



## 宏观点评

# 猪肉价格潜在上涨空间有多少

## 4月通胀数据点评

证券分析师

程强

资格编号: S0120524010005

邮箱: chengqiang@tebon.com.cn

相关研究

### 投资要点:

- **核心观点:**猪肉价格有望打开上涨空间,家用器具有望成为消费品价格走势变化的边际驱动,输入性因素对通胀的支撑或已不再。4月CPI同环比增速均较3月改善,猪价低基数影响显现、假期出行需求较好带动服务价格上涨、国际油价上行对国内能源价格的影响基本释放是4月通胀回升的主要动力。向后看,食品方面,未来几个月猪肉价格有望上涨,带动食品项同比改善;消费品方面,多重政策支持下地产销售有望改善,家用器具项可能是短期消费品价格变化的边际驱动;服务方面,今年度假旅行需求较好,5月旅游价格仍有上升动力;输入性因素方面,随着国际油价止升转降,输入性因素对通胀的支撑或已不再。后续CPI增速有望平缓提升;工业品价格分化持续,上游涨价继续,中游制造业仍以跌价为主,盈利修复仍面临价格层面的压力。
- **CPI: 4月CPI同比上升0.3%,涨幅小幅上升;环比上升0.1%,略好于季节性中枢水平。**4月CPI同比0.3%,前值0.1%,环比0.1%,前值-1.0%。具体来看,食品项同比-2.7%,前值-2.7%;非食品项同比0.9%,前值0.7%;消费品项同比0%,前值-0.4%;服务项同比0.8%,前值0.8%。环比方面,食品项环比-1.0%,前值-3.2%;非食品项环比0.3%,前值-0.5%;消费品项环比-0.1%,前值-0.9%;服务项环比0.3%,前值-1.1%。扣除食品和能源的核心CPI同比0.7%,前值0.6%,环比0.2%,前值-0.6%。
- **食品: 猪肉价格低基数影响开始显现,3月能繁母猪存栏去化至4000万头以下,环比有涨价空间+同比低基数因素下猪肉价格有望拉动CPI同比增速上升。**4月CPI食品项同比-2.7%,前值-2.7%;环比-1.0%,前值-3.2%。
- 猪肉方面,CPI猪肉项同比由3月的下跌2.4%转为上涨1.4%,环比由3月的下跌6.7%转为持平,猪肉价格环比持平但同比转升是由于基数走低的影响显现。从供给端来看,截止3月,能繁母猪存栏连续第9个月下降,是2020年12月以来首次降至4000万头以下,供给去化持续推进,若以持续去化起始时点2022年12月的4390万头为基础计算,去化幅度达9.07%,若以前期最高点2021年6月的4564万头为基础计算,去化幅度达12.53%。以历史为参照,上一次能繁母猪存栏从高位去化至4000万头以下发生在2015年4月,自2013年8月起持续去化幅度达20.79%,去化幅度比本轮大一倍左右,2015年4月后3个月猪肉价格上涨了25.62%,12个月猪肉价格上涨了46.55%,若简单以去化幅度的一半来推算,本轮供给去化后3个月猪肉价格有约12个百分点的潜在涨价空间,后12个月猪肉价格有约24个百分点的潜在涨价空间。即便猪肉平均批发价后续仍在当前水平的20-21元/公斤之间波动,考虑到去年5-7月猪肉价格持续在20元/公斤以下运行,假设未来三个月猪肉平均批发价持续在20.5元/公斤的水平,对应未来四个月平均同比涨幅也有6.62%,以2014年11月至今的数据回归测算,猪肉价格同比上涨1个百分点能够拉动CPI同比增速上升0.018个百分点,猪肉价格6.62%的同比涨幅能够拉动未来三个月CPI同比增速上升0.12个百分点,而若未来三个月猪肉价格环比上涨12个百分点,则同比平均涨幅能够达到15%左右,拉动未来三个月CPI同比增速上升0.27个百分点。
- 其他食品方面,今年春夏之际北方气候条件较好,食品供应较为充足,鲜菜、虾蟹类、牛肉、鸡蛋和鲜果价格分别下降3.7%、2.8%、2.7%、2.3%和2.0%,合计影响CPI环比下降约0.16个百分点,食品整体影响CPI环比下降约0.19个百分点,影响CPI同比下降约0.49个百分点。

- **非食品：能源价格影响或趋稳，消费品价格持续下跌，服务价格仍是非食品中最好的看点。**4月CPI非食品项同比0.9%，前值0.7%，环比0.3%，前值-0.5%。
- **(1) 能源：前期国际油价上涨在我国CPI燃料项下的反映或已充分，能源价格对CPI的影响或将趋于平稳。**4月指征能源价格的CPI交通通信分项中的燃料项同比上涨6.9%，环比上涨2.9%，同环比涨幅均较上月扩大。受国际油价上行影响，统计局口径4月国内油价环比上涨3%。从高频数据观察，4月92#和95#汽油批发价格环比分别上涨3.26%和3.30%，而4月布伦特原油价格环比上涨5.54%，92#和95#汽油价格涨幅基本解释了CPI燃料项环比涨幅，仍低于国际油价涨幅，国内油价跟随国际油价调整有一定的滞后效应，且波动性低于国际油价。高频数据显示5月以来布油价格止升转降，最新7个交易日均价环比下跌5.88%，前期国际油价上涨在我国CPI燃料项下的反映或已充分，能源价格对CPI的影响或将趋于平稳。
- **(2) 消费品：4月二手房销售已高于前五年平均水平，带动家用器具价格环比降幅收窄，通信工具、交通工具持续跌价。**4月CPI消费品分项同比0%，前值-0.4%，三大耐用品价格环比走势分化，但环比均仍在下跌。其中：
  - ① 家用器具分项环比下跌0.1%，降幅接近近五年中枢水平，受地产销售持续偏弱影响家用器具价格难涨，新房销售仍在低位，从新房销售到装修有一定滞，3月新房销售绝对水平仍然是2019年以来同期最低，但环比相较于存在春节因素的2月有明显的季节性回升；二手房在完成销售后通常立刻进行家具更新，4月14城二手房销售继续改善，已超过2019-2023年同期平均水平，这与3月新房销售环比季节性回升共同构成了家用器具价格环比降幅收窄的原因；
  - ② 通信工具分项环比-0.9%，环比降幅较上月有所扩大，继2月下破近五年区间、3月回升到区间内之后再度下破区间，通信相关产品需求仍难言改善；
  - ③ 交通工具分项环比-0.6%，环比降幅较上月小幅收窄，车企价格竞争可能演变为较为长期因素，交通工具分项环比降幅持续在区间内偏下水平运行，持续低于中枢水平。
- **(3) 服务：今年度假旅行需求持续较好，清明小长假旅行需求带动服务涨价。**4月CPI服务分项同比0.8%，前值0.8%，环比0.3%，前值-1.1%。今年旅游出行表现较好，文旅部数据显示，春节假期、清明小长假、五一假期出行人次均较去年和2019年明显上升，4月清明小长假带动飞机票、交通工具租赁费、宾馆住宿和旅游价格均由降转涨，涨幅分别为15.3%、9.0%、4.0%和2.7%，合计影响CPI环比上涨约0.12个百分点。
- **PPI：工业品价格分化持续，制造业盈利修复仍面临价格层面的压力。**4月PPI同比-2.5%，前值-2.8%；环比-0.2%，前值-0.1%。其中，采掘工业同比-4.8%，前值-5.8%，环比-1.0%，前值-0.8%；原材料工业同比-1.9%，前值-2.9%，环比0.3%，前值0.3%；加工业同比-3.6%，前值-3.6%，环比-0.4%，前值-0.2%。从产业链来看，PPI环比涨价的主要是上游原材料开采和加工相关行业，环比跌价的主要是中下游装备制造和消费制造业。受国际原油、有色金属价格上行影响，国内能源行业如石油和天然气开采业、石油煤炭及其他燃料加工业价格分别上涨3.4%和1.0%；国内原材料加工业如有色金属冶炼和压延加工业价格上涨3.2%，其中金冶炼、铜冶炼价格分别上涨8.0%和5.8%。煤炭供应充足，电煤需求季节性回落，煤炭开采和洗选业价格下降3.0%。统计局表示，4月中旬以来，钢材市场供需略有改善，价格有所上涨，全月平均仍为下降，黑色金属冶炼和压延加工业价格下降2.5%。中游装备制造业整体价格走势仍然以下跌为主，车企价格竞争有演变为常态的可能，4月汽柴油车整车制造、新能源车整车制造价格分别下降0.9%和0.2%，计算机通信和其他电子设备制造业价格下降0.2%。消费品制造业中，文教工美体育和娱乐用品制造业、纺织服装服饰业价格分别上涨1.7%和0.1%。
- **后续价格形势展望：猪肉价格有望打开上涨空间，家用器具有望成为消费品价格走势变化的边际驱动，输入性因素对通胀的支撑或已不再。**4月CPI同环比增速均

较 3 月改善，符合我们在 3 月通胀点评中提到的 3 月通胀偏弱受季节性影响明显的特征，猪价低基数影响显现、假期出行需求较好带动服务价格上涨、国际油价上行对国内能源价格的影响基本释放是 4 月通胀回升的主要动力。向后看，食品方面，猪价低基数影响将持续一段时间，能繁母猪存栏去化也有望打开猪价上涨空间，未来几个月食品项同比降幅大概率收窄；消费品方面，车企价格竞争可能长期化，通信工具需求持续偏弱，交通工具和通信工具乏善可陈，亮点是二手房销售超过过去五年平均水平，叠加 4 月以来多地限购放松，住房“以旧换新”措施有望在更多城市展开等，地产销售有望迎来改善，家用器具项可能是短期消费品价格变化的边际驱动；服务方面，今年度假旅行需求较好，五一出行人次继续同比和较 2019 年明显增长，5 月旅游价格仍有上升动力；输入性因素方面，5 月初，国际油价止升转降，输入性因素对通胀的支撑或已不再。后续 CPI 增速有望平缓提升；工业品价格分化持续，上游涨价继续，中游制造业仍以跌价为主，盈利修复仍面临价格层面的压力。

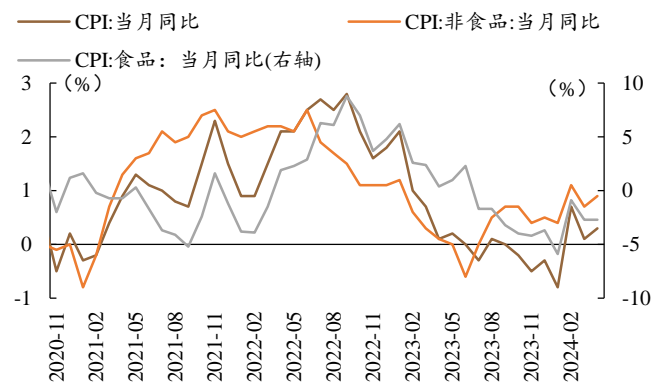
- **风险提示：**国际原油价格波动；猪肉等食品价格波动；宏观政策力度及节奏超预期。

表 1: 4 月通胀数据概览

单位: %	CPI 同比	PPI 同比	CPI 环比	PPI 环比	CPI 食品项 同比	CPI 非食品 项同比	PPI 生产资 料同比	PPI 生活资 料同比
2023-04	0.1	-3.6	-0.1	-0.5	0.4	0.1	-4.7	0.4
2023-11	-0.5	-3.0	-0.5	-0.3	-4.2	0.4	-3.4	-1.2
2023-12	-0.3	-2.7	0.1	-0.3	-3.7	0.5	-3.3	-1.2
2024-01	-0.8	-2.5	0.3	-0.2	-5.9	0.4	-3.0	-1.1
2024-02	0.7	-2.7	1.0	-0.2	-0.9	1.1	-3.4	-0.9
2024-03	0.1	-2.8	-1.0	-0.1	-2.7	0.7	-3.5	-1.0
<b>2024-04</b>	<b>0.3</b>	<b>-2.5</b>	<b>0.1</b>	<b>-0.2</b>	<b>-2.7</b>	<b>0.9</b>	<b>-3.1</b>	<b>-0.9</b>

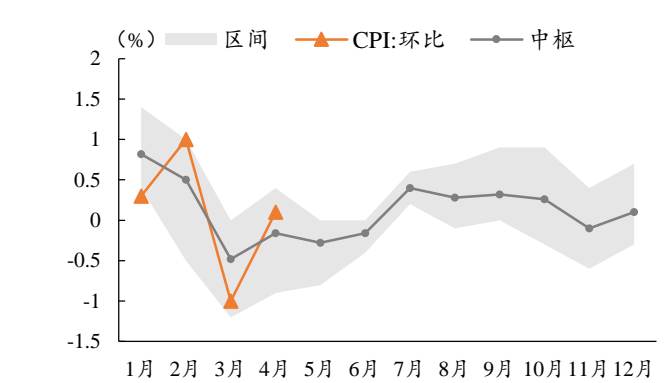
资料来源: Wind, 德邦研究所

图 1: CPI 二分项走势



资料来源: Wind, 德邦研究所

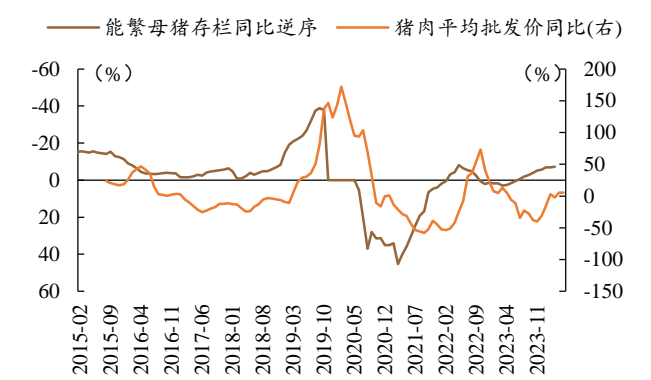
图 2: CPI 环比近年区间和中枢



资料来源: Wind, 德邦研究所

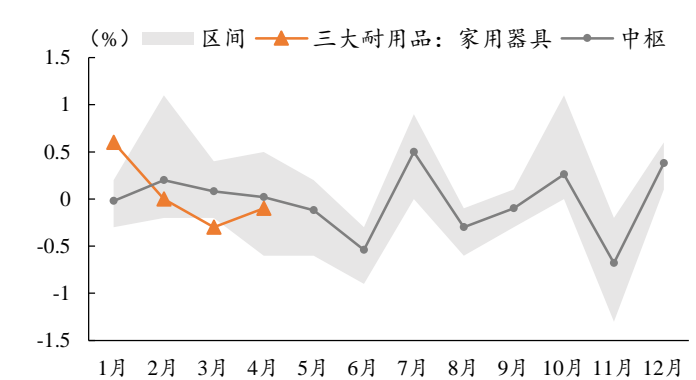
注: CPI 环比为当月数据 (2024-4); 区间为前五年同期该指标环比范围 (2019-2023); 中枢为前五年同期环比均值 (2019-2023); 图 4-图 6 与此同理。

图 3: 3 月能繁母猪存栏降至 4000 万头以下



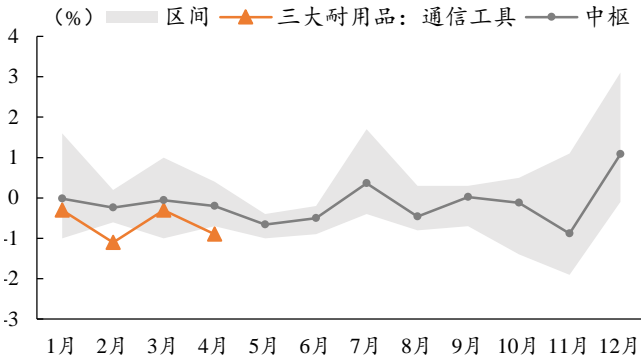
资料来源: Wind, 德邦研究所

图 4: 三大耐用品: 家用器具价格环比



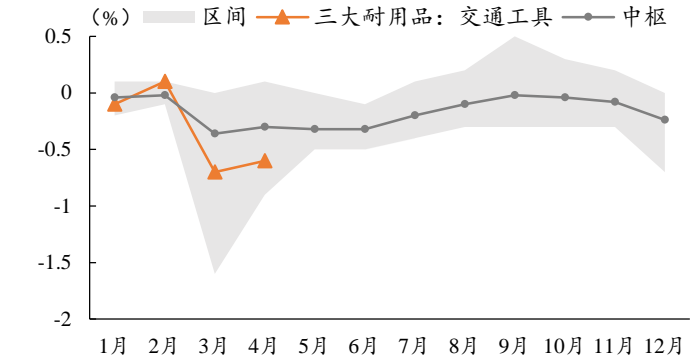
资料来源: Wind, 德邦研究所

图 5：三大耐用品：通信工具价格环比



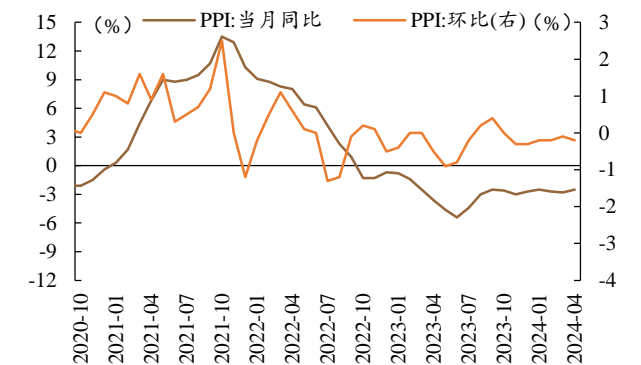
资料来源：Wind，德邦研究所

图 6：三大耐用品：交通工具价格环比



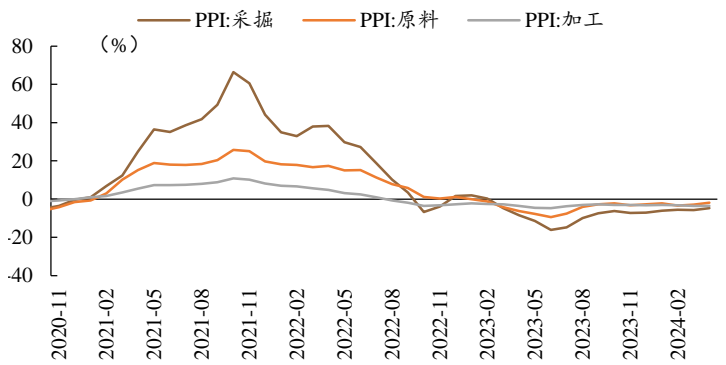
资料来源：Wind，德邦研究所

图 7：PPI 同环比走势



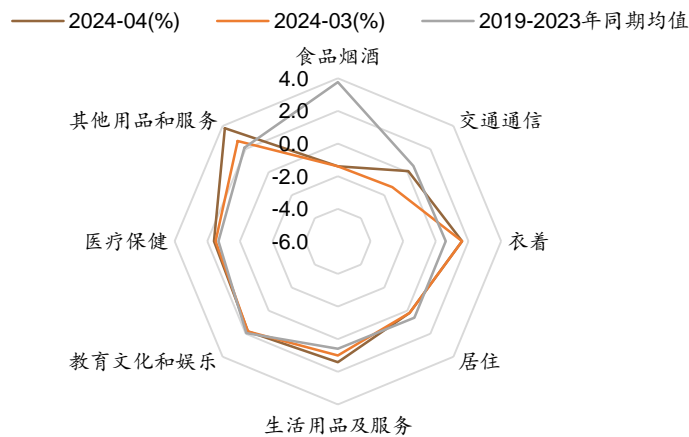
资料来源：Wind，德邦研究所

图 8：PPI 三分类走势



资料来源：Wind，德邦研究所

图 9：CPI 八分项同比



资料来源：Wind，德邦研究所

# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

程强，博士，CFA，CPA，德邦证券首席经济学家、研究所所长。

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准：</b> 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； <b>2. 市场基准指数的比较标准：</b> A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	买入	相对强于市场表现 20%以上；
	增持	相对强于市场表现 5%~20%；
	中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持	相对弱于市场表现 5%以下。
<b>行业投资评级</b>	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
	中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
	弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

## 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，德邦证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。