

价格传导偏慢，中国经济周期依然偏弱

——中国通胀系列一

研究院

徐闻宇

✉ xuwenyu@htfc.com

从业资格号：F0299877

投资咨询号：Z0011454

投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1289号

宏观事件

5月11日国家统计局公布4月通胀数据。4月CPI环比上涨0.1%，上月为下降1.0%，同比上涨0.3%，上月为上涨0.1%；扣除食品和能源价格的核心CPI环比上涨0.2%，上月为下降0.6%；同比上涨0.7%，比上月扩大0.1个百分点。4月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%，降幅比上月收窄0.3个百分点。

核心观点

■ 经济周期的改善仍需要时间

CPI: 4月CPI同比读数小幅改善，从0.1%回升至0.3%，在食品价格同比持稳的情况下，消费品价格的回升提供了CPI小幅回升空间。主要分项中，猪肉价格和蔬菜价格同比增速由负转正推升食品价格；而受地缘不稳定等因素的影响，汽油等交通燃料同比增幅从2.2%快速回升至6.9%，带动了非食品价格的上涨。

PPI: 4月PPI同比读数降幅收窄，从-2.8%回升至-2.5%，仍处在负增长空间，4月上游原材料价格同比降幅的收窄提供了PPI改善的空间。主要分项中，生产资料改善0.4个百分点，生活资料改善0.1个百分点；受到4月大宗商品价格整体回升影响，采掘和原料分项同比均改善了1个百分点；而在消费需求趋缓的背景下，下游衣着价格持稳，但耐用消费品价格同比降幅扩大了0.1个百分点。

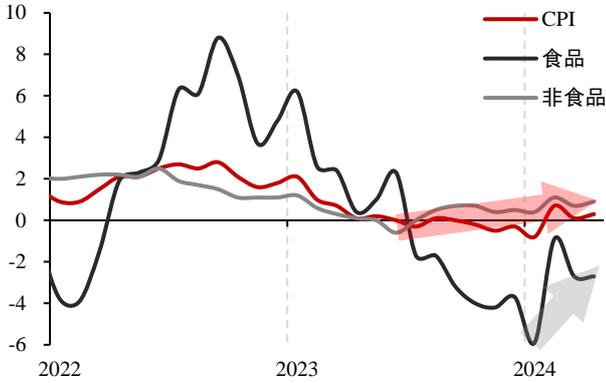
价格剪刀差: 下游需求谨慎抑制了价格的传导。4月CPI和PPI剪刀差小幅回落0.1个百分点，仍保持2.8%的价格缺口（CPI+0.3%，PPI-2.5%），显示出价格传导未从下游向上游传递。4月政治局会议提出“有效需求不足”，从反面意味着在全球产业链分割的影响下，“产能相对过剩”的问题影响着价格的传导，增产不增收的矛盾依然存在。4月PPI和PPIRM剪刀差继续回落0.2个百分点至0.5%（PPI-2.5%，PPIRM-3.0%），有色价格的大幅上涨驱动原材料价格同比回升，但从燃料（-4.3%）、化工（-4.3%）到黑色（-5.5%）、建材（-8.5%），整体依然延续负增长，建材负增长甚至扩大1.3个百分点，显示出价格改善的节奏依然偏慢，经济周期仍处于“偏弱”运行状态。随着“有效需求不足”进入到政策视野，预计将改变弱周期的状态，价格传导或有所改善，价格剪刀差或进一步回落。

■ 风险

经济数据短期波动风险，上游价格快速上涨风险

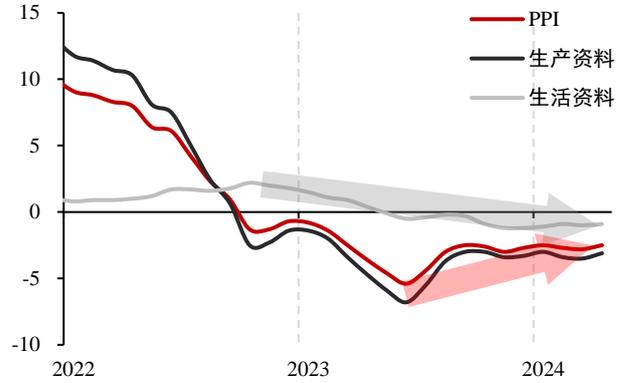
相关图表

图 1: CPI 同比走势 | 单位: %YoY



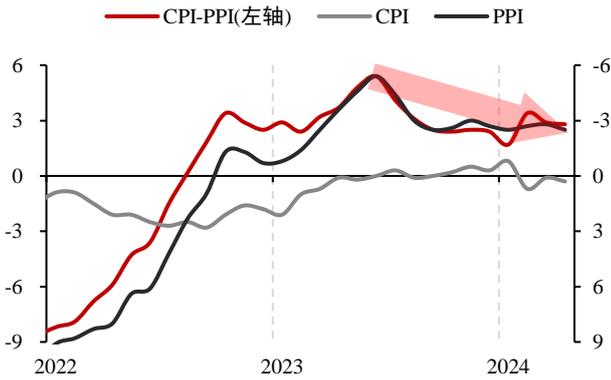
数据来源: iFind 华泰期货研究院

图 2: PPI 同比走势 | 单位: %YoY



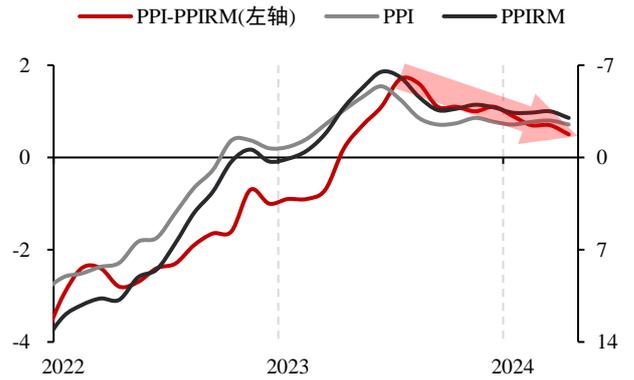
数据来源: iFind 华泰期货研究院

图 3: CPI-PPI 剪刀差并未有效收窄 | 单位: %YoY



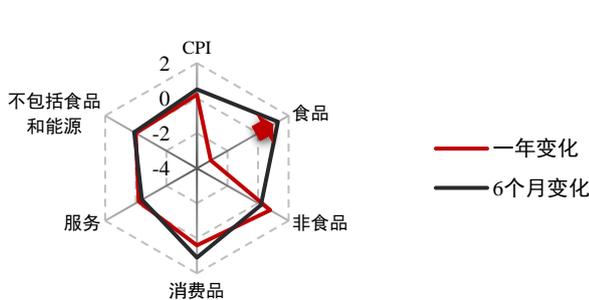
数据来源: iFind 华泰期货研究院

图 4: PPI-PPIRM 剪刀差并未有效收窄 | 单位: %YoY



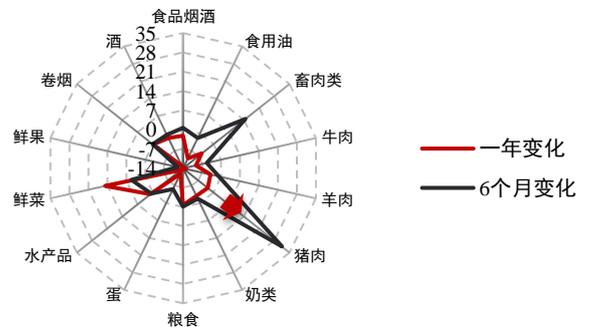
数据来源: iFind 华泰期货研究院

图 5: CPI 和分项同比的变化情况 | 单位: %



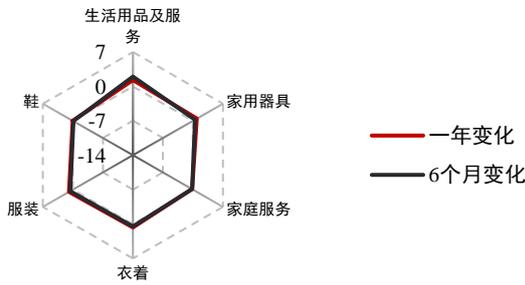
数据来源: iFind 华泰期货研究院

图 6: CPI 食品分项同比的变化情况 | 单位: %



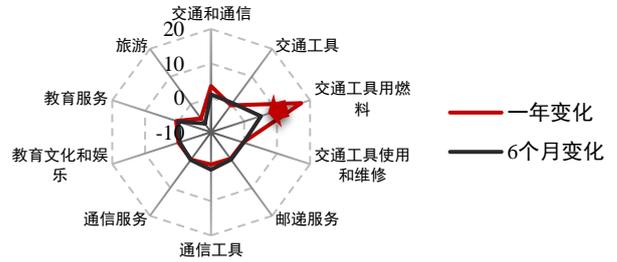
数据来源: iFind 华泰期货研究院

图 7: CPI 生活分项同比的变化情况 | 单位: %



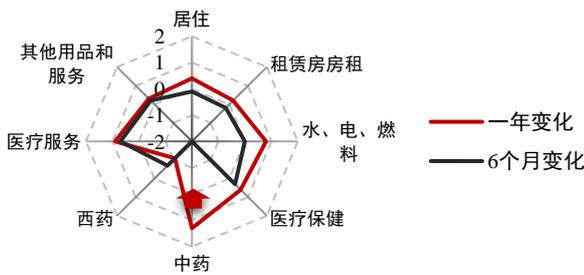
数据来源: iFind 华泰期货研究院

图 8: CPI 教育、通讯分项同比的变化情况 | 单位: %



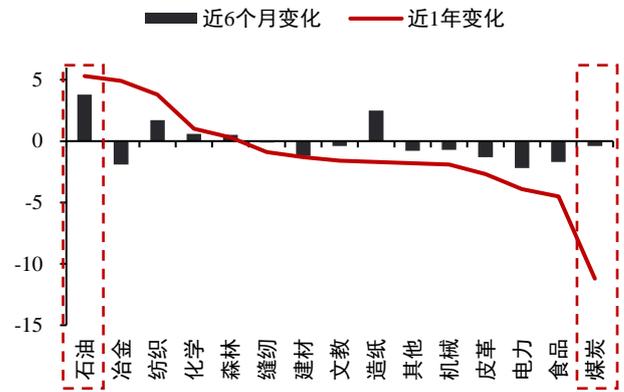
数据来源: iFind 华泰期货研究院

图 9: CPI 居住、医疗分项同比的变化情况 | 单位: %



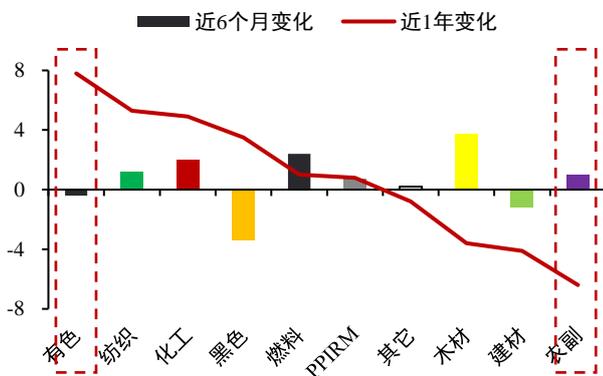
数据来源: iFind 华泰期货研究院

图 10: PPI 分项同比的变化情况 | 单位: %



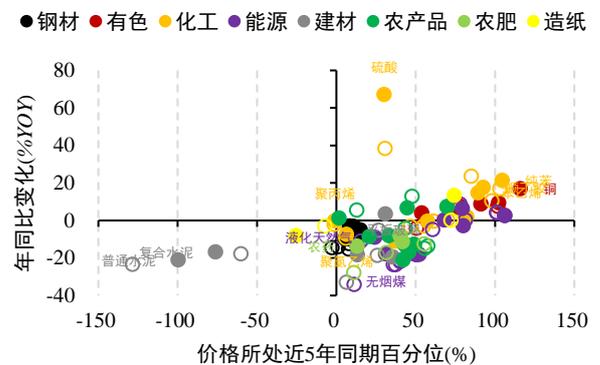
数据来源: iFind 华泰期货研究院

图 11: PPIRM 分项同比的变化情况 | 单位: 万亿元



数据来源: iFind 华泰期货研究院

图 12: 生产资料同比变化分布 | 单位: %



数据来源: iFind 华泰期货研究院

附录 1：2024 年 4 月份工业生产者出厂价格同比降幅收窄¹

2024 年 4 月份，全国工业生产者出厂价格同比**下降 2.5%**，工业生产者购进价格同比**下降 3.0%**，降幅比上月分别收窄 0.3、0.5 个百分点；工业生产者出厂价格和购进价格环比分别下降 0.2%、0.3%。1-4 月平均，工业生产者出厂价格比上年同期**下降 2.7%**，工业生产者购进价格**下降 3.3%**。

一、4 月份工业生产者价格同比变动情况

工业生产者出厂价格中，生产资料价格**下降 3.1%**，影响工业生产者出厂价格总水平下降约 2.32 个百分点。其中，采掘工业价格下降 4.8%，原材料工业价格下降 1.9%，加工工业价格下降 3.6%。生活资料价格**下降 0.9%**，影响工业生产者出厂价格总水平下降约 0.22 个百分点。其中，食品价格下降 0.8%，衣着价格上涨 0.3%，一般日用品价格上涨 0.1%，耐用消费品价格下降 1.9%。

工业生产者购进价格中，建筑材料及非金属类价格下降 8.5%，黑色金属材料类价格下降 5.5%，农副产品类价格下降 5.2%，燃料动力类、化工原料类价格均下降 4.3%；有色金属材料及电线类价格上涨 3.3%，纺织原料类价格上涨 0.5%。

二、4 月份工业生产者价格环比变动情况

工业生产者出厂价格中，生产资料价格**下降 0.2%**，影响工业生产者出厂价格总水平下降约 0.17 个百分点。其中，采掘工业价格下降 1.0%，原材料工业价格上涨 0.3%，加工工业价格下降 0.4%。生活资料价格**下降 0.1%**，影响工业生产者出厂价格总水平下降约 0.03 个百分点。其中，食品价格下降 0.1%，衣着价格持平，一般日用品价格上涨 0.3%，耐用消费品价格下降 0.5%。

工业生产者购进价格中，黑色金属材料类价格下降 1.8%，燃料动力类价格下降 1.4%，建筑材料及非金属类价格下降 1.2%，农副产品类价格下降 0.3%；有色金属材料及电线类价格上涨 2.8%，化工原料类价格上涨 0.1%；纺织原料类价格持平。

¹ 来源：https://www.stats.gov.cn/sj/zxfb/202405/t20240511_1955442.html

附录 2：2024 年 4 月份居民消费价格同比上涨 0.3%²

2024 年 4 月份，全国居民消费价格同比**上涨 0.3%**。其中，城市上涨 0.3%，农村上涨 0.4%；食品价格下降 2.7%，非食品价格上涨 0.9%；消费品价格持平，服务价格上涨 0.8%。1-4 月平均，全国居民消费价格比上年同期**上涨 0.1%**。

4 月份，全国居民消费价格环比**上涨 0.1%**。其中，城市上涨 0.1%，农村持平；食品价格下降 1.0%，非食品价格上涨 0.3%；消费品价格下降 0.1%，服务价格上涨 0.3%。

一、各类商品及服务价格同比变动情况

4 月份，食品烟酒类价格同比**下降 1.4%**，影响 CPI（居民消费价格指数）下降约 0.39 个百分点。食品中，蛋类价格下降 10.6%，影响 CPI 下降约 0.07 个百分点；鲜果价格下降 9.7%，影响 CPI 下降约 0.22 个百分点；畜肉类价格下降 3.2%，影响 CPI 下降约 0.10 个百分点，其中猪肉价格上涨 1.4%，影响 CPI 上涨约 0.02 个百分点；鲜菜价格上涨 1.3%，影响 CPI 上涨约 0.03 个百分点；粮食价格上涨 0.5%，影响 CPI 上涨约 0.01 个百分点。

其他七大类价格**同比均上涨**。其中，其他用品及服务、教育文化娱乐价格分别上涨 3.8% 和 1.8%，衣着、医疗保健价格均上涨 1.6%，生活用品及服务、居住、交通通信价格分别上涨 1.4%、0.2%和 0.1%。

二、各类商品及服务价格环比变动情况

4 月份，食品烟酒类价格环比下降 0.7%，影响 CPI 下降约 0.19 个百分点。食品中，鲜菜价格下降 3.7%，影响 CPI 下降约 0.08 个百分点；鲜果价格下降 2.0%，影响 CPI 下降约 0.04 个百分点；蛋类价格下降 2.0%，影响 CPI 下降约 0.01 个百分点；畜肉类价格下降 0.8%，影响 CPI 下降约 0.02 个百分点；水产品价格下降 0.5%，影响 CPI 下降约 0.01 个百分点。

其他七大类价格环比五涨一平一降。其中，其他用品及服务、交通通信价格分别上涨 2.0%和 1.0%，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%。

² 来源：https://www.stats.gov.cn/sj/zxfb/202405/t20240511_1955441.html

附录 3：国家统计局城市司首席统计师董莉娟解读 2024 年 4 月份 CPI 和 PPI 数据³

2024 年 4 月份 CPI 同比涨幅稳中有升 PPI 同比降幅收窄

国家统计局今天发布了 2024 年 4 月份全国 CPI（居民消费价格指数）和 PPI（工业生产者出厂价格指数）数据。对此，国家统计局城市司首席统计师董莉娟进行了解读。

一、CPI 环比由降转涨，同比涨幅略有扩大

4 月份，居民消费需求持续恢复，全国 CPI 环比由降转涨，同比涨幅扩大。扣除食品和能源价格的核心 CPI 环比上涨 0.2%，上月为下降 0.6%；同比上涨 0.7%，涨幅比上月扩大 0.1 个百分点。

从环比看，CPI 上涨 0.1%，上月为下降 1.0%。其中，食品价格下降 1.0%，降幅比上月收窄 2.2 个百分点，影响 CPI 环比下降约 0.19 个百分点。食品中，市场供应较为充足，鲜菜、虾蟹类、牛肉、鸡蛋和鲜果价格分别下降 3.7%、2.8%、2.7%、2.3%和 2.0%，合计影响 CPI 环比下降约 0.16 个百分点。非食品价格由上月下降 0.5%转为上涨 0.3%，影响 CPI 环比上涨约 0.27 个百分点。非食品中，受小长假期间出行增多影响，飞机票、交通工具租赁费、宾馆住宿和旅游价格均由降转涨，涨幅分别为 15.3%、9.0%、4.0%和 2.7%，合计影响 CPI 环比上涨约 0.12 个百分点；受国际金价和油价上行影响，国内金饰品和汽油价格分别上涨 8.7%和 3.0%，合计影响 CPI 环比上涨约 0.15 个百分点。

从同比看，CPI 上涨 0.3%，涨幅比上月扩大 0.2 个百分点。其中，食品价格下降 2.7%，降幅与上月相同，影响 CPI 同比下降约 0.49 个百分点。食品中，鸡蛋、牛肉、鲜果、羊肉和禽肉类价格分别下降 12.4%、10.4%、9.7%、6.8%和 2.6%，降幅均有扩大；猪肉和鲜菜价格分别由上月下降 2.4%和 1.3%转为上涨 1.4%和 1.3%。非食品价格上涨 0.9%，涨幅比上月扩大 0.2 个百分点，影响 CPI 同比上涨约 0.77 个百分点。非食品中，能源价格上涨 3.6%，涨幅扩大 2.3 个百分点；扣除能源的工业消费品价格上涨 0.4%，涨幅扩大 0.3 个百分点，其中燃油小汽车和新能源小汽车价格分别下降 4.8%和 6.5%，降幅均有收窄；服务价格上涨 0.8%，涨幅与上月相同。

据测算，在 4 月份 0.3% 的 CPI 同比变动中，翘尾影响约为 -0.1 个百分点，今年价格变动的新的影响约为 0.4 个百分点。

³ 来源：https://www.stats.gov.cn/sj/sjjd/202405/t20240511_1955444.html

二、PPI 环比有所下降，同比降幅收窄

4 月份，工业生产继续恢复，部分行业需求阶段性回落，全国 PPI 环比有所下降，同比降幅收窄。

从环比看，PPI 下降 0.2%，降幅比上月扩大 0.1 个百分点。其中，生产资料价格下降 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。受国际原油、有色金属价格上行影响，国内石油和天然气开采业、石油煤炭及其他燃料加工业价格分别上涨 3.4%和 1.0%；有色金属冶炼和压延加工业价格上涨 3.2%，其中金冶炼、铜冶炼价格分别上涨 8.0%和 5.8%。煤炭供应充足，电煤需求季节性回落，煤炭开采和洗选业价格下降 3.0%。4 月中旬以来，钢材市场供需略有改善，价格有所上涨，全月平均仍为下降，黑色金属冶炼和压延加工业价格下降 2.5%。装备制造业中，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%。消费品制造业中，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%。

从同比看，PPI 下降 2.5%，降幅比上月收窄 0.3 个百分点。其中，生产资料价格下降 3.1%，降幅收窄 0.4 个百分点；生活资料价格下降 0.9%，降幅收窄 0.1 个百分点。主要行业中，煤炭开采和洗选业价格下降 14.2%，化学原料和化学制品制造业价格下降 5.4%，电气机械和器材制造业价格下降 4.2%，农副食品加工业价格下降 3.6%，计算机通信和其他电子设备制造业价格下降 2.0%，石油煤炭及其他燃料加工业价格下降 1.0%，降幅均收窄；非金属矿物制品业价格下降 9.0%，黑色金属冶炼和压延加工业价格下降 8.5%，汽车制造业价格下降 2.0%，降幅均扩大；石油和天然气开采业价格上涨 9.4%，有色金属冶炼和压延加工业价格上涨 3.6%，涨幅均扩大。

据测算，在 4 月份-2.5%的 PPI 同比变动中，翘尾影响约为-1.8 个百分点，今年价格变动的新的影响约为-0.7 个百分点。

免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

公司总部

广州市天河区临江大道1号之一2101-2106单元 | 邮编：510000

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com