油价同比, 乘以弹性系数 0.0098。

三是其它项, 即除猪肉、鲜菜、蛋类、鲜果和油价以外的因素, 用 CPI 同比减去上述两部分对 CPI 同比的拉动值, 即可得出。

图表 2: CPI 同比拆解, 其它项对 CPI 同比的拉动相对稳定



资料来源: 联讯证券, Wind

可以发现, 其它项对 CPI 同比的拉动, 除一季度因春节因素扰动外, 其它时间相对稳定。而且波动幅度有收窄的趋势, 2018 年 3 月至 2019 年 3 月, 其它项对 CPI 同比拉动在 1.58%-1.84%, 而同期 CPI 同比的区间在 1.5%-2.5%。

在后续定量测算 CPI 同比时, 基于其它项对 CPI 同比拉动比较稳定的事实, 我们取



某月前 6 个月的移动平均值,作为其它项在这个月对 CPI 同比的拉动。而把分析的重点,放在猪肉、鲜菜、蛋类、鲜果和油价上。

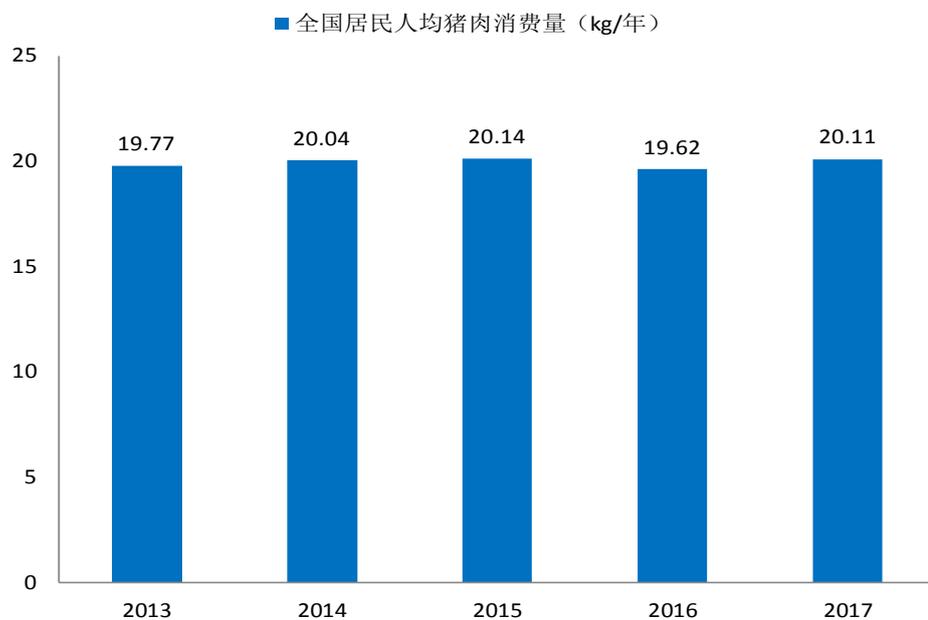
## 二、定量测算 CPI 同比

### (一) 猪肉

CPI 猪肉项尽管权重已经下降到 2.4%,但由于它同比的高波动性,是整体 CPI 同比最大的扰动项。有种调侃的说法是,CPI (China Price Index), 全称应该叫做 China Pork Index。

和大多数商品价格变动同时受供、需两端变化的影响不同,猪肉的消费需求很稳定,价格变化主要是供给因素在影响。根据国家统计局数据,2013 年以来全国人均猪肉年消费在 20kg 左右,变动很小。即使是 2016 年全国猪肉价格上涨了 17.3%,人均猪肉年消费量也才下降 2.6%。

图表 3: 猪肉消费需求很稳定



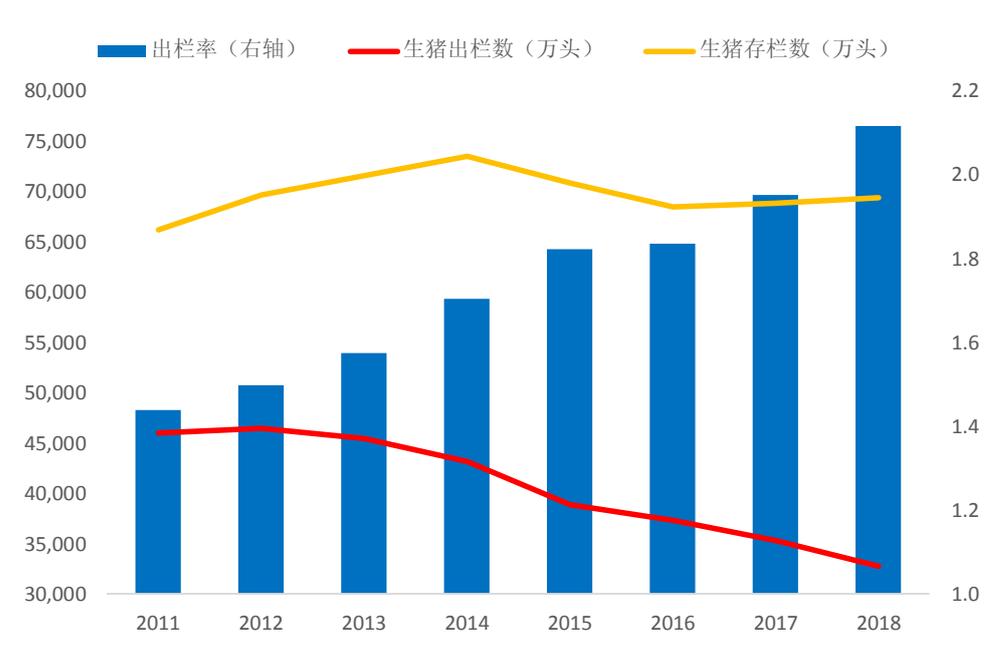
资料来源: 联讯证券, Wind

衡量猪肉供给能力,最常用的指标是官方公布的生猪存栏。但在规模化养殖程度提高、生猪出栏率提升的背景下,这个指标所反映的生猪供给能力,与实际情况之间的偏差越来越大。2014 年 4 月以来,生猪存栏持续下降,但猪肉价格已经走完了一轮周期,新一轮猪周期也开始启动。

生猪定点企业屠宰量这个数据本身,不受生猪养殖出栏率提高的影响,是反映猪肉供给最直接的指标。12 个月移动平均生猪定点企业屠宰量同比,和 22 省市猪肉价格走势之间,有较强的负相关性。

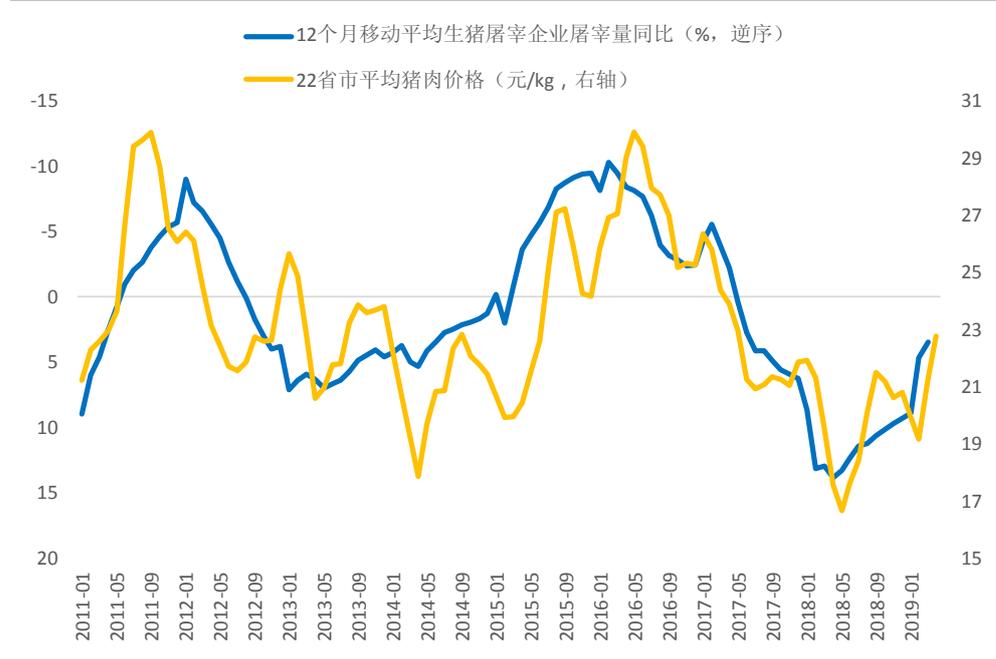


图表 4: 生猪供给效率, 在不断提升



资料来源: 联讯证券, Wind

图表 5: 12 个月移动平均的生猪屠宰量同比, 是 22 省市猪肉价格的反向指标

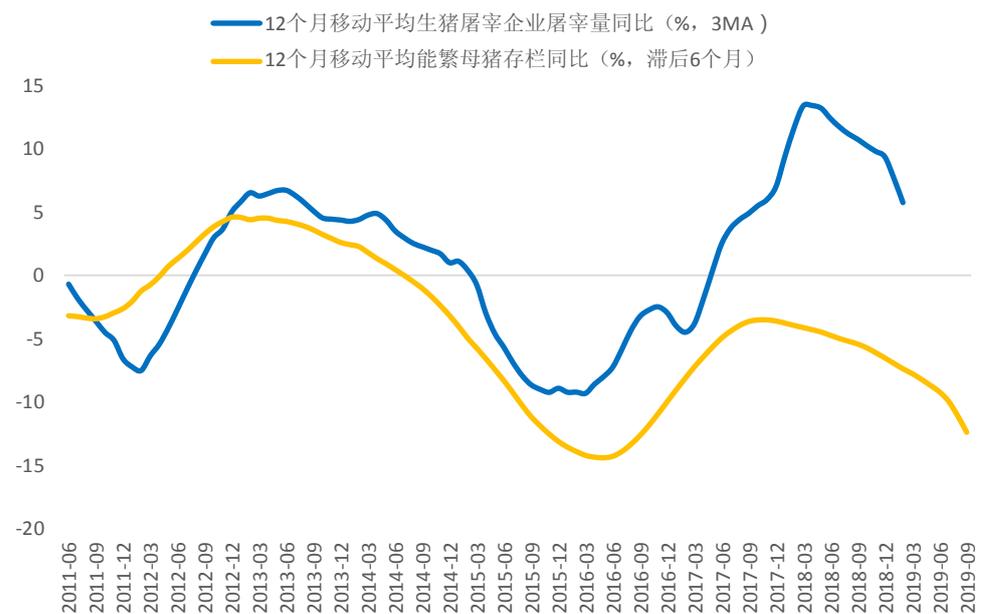


资料来源: 联讯证券, Wind

尽管由于养殖效率提高, 生猪存栏和能繁母猪存栏的绝对量, 从长期视角看, 越来越不能客观反映猪肉的真实供给能力。但短期内养殖效率提高幅度不大, 12 个月移动平均的能繁母猪存栏同比, 领先于 12 个月移动平均的生猪屠宰量同比 6 个月左右。之所以用 12 个月移动平均的同比, 是因为期数一样, 能够消除累计同比中统计期数不一样所造成的影响。



图表 6: 移动平均的能繁母猪存栏, 领先于生猪屠宰 6 个月左右

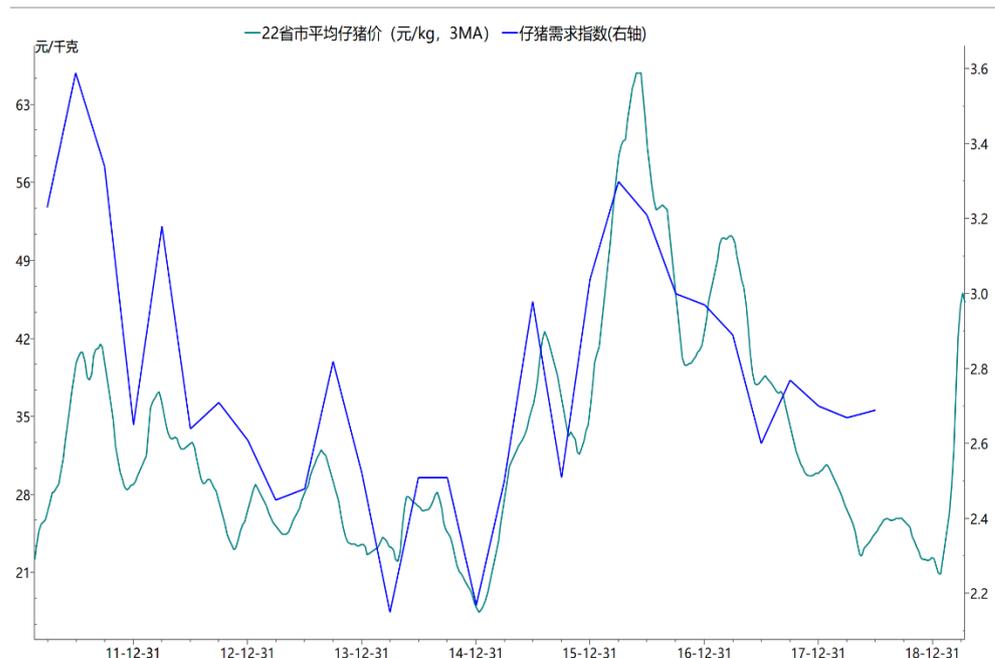


资料来源: 联讯证券, Wind

移动平均的能繁母猪存栏同比, 2017年4月以来增速持续下降。从它对生猪屠宰的领先性看, 今年生猪将面临持续的供应压力。根据前面的分析, 这意味着今年猪肉有持续涨价的基础。

仔猪价格大涨, 也能凸显今年的生猪供给压力。今年1月中旬到3月底, 22省市仔猪价格, 从20.63元/kg上涨到47.54元/kg, 涨幅达到了130.3%。

图表 7: 仔猪需求指数和 22 省市仔猪价格



资料来源: 联讯证券, Wind

从历史数据看, 22省市仔猪价格和仔猪需求指数有一定同步性, 反映了仔猪供给有



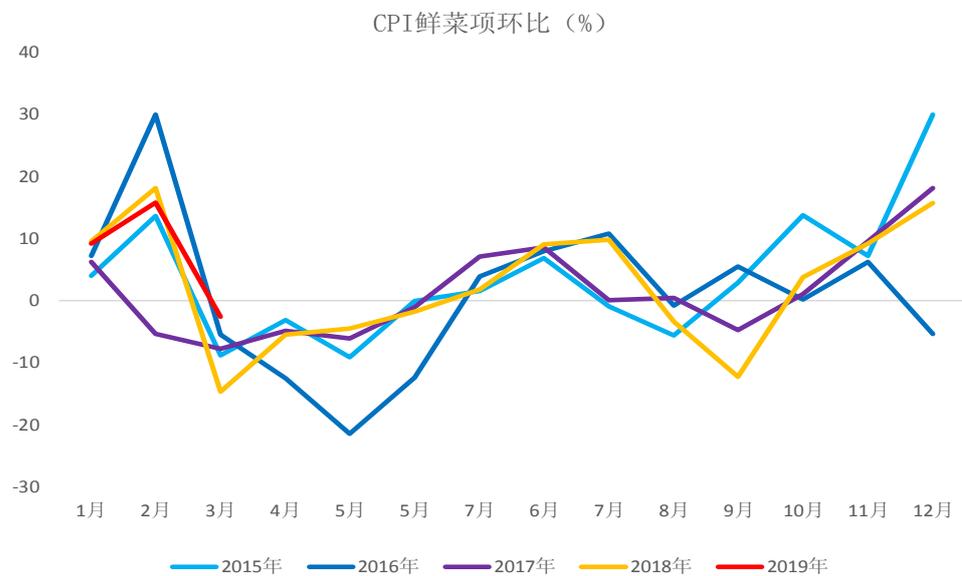
保障时价格主要受需求影响。遗憾的是，仔猪需求指数 2018 年 3 季度不再公布，不过从一些微观调研来看，出于对非洲猪瘟的担忧，即使是对未来猪价有很强看涨预期，养殖户补栏的意愿也不积极。今年一季度生猪存栏环比减少了 3690 万头，侧面也说明了养殖户补栏的意愿羸弱。

但即使在补栏不积极的情况下，今年一季度仔猪价格最大涨幅达到了 130%。这意味着能繁母猪被快速淘汰后，仔猪市场已经从买方市场转为卖方市场，这将对未来一段时期的生猪供应形成了很强制约。

## （二）鲜菜

CPI 鲜菜项同比波动很大，但它的环比却具有很强季节性。春节所在月份是年内高点，春节所在月份的次月环比大幅下降，2 季度由于蔬菜上市多数年份的 CPI 鲜菜项环比为负值，3 季度则因雨水天气影响运输蔬菜环比也较高，4 季度容易受天气影响季节性规律不如其它时间明显。

图表 8: CPI 鲜菜项环比具有明显的季节性规律



资料来源：联讯证券，Wind

CPI 鲜菜项环比的强季节性规律，源于鲜菜的种植周期短。小白菜、空心菜、生菜的生长周期不到一个月，油麦菜、小油菜、大白菜、豌豆、青蒜的生长周期在 40-50 天。这使得即使是遭遇大范围的洪涝灾害，鲜菜供应也能在 2 个月内恢复。从遭遇洪涝的 2010、2012、2013、2016 和 2018 年看，CPI 鲜菜项环比在 2 个月的超季节性上涨后，就开始低于季节性了。

因此，后续在定量测算 CPI 时，鲜菜项环比以前 3 年对应月份的环比均值为基础，稍作加成。

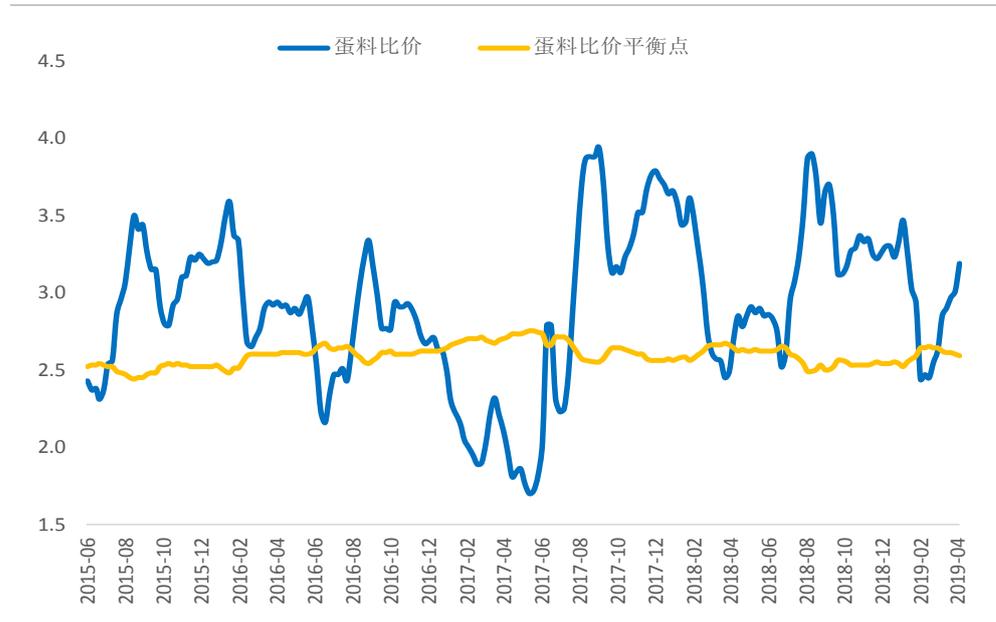
## （三）蛋类

从历史上看，除少数时期外，蛋料比价跌破盈亏平衡点后，蛋料比价都有一轮强劲反弹。今年也是如此，2 月中旬至 3 月中旬，蛋料比价低于平衡点，养殖户出现亏损，3



月中旬开始鸡蛋价格和蛋料比价都快速反弹。到4月中旬，40天左右时间里，全国鸡蛋零售价上涨了23.5%。

图表 9: 除少数年份外，蛋料比价跌破平衡点后，都会迎来一轮快速反弹



资料来源：联讯证券，Wind

鸡蛋价格大涨，带动蛋鸡养殖利润快速上升。4月中旬，蛋鸡的养殖利润达到了28.8元/羽，处于2010年公布数据以来的同期新高。

往后看，由于二季度是鸡蛋消费淡季，蛋价有下跌压力。但下半年鸡蛋有涨价支撑，一是9月开学、中秋节和国庆节都是消费旺季，鸡蛋价格有季节性；二是猪肉涨价对鸡蛋价格的带动；三是饲料成本上升，豆粕和玉米占自配饲料成本的近8成，豆粕期货价格大跌近30%后，3月开始反弹，已经将非洲猪瘟对生猪养殖需求的影响体现在价格上，而玉米受益于收储制度改革价格也有支撑。

图表 10: 作为蛋鸡饲料的主要原料，豆粕期货价格已经企稳，玉米价格也有支撑，





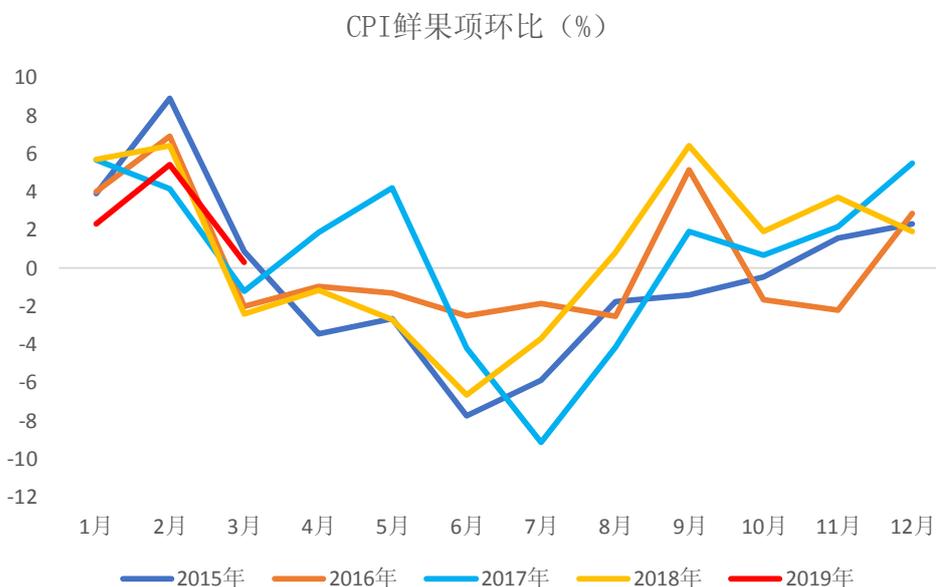
资料来源：联讯证券，Wind

#### （四）鲜果

和鲜菜一样，CPI 鲜果项的环比也具有季节性规律。预测当月 CPI 鲜果的同比，可以用高频指标“农业部水果批发价格指数”，但预测 1 个月以上期限的水果价格走势存在难度。

在预测今年后续月份 CPI 鲜果项环比时，根据近期鲜果项环比对均值的偏离程度，对未来月份加成。比如近期出现持续的超季节性下跌时，未来可能有涨价压力，因而对历史均值进行正的环比加成，即加上一个正的数。

图表 11:和鲜菜一样，CPI 鲜果项的环比也具有季节性规律



资料来源：联讯证券，Wind

#### （五）油价

根据美国能源信息署（EIA）4月9日发布的预测报告，今年除一季度原油供不应求外，二季度到2020年底，原油整体都处于供应过剩。

供给方面，EIA 预测 2019 年美国原油日均产量将增加 199 万桶，主要国家和地区中增产幅度最大，日均产量将达到 1990 万桶；OPEC 由于限产，日均产量减少 138 万桶；俄罗斯同样因限产，产量仅微弱增长 6 万桶/天。2019 年全球日均原油产量，相比于 2018 年增加 86 万桶。

需求方面，由于出现全球增长放缓的迹象，包括一季度欧元区制造业 PMI 回落、美债收益率曲线倒挂等，EIA 预测 2019 年全球原油日均消费量增加 140 万桶，相比于 2018 年 150 万桶的增量，有所下降。

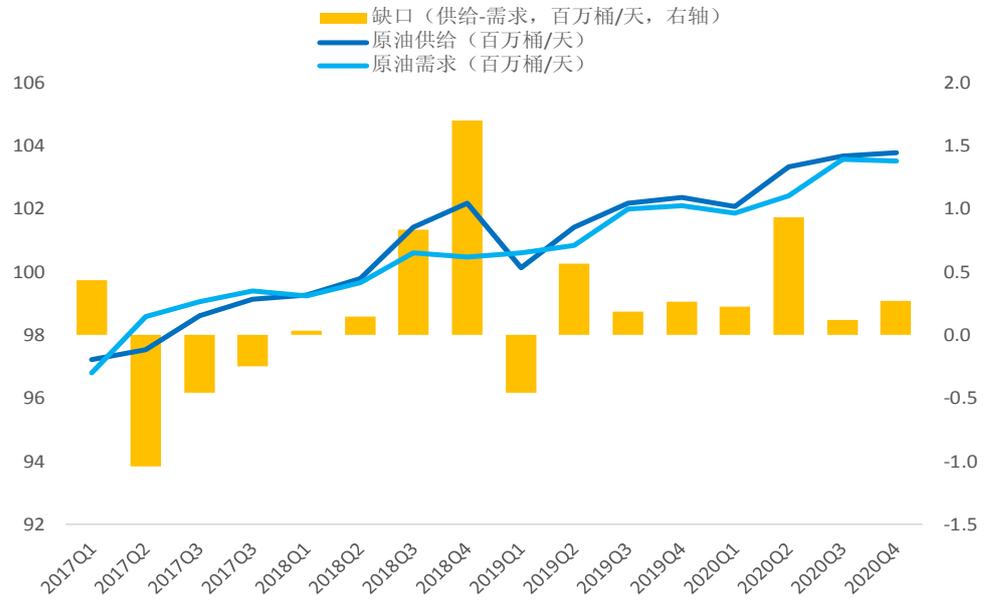
因原油将持续供过于求，EIA 预测 2019 年 WTI 期货均价 58.80 美元/桶，比 2018 年的均价下降了 9.6%。而 2018 年 WTI 期货均价上涨 28.1%，根据我们在第一部分计算



出来的CPI同比对油价的弹性,原油对CPI同比的影响,将从2018年的正向推动0.28%,变为拖累0.09%。

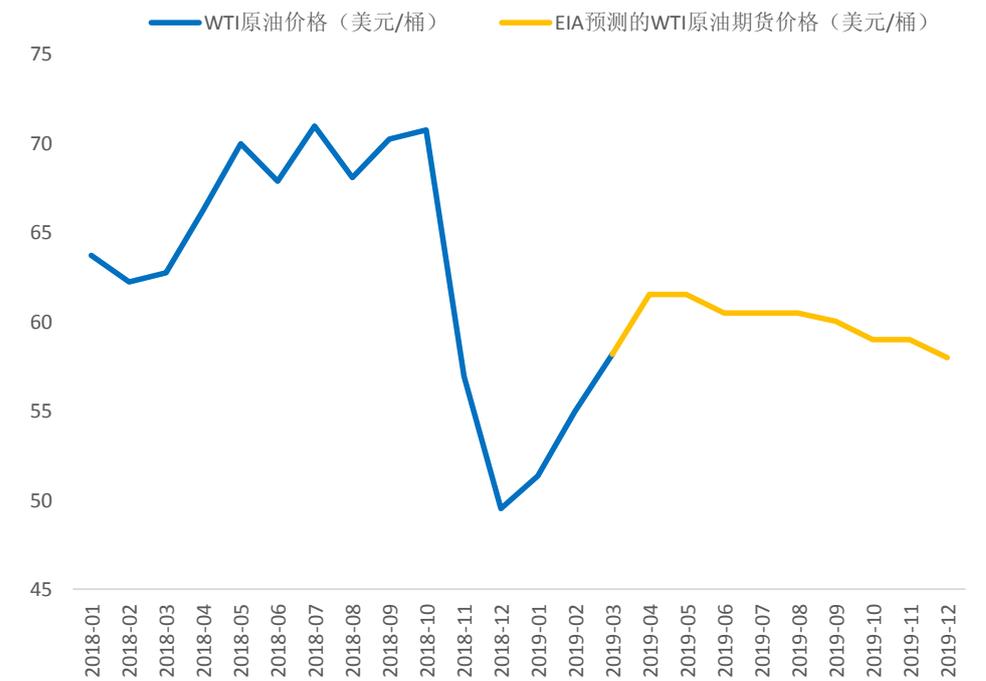
EIA 预测的 WTI 原油期货价格如图 13 所示, 后续的定量测算以此为基础。

图表 12:2019 年 2 季度开始, 全球原油市场再度进入供应过剩状态



资料来源: 联讯证券, EIA

图表 13:EIA 预测的 2019 年 WTI 原油期货价格



资料来源: 联讯证券, EIA



## （六）其它项

前面已经提到过，基于 CPI 其它项的同比变动相对稳定，取前 6 个月的移动均值，作为 CPI 其它项的同比。

## （七）定量测算 CPI 同比

定量测算的步骤如下：

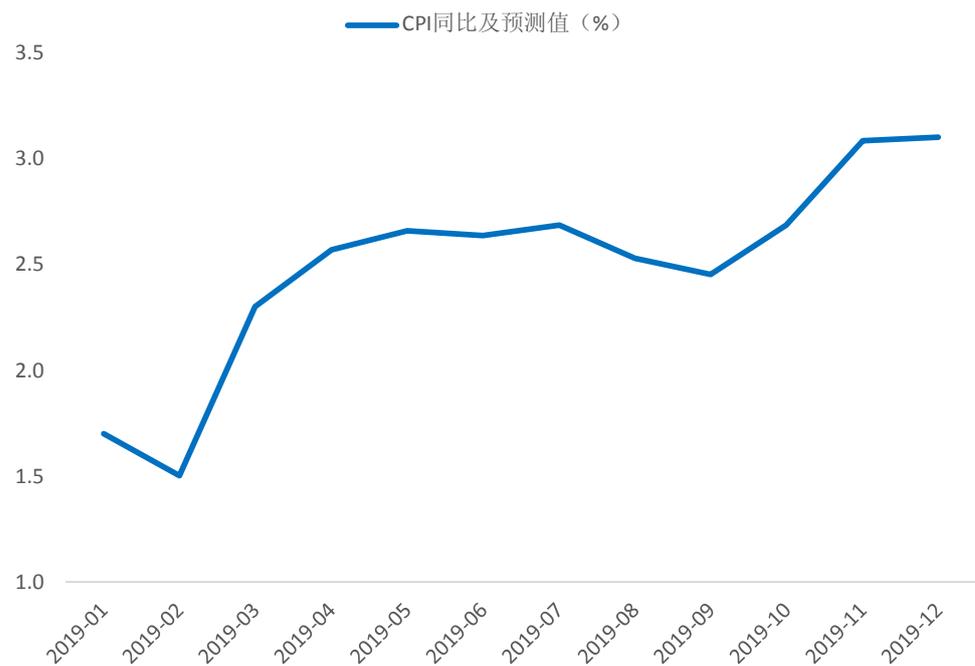
第一，对猪肉、鲜菜、蛋类、鲜果这四项，在 2016 年到 2018 年对应月份环比均值的基础上，根据供需状况进行加成，得到今年 4-12 月对应项的环比。用环比均值法计算出各项的同比后，再乘以对应的权重，计算出各项对 CPI 同比的拉动。

第二，取前 6 个月 CPI 其它项同比的移动平均值，作为今年 4-12 月 CPI 其它项的同比。再乘以权重，得到其它项对 CPI 同比的拉动。

第三，使用 EIA 做的 WTI 油价预测结果，计算出 WTI 油价的同比，再乘以弹性系数 0.0098，得到油价对 CPI 同比的影响。

第四，将上述三个步骤的结果加总，得到今年 4-12 月的 CPI 同比，如图所示。

图表 14:2019 年 CPI 同比预测



资料来源：联讯证券，Wind，EIA

预计 2019 年 CPI 同比为 2.5%，较 2018 年的 2.1% 有所抬升。从节奏上看，二季度因猪肉价格低基数，CPI 同比出现第一个高点，预计二季度 CPI 同比为 2.6%。四季度则在猪肉价格持续上涨、2018 年四季度油价大跌所产生的低基数共同作用下，CPI 同比高点可能破 3%。

不过由于只是单月突破 3%，并非整个季度都在 3% 以上，加之主要是猪肉供给这一单一因素引起的，总需求并不支持 CPI 同比持续高位，我们认为通胀风险整体可控。



## 分析师简介

李奇霖，联讯证券董事总经理，首席经济学家，证书编号：S0300517030002。

张德礼，中央财经大学经济学硕士，2017年3月加入联讯证券，现任高级宏观研究员，证书编号：S0300518110001。

## 研究院销售团队

北京	王爽	010-66235719	18810181193	wangshuang@lxsec.com
上海	徐佳琳	021-51782249	13795367644	xujialin@lxsec.com

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

## 股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

### 股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于10%；

增持：相对大盘涨幅在5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

### 行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数5%以下。



## 免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司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，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

## 联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层

传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：[www.lxsec.com](http://www.lxsec.com)