

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

全年通胀有多高取决于 Q3

2024年5月12日

- **4月CPI环比上涨，助推二季度通胀中枢上移。**4月CPI同比增速高于市场预期的0.1%。CPI持续上涨，反映消费需求恢复。首先，4月CPI环比增速看似较小，实际上涨幅并不低。其次，剔除供应充足的食物价格影响，非食物价格环比甚至与2010年持平。经过春节的波动后，4月的CPI环比往往出现改善。而4月整体CPI环比不仅改善，且涨幅不小，为整个二季度CPI通胀中枢上移打下基础。
- **PPI同比收窄主要是翘尾因素的影响。**从去年11月开始，PPI环比就开始降幅收窄态势，4月PPI环比再次出现回落，打破了前期降幅逐步收窄的趋势。在翘尾因素的影响下，PPI同比仍能实现降幅收窄。PPI环比降幅扩大，主要是受偏上游生产资料价格的影响，尤其是采掘和加工环节价格。采掘方面，价格环比降幅较大的是黑色金属矿采选业和煤炭开采和洗选，背后或有煤炭供应充足、电煤需求季节性回落、地产投资偏弱的影响。
- **全年通胀有多高取决于Q3。**展望来看，我们认为，5、6月CPI还会回暖，整个二季度CPI同比中枢可能上升至0.4%。而全年通胀有多高，我们认为更多取决于Q3。第一，每年Q3往往是一年之中CPI环比最高的季度，若Q3环比较高，全年的CPI上涨动力也不会太差，所以Q3是观察通胀中枢的重要时间节点。第二，Q1的央行货币政策报告指出，把推动价格温和回升作为把握货币政策的重要考量。政策若想起到提振今年物价水平的较好效果，Q3可能是个观察政策铺垫和蓄势的较好窗口期。
- **风险因素：**地缘政治风险，国际油价上涨超预期等。

目录

一、4月CPI环比上涨，助推二季度通胀中枢上移	3
二、PPI同比收窄主要是翘尾因素的影响	5
三、全年通胀有多高取决于Q3	6
风险因素	8

图目录

图 1: 2005 以来，同期 4 月 CPI 环比高于 0.1% 的只有 3 次	3
图 2: 4 月非食品价格环比甚至与 2010 年持平	3
图 3: CPI 环比超过季节性	4
图 4: CPI 同比涨幅抬升	4
图 5: 今年 4 月 PPI 同比降幅收窄	5
图 6: 4 月制造业价格略有上涨	5
图 7: 4 月 PPI 新涨价因素拖累程度加大	6
图 8: 每年 Q3 往往是一年之中 CPI 环比最高的季度	7
图 9: 去年 Q3 的猪肉环比明显上行	7

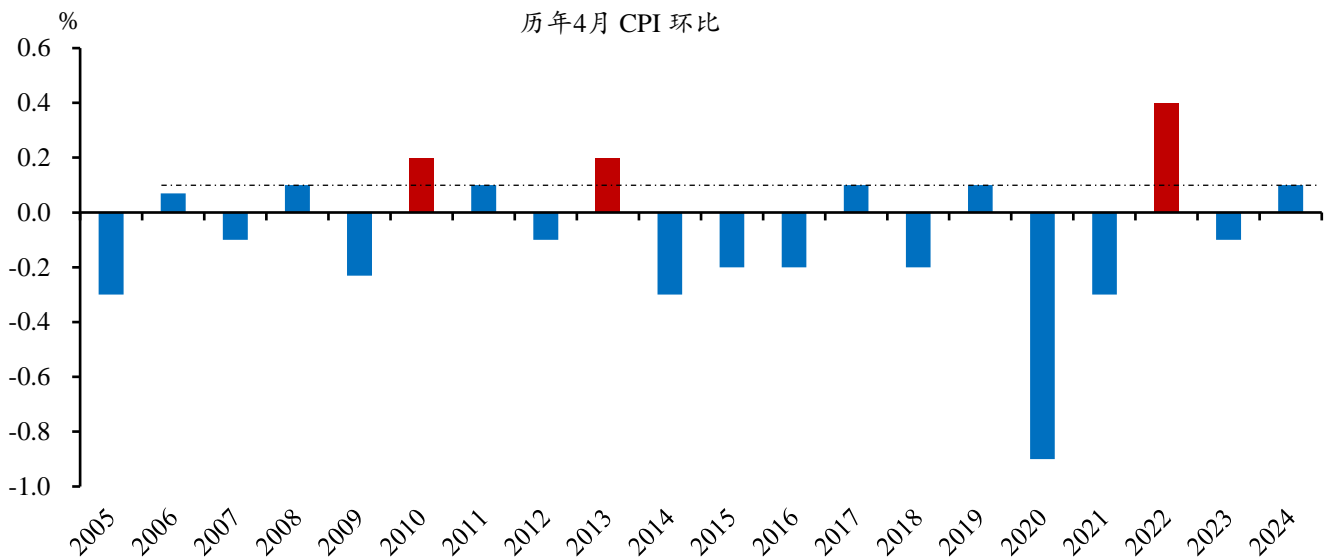
一、4月CPI环比上涨，助推二季度通胀中枢上移

4月CPI同比增速为0.3%，高于市场预期的0.1%。CPI持续上涨，反映消费需求恢复。

首先，4月CPI环比增速看似较小，实际上涨幅并不低。4月CPI环比涨幅为0.1%，这一环比涨幅并不小，2005年-2024年的20年来，历史同期仅有3次环比涨幅超过0.1%，分别是2010年、2013年和2022年。

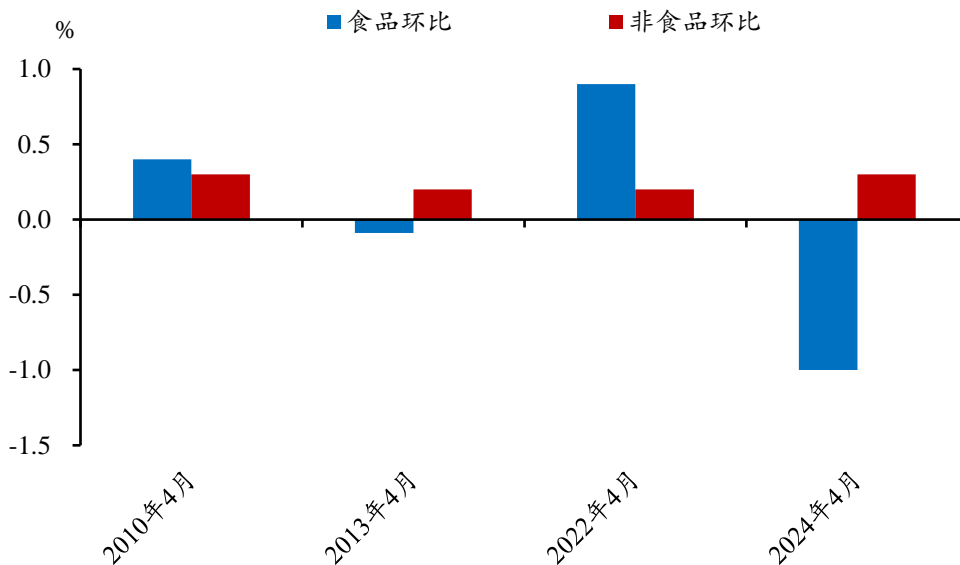
其次，剔除供应充足的食品价格影响，非食品价格环比甚至与2010年持平。2022年4月，CPI环比0.1%，背后是疫情期间物流成本上升，加之囤货需求增加，食品价格上涨。而今年4月食品价格环比-1.0%，比2010年、2013年的食品环比还要低很多。实际上，剔除供应充足的食品价格影响，非食品价格环比高于2013年、2022年，还与2010年持平。

图 1：2005 以来，同期 4 月 CPI 环比高于 0.1% 的只有 3 次



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

图 2：4 月非食品价格环比甚至与 2010 年持平



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

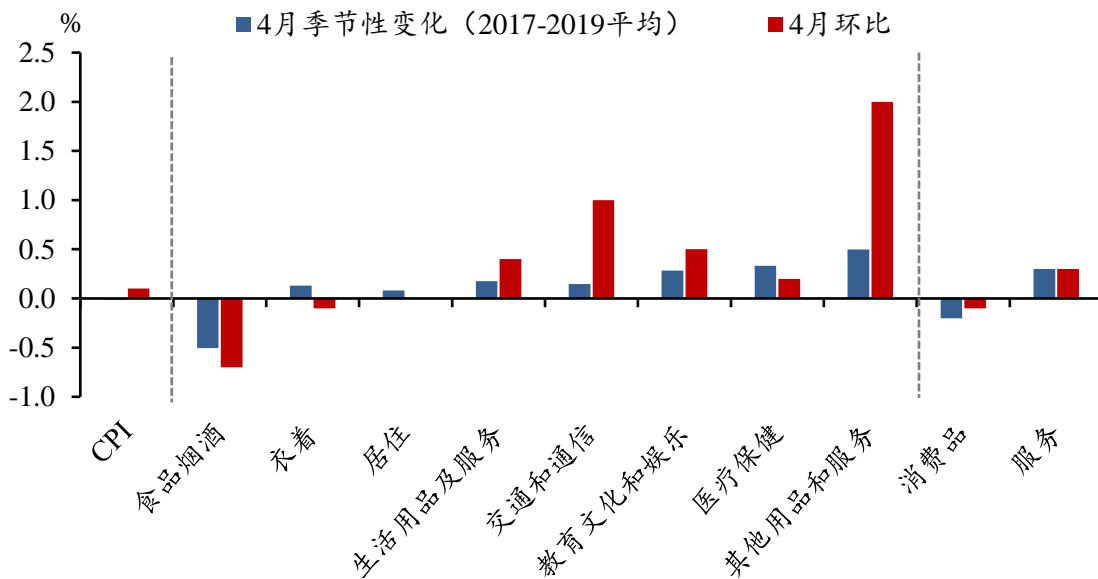
回顾历史来看，走出春节波动后，CPI 环比往往出现改善。疫情前 2017 年-2019 年 4 月环比均值显示经过春节的波动后，4 月的 CPI 环比往往出现改善。而 4 月整体 CPI 环比不仅改善，且涨幅不小。

一是出行增多，提振服务消费价格。4 月有小长假的影响，出行增多，飞机票、宾馆住宿和旅游价格均由降转涨。服务环比上涨 0.3%，与 2017-2019 年同期的季节性环比一致（图 3）。除了食品烟酒和衣着环比降低以外，文化教育、旅游、生活用品等环比都在增长，交通通信分项的环比上涨很多（图 3）。

二是猪价环比由跌转持平，助力 CPI 回升。我们在《CPI 超季节性回落或是短期影响》报告中指出，去年 4 月-6 月是当年猪价低点，我们认为 Q2 猪价有望较 Q1 改善，这可能助力 CPI 回升。而猪肉价格 CPI 环比由 3 月的下跌转为 4 月的持平，为 CPI 回升起到托底作用。

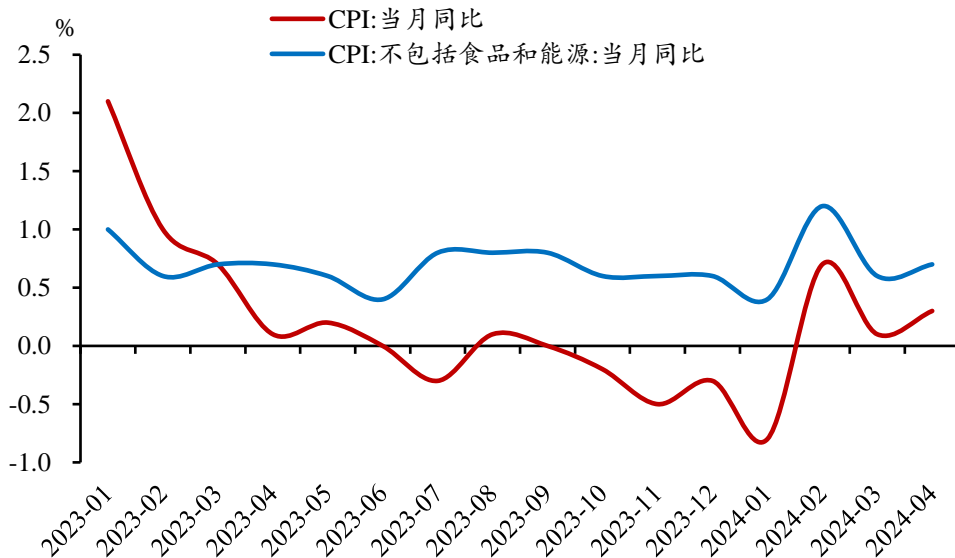
4 月 CPI 的较好表现为整个二季度 CPI 同比中枢上移打下基础。

图 3：CPI 环比超过季节性



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

图 4：CPI 同比涨幅抬升



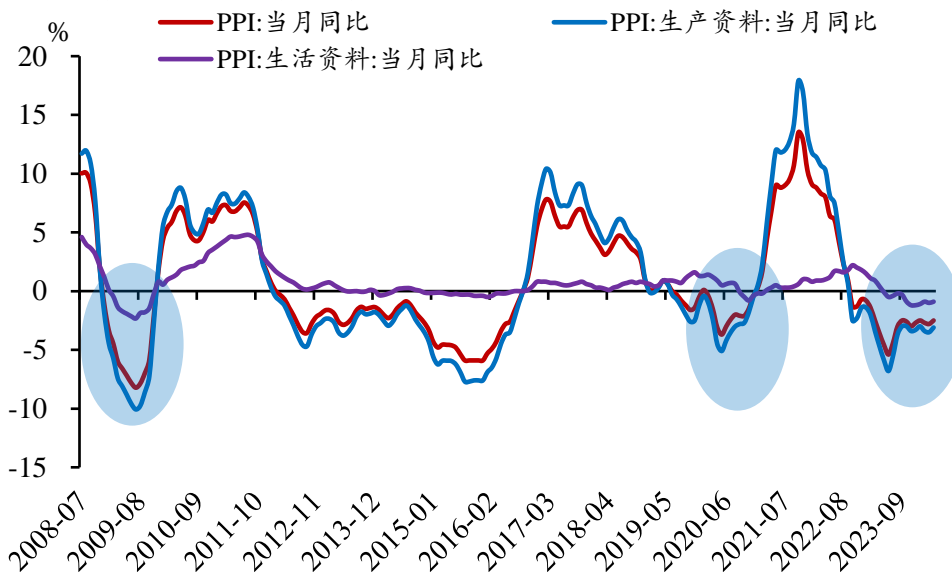
资料来源: ifind, 信达证券研发中心

二、PPI 同比收窄主要是翘尾因素的影响

PPI 环比打破降幅持续收窄的趋势。从去年 11 月开始，PPI 环比就延续降幅收窄态势。截至 3 月，PPI 环比降幅已收窄 4 个月。但 4 月 PPI 环比再次出现回落，打破了前期降幅逐步收窄的趋势，新涨价因素也从 3 月的-0.5% 回落到-0.7%（图 7）。

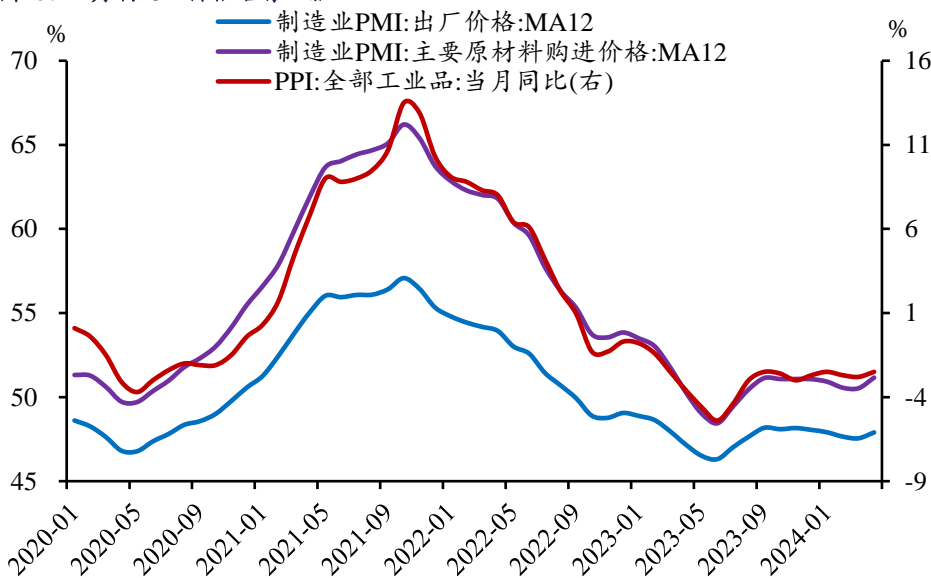
但是在翘尾因素的影响下，PPI 同比仍能实现降幅收窄。4 月 PPI 同比为-2.5%，不及市场预期的-2.3%，但依旧较 3 月价格同比降幅出现收窄。4 月主要原材料购进价格和出厂价格的 12 月移动平均值都有上涨，指向 4 月 PPI 同比降幅抬升。

图 5：今年 4 月 PPI 同比降幅收窄



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

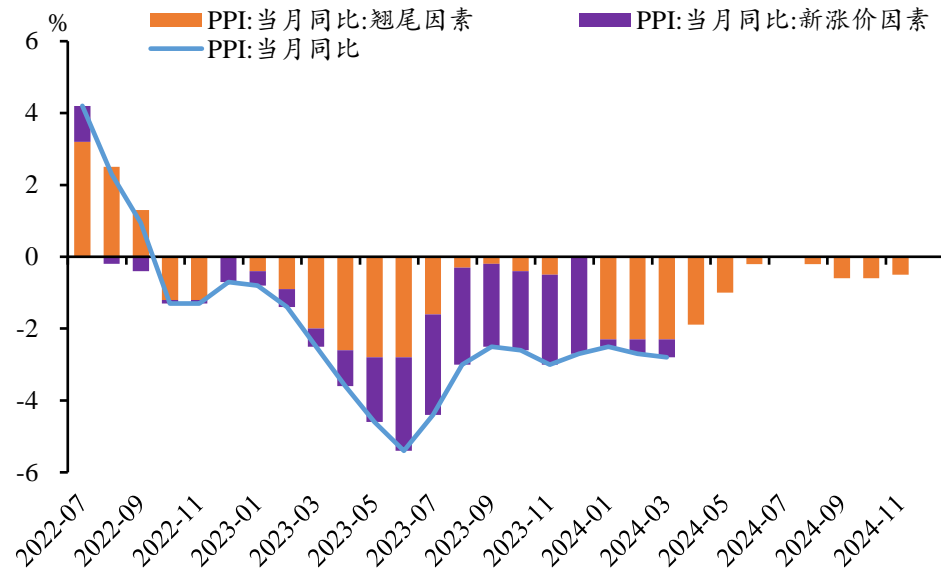
图 6：4 月制造业价格略有上涨



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

PPI 环比降幅扩大，主要是受偏上游生产资料价格的影响，尤其是采掘和加工环节的价格。采掘方面，价格环比降幅较大的是黑色金属矿采选业和煤炭开采和洗选业，分别环比下降 5.8%、下降 3.0%。这两个行业的价格环比降幅都较 3 月进一步扩大，背后或有煤炭供应充足、电煤需求季节性回落、地产投资偏弱的影响。

图 7：4 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

三、全年通胀有多高取决于 Q3

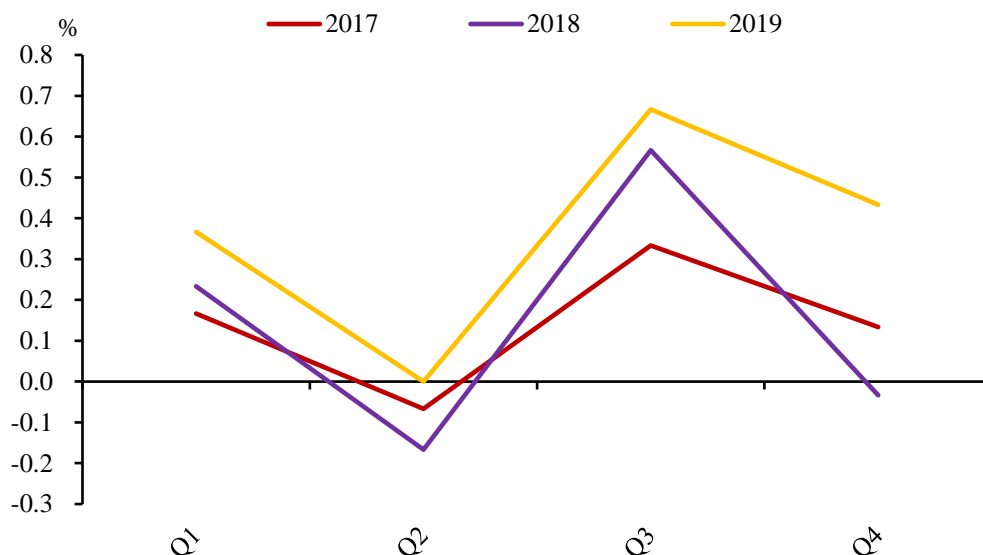
展望来看，CPI 中枢可能在二季度抬升。1-4 月的累计 CPI 同比为 0.1%，已经从 1-3 月的持平转为上涨。我们认为，5、6 月 CPI 还会回暖，整个二季度 CPI 同比中枢可能上升至 0.4%。

而全年通胀有多高，我们认为更多取决于 Q3。

第一，从历史规律看，每年 Q3 往往是一年之中 CPI 环比最高的季度，这意味着若 Q3 环比较高，全年的 CPI 上涨动力也不会太差。再加上去年 Q3 的猪肉环比明显上行，三季度 CPI 同比中枢有回落可能，所以 Q3 是观察通胀中枢的重要时间节点。

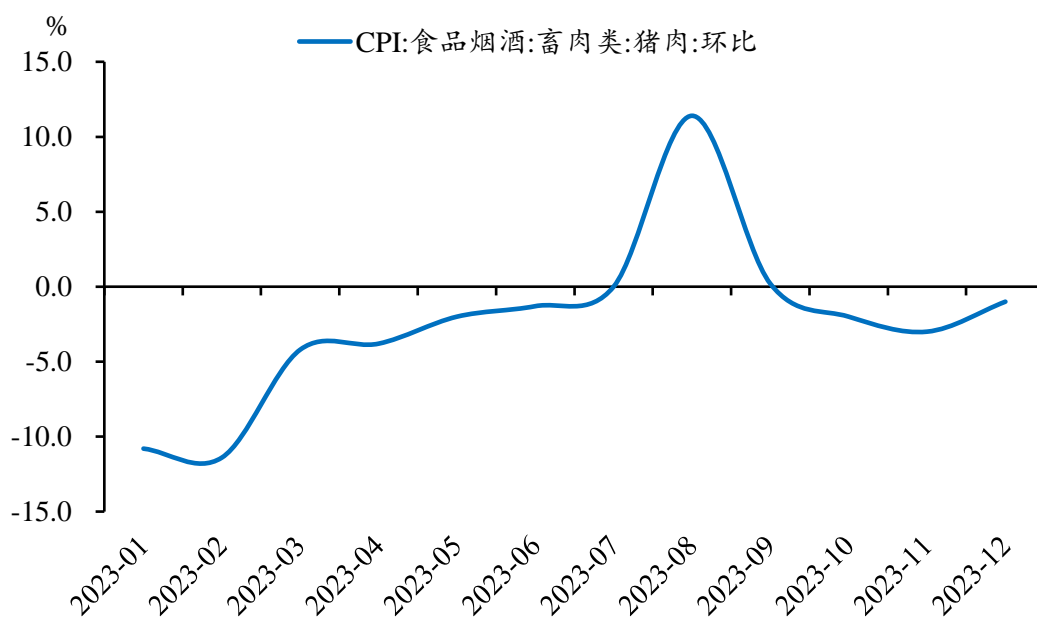
第二，Q1 的央行货币政策报告指出，把推动价格温和回升作为把握货币政策的重要考量。近期，也有地区在公用事业领域进行价格调整。政策若想起到提振今年物价水平的较好效果，Q3 可能是个观察政策铺垫和蓄势的较好窗口期。

图 8：每年 Q3 往往是一年之中 CPI 环比最高的季度



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

图 9：去年 Q3 的猪肉环比明显上行



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。