

## 再通胀：地方“春江水暖”的价格信号

2024年04月28日

证券分析师 陶川

执业证书：S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

证券分析师 邵翔

执业证书：S0600523010001

shaox@dwzq.com.cn

### 相关研究

《“再通胀”还是“再滞胀”？》

2024-04-27

《制造业投资：何以风头正劲？》

2024-04-24

■ 偏低的名义增长是一季度经济整体超预期的美中不足，但省级层面则不乏推动物价回升的“优等生”。2024年各省经济一季报近期陆续出炉，我们认为有两点值得关注：一是全国GDP平减指数虽连续第四个季度为负，但地方来看价格转正的省份正在增多，仿佛看到了“乌云的银边”；二是本次涨价的七省“各显其能”，其背后的推动因素或是今年经济再通胀的重要政策线索。

七省的涨价“经验”，我们认为可大致分为三类：一是靠下游产业的价格韧性；二是受出口价格回暖的“顺风”；三是统计优化带来的数据调整。前者更偏个体“资质”，中间靠的是外力，而后者影响有限。往后看，我们虽然不必太担心今年制造业扩张下的实际增长，但面临今年地缘与脱钩的不明朗，名义经济回升的“底气”依旧离不开地产、消费内需的扩张。三类“经验”具体来看：

■ 首先，京沪两市的高名义增长主要受第三产业的价格支撑。从三大产业角度来看，今年一季度全国整体GDP平减指数主要受以制造业及建筑业为主的第二产业的拖累，年初的制造业投资扩张态势迅猛，但也衍生了短期产能利用率下降、价格内卷的“副作用”。而结构上以第三产业为主的京沪两市在一季度相较其他制造业大省能够“轻装上阵”，就是因为有相较稳定下游价格托底。

因此这便不难解释为何新疆、海南两省也跻身“涨价榜”。2023年以来出行类通胀持续亮眼，对旅游大省的名义增长有着不小的支撑。而相反的是，产能问题与PPI低迷持续困扰着制造业大省的名义增长，如安徽、福建，一季度平减指数低于全国均值，接近-2.0%。

■ 其次，浙江、山东及广东沿海三省或搭上了年初出口涨价的“顺风车”。上述三省均对出口依赖度较高，受益于开年以来全球制造业PMI的持续回暖，海外需求将成为后续国内产品出口价格的一大正向拉动。作为全球贸易风向标的韩国出口，其年初以来价格指数的同比回升即是佐证。而同为出口大省的江苏在今年一季度出口增速成色相对不足，或许也是其名义增长不及实际的因素之一。

值得一提的是海关总署公布的中国出口价格指数同比在今年3月自低位继续反弹，并首次超过了3月PPI同比，若后续出口价格回暖的势头延续，则外需有望成为今年制造业扩张的重要平衡。

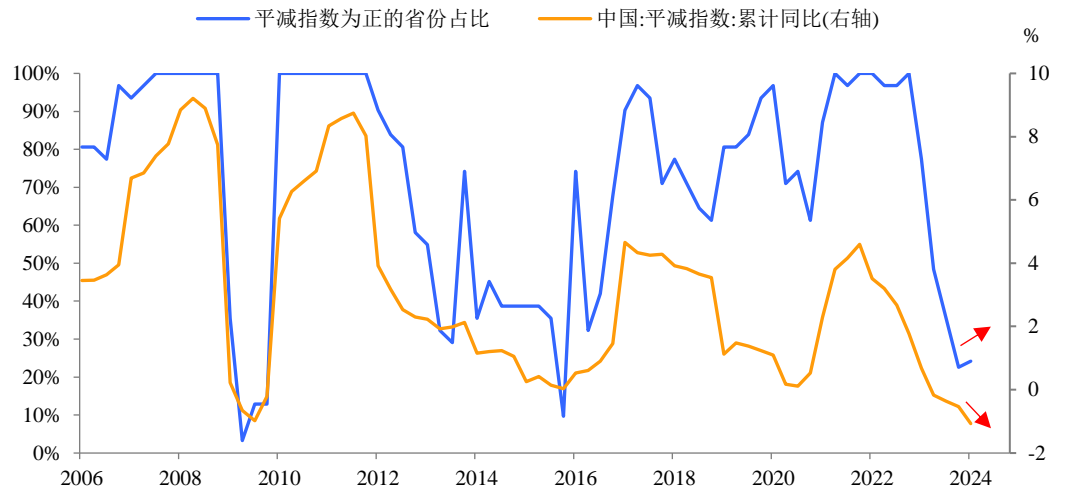
■ 最后，也不可忽视GDP统计调整带来的“涨价效应”。2023年末国家统计局对2022年GDP现价进行了最终核实，从地方层面来看，多数省份对2022年GDP名义值都做了“瘦身”，而无独有偶，为数不多的GDP核算调增的六省均是上述涨价的“优等生”，这从直觉上来讲并不利于后续名义增长的读数，我们对此理解如下：

核算数据调整不止影响的是基数，往往伴随着统计标准与口径的调整。统计局在中国GDP年度核算说明中明确“初步核算的年度GDP数据有很大的推算成分”、“新的基础资料、计算方法及分类标准发生变化后，有修订数据的必要”，这意味着核准后的数据将成为下期数据的基准，影响后续的口径。

最显著的例子就是河南省2022年GDP现价大幅核减3000多亿，或因口径相对“收紧”而影响后续名义数据保守（若以2023年初步核算公布的GDP为基数计算，2024年Q1平减指数将低至-6.0%）。而GDP数据核增的省份情况则与之相反，之前低估的“新基础资料（可能包括新质生产力）”也许将在后续纳入统计，支撑名义读数。

■ 风险提示：政策出台节奏及项目落地放缓导致经济复苏偏慢；海外经济体提前显著进入衰退，国内出口超预期萎缩。

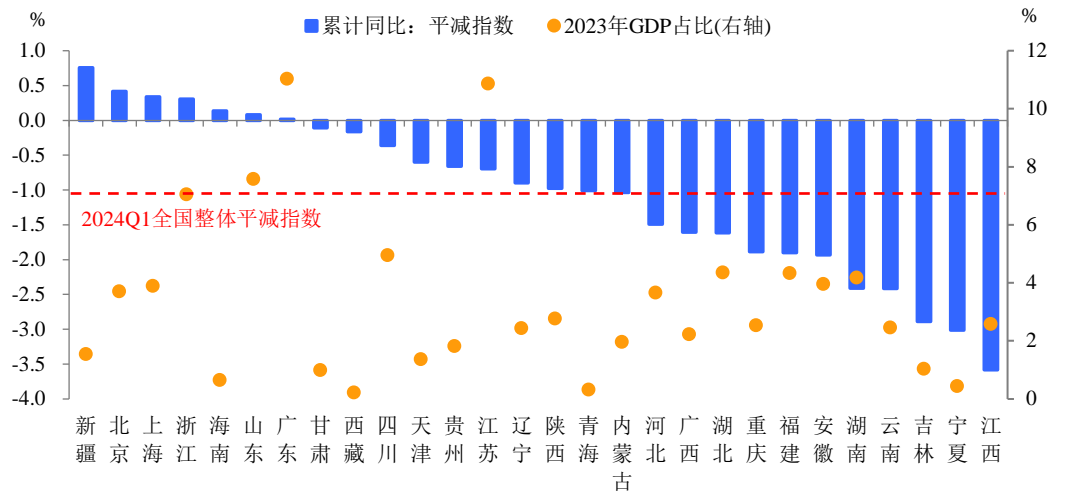
图1: 一季度中国整体通胀偏弱, 但省级层面透露出好转迹象



注: 数据统计截至 2024/4/27, 部分省份数据尚未公布

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

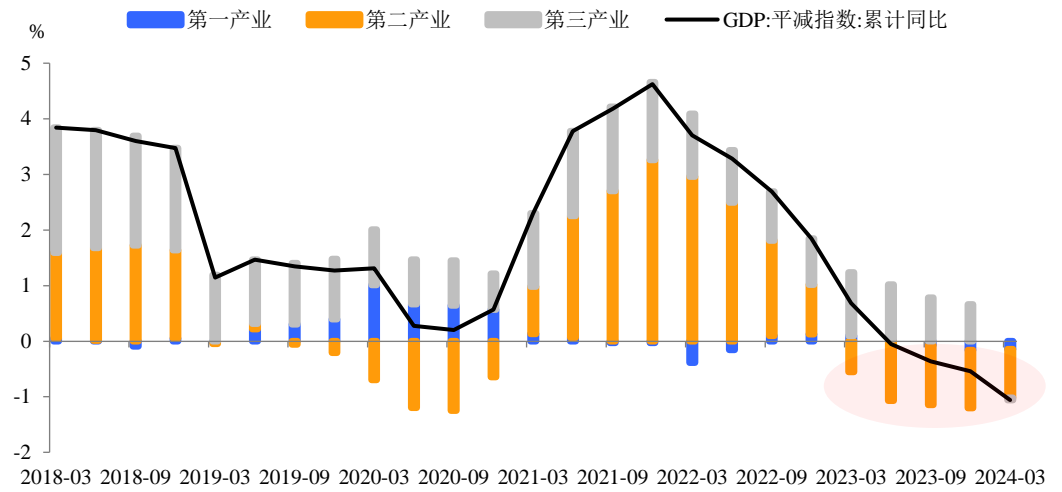
图2: 2024 年一季度分省 GDP 价格情况: 仅七省为正



注: 数据统计截至 2024/4/27, 部分省份数据尚未公布

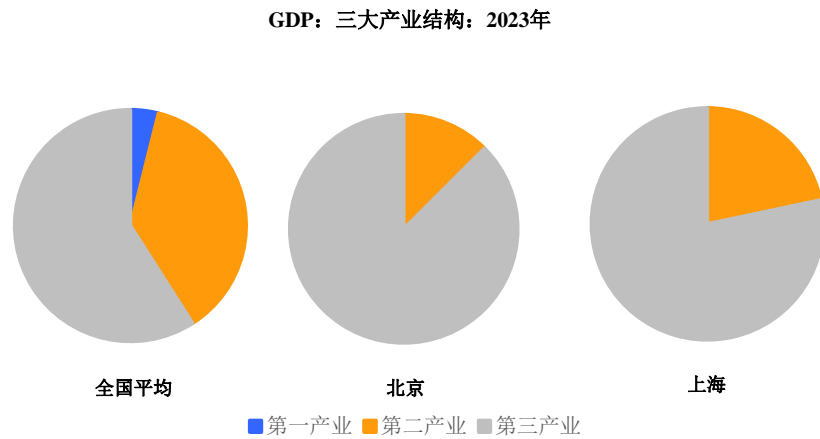
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图3: 近期主要是第二产业拖累整体价格水平



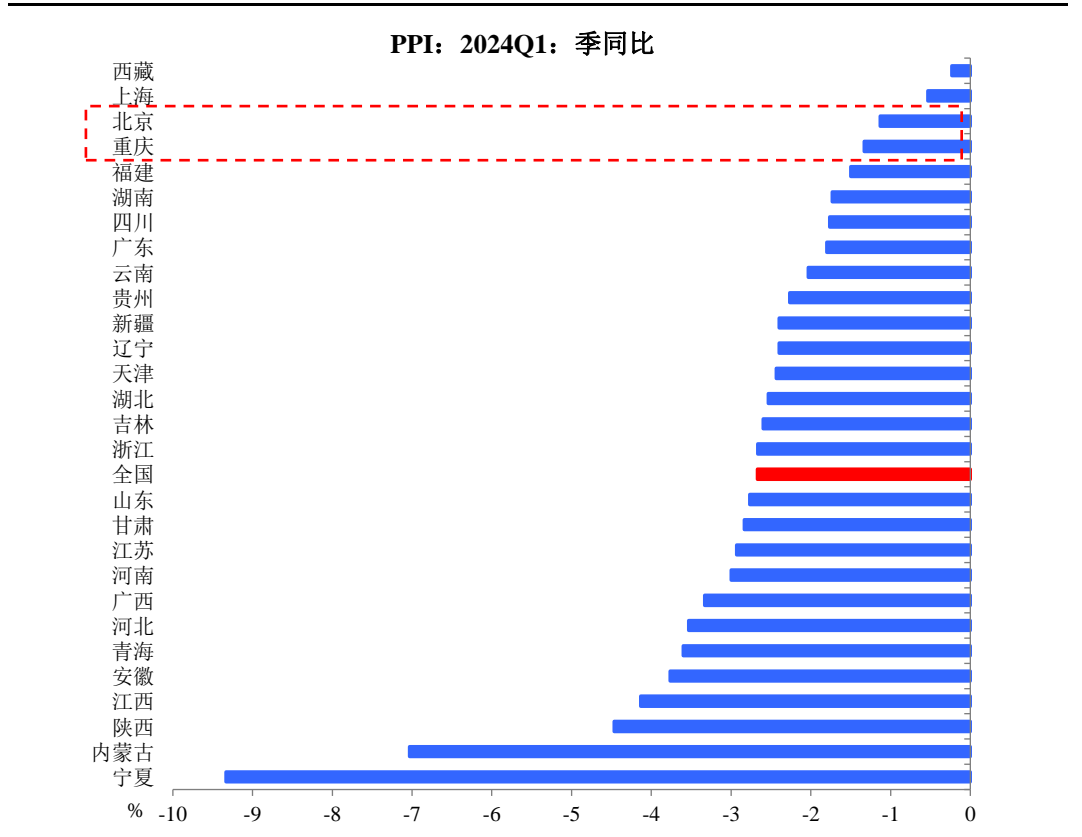
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 京沪两市以第三产业为主



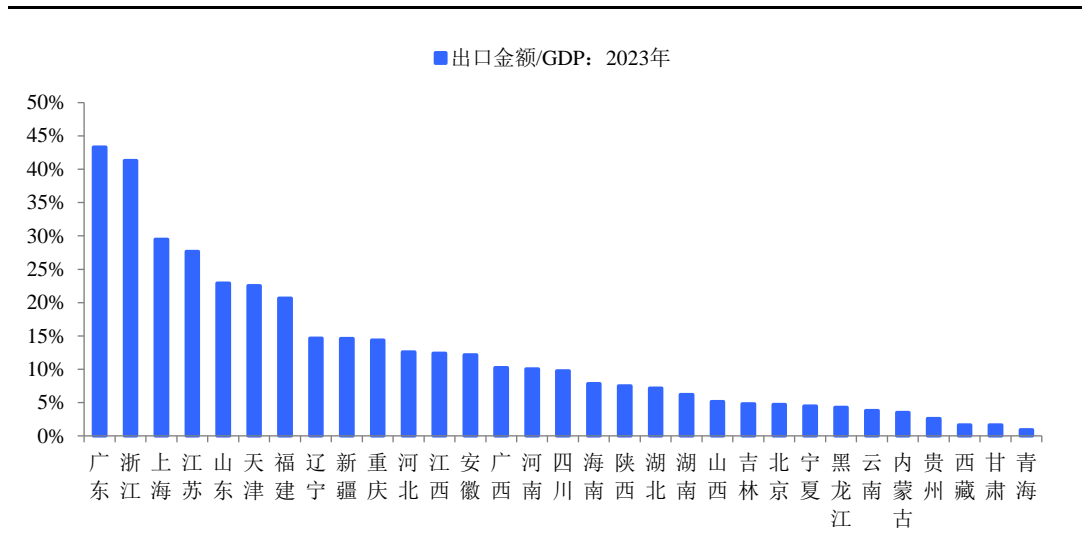
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: 京沪两市 PPI 跌幅窄于国内平均水平



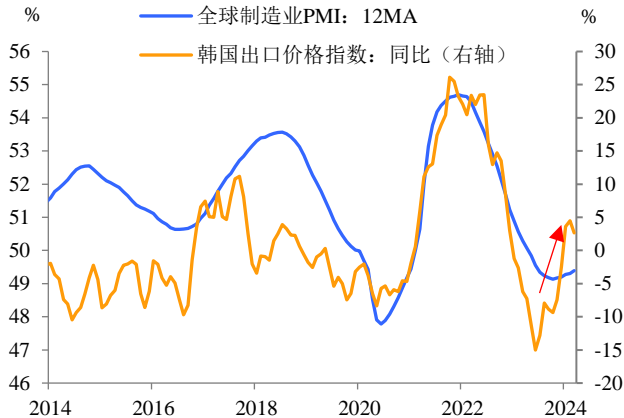
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: 广东、浙江、山东对出口依赖较大



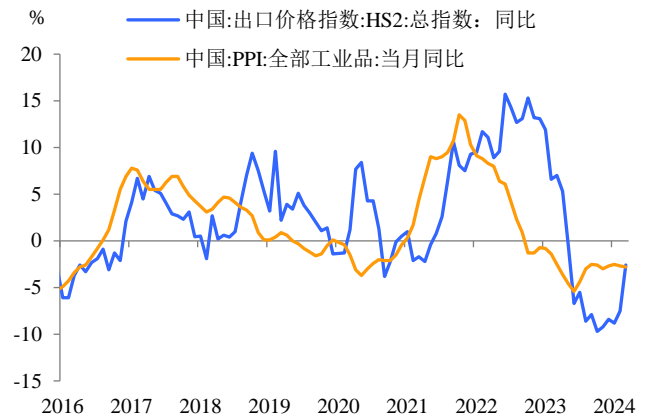
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图7: 全球 PMI 复苏有利于出口价格回暖



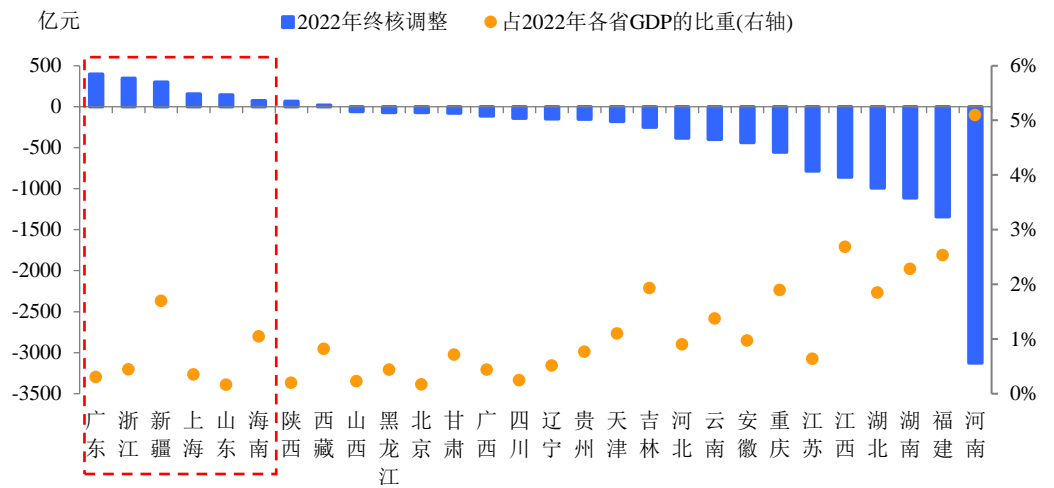
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图8: 中国出口价格指数回暖, 同比数值首超 PPI



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图9: 无独有偶, 为数不多的 GDP 核算调增的六省均是上述涨价的“优等生”



注: 数据统计截至 2024/4/27

数据来源: 国家统计局, 各地方统计部门, Wind, 东吴证券研究所

图10: GDP核算调整制度

国家统计局：GDP终核调整	
调整的必要性	由于大量的年度财务资料在时间上满足不了年度GDP核算的要求，核算 <b>年度GDP初步数</b> 所依据的基础资料都是月度资料和季度资料，据此核算出来的年度GDP数据有 <b>很大的推算成分</b>
发布时间	年度GDP初步核算数一般在次年1月20日左右发布，年度GDP最终核实数不晚于隔年1月份发布
修订程序	在开展全国经济普查，发现对GDP数据有较大影响的 <b>新的基础资料</b> ，或 <b>计算方法及分类标准</b> 发生变化后，也要对年度GDP历史数据进行修订

数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下,东吴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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 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),北交所基准指数为北证 50 指数),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码: 215021  
传真: (0512) 62938527  
公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>