

服务价格超预期推动 CPI 环比由降转涨

主要结论:

4月CPI同比上涨0.3%（前值0.1%），涨幅略有扩大，环比上行0.1%（前值-1%），其中翘尾因素影响为-0.1%，新涨价因素影响为0.4%。PPI同比-2.5%，降幅比上月收窄，环比下降0.2%，降幅比上月扩大0.1个百分点。

● 服务价格回升带动CPI转涨，下游需求回落导致PPI环比降幅扩大

服务价格回升，其中交通工具燃料涨幅超季节性表现。服务价格上涨主要源于出行服务价格的超季节性表现。受小长假期间出行增多以及国际油价上行影响，国内汽油价格上行，带动交通工具租赁费和交通工具燃料价格上涨。食品项中，淡季消费需求回落，加之大部分地区气温较常年同期偏高，市场供应总体充足，蔬菜项价格走势略弱于历史降幅，猪肉价格的环比持平，4月果蔬的季节回落带动食品项下跌。

PPI环比延续下行，上游石油、有色金属相关行业价格上涨，中游的设备和下游的消费品价格走低。国际输入性因素带动国内石油、有色金属相关行业价格上涨，其中石油和天然气开采、有色金属矿、中游的石油、煤炭及燃料加工业、有色金属冶炼等价格上行。煤炭供应总体平稳，采暖用煤需求减少，加之非电用煤需求季节性偏弱影响，煤炭开采和洗选业价格下降。受房地产基建项目复工偏缓等因素影响，钢材、水泥等行业需求减少，黑色金属冶炼和压延加工业价格下降。受部分行业产能过剩的影响，中游设备制造中汽柴油车整车制造、新能源车整车制造价格下降，计算机通信和其他电子设备制造业价格下降。

● 我们的分析：服务价格修复带动CPI回升，PPI回暖需要政策发力

4月CPI环比超季节性回升主要受交通通信和旅游项贡献。今年五一出行需求旺盛，5月出行服务价格有望延续回升态势。食品项中，受市场供应充足和淡季消费需求回落影响，猪肉和蔬菜二者带动整体食品价格季节性下跌。当前整体生猪供给仍是相对过剩的局面，需求端消费偏差，猪肉价格依旧弱势平稳。蔬菜价格跌幅符合季节性波动特征，预计5月蔬菜价格依旧小幅平稳下滑。

4月PPI环比延续回落，工业生产景气度的复苏改善有赖于房地产下行的止跌和基建行业的进一步回暖。4月底政治局会议提出，已经确定的宏观政策将要“靠前发力”，尤其是超长期特别国债要“及早发行”，超长期特别国债大概率在二季度集中发行，在三季度陆续投入使用并形成实物工作量。这意味着实物工作量将逐步形成，未来有望支撑价格的稳定走高。

● 预计CPI低位运行，PPI四季度转正

5月份CPI的翘尾因素0左右，新涨价因素在0.5%左右，同比预计0.5%左右。交通旅游、生活用品及服务、其他用品及服务价格有望上行，其他商品价格小幅波动，居民生活消费的稳定小幅支撑CPI。

5月份PPI的翘尾因素影响开始缓解，增速或在-1.1%左右，有利于PPI同比的快速改善，新涨价因素在-0.8%左右，同比预计收窄至-1.9%左右，广义财政逐步发力将成为带动PPI环比上行的贡献力量。

我们预计2季度CPI和PPI增速分别为0.4%和-1.8%，全年分别预计在0.4%和-1.1%左右运行。整体节奏上，预计CPI低位运行，PPI四季度转正。

分析师

许冬石

☎: 010-83574134

✉: xudongshi_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130515030003

研究助理: 吕雷

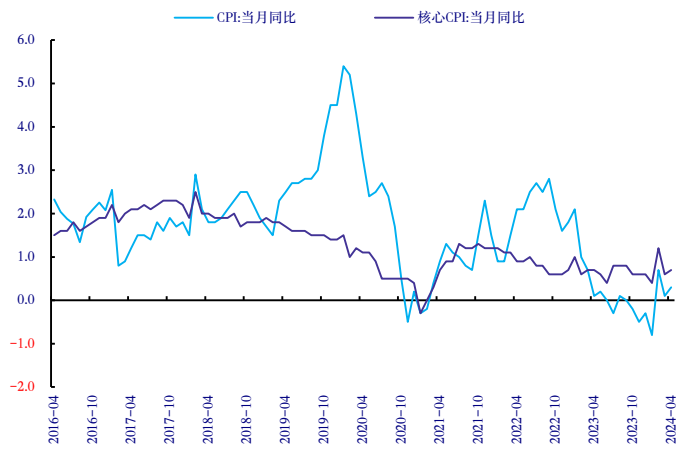
风险提示:

1. 房地产持续回落的风险
2. 大宗商品大幅下行的风险

一、CPI：服务价格回升带动 CPI 转涨

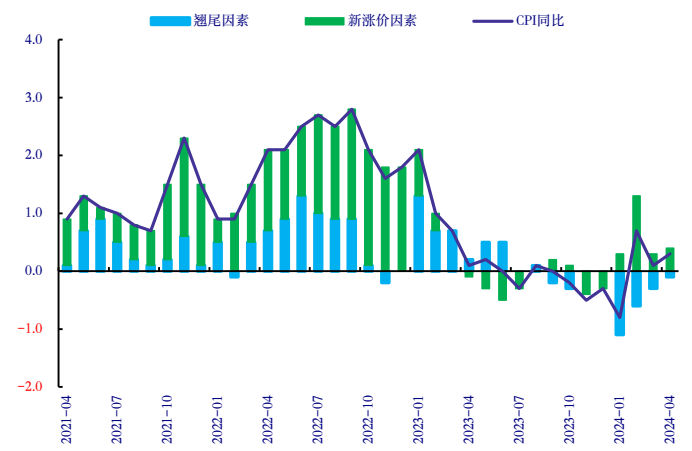
4 月份 CPI 环比上行 0.1%，由降转涨，同比上涨 0.3%，涨幅略有扩大。4 月 CPI 同比上涨 0.3%（前值 0.1%），略高于 Wind 一致预期（+0.2%），其中翘尾因素影响为-0.1%，新涨价因素影响为 0.4%。CPI 环比上行 0.1%（前值-1%），过去五年环比均值为-0.2%，服务价格回升带动 CPI 环比转涨，其中消费品价格环比下行 0.1%（前值-0.9%），服务价格上涨 0.3%（前值-1.1%）。核心 CPI 同比增速 0.7%，涨幅比上月扩大 0.1 个百分点。

图1：CPI 与核心 CPI 同比（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图2：CPI 翘尾和新涨价因素（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

4 月份 CPI 环比上涨 0.1%，主要是出行服务价格的回升带动。服务项中，其它用品和服务项上涨 2%，交通通信价格上涨 1%，两者涨幅均超过过去五年均值，其它服务项中，教育文化娱乐、生活用品及服务、医疗保健价格分别上涨 0.5%、0.4%和 0.2%；居住价格持平；衣着价格下降 0.1%。商品项中，鲜菜、鲜果和畜肉类价格分别下降 3.7%、2%和 0.8%，合计影响 CPI 环比下降约 0.14 个百分点。

第一、服务价格回升，其中交通工具燃料涨幅超季节性表现。服务价格上涨 0.3%，过去五年环比均值为 0.2%，主要源于出行服务价格的超季节性表现。受国际油价上行影响，国内汽油价格上涨 3.0%。受小长假期间出行增多影响，交通工具租赁费和交通工具燃料涨幅分别为 9.0%和 2.9%，交通工具燃料环比变动过去五年环比均值为-1.5%。

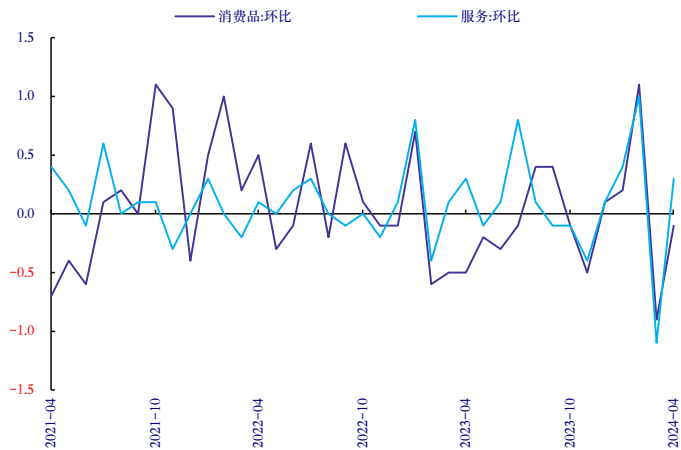
第二、淡季消费需求回落、市场供应充足带动食品项价格季节性下降。淡季消费需求回落，加之大部分地区气温较常年同期偏高，市场供应总体充足，鲜菜和鲜果价格环比分别下降 3.7%和 2%，过去五年蔬菜价格的环比均值为-6.2%，蔬菜项价格走势略弱于历史降幅。猪肉价格的环比持平，过去五年猪肉价格的环比均值为-3.9%，月内恰逢清明及五一假期，节前国内市场均有不同程度备货，但短期内利好支撑有限，4 月果蔬的季节回落带动食品项下跌。

第三、旅游、生活用品及服务、医疗保健价格上涨，水电燃料、家庭服务、通信和邮递服务以及教育服务基本稳定，衣着、房租、家用器具、交通工具、通信工具等价格下降。受小长假期间出行增多影响，飞机票、宾馆住宿和旅游环比价格均由降转涨，涨幅分别为 15.3%、4.0%和 2.7%。房租与教育价格上行 0.1%，水电、通信和邮递服务价格持平，

符合季节性波动。中药价格同比上涨放缓，环比连续七个月保持稳定低增长。其它商品中，家用器具、交通工具和通信工具价格环比分别下行 0.1%、0.6%和 0.9%，燃油小汽车和新能源小汽车同比价格分别下降 4.8%和 6.5%，降幅均有收窄。

第四、核心价格环比回升，同比保持温和上涨。4 月份核心 CPI 环比上涨 0.2%，同比上涨 0.7%，延续保持温和上涨态势。

图3: CPI 商品和服务项价格变动 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图4: 服务项价格环比季节性变动 (%)



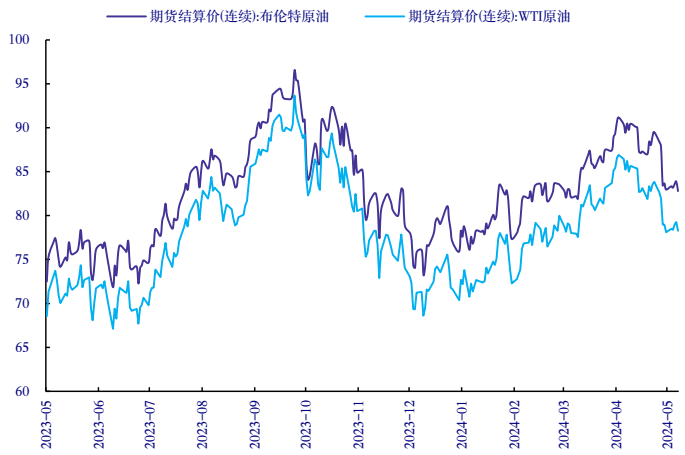
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

二、PPI: 下游需求回落导致 PPI 环比降幅扩大

4 月份 PPI 环比下降 0.2%，降幅比上月扩大 0.1 个百分点，同比下降 2.5%，降幅较前值收窄，略低于 wind 一致预期-2.3%，主要受翘尾因素的改善带动。4 月份生产资料价格环比下行 0.2%，降幅扩大 0.1 个百分点；生活资料价格下降 0.1%，降幅与上月相同。生活资料价格延续小幅走低态势，居民需求恢复缓慢。

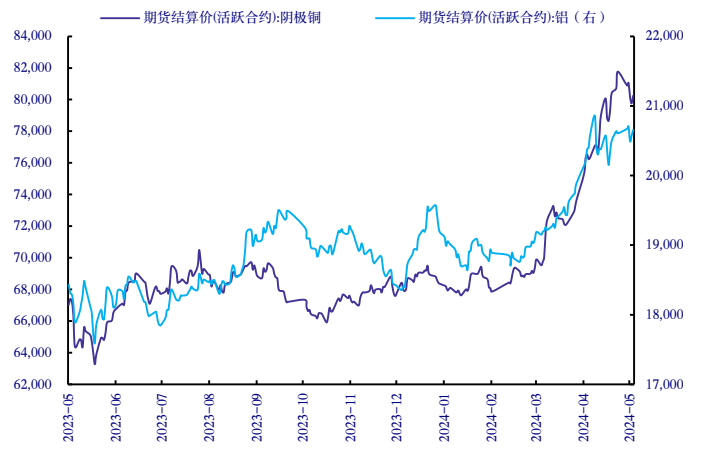
PPI 环比延续下行，上游石油、有色金属相关行业价格上涨，中游的设备和下游的消费品价格走低。国际输入性因素带动国内石油、有色金属相关行业价格上涨，其中石油和天然气开采 (+3.4%)、有色金属矿 (+3.4%)、中游的石油、煤炭及燃料加工业 (+1%)、有色金属冶炼 (+3.2%) 等价格上行，其中金冶炼、铜冶炼价格分别上涨 8.0%和 5.8%。煤炭供应总体平稳，采暖用煤需求减少，加之非电用煤需求季节性偏弱影响，煤炭开采和洗选业价格下降 3%。受房地产基建项目复工偏缓等因素影响，钢材、水泥等行业需求减少，黑色金属冶炼和压延加工业价格下降 2.5%。受部分行业产能过剩的影响，中游设备制造中汽柴油车整车制造、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%。4 月份居民生活用品主要由耐用消费品项下跌拉动，衣着类出厂价格持平，一般日用品价格回升，其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%。

图5：4 月份国际原油价格整体上行（美元/桶）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图6：4 月份有色金属价格持续上行（元/吨）



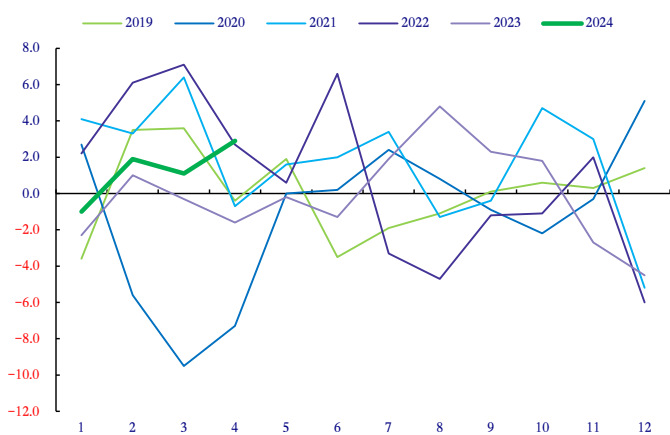
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

三、我们对 CPI 的分析：服务价格修复带动 CPI 回升

服务价格修复带动 CPI 回升，4 月 CPI 环比超季节性回升主要受交通通信和旅游项贡献。从环比涨幅来看，服务价格贡献最大，4 月服务价格上涨 0.3%。受清明和五一节前调休等节假日出行增多影响，飞机票和交通工具租赁费价格涨幅均超近两位数，国际油价上行带动国内汽油价格上涨 3.0%。今年五一出行需求旺盛，国内旅游出游同比增长 7.6%，按可比口径较 2019 年同期增长 28.2%，5 月出行服务价格有望延续回升态势。

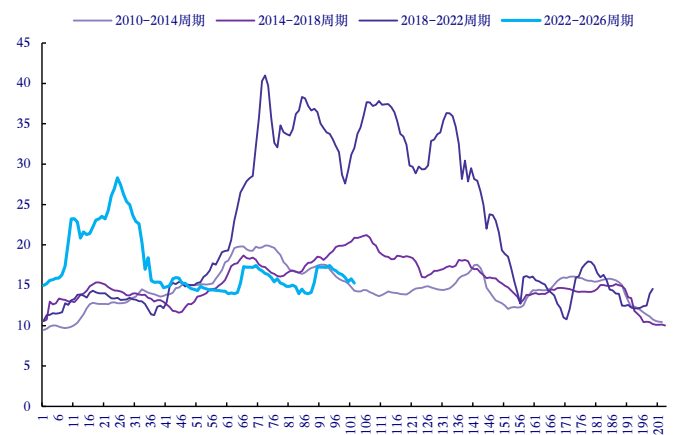
食品项中，受市场供应充足和淡季消费需求回落影响，猪肉和蔬菜二者带动整体食品价格季节性下跌。3 月份官方能繁为 3992 万头，整体生猪供给仍是相对过剩的局面，去产能进程缓慢且复杂，需求端消费偏差，猪肉的高供给和低需求并没有结束，其价格上行可能要等到 2024 年下半年。4 月份全国气温回升，各地蔬菜长势良好，蔬菜价格跌幅符合季节性波动特征，5 月全国各地区气温继续回升，应季蔬菜持续进场，预计 5 月蔬菜价格依旧小幅平稳下滑。

图7：交通工具燃料价格环比季节性变动（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图8：猪肉价格走势（元/公斤）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

四、我们对 PPI 的分析：PPI 回暖需要政策发力

首先，国际输入性因素带动国内石油、有色金属相关行业价格上涨，石油和天然气开采业、有色金属矿行业价格上涨。当前原油价格主要受地缘政治扰动影响，但由需求端主导供需格局并未发生根本改变，未来在地缘因素充分交易后，油价上行空间可能有限。

其次，基建投资增速回落、地产施工、竣工仍在放缓，工业品需求阶段性回落。市场预期部分基建项目开工“弱启动”和“晚启动”，短期内对供需基本面改善空间有限。伴随着南方梅雨季节的到来，钢材、水泥等行业去库或将放缓，这也为工业品价格反弹带来一定抑制。

最后，工业生产景气度的复苏改善有赖于房地产下行的止跌和基建行业的进一步回暖。4月23日，国家发展改革委联合财政部已完成2024年地方政府专项债券项目的筛选工作，4月底政治局会议提出，已经确定的宏观政策将要“靠前发力”，尤其是超长期特别国债要“及早发行”，超长期特别国债大概率在二季度集中发行，在三季度陆续投入使用并形成实物工作量。这意味着实物工作量将逐步形成，未来有望支撑价格的稳定走高。

五、5 月份 CPI 和 PPI 预测

尽管4月份CPI环比超预期上行，同比涨幅略有扩大，主要受服务价格修复回暖的影响，除了交通通信、旅游等价格涨幅超季节性，其它商品价格波幅基本符合季节性特征。总体来说，CPI仍然是偏平稳运行。

5月份CPI的翘尾因素0左右，新涨价因素在0.5%左右，同比预计0.5%左右。5月份预计猪肉价格延续回落，蔬菜价格受南方春菜供应增加带动价格下行。在刚刚结束的五一假期，全国国内旅游出游同比增长7.6%，按可比口径较2019年同期增长28.2%；国内游客出游总花费同比增长12.7%，按可比口径较2019年同期增长13.5%，旅游、生活用品及服务、其他用品及服务价格有望上行，其他商品价格小幅波动，居民生活消费的稳定小幅支撑CPI。

PPI的环比有所下降，同比降幅收窄，回升趋势波折，主要受内需疲软拖累。5月份PPI的翘尾因素影响开始缓解，增速或在-1.1%左右，有利于PPI同比的快速改善，新涨价因素在-0.8%左右，同比预计收窄至-1.9%左右，广义财政逐步发力将成为带动PPI环比上行的贡献力量。

我们预计2季度CPI和PPI增速分别为0.5%和-1.8%，全年分别预计在0.4%和-1.1%左右运行。整体节奏上，预计CPI低位运行，PPI四季度转正。

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

许冬石：宏观经济分析师。英国邓迪大学金融学博士，2010年11月加入中国银河证券研究院，新财富宏观团队成员，重点关注数据分析和预测。2014年第13届“远见杯”中国经济预测第一名，2015、2016年第14、15届“远见杯”中国经济预测第二名。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。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。

银河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。银河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。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以摩根士丹利中国指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅5%以上
公司评级		推荐：相对基准指数涨幅20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
		回避：相对基准指数跌幅5%以上

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

唐曼羚 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn