

CPI、PPI 低位上行，输入性通胀抬升

——4 月通胀数据点评

2024 年 05 月 13 日

- **事件：**4 月 CPI 同比 0.3%，前值 0.1%，环比 0.1%；PPI 同比-2.5%，前值-2.8%，环比-0.2%。
- **CPI 低位小幅上行，非食品项为主要支撑，核心 CPI 同比上行。**CPI 食品项同比增速持平于上月的-2.7%，非食品项同比由 0.7%上行至 0.9%，核心 CPI 同比增速小幅上行 0.1 个百分点至 0.7%，环比上行 0.2%。服务项增速持平，环比边际改善，消费品同比上行至 0%。
- **食品项走势分化，猪肉为肉类主要拉动，牛羊肉、水产、蛋类价格回落。**猪肉价格同环比上行，前期产能去化效果逐步显现。当前猪肉价格依然处于低位，随着能繁母猪进一步去化，猪价有望迎来上行周期，但预期整体斜率偏缓。随着气温逐步回暖，蔬菜价格进入季节性回落区间，环比下跌，但同比有所上行。水果价格同比回落，随水果品种更替，未来环比将逐步进入季节性价格上行通道。粮食、食用油、烟草价格平稳。
- **非食品项中，国际油价上行带动燃油相关分项上行，小长假带动旅游、出行服务分项环比反弹。**通工具用燃料价格同比上行幅度最大，家用水电燃料同比小幅上行。当前汽车降价促销、以旧换新政策带动下，环比延续负增，但受到成本端约束，价格下行幅度放缓。受清明假期、五一部分居民提前出行带动，机票、住宿和旅游相关价格都有所上行。房租价格同比回落 0.1pct 至-0.1%，随着应届生就业季到来有望小幅回暖。
- **采掘、原料涨价拉动下，PPI 同比上行，加工工业-原材料工业剪刀差再度回落。**部分大宗商品涨价带动下，生产者购进价格上行幅度大于出厂价格上行幅度。采掘工业、原材料上行带来一定拉动，加工工业增速持平，下游加工行业压力大于上游，议价能力相对较弱，当前需求不足的问题依然存在。
- **黑色与有色、原油产业链价格走势分化，下游制造业价格表现弱于上游。**海外商品涨价带动下，有色金属、石油和天然气开采、加工业同环比上行，黑色金属、非金属矿物制品业增速回落，地产、基建等工程建设依然偏弱。
- **通胀短期仍将保持温和，内外需修复存在一定差异。**CPI、PPI 上行但依然处于相对低位，5 月假期带动下，服务项仍有一定支撑。猪价上行周期将给食品项带来一定拉动，但整体幅度偏缓，拉动效果也相对有限。原油、有色的大宗上行带来的输入性通胀拉动了 PPI，但下游核心消费品需求依然偏弱，有色和黑色的价格分化，也显现了海内外修复节奏的差异。短期 CPI 驱动依然较为有限，价格提振仍需时间，~~未有~~扩内需的政策落地。
- **风险因素：**海外经济政策节奏和幅度超预期，居民消费回暖可持续性不及预期，地产投资持续偏弱拖累黑色金属价格。

分析师： 于天旭

执业证书编号： S0270522110001

电话： 17717422697

邮箱： yutx@wlzq.com.cn

相关研究

政策推动加量提质，聚焦当下重点问题
 制造业生产仍强，政策有望逐步发力
 “国九条”部署资本市场高质量发展

正文目录

事件.....	3
1、CPI 低位小幅反弹，非食品项为主要支撑.....	3
2、PPI 同比上行，加工工业价格偏弱.....	5
3、总结与展望.....	7
4、风险提示.....	7
图表 1: CPI 同比增速反弹 (%).....	3
图表 2: CPI 食品项环比跌幅收窄 (%).....	3
图表 3: 核心 CPI 小幅上行 (%).....	3
图表 4: 油价中枢上行 (元/吨).....	3
图表 5: 猪肉价格走势 (元/公斤).....	4
图表 6: 能繁母猪保持去化 (万头, %).....	4
图表 7: 蔬菜价格环比仍处于下行通道 (元/公斤).....	4
图表 8: 水果价格季节性上行 (元/公斤).....	4
图表 9: CPI 燃料相关分项走势 (%).....	5
图表 10: 服务分项持平，租房分项有所下滑 (%).....	5
图表 11: CRB 指数同比上行，PPI 小幅回升 (%).....	6
图表 12: 加工-原材料工业剪刀差再度回落 (%).....	6
图表 13: 石油、有色产业链价格回升 (%).....	6
图表 14: PPI-CPI 剪刀差小幅收窄 (%).....	6
图表 15: M1 回落，资金活化依然不足(%).....	7
图表 16: 居民加杠杆乏力 (%).....	7

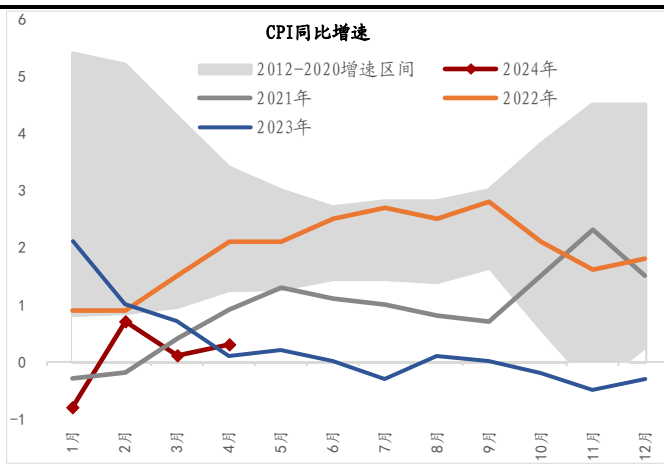
事件

2024年4月，CPI同比增速0.3%（市场预期0.2%），较上月上涨0.2个百分点，环比增速0.1%，前值-1%，1-4月CPI累计同比0.1%；PPI同比增速-2.5%（市场预期-2.3%），较上月上行0.3个百分点，环比增速-0.2%，前值-0.1%，1-4月PPI累计同比-2.7%。

1、CPI 低位小幅反弹，非食品项为主要支撑

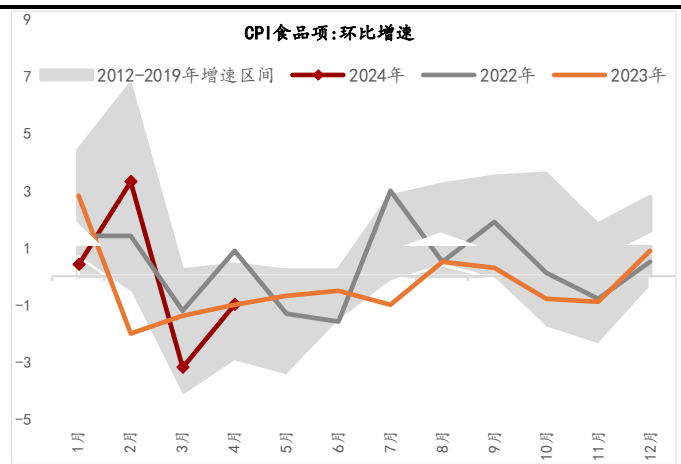
CPI同比小幅反弹，非食品项同环比上行，食品项同比增速持平。2024年4月CPI同比增速较上月反弹0.2个百分点至0.3%，增速略超出市场预期，环比增速0.1%，前值-1%。CPI食品项同比增速与上月持平于-2.7%，环比由上月的-3.2%上行至-1%；非食品项同比由0.7%小幅上行至0.9%，环比由上月的-0.5%上行至0.3%。

图表1: CPI同比增速反弹 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

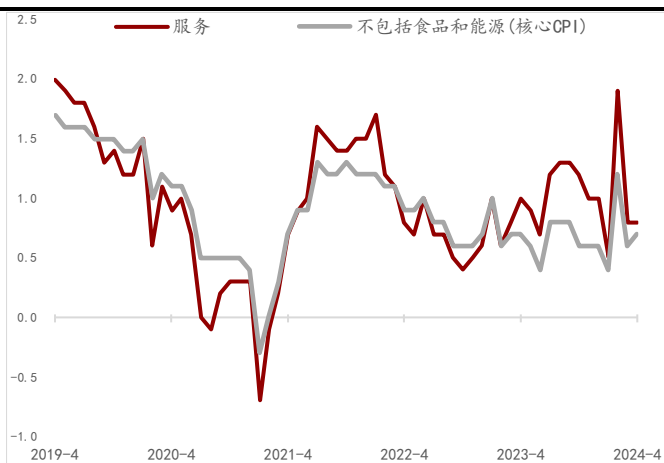
图表2: CPI食品项环比跌幅收窄 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

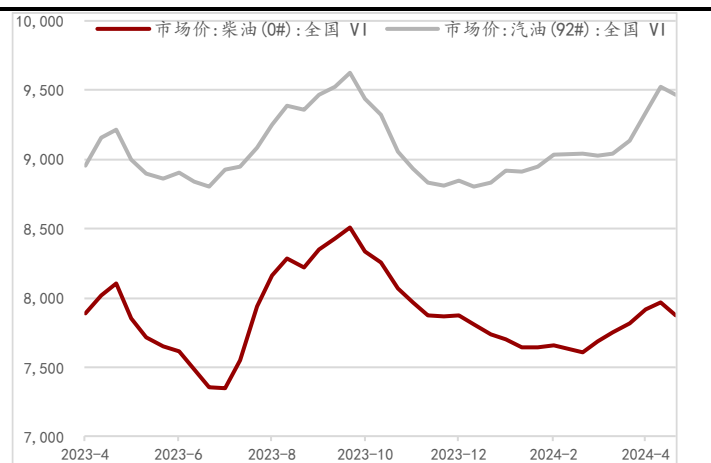
核心CPI同比小幅上行，服务项增速持平，环比边际改善，消费品同比上行至0%。核心CPI同比增速小幅上行0.1个百分点至0.7%，环比上行0.2%。CPI服务项同比持平于3月的0.8%，环比上行0.3%，前值-1.1%，出行、旅游、金饰等涨价为主要拉动；消费品同比则上行0.4个百分点至0%，环比-0.1%，环比增速较上月上行0.8个百分点，但仍为负值。

图表3: 核心CPI小幅上行 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表4: 油价中枢上行 (元/吨)

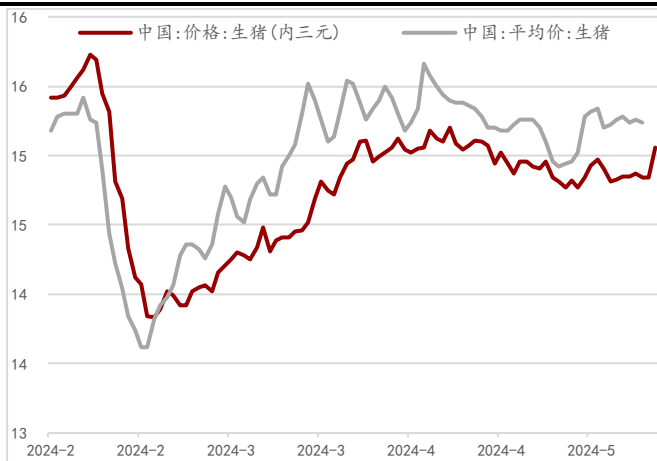


资料来源: Wind, 万联证券研究所

食品分项价格走势分化，猪肉价格同比抬升，牛羊肉、水产价格回落，蛋类价格继续走弱。4月，猪肉价格同环比上行，前期产能去化效果逐步显现，当前猪肉价格依然处于低位，随着能繁母猪进一步去化，猪价有望迎来上行周期，但预期整体斜率偏缓。牛羊肉价格同比继续下跌，环比延续负增，肉蛋类价格主要为猪肉拉动。随着气温逐步回暖，蔬菜价格进入季节性回落区间，环比价格下跌，但同比有所上行。水果价格同比回落，未来有望逐步进入季节性价格上行通道。粮食、食用油、烟草价格增速持平，酒类同比跌幅收窄。

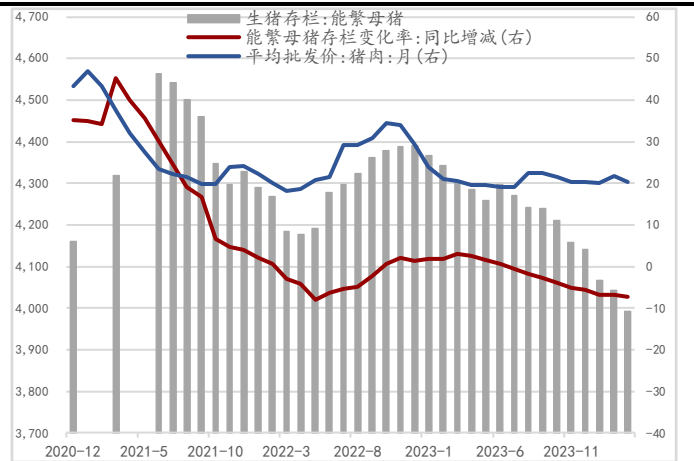
从CPI食品具体分项来看，4月，猪肉价格同比上涨3.8个百分点至1.4%，增速转正，环比增速由上月的-6.7%上行至0%；猪肉的替代品牛羊肉同比增速分别由上月的-8.4%、-6%下行至-10.4%、-6.8%，蛋类同比增速回落1.7个百分点至-10.6%，环比-2%。鲜菜价格同比上涨2.6个百分点至1.3%，环比-3.7%；鲜果价格同比继续回落1.2个百分点至-9.7%，环比-2%。粮食、食用油、水产品、烟草、酒类同比增速分别由3月的0.5%、-5.3%、1.2%、1.2%、-1.2%变动为0.5%、-5.3%、0.2%、1.2%、-1%。

图表5: 猪肉价格走势 (元/公斤)



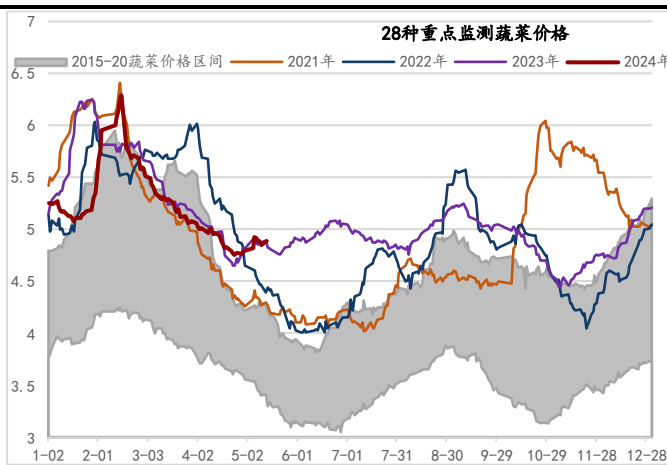
资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表6: 能繁母猪保持去化 (万头, %)



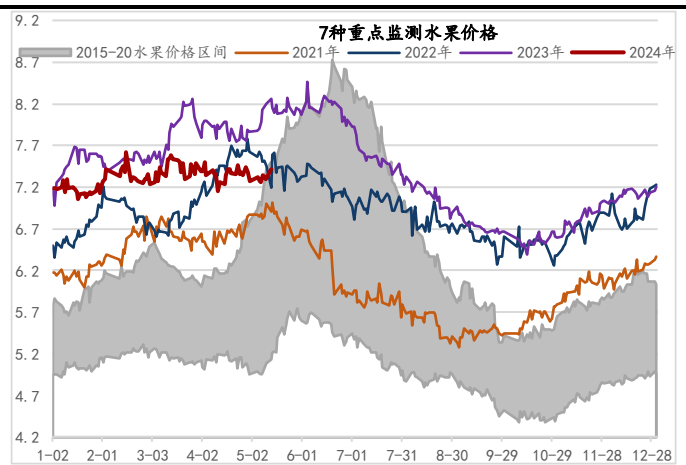
资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表7: 蔬菜价格环比仍处于下行通道 (元/公斤)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表8: 水果价格季节性上行 (元/公斤)

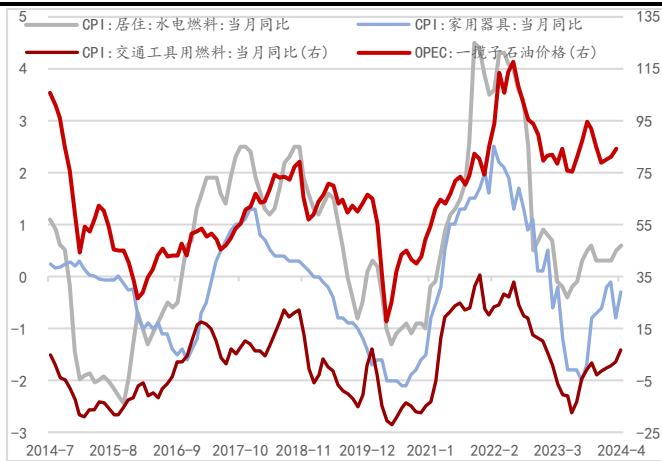


资料来源: Wind, 万联证券研究所

非食品项中，国际油价上行带动燃油相关分项上行，小长假带动旅游相关的服务分项环比价格显著反弹。4月，通工具用燃料价格同比上行幅度最大，环比上行2.9%，主

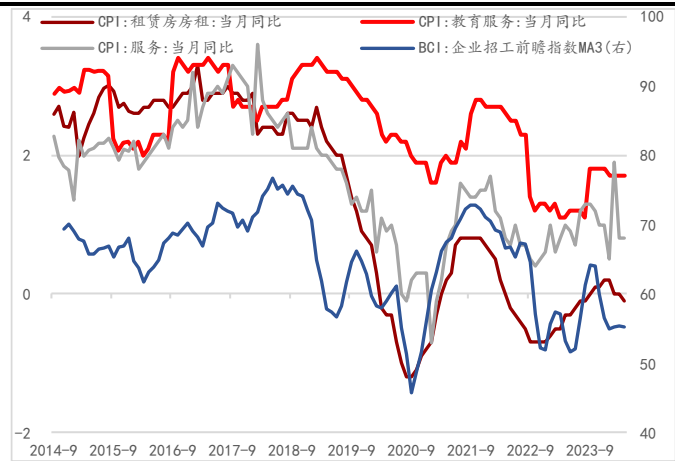
要受国际油价上行带动,家用水电燃料同比由0.5%上行为0.6%。交通工具同比由-4.6%继续收窄为-4.3%,环比-0.6%,当前汽车降价促销、以旧换新政策带动下,环比延续负增,但受到成本端约束,价格下行幅度放缓。服务分项来看,旅游同比由6%下行到4.1%,环比由3月的-14.2%显著反弹为2.7%,受清明假期、五一部分居民提前出行带动,机票、住宿和旅游相关价格都有所上行。房租价格同比回落0.1个百分点至-0.1%,环比-0.1%,随着应届生就业季到来,房租价格有望小幅回升。地产下游的家具器具同比由-0.8%上行为-0.3%,环比-0.1%。医疗保健价格小幅上行,主要为医疗服务分项拉动。

图表9: CPI燃料相关分项走势 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表10: 服务分项持平,租房分项有所下滑 (%)



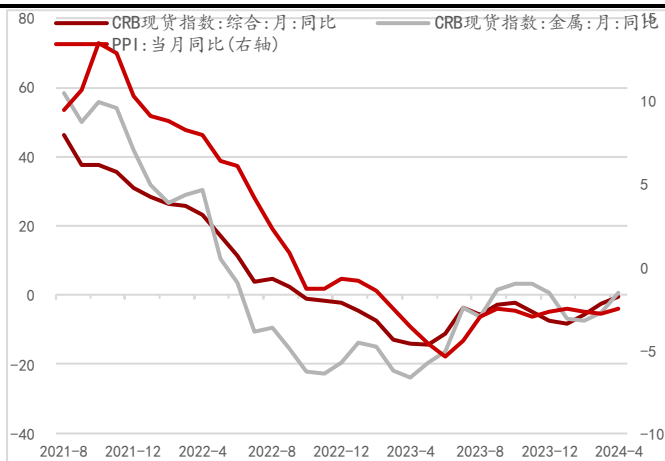
资料来源: Wind, 万联证券研究所

2、PPI 同比上行, 加工工业价格偏弱

采掘、原料涨价拉动下, PPI 同比上行, 加工工业-原材料工业剪刀差再度回落。PPI 同比上行, 但低于市场预期, CRB 指数同比缓步上行, 金属价格上行快于整体。部分大宗商品涨价带动下, 生产者购进价格上行幅度大于出厂价格上行幅度。PPI 生产资料中, 采掘工业、原材料上行带来一定拉动, 加工工业增速持平, 下游加工行业压力大于上游, 议价能力相对较弱, 当前需求不足、以价换量的问题依然存在。生活资料同比上行, 一般日用品、食品类同环比增速均有所上行, 耐用消费品同环比增速有所回落。

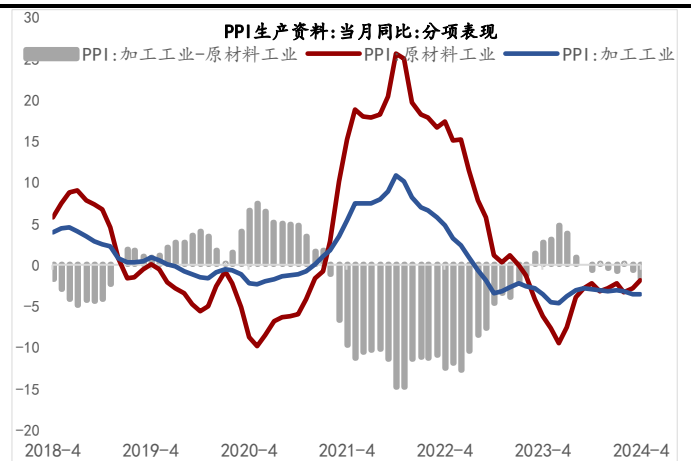
具体数据来看, PPI 同比-2.5%, 较上月上行0.3个百分点, 低于市场预期的-2.3%, 环比增速-0.2%, 前值-0.1%。工业生产者购进价格 (PPIRM) 同比由-3.5%上行为-3%。PPI 生产资料同比上行0.4个百分点至-3.1%, 其中, 采掘工业、原材料工业同比分别由3月的-5.8%、-2.9%上行至-4.8%、-1.9%, 加工工业持平于上月的-3.6%。PPI 生活资料同比上行0.1个百分点至-0.9%, 环比增速-0.1%, 前值-0.1%; 其中, 食品类同比由-1.3%上行至-0.8%。

图表11: CRB指数同比上行, PPI小幅回升 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表12: 加工-原材料工业剪刀差再度回落 (%)

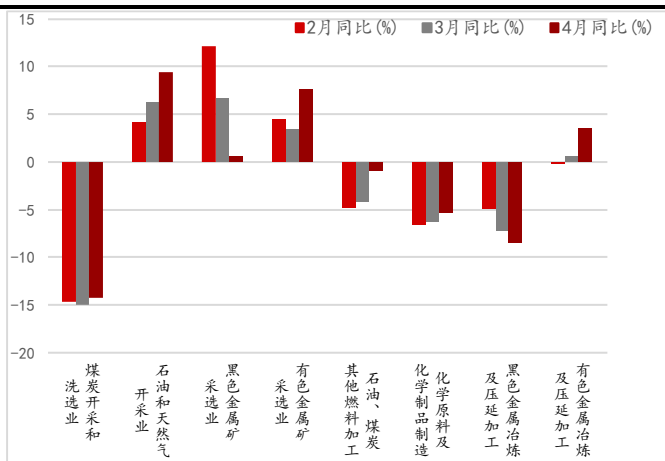


资料来源: Wind, 万联证券研究所

原油、有色产业链价格上行, 黑色金属产业链价格持续下滑。采掘业整体同比上行, 内部表现分化, 其中有色金属矿采选、石油和天然气开采业同环比上行幅度较大, 为主要拉动项; 煤炭开采和洗选业同比上行, 低基数作用带来一定影响, 环比回落; 黑色金属矿采选业同环比下滑幅度较大, 为主要拖累项, 非金属矿采选业同环比也小幅回落。下游黑色金属冶炼及压延加工、非金属矿物制品业同环比有所回落, 地产、基建等工程建设依然偏弱, 价格有所下行。石油等燃料加工业、有色金属加工业同环比增速上行, 主要受到国际原油、有色商品价格上行拉动。

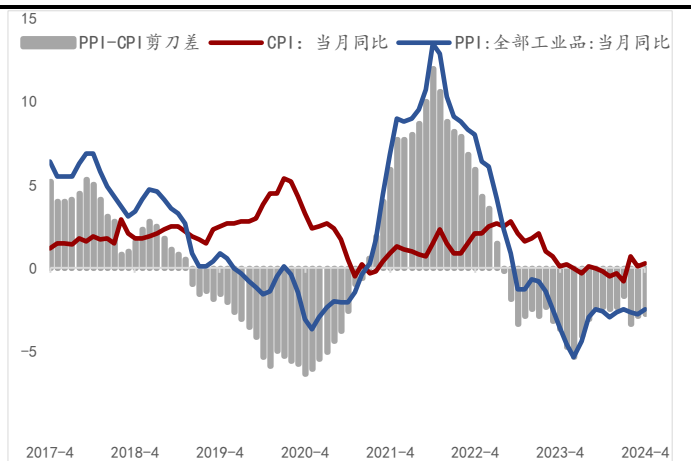
下游制造业价格表现弱于上游, 电力、热力的生产和供应业同环比回落。中游通用设备制造业同比由-1.7%下行至-1.9%, 环比-0.3%。下游汽车制造业同比增速由-1.5%下滑至-2%, 环比-0.6%, 车企降价潮仍在持续。铁路、船舶等运输设备制造业同比由-0.4%上行至-0.1%, 环比0%; 计算机、通信等电子设备制造业同比上行0.5个百分点至-2%, 环比-0.2%。整体中下游行业需求不足的问题依然存在, 环比价格多数下滑。电力、热力的生产和供应业同比由-1.7%回落至-2.1%, 环比-0.6%, 燃气生产和工业同比跌幅收窄, 但环比增速下探。

图表13: 石油、有色产业链价格回升 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表14: PPI-CPI剪刀差小幅收窄 (%)

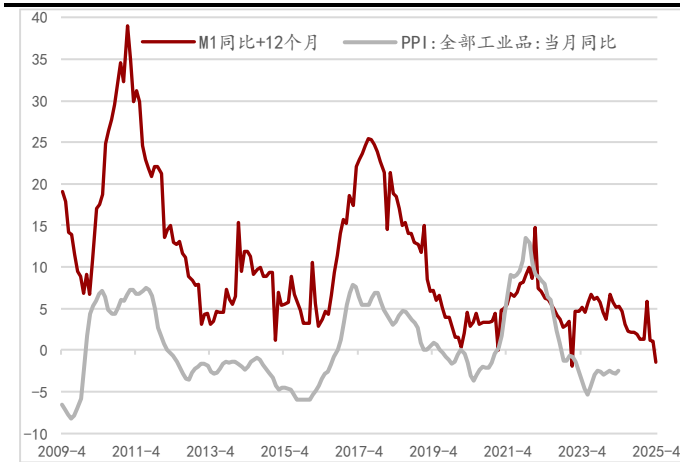


资料来源: Wind, 万联证券研究所

3、总结与展望

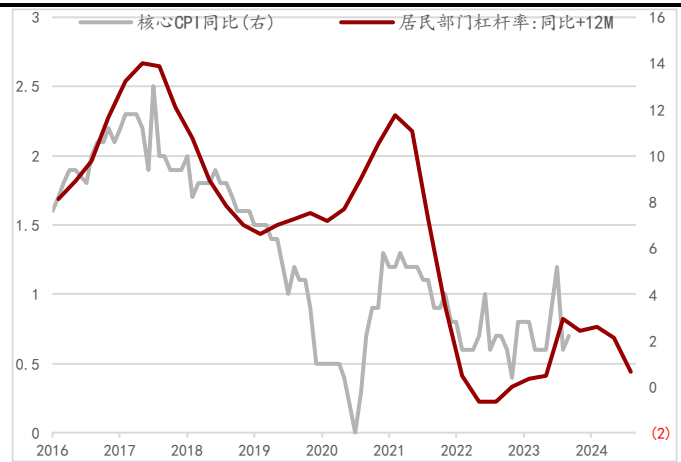
通胀短期仍将保持温和，内外需修复存在一定差异。CPI、PPI上行但依然处于相对低位，5月假期带动下，服务项仍有一定支撑。猪价上行周期将给食品项带来一定拉动，但整体幅度偏缓，拉动效果也相对有限。原油、有色的大宗上行带来的输入性通胀拉动了PPI，但下游核心消费品需求依然偏弱，有色和黑色的价格分化，也显现了海内外修复节奏的差异。短期CPI驱动依然较为有限，价格提振仍需时间，未来有待更多助力扩内需的政策落地。

图表15: M1回落，资金活化依然不足(%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表16: 居民加杠杆乏力 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

4、风险提示

海外经济政策节奏和幅度超预期，居民消费回暖可持续性不及预期，地产投资持续偏弱拖累黑色金属价格。

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，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了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司的客户使用。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。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司认为可靠且已公开的信息撰写，本公司力求但不保证这些信息的准确性及完整性，也不保证文中的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。分析师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。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的引起法律后果和造成我公司经济损失的概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道 1528 号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街 28 号中海国际中心

深圳福田区深南大道 2007 号金地中心

广州天河区珠江东路 11 号高德置地广场