

2024年06月12日

猪肉价格或进入上行周期

宏观研究团队

宏观经济点评

何宁（分析师）

hening@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

郭晓彬（联系人）

guoxiaobin@kysec.cn

证书编号：S0790123070017

事件：5月CPI同比+0.3%，预期+0.4%，前值+0.3%；PPI同比-1.4%，预期-1.5%，前值-2.5%。

● **猪肉价格或进入回升周期，服务消费以价换量**

5月CPI同比涨幅与前值持平，为0.3%，环比由正转负，较前值下降0.2个百分点至-0.1%。

1、猪肉价格涨幅扩大，食品项环比降幅收窄

5月CPI食品项环比降幅收窄，环比较前值上升1个百分点至0%。蔬菜方面，供给增加，生产成本降低，蔬菜价格延续季节性下行，往后看，后续供给充足，蔬菜价格或将震荡下行。猪肉方面，供给偏紧，二次育肥提振需求，猪肉价格环比较前值回升，往后看，下半年产能去化显现效果，能繁存栏量收缩，猪周期或迎来反转，猪肉价格整体或将波动上行。

2、核心CPI多数项目环比弱于季节性，服务消费以价换量

5月CPI非食品项环比由正转负，较前值下降0.5个百分点至-0.2%。分项看，衣着、通信工具环比回升幅度较大。

我们将主要非食品细分项环比与季节性对比，观察各消费品类价格的中长期趋势性方向与短期边际变动。发现中长期看，出行娱乐类消费价格上行动力较强，是核心CPI的重要支撑；短期看，5月核心CPI环比涨幅收窄，较前值下降0.4个百分点至-0.2%，环比弱于季节性，在已公布的细分项目中，多数项目环比均弱于季节性，或表明5月整体消费偏弱。近年来，文旅等服务消费总额持续增长，但增长模式或为以价换量，相较疫情前的2019年，2024年假期出行人次高增而人均支出降低。

● **PPI同比降幅收窄，大宗商品价格表现分化**

5月PPI同比降幅收窄，同比较前值回升1.1个百分点至-1.4%，环比由负转正，环比较前值上升0.4个百分点至0.2%。

1、多重复合指标显示，价格传导仍存梗阻

5月CPI-PPI同比剪刀差、PPI生活资料-生产资料同比增速差收窄；上游采掘工业、加工工业同比降幅较前值收窄，原材料工业同比由负转正，下游一般日用品价格同比较前值回落，食品、衣着、耐用品价格同比较前值回升。综合以上复合指标，若以同比为衡量基准，上游产品价格回升速度相对较快，价格传导仍存梗阻。

2、大宗商品价格走势有所分化：煤炭、黑色、有色上涨，原油下跌

能源方面，需求不及预期，石油链产品价格环比回落，补库需求释放叠加非电需求阶段性回暖，PPI煤炭开采和洗选业环比回升。金属方面，地产政策阶段性提振市场情绪，黑色金属冶炼压延环比由负转正；供给端扰动叠加需求预期转暖，有色金属矿采选环比涨幅扩大；节后需求恢复速度较慢，非金属矿价格延续回落。

● **预计6月CPI同比震荡持平，PPI同比回升**

CPI方面，结合农产品批发价格指数等高频数据，我们预计6月CPI环比为-0.3%左右，同比或在0.3%左右，再往后，猪价或将震荡回升，带动食品项回升，服务与实物消费或将平缓修复，核心通胀将温和回升，叠加低基数效应，CPI同比或将稳中有升，预计2024年全年平均同比在0%-1%区间。PPI方面，结合CRB现货指数等高频数据，我们预计6月PPI环比有所回落，同比降幅延续收窄，再往后，大宗商品价格或将震荡上行，而国内需求仍有待提振，中短期内PPI或将温和回升，预计2024年全年平均同比在-1%左右。

● **风险提示：**政策变化超预期，大宗商品价格波动超预期。

相关研究报告

《二手房成交延续高位，猪肉价格大幅回升—宏观周报》-2024.6.10

《非农就业反弹或促使美联储削减—美国5月非农就业数据点评》-2024.6.9

《出口同比与PMI出口背离的原因—宏观经济点评》-2024.6.8

目 录

1、猪肉价格进入上行周期，服务消费以价换量.....	3
1.1、猪肉价格涨幅扩大，食品项环比降幅收窄.....	3
1.2、核心 CPI 多数项目环比弱于季节性，服务消费以价换量.....	4
2、PPI 同比降幅收窄，大宗商品价格表现分化.....	5
2.1、多重复合指标显示，价格传导仍存梗阻.....	5
2.2、大宗品价格走势有所分化：煤炭、黑色、有色上涨，原油下跌.....	6
3、后续通胀预测：6 月 CPI 同比震荡持平，PPI 同比回升.....	6
3.1、CPI 预测：预计 6 月 CPI 环比回落，同比震荡持平.....	6
3.2、PPI 预测：预计 6 月 PPI 环比回落，同比回升.....	7
4、风险提示.....	7

图表目录

图 1：2024 年 5 月 CPI 同比涨幅与前值持平.....	3
图 2：2024 年 5 月食品 CPI 环比降幅收窄.....	3
图 3：近 12 个月 CPI 主要非食品细分项目当月环比-季节性环比.....	4
图 4：2024 年 5 月核心 CPI 环比弱于季节性.....	5
图 5：2024 年 5 月服务 CPI 环比弱于季节性.....	5
图 6：2024 年各假期旅游支出增长主要来自于出行人次增长.....	5
图 7：2024 年 5 月 PPI 同比降幅收窄.....	6
图 8：PPI 重点工业品中黑色、有色、煤炭环比回升，原油环比回落.....	6
图 9：预计 2024 年 6 月 CPI 与 PPI 同比延续回升.....	7
图 10：预计 CPI 与 PPI 同比剪刀差有所收窄.....	7

事件：5月CPI同比+0.3%，预期+0.4%，前值+0.3%；PPI同比-1.4%，预期-1.5%，前值-2.5%。

1、猪肉价格进入上行周期，服务消费以价换量

5月CPI同比涨幅与前值持平，为0.3%，环比由正转负，较前值下降0.2个百分点至-0.1%。

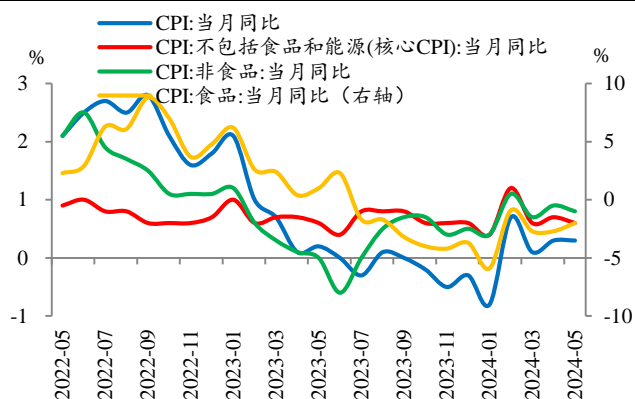
1.1、猪肉价格涨幅扩大，食品项环比降幅收窄

5月CPI食品项环比降幅收窄，环比较前值上升1个百分点至0%。猪肉环比涨幅扩大，鲜果、蛋类环比由负转正，鲜菜环比降幅收窄。

蔬菜方面，随着供给增加，生产成本降低，蔬菜价格延续季节性下行，5月鲜菜CPI环比较前值回升1.2个百分点至-2.5%。往后看，后续供给充足，蔬菜价格或将震荡下行。高频指标看，6月1-12日的28种重点监测蔬菜平均批发价较5月平均价格环比回落6.2%。

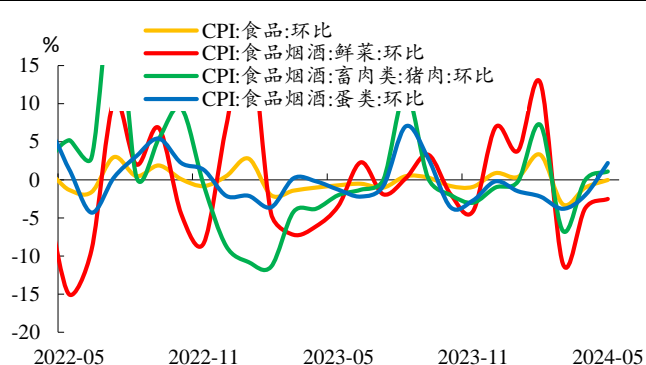
猪肉方面，供给偏紧，二次育肥提振需求，5月CPI猪肉环比较前值上升1.1个百分点至1.1%。往后看，下半年产能去化显现效果，能繁存栏量收缩，猪周期或迎来反转，猪肉价格整体或将波动上行。

图1：2024年5月CPI同比涨幅与前值持平



数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：2024年5月食品CPI环比降幅收窄



数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2、核心 CPI 多数项目环比弱于季节性，服务消费以价换量

5 月 CPI 非食品项环比由正转负，较前值下降 0.5 个百分点至-0.2%。分项看，衣着、通信工具环比回升幅度较大。其中衣着项环比较前值上升 0.5 个百分点至 0.4%，通信工具环比较前值上升 0.5 个百分点至-0.4%。

将 12 个月内数据可得的主要非食品细分项目环比与季节性进行对比，观察各消费品类价格的中长期趋势性方向与短期边际变动。中长期看，出行娱乐类消费价格上行动力较强，是核心 CPI 的重要支撑，卷烟、衣着、家用器具、通信服务、旅游项在近 12 月中至少一半时间环比走势不弱于季节性，这其中除家用器具外，其他项目均与出行或娱乐相关。短期看，5 月核心 CPI 环比涨幅收窄，较前值下降 0.4 个百分点至-0.2%，环比弱于季节性（2016-2019，2021 环比平均值），这其中在已公布的细分项目中，除衣着项与医疗项外，其他多数项目环比均弱于季节性，或表明 5 月整体消费偏弱。

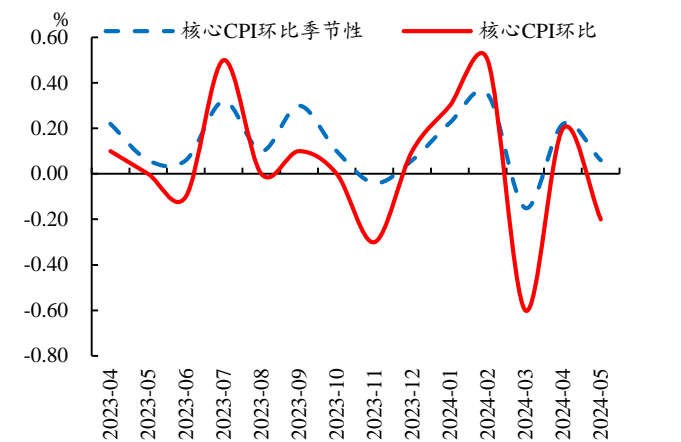
图3：近 12 个月 CPI 主要非食品细分项目当月环比-季节性环比

当月环比-季节性环比 (%)	2023-06	2023-07	2023-08	2023-09	2023-10	2023-11	2023-12	2024-01	2024-02	2024-03	2024-04	2024-05	近一年环比不弱于季节性比重	近半年环比不弱于季节性比重	近半年边际变化
核心CPI	-0.16	0.18	-0.10	-0.20	-0.10	-0.26	0.04	0.08	0.15	-0.45	-0.02	-0.26	33%	50%	上
卷烟	-0.06	0.02	0.12	0.06	0.08	0.00	-0.06	0.15	0.05	0.10	0.08	-0.02	75%	67%	下
酒类	-0.46	-0.18	-0.56	-0.24	-0.48	-0.06	0.00	-0.20	-0.73	-0.15	0.03	-0.38	17%	33%	上
衣着	0.01	0.11	0.06	0.00	-0.31	0.16	0.11	0.05	0.23	0.08	-0.18	0.22	75%	83%	上
家用器具	-0.72	0.72	-0.52	0.14	1.12	-0.84	0.32	0.35	0.08	-0.50	-0.25	-1.13	50%	50%	平
交通工具	-0.16	-0.24	-0.28	-0.32	-0.22	-0.26	0.60	-0.05	0.10	-0.50	-0.50	-0.55	8%	17%	上
通信工具	0.12	0.76	-0.30	0.12	-0.16	-1.54	3.02	-0.08	-0.80	0.10	-0.68	0.02	50%	50%	平
中药	0.42	0.78	0.40	0.64	-0.10	-0.06	-0.28	-0.28	-0.08	-0.23	-0.15	-0.30	33%	0%	下
西药	-0.44	-0.30	-0.44	-0.46	-0.38	-0.24	-0.18	-0.30	-0.20	-0.43	0.55	0.55	0%	0%	平
服务CPI	-0.06	0.16	-0.06	-0.38	-0.10	-0.18	0.04	0.03	0.35	-0.65	0.03	-0.10	42%	67%	上
租赁房租	-0.14	-0.12	-0.28	-0.30	-0.10	-0.02	0.06	-0.03	-0.20	-0.43	-0.23	-0.18	8%	17%	上
家庭服务	-0.22	-0.24	-0.08	-0.10	-0.18	-0.12	-0.28	0.13	-3.78	2.15	-0.10	-0.08	17%	33%	上
交通工具使用和维修	0.02	-0.10	-0.12	-0.22	0.02	-0.24	-0.12	-0.48	0.13	-0.25	-0.18	-0.10	25%	17%	下
通信服务	0.08	-0.10	0.08	0.10	0.02	0.00	0.02	0.20	0.00	0.05	0.03	0.03	92%	100%	上
邮政服务	-0.02	-0.02	-0.10	0.00	-0.20	-0.08	-0.06	-0.08	-0.85	0.38	0.13	0.00	33%	50%	上
教育服务	-0.04	-0.08	0.02	-0.42	-0.12	-0.02	-0.02	-0.15	-0.15	-0.15	-0.05	-0.03	8%	0%	下
旅游	-1.02	3.30	1.56	-1.06	0.62	-2.78	-0.04	1.05	6.90	-6.98	0.80	-0.20	50%	50%	平
医疗服务	-0.18	-0.40	-0.22	-0.56	-0.28	-0.10	-0.04	-0.05	0.48	0.10	0.23	0.05	33%	67%	上
居住	-0.01	-0.05	-0.16	-0.26	-0.20	-0.09	-0.07	-0.08	-0.08	-0.21	-0.09	-0.17	0%	0%	平
生活用品及服务	-0.48	0.46	-0.35	0.09	-0.05	-0.14	0.61	0.78	-0.55	0.19	0.24	-0.71	50%	67%	上
教育文化娱乐	-0.32	0.14	0.21	-0.29	0.07	-0.37	0.07	0.08	0.58	-1.02	0.17	-0.05	58%	67%	上
医疗保健	-0.16	-0.25	-0.23	-0.37	-0.27	-0.18	-0.08	-0.15	0.20	-0.04	0.01	-0.13	17%	33%	上
其他用品及服务	-0.78	0.39	-0.18	-0.38	0.16	-0.38	0.42	0.25	-0.68	0.99	1.66	-0.08	50%	67%	上

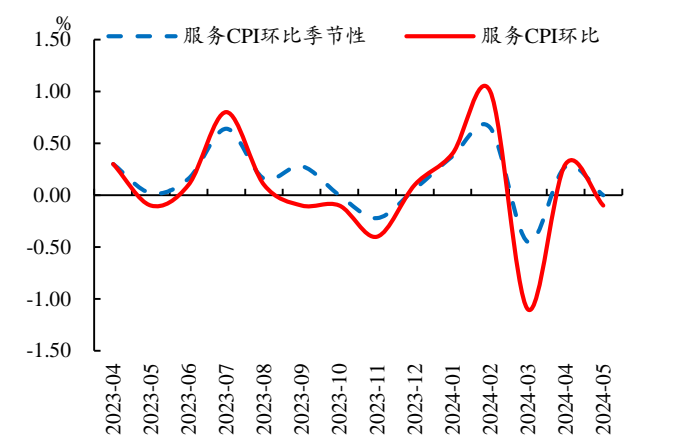
数据来源：Wind、开源证券研究所；注：1-3 月季节性采用 2016、2018-2019、2021 环比平均值，4-12 月季节性采用 2016-2019，2021 环比平均值，下同。

文旅等服务消费总额持续增长，但增长模式或为以价换量。从价格表现上看，2024 年 5 月服务 CPI 与细分项旅游 CPI 环比均为负，且均低于季节性，近 12 个月中，旅游 CPI 环比不弱于季节性的次数占比为 50%，而旅游等服务消费支出总体呈上升趋势，或表明价格提升对总金额贡献相对有限，增长模式主要为以价换量。

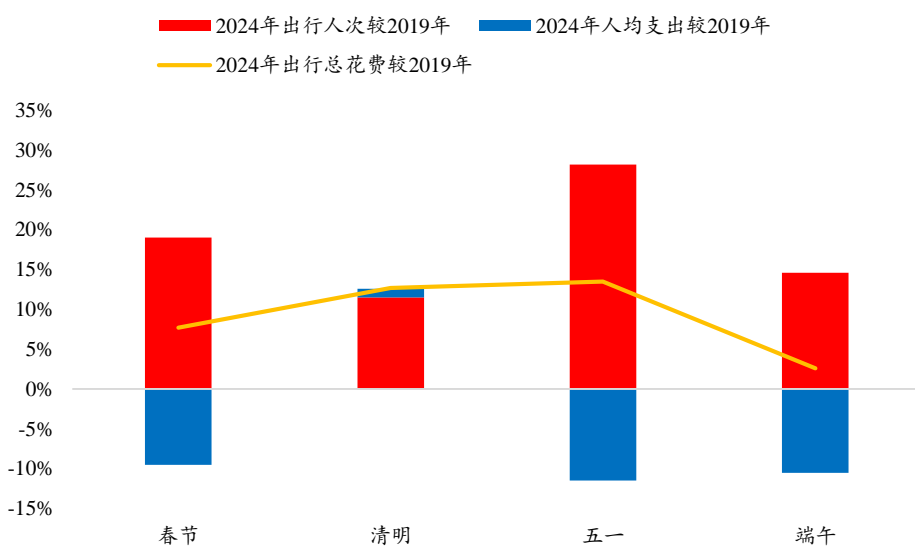
较疫情前，假期出行人次高增而人均支出降低。跟据文旅部数据，2024 年五一假期，全国国内旅游消费金额较疫情前的 2019 年同期增长 13.5%，其中出游人次较 2019 年增长 28.2%，而出游人均消费支出较 2019 年则下降 11.5%。此外我们注意到，6 月的端午旅游出行数据中，若 2024 年与 2019 年统计口径一致，则出游消费较 2019 年上升 2.6%，其中出游人次较 2019 年上升 14.6%，人均支出较 2019 年下降 10.5%，或表明旅游消费等服务消费支出延续了以价换量的增长模式。

图4：2024年5月核心CPI环比弱于季节性


数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：2024年5月服务CPI环比弱于季节性


数据来源：Wind、开源证券研究所；注：红色曲线代表2023年以来各月服务CPI环比

图6：2024年各假期旅游支出增长主要来自于出行人次增长


数据来源：文旅部、开源证券研究所

2、PPI同比降幅收窄，大宗商品价格表现分化

5月PPI同比降幅收窄，同比较前值回升1.1个百分点至-1.4%，环比由负转正，环比较前值上升0.4个百分点至0.2%。

2.1、多重复合指标显示，价格传导仍存梗阻

5月CPI-PPI同比剪刀差收窄，较前值下降1.1个百分点至1.7%，PPI生活资料-生产资料同比增速差收窄，较前值下降1.4个百分点至0.8%；上游采掘工业、加工工业同比降幅较前值收窄，原材料工业同比由负转正，下游一般日用品价格同比较前值回落，食品、衣着、耐用品价格同比较前值回升。综合以上复合指标，若以同

比为衡量基准，上游产品价格回升速度相对较快，价格传导仍存梗阻。

2.2、大宗品价格走势有所分化：煤炭、黑色、有色上涨，原油下跌

(1) 能源方面，需求不及预期，石油链产品价格环比回落，补库需求释放叠加非电需求阶段性回暖，PPI煤炭开采和洗选业环比回升。

需求不及预期，原油价格有所回落。5月布伦特原油期货价格环比下降6.7%，国内石油链产品价格环比回落，PPI石油和天然气开采业环比-2.1%，前值+3.4%。

补库需求释放，非电需求阶段性回暖。5月PPI煤炭开采和洗选业环比由负转正，环比+0.5%，前值-3.0%。

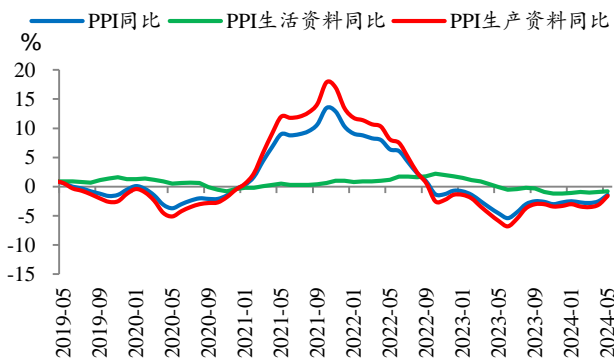
(2) 金属方面，地产政策阶段性提振市场情绪，黑色金属冶炼压延环比由负转正，供给端扰动叠加需求预期转暖，有色金属矿采选环比涨幅扩大；节后需求恢复速度较慢，非金属矿价格延续回落。

黑色方面，地产政策阶段性提振市场情绪，5月螺纹钢价格环比上升3.0%，PPI黑色金属冶炼和压延加工业环比+0.8%，前值-2.5%。

有色方面，供给端扰动叠加需求预期转暖，5月有色价格震荡上行，国际铜月均期货价环比上升7.4%，铝月均期货价环比上升2.9%，PPI有色金属矿采选业环比+4.4%，前值+3.4%。

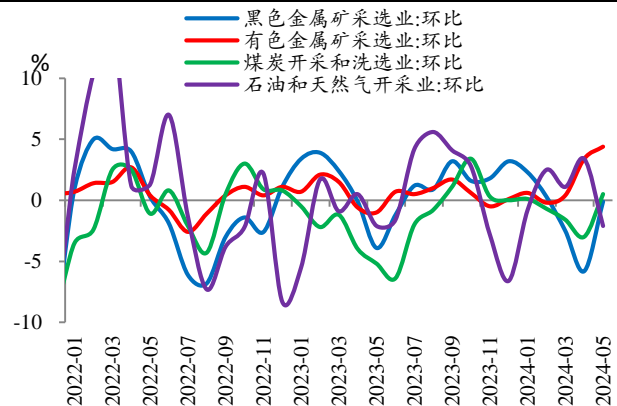
非金属矿方面，需求恢复速度较慢，5月水泥价格延续回落，PPI非金属矿物制品业环比降幅略有收窄，环比-0.8%，前值-1.0%。

图7：2024年5月PPI同比降幅收窄



数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：PPI重点工业品中黑色、有色、煤炭环比回升，原油环比回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

3、后续通胀预测：6月CPI同比震荡持平，PPI同比回升

3.1、CPI预测：预计6月CPI环比回落，同比震荡持平

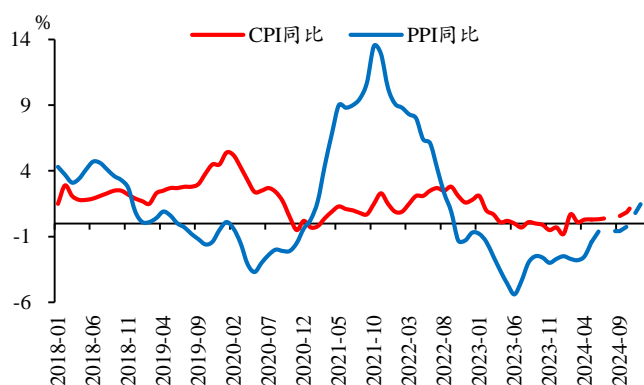
高频数据看，截至6月12日的农产品批发价格200指数环比下降3.7%，我们预计6月食品CPI环比有所回落；非食品按等于季节性（为排除春节错月因素，1-3月为2016、2018-2019、2021年均值；4-12月为2016-2019、2021年同期均值）假设，考虑成品油价格的调整，我们预计6月CPI环比为-0.3%左右，同比在0.3%左右，再

往后，猪价或将震荡回升，带动食品项回升，服务与实物消费或将平缓修复，核心通胀将温和回升，叠加低基数效应，CPI 同比或将稳中有升，预计 2024 年全年平均同比在 0%-1% 区间。

3.2、PPI 预测：预计 6 月 PPI 环比回落，同比回升

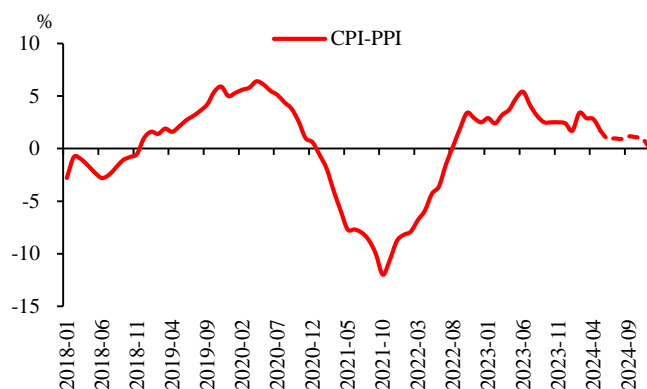
高频数据看，截至 6 月 11 日的 CRB 现货指数平均值环比回升 0.1%，截止 6 月 12 日的南华工业品指数平均值环比回落 2.4%，我们预计 6 月 PPI 环比有所回落，同比降幅延续收窄，再往后，大宗商品价格或将震荡上行，而国内需求仍有待提振，中短期内 PPI 或将温和回升，预计 2024 年全年平均同比在 -1% 左右。

图9：预计 2024 年 6 月 CPI 与 PPI 同比延续回升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：预计 CPI 与 PPI 同比剪刀差有所收窄



数据来源：Wind、开源证券研究所

4、风险提示

政策变化超预期，大宗商品价格波动超预期。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

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、竞争性因素以及开源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具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn