

证券研究报告

宏观研究

专题报告

解运亮 宏观首席分析师
执业编号: S1500521040002
联系电话: 010-83326858
邮箱: xieyunliang@cindasc.com

麦麟玥 宏观研究助理
邮箱: mailinyue@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

猪周期还能拉多少通胀?

2024年6月13日

- **CPI 环比走弱主要是非食品的拖累。**5月CPI同比维持前值,仍为0.3%。虽然CPI环比下降,但环比降幅略小于近10年同期的平均降幅。这次CPI略不及预期的来源主要是非食品,非食品项走弱,主要有以下几个因素:一是节后出行热度减弱叠加能源消费回落。二是产能与需求不匹配下,非能源工业品价格下降。
- **到年底猪周期对CPI的当月拉动或升至0.15个百分点。**我们认为,本轮猪肉价格上涨的底层逻辑,是2023年产能去化后的供应缺口导致供需平衡变化。首先,当前能繁母猪产能调控或已暂告一段落。其次,领先数据显示下半年能繁母猪存栏走势较前两轮偏缓,今年猪周期的当月拉动上升空间可能有限。我们认为猪肉CPI对整体CPI的当月拉动或将上行至0.15个百分点。总体看,今年价格水平可能还会维持在较低水平。
- **上游价格持续上涨。**PPI翘尾因素拖累缓解,助推PPI同比进入“-1”区间。PPI同比改善更多偏上游,下游仍偏弱。生产资料价格收窄幅度远大于生活资料的改善幅度。行业环比上,上游煤炭和黑金价格环比上涨,一是供给偏紧遇上补库需求,二是大规模设备更新等政策提振钢材市场预期。受地产影响,建材价格环比继续下降,玻璃制造、水泥制造价格环比在下降。此外,锂离子电池制造、新能源车整车制造价格环比也在下降。
- **风险因素:**地缘政治风险,国际油价上涨超预期等。

目录

一、CPI 环比走弱主要是非食品的拖累	3
二、今年猪周期能拉多少通胀	4
三、上游价格持续上涨	6
风险因素	8

表目录

表 1: 2024 年能繁母猪正常保有量下调	5
------------------------------	---

图目录

图 1: CPI 环比下降受非食品项拖累	3
图 2: CPI 环比基本和 2017-2019 年均值一致	4
图 3: 这一轮能繁母猪存量累计去化达 10.1%	5
图 4: 预计下半年猪肉 CPI 价格同比能继续上升	6
图 5: 自繁自养生猪利润转正	6
图 6: 5 月 PPI 新涨价因素拖累程度加大	7
图 7: 今年 5 月 PPI 同比降幅继续收窄	7
图 8: 5 月制造业价格略有上涨	8

一、CPI 环比走弱主要是非食品的拖累

5 月 CPI 同比维持前值，仍为 0.3%。虽然 CPI 环比下降，但环比降幅略小于近 10 年同期的平均降幅，且基本和 2017-2019 年的平均降幅一致，可见 CPI 虽未明显好转，但环比降幅未弱于季节性。

这次 CPI 略不及预期的来源主要是非食品，体现在食品项环比改善而非食品项走弱。

非食品项走弱，主要有以下几个因素：

一是节后出行热度减弱叠加能源消费回落。交通通信项环比为 2015 年以来同期最低，生活用品和服务也是如此。我们认为，这是小长假过后出行服务等热度出现回落带来的影响。于此同时，5 月能源消费品价格也在下降。5 月能源价格同比上涨 3.4%，比 4 月份涨幅出现回落。

二是产能与需求不匹配下，非能源工业品价格下降。统计局数据显示，扣除能源的工业消费品价格同比涨幅回落 0.3 个百分点，汽车价格也在下降，我们认为这背后是随着新能源汽车等产量增长，产能与需求错配导致价格在不断下降，如：新能源小汽车和燃油小汽车价格分别下降 6.9% 和 5.2%，降幅均有扩大。

图 1：CPI 环比下降受非食品项拖累

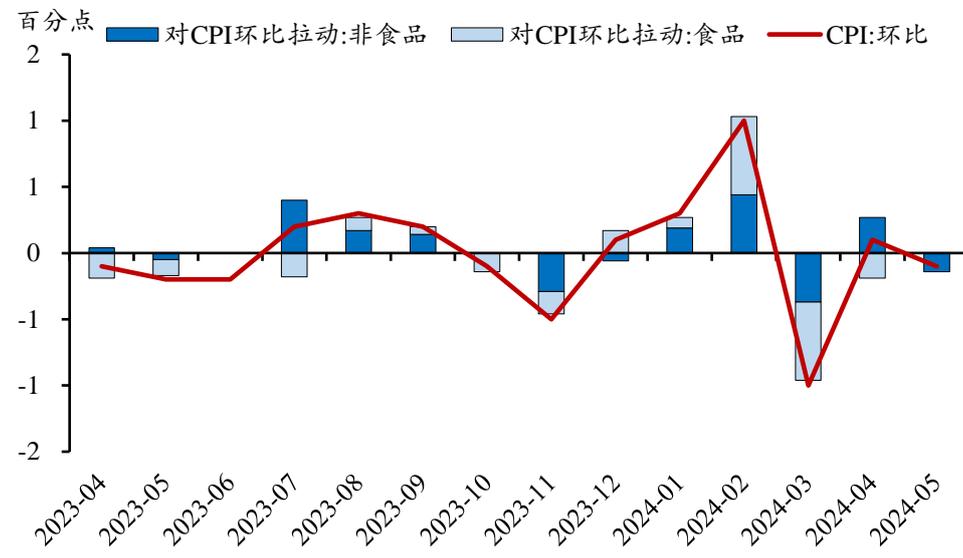
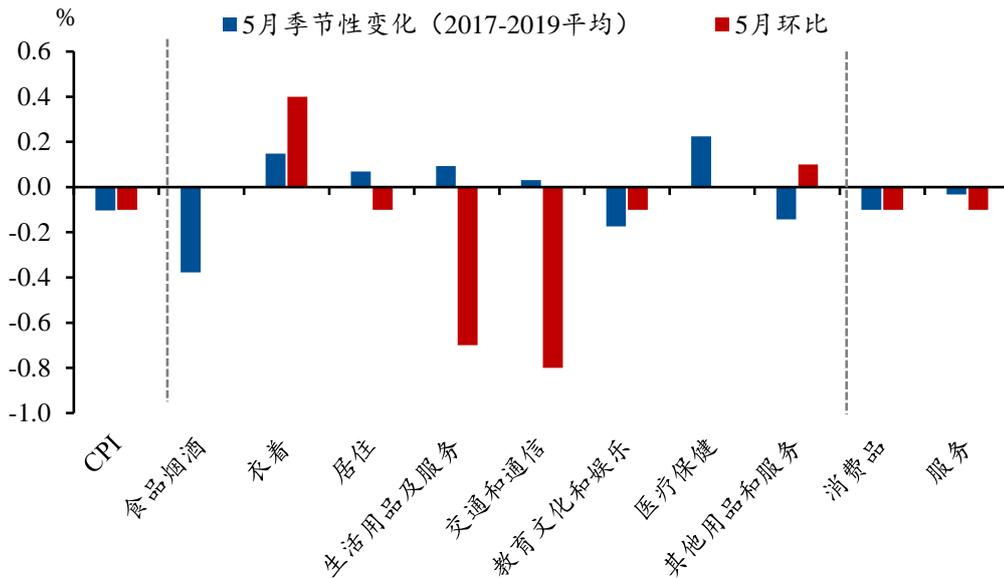


图 2：CPI 环比基本和 2017-2019 年均值一致


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

二、今年猪周期能拉多少通胀

5 月市场猪肉价格同比是连续第二个月正增长，猪肉 CPI 同比继续上涨带动食品烟酒项回升，进入 6 月后，6 月首周全国猪肉价格同比也涨超 15%。

那么，猪周期能拉动多少通胀？——我们认为，到年底猪周期对 CPI 的当月拉动或升至 0.15 个百分点。

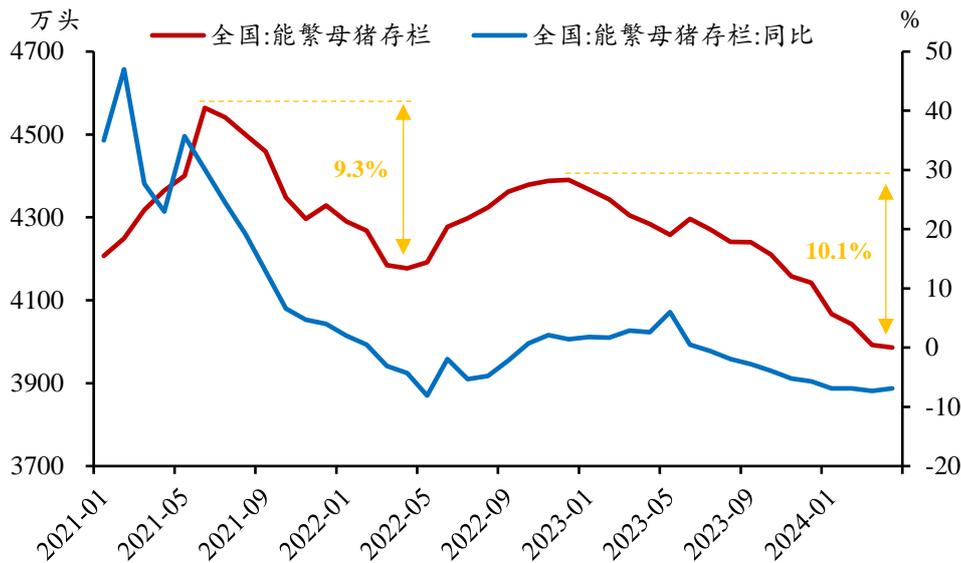
我们认为，本轮猪肉价格上涨的底层逻辑，是 2023 年产能去化后的供应缺口导致供需平衡变化。

首先，当前能繁母猪产能调控或已暂告一段落。进入 2024 年以来，能繁母猪的正常保有量已经从 2021 年的 4100 万头调整至 2024 年的 3900 万头。去年能繁母猪处于黄色区域，经过一段时间的产能去化后，截至今年 4 月，能繁母猪保有量为 3980 万头（图 3），接近正常保有量水平，处于绿色区域，现在主要以市场调节为主。随着猪肉价格回暖，行业也从普遍亏损重新回到盈利区间（图 5）。

其次，领先数据显示下半年能繁母猪存栏走势较前两轮偏缓。目前来看，这轮产能去化累计幅度为 10.1%，能繁母猪的存栏量对应着 10 个月之后肉猪的供应量。2023 年 7 月减少的能繁母猪，导致 2024 年 5 月商品猪的供应开始减少，产能去化下的效果开始在市场上显现。但领先数据显示下半年能繁母猪存栏走势较前两轮偏缓，今年猪周期的当月拉动上升空间可能有限。

根据能繁母猪存栏同比的领先性测算，我们认为猪肉 CPI 对整体 CPI 的当月拉动或将上行至 0.15 个百分点。

总体看，今年价格水平可能还会维持在较低水平。

图 3：这一轮能繁母猪存量累计去化达 10.1%


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

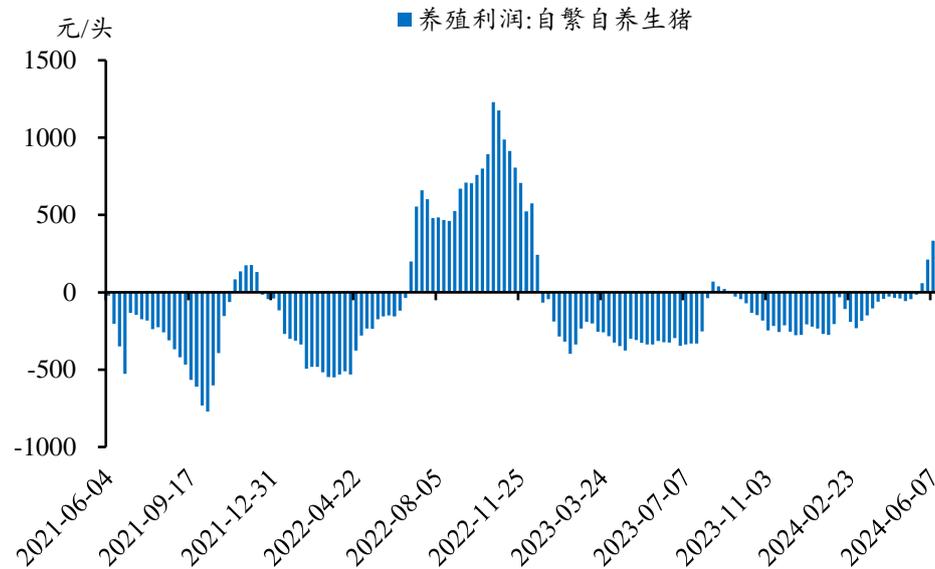
表 1：2024 年能繁母猪正常保有量下调

			2021 年	2024 年	措施
能繁母猪正常保有量(万头)			4100	3900	-
产能调控	绿色区域(万头)	(92%-105%)	3772-4305	3588-4095	以市场调节为主, 不需要启动调控措施。
	黄色区域(万头)	大幅减少 (85%-92%)	3485-3772	3315-3588	减缓能繁母猪淘汰, 增加能繁母猪补栏。
		大幅增加 (105%-110%)	4305-4510	4095-4290	淘汰低产母猪, 降低能繁母猪存栏量。
	红色区域(万头)	过度减少 (低于 85%)	低于 3485	低于 3315	采取补贴、信贷、贴息等政策措施, 遏制产能下滑势头。
		过度增加 (高于 110%)	高于 4510	高于 4290	加大低产母猪淘汰力度, 暂缓新增能繁母猪和新建扩建猪场。

资料来源: 中国政府网, 信达证券研发中心

图 4：预计下半年猪肉 CPI 价格同比能继续上升


资料来源: ifind, 信达证券研发中心, 能繁母猪存栏同比为右轴

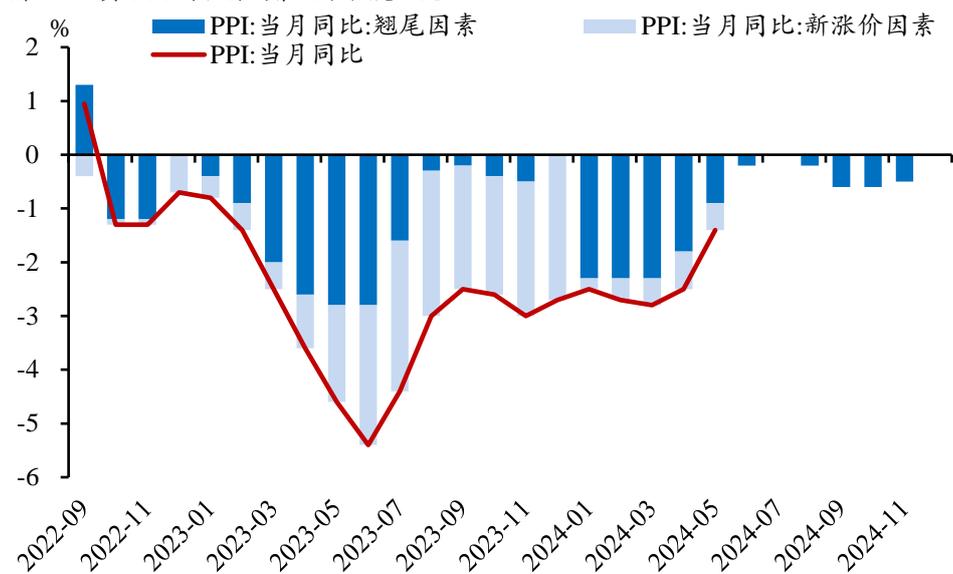
图 5：自繁自养生猪利润转正


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

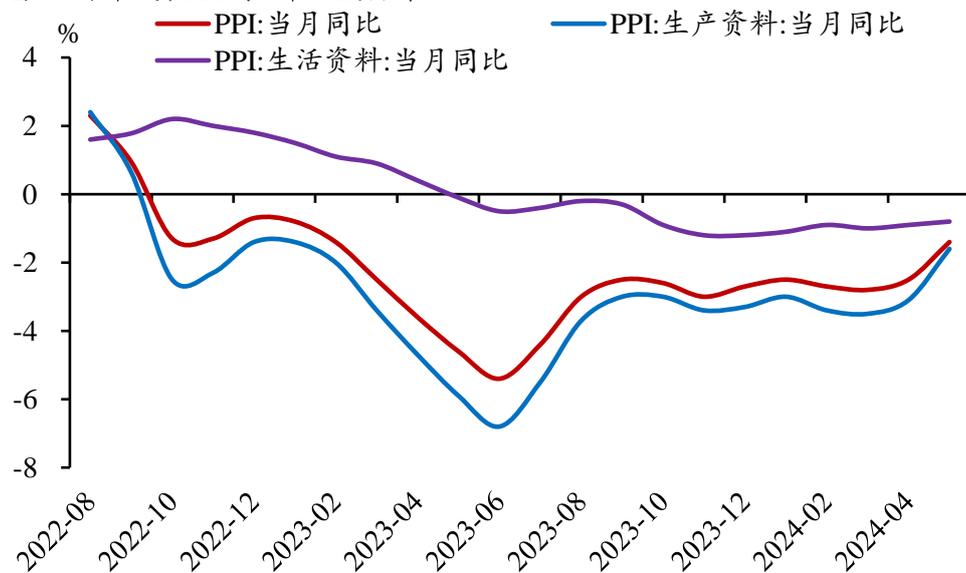
三、上游价格持续上涨

PPI 翘尾因素拖累缓解，助推 PPI 同比进入“-1”区间。5月 PPI 同比下降 1.4%，降幅比 4 月收窄 1.1 个百分点，PPI 同比略高于市场预期。拆分来看，我们认为，基数的影响较多，PPI 同比降幅收窄八成是翘尾的影响，两成是 5 月的新涨价变动。

PPI 同比改善更多偏上游，下游仍偏弱。生产资料价格收窄幅度远大于生活资料的改善幅度。行业环比上，上游煤炭和黑金价格环比上涨，一是供给偏紧遇上补库需求，二是大规模设备更新等政策提振钢材市场预期。受地产影响，建材价格环比继续下降，玻璃制造、水泥制造价格环比分别下降 1.2%、0.8%。此外，锂离子电池制造、新能源车整车制造价格环比分别下降 0.5%、0.2%。

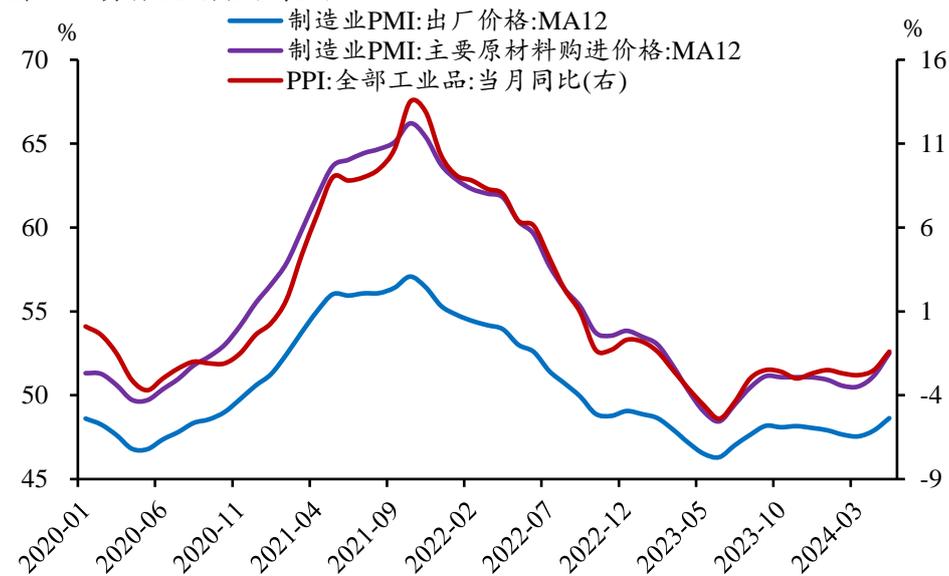
图 6：5 月 PPI 新涨价因素拖累程度加大


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

图 7：今年 5 月 PPI 同比降幅继续收窄


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

图 8：5 月制造业价格略有上涨



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

风险因素

地缘政治风险，国际油价上涨超预期等。

研究团队简介

解运亮，信达证券宏观首席分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学汉青研究院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。首届“21世纪最佳预警研究报告”得主。

麦麟玥，信达证券宏观研究助理。中山大学管科硕士，2022年7月加入信达证券研究所，从事宏观经济研究。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准15%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。