

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

## 猪周期带动通胀并不现实

2024年7月11日

- **食品价格走弱和能源价格涨幅回落，放大了价格疲软的压力。**6月猪价逐步攀升，市场对猪价上涨或有预期，但令市场意外的可能是6月食品价格明显偏弱和能源项价格涨幅的缩小。我们认为，除了核心通胀未能继续修复之外，6月CPI不及预期的两个可能原因：一是非猪食品价格超预期走弱，猪价上涨支撑下食品价格走弱，指向非猪食品的价格拖累明显。二是国内能源相关价格同比涨幅未如期扩大，反而涨幅回落。
- **单靠猪周期带动通胀可能并不现实。**6月猪肉价格支撑下，CPI同比仍在回落。虽然核心CPI没有进一步下降，但核心CPI横盘也未能提供价格进一步修复的动力，这反映出居民核心需求修复仍需时间。在这一背景下，单单靠猪周期来带动通胀的可行性可能并不大。一是核心通胀和能源价格没有提供额外上行动力下，猪周期独木难支。二是猪周期影响权重下降，其需要更高的增速才能抵消果蔬的反向拉动作用。
- **往后看，8-9月猪肉同比涨幅可能回落。**6月猪肉价格出现明显上涨，其对应的CPI分项同比涨超18%，但这一同比涨幅可能会迎来波折。从猪价上涨的原因来看，季节性因素并非本次猪肉价格上涨的主推力。我们认为，6月猪肉价格上涨主要是供给侧因素的推动。总体上，在产能去化延续之下，猪肉价格可能上涨，但同比来看，由于去年8月基数较高，需要注意的是8-9月猪肉价格涨幅可能出现回落。
- **风险因素：**地缘政治风险，国际油价上涨超预期等。

目录

一、单靠猪周期来带动通胀可能并不现实 .....	3
二、8-9 月猪肉同比涨幅可能回落 .....	4
三、PPI 价格改善集中在有色金属链 .....	5
风险因素 .....	8

图目录

图 1: CPI 环比下降受非猪食品项拖累 .....	3
图 2: CPI 环比略弱于 2017-2019 年均值 .....	3
图 3: 今年 6 月同比显著回升, 非季节性因素决定 .....	5
图 4: 宰后均重明显上升 .....	5
图 5: 6 月 PPI 新涨价因素拖累程度加大 .....	6
图 6: 6 月生产资料和生活资料的价格差距已经收敛 .....	6
图 7: 有色链条 PPI 环比、同比均有上涨 .....	7

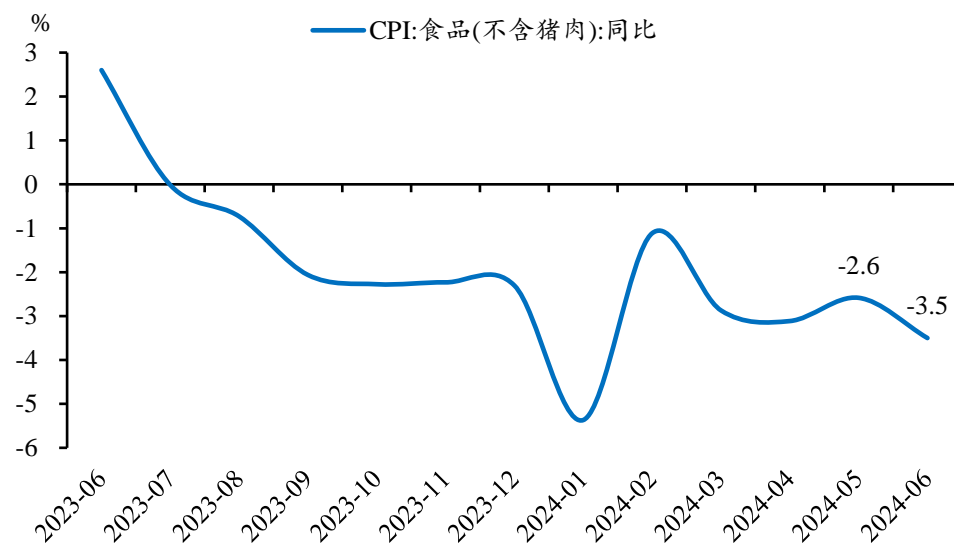
## 一、单靠猪周期来带动通胀可能并不现实

6月猪肉价格大涨之下，市场对6月CPI继续回升抱有期待，但6月CPI数据再次不及市场预期（预期值为0.4%）。

首先，核心需求未能进一步修复之下，非猪食品价格偏弱、能源价格涨幅回落都在放大价格疲软的压力。6月猪价逐步攀升，市场对猪价上涨或有预期，但令市场意外的可能是6月食品价格明显偏弱和能源项价格涨幅的缩小。1) 猪价上涨支撑下食品价格走弱，指向非猪食品的价格拖累明显。而国际原油6月中枢价格同比涨幅进一步扩大(包括WTI原油和Brent原油)，可能是国内能源相关价格上涨(如：交通通信工具燃料项)的预期来源。但实际上，6月交通通信项同比并未如期跟随国际油价涨幅抬升，反而出现涨幅回落。

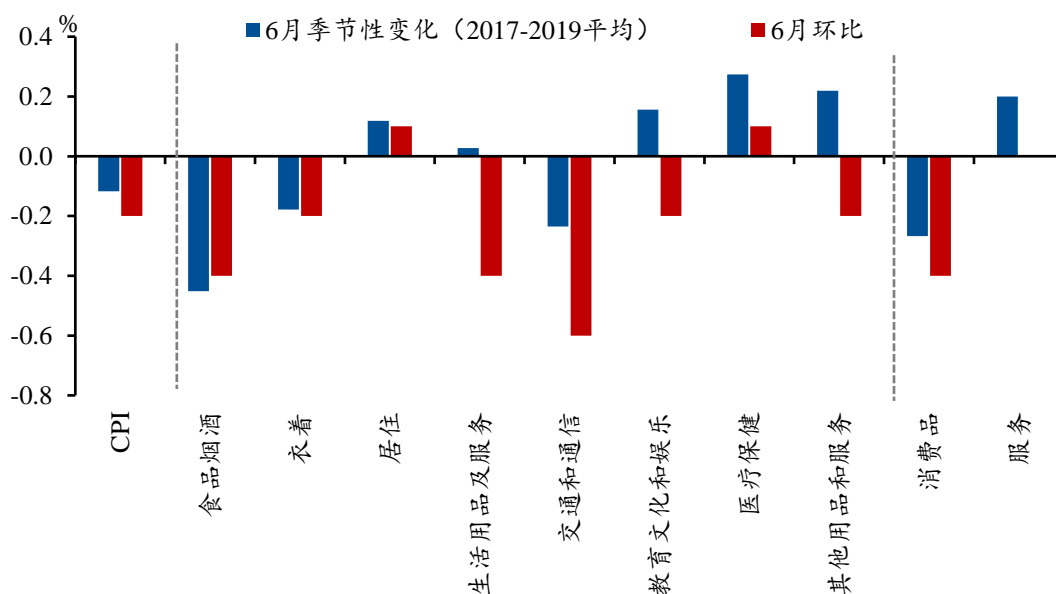
我们认为，除了核心通胀未能继续修复之外，6月CPI不及预期的两个可能原因，一是非猪食品价格明显走弱，二是能源相关价格涨幅未如期抬升。

图 1: CPI 环比下降受非猪食品项拖累



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

图 2: CPI 环比略弱于 2017-2019 年均值



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

其次，6月CPI数据再度走弱，验证了单靠猪周期来带动通胀可能并不现实。6月猪肉价格支撑下，CPI同比仍在回落。虽然核心CPI没有进一步下降，但核心CPI横盘也未能提供价格进一步修复的动力，这反映出居民核心需求修复仍需时间。在这一背景下，单靠猪周期来带动通胀的可行性可能并不大。

一是核心通胀和能源价格没有提供额外上行动力下，猪周期独木难支。从6月价格水平来看，核心CPI横盘，国内交通通信项也未能跟随国际原油价格同比继续上涨。尽管6月猪价出现明显上涨，整体CPI依旧走弱。

二是猪周期影响权重下降，其需要更高的增速才能抵消果蔬的反向拉动作用。6月猪肉批发价同比涨幅超9%，整个食品项CPI同比降幅却继续扩大，指向非猪食品价格明显更弱。从同比贡献来看，猪肉价格大涨对CPI同比拉动0.21个百分点，而6月果蔬影响CPI下降0.34个百分点。显然，当前的猪价上涨速度未能抵消果蔬的下降影响。

## 二、8-9月猪肉同比涨幅可能回落

6月猪肉价格出现明显上涨，其对应的CPI分项同比涨超18%，但这一同比涨幅可能会迎来波折。

从猪价上涨的原因来看，季节性因素并非本次猪肉价格上涨的主推力。6月猪肉价格明显上涨，虽然6月存在端午假期的对价格的提振，但节后猪价不降反涨，很难将6月猪价上涨归咎于季节性波动。同比来看，今年6月猪肉市场批发价同比增长9.37%（图3），增速显著回升或意味着季节性因素并非价格上涨的主要因素。

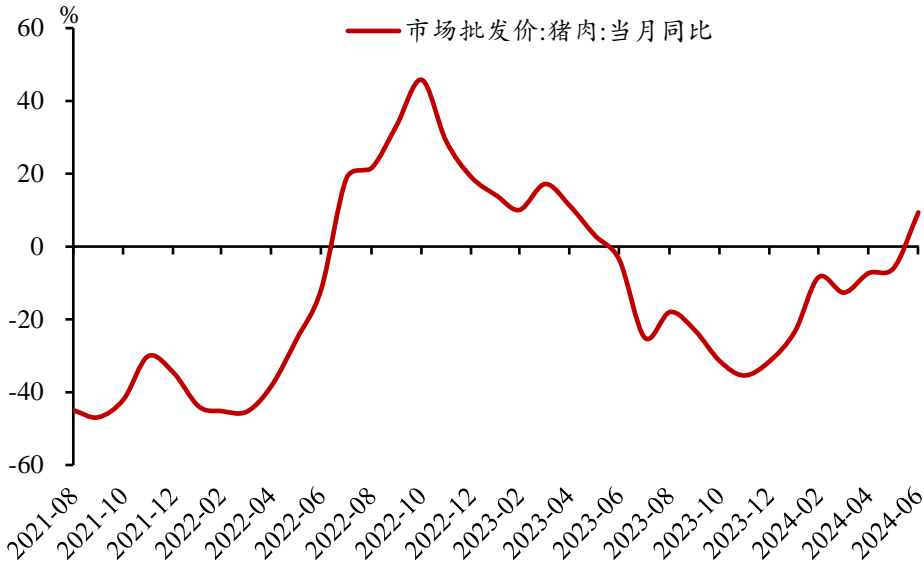
我们认为，6月猪肉价格上涨主要是供给侧因素的推动。

一是能繁母猪的产能去化。能繁母猪存栏量自2023年6月至2024年4月持续下降，直接造成2024年6月的生猪出栏量紧张，供应紧张支撑了猪肉的价格。猪肉价格在6月上涨仅是开端，产能去化的对价格的影响或逐步显露。

二是二次育肥行为继续压缩供给。二次育肥通常需要2-3个月，宰后均重数据显示6月市场上生猪宰后均重上涨，反映二次育肥现象的存在导致肉猪的出栏时间推迟，进一步使得6月市场猪肉供应紧张，推动猪肉价格上涨。

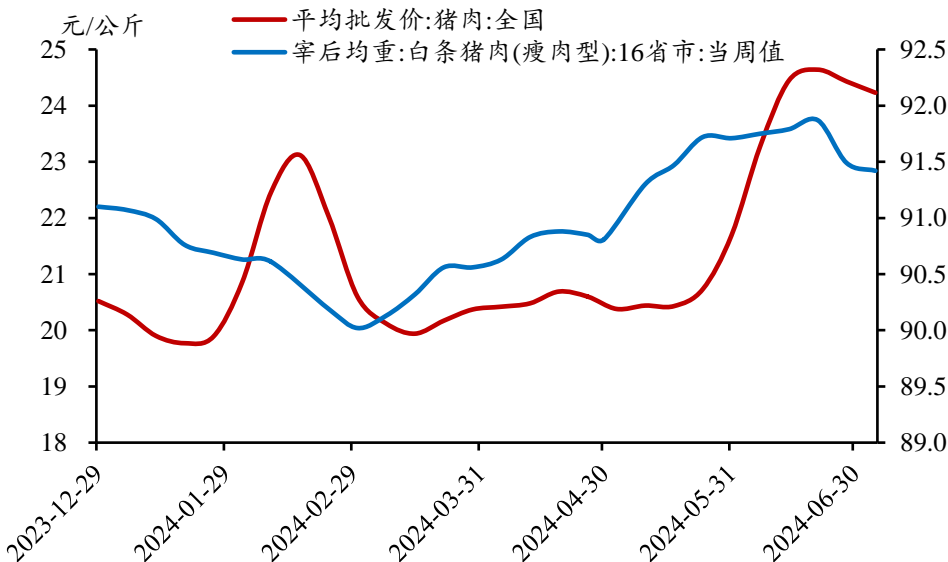
总体上，在产能去化延续之下，猪肉价格可能上涨，但同比来看，由于去年8月基数较高，需要注意的是8-9月猪肉价格涨幅可能出现回落。

图 3：今年 6 月同比显著回升，非季节性因素决定



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

图 4：宰后均重明显上升



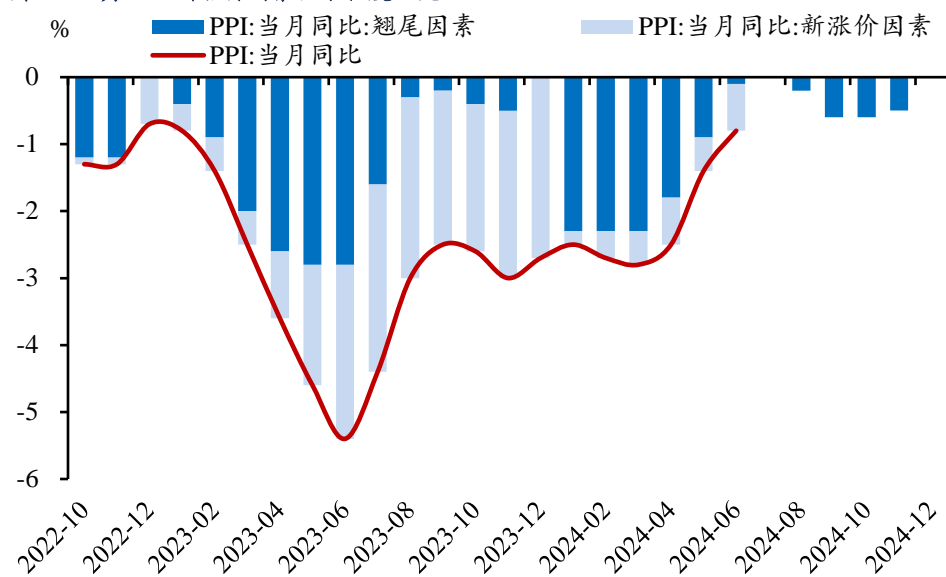
资料来源: ifind, 信达证券研发中心

注：宰后均重为右轴，单位为公斤

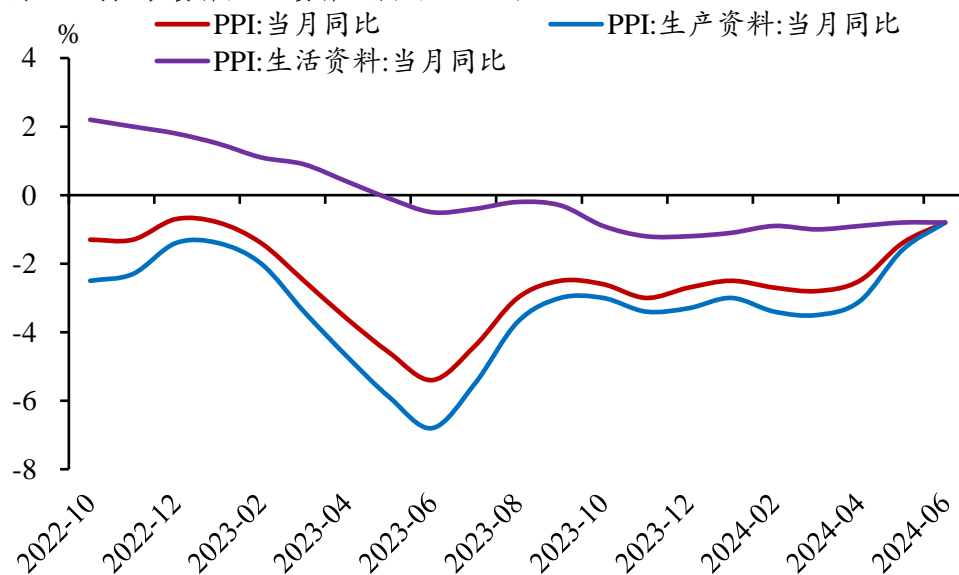
### 三、PPI 价格改善集中在有色金属链

6 月 PPI 的新涨价因素再度下行，阻碍 PPI 的快速回升。受翘尾因素的影响，6 月 PPI 同比降幅较 5 月进一步收窄至 -0.8%，这基本符合市场对 PPI 的预期。在制造业企业延续“供给偏强，需求偏弱”的宏观格局之下，6 月 PPI 新涨价因素的拖累程度加大，对 PPI 更快回升形成阻碍。

从行业上看，有色金属链的价格上涨较多。6 月价格中，PPI 同比、环比均为正的行业主要集中在金属相关行业。其中，有色金属冶炼价格环比上涨较多，有色金属链价格上涨背后主要系供给偏紧带来的影响。黑金采选的价格环比未跌入负区间，同比也相对较高。此外，由于 6 月南方多地出现强降雨，国内高温多雨天气影响建筑业施工，导致钢材需求趋弱，黑色金属冶炼和压延加工业价格环比也在下降，这与 6 月国内建筑业 PMI 放缓相互印证。

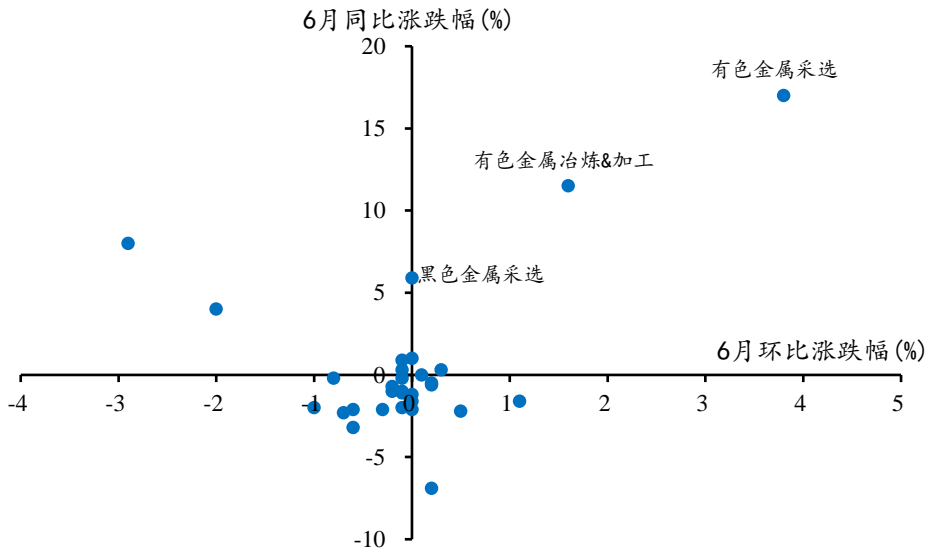
**图 5：6 月 PPI 新涨价因素拖累程度加大**


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

**图 6：6 月生产资料和生活资料的价格差距已经收敛**


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

图 7：有色链条 PPI 环比、同比均有上涨



资料来源：国家统计局，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。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准15%以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准5%~15%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5%之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：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。