



缓慢修复

——中国物价数据点评 (2024 年 4 月)

4 月 CPI 通胀 0.3%，高于前值 (0.1%) 和市场预期 (0.2%)，PPI 通胀 -2.5%，高于前值 (-2.8%) 但低于市场预期 (-2.3%)。

4 月数据指向通胀尚未实质性回暖，需求偏弱、地产周期下行、局部供求失衡仍是主要问题。前瞻地看，猪周期见底和部分行业产能扩张放缓有望驱动通胀继续修复，但地产周期下行仍将拖累修复的斜率与幅度。

一、CPI 通胀：仍然低迷

4 月 CPI 通胀录得 0.3%，略超市场预期。但从结构看，除猪肉和旅游外的分项价格低迷未见显著改善，通胀进一步回暖仍有赖于宏观政策的支持。

食品价格跌幅收敛，符合季节特征。4 月食品价格环比下跌 1.0% (3 月下跌 3.2%)，同比下跌 1.4% (3 月下跌 1.4%)，对 CPI 通胀的拖累仍为 0.5pct。随着猪价企稳回升，食品通胀或于年中实现见底，9-10 月实现转正。3 月能繁母猪头数进一步去化至 3,992 万，2021 年以来首次跌至 4,000 万以下，4 月猪价实现环比止跌和同比转涨。其他食品价格多现季节性下跌，前瞻地看，多数食品价格均将随季节性特征转涨，以肉蛋奶为代表的蛋白类食品价格将在猪价回升的驱动下实现更大涨幅。能源分项继续出现输入性通胀。4 月布伦特油价累计上涨 1.3%，连续 4 个月上涨，交通工具用燃料价格环比上涨 2.9%，同比上涨 6.9%，拉动 CPI 通胀 0.1pct。随着国际油价阶段性见顶，能源通胀也将顶部震荡。

表面数据指向核心通胀动能回升，但结构特征指向物价疲弱仍未改善。4 月核心 CPI 环比增长 0.2%，接近季节性上沿位置，同比增长 0.7%，较 3 月亦上行 0.1pct。但从结构看，核心通胀边际改善来自于旅游价格转跌为涨的托举，其他分项价格表现依然疲弱。4 月旅游价格环比上涨 2.7% (3 月下跌 14.2%)，但其他分项改善非常有限。服务方面，除旅游外，仅医疗服务价格

环比上行 0.3%，其他分项价格非平即跌。商品方面，衣着、家具、汽车、手机四大分项价格普跌，且未见跌幅收窄迹象。随着稳内需政策进一步加码，核心通胀改善或从局部向整体扩散。

二、PPI 通胀：持续下跌

4 月 PMI 数据指向供给强于需求的情况仍未改变，PPI 随之维持了同比、环比双双下跌的格局。4 月 PPI 同比下跌 2.5%，环比下跌 0.2%。

从结构看，PPI 数据呈现“两头弱，中间强”的特征，上游和下游价格持续下跌，但中游价格已经连续 2 个月上行。上游价格下跌主要来自于地产需求的拖累，年初以来地产投资表现为开发、新开工、竣工全面深度收缩，与之高度相关的国内定价大宗商品价格加速下行，驱动上游 PPI 持续下行。下游价格下跌则来自于部分行业供给过度扩张的影响，与汽车、手机、家具等商品价格持续下跌相呼应。

国际与国内定价大宗商品价格走势进一步分化，前者受到强需求和降息预期的支撑，后者则仍在寻求供求再平衡。国际定价的原油、天然气、有色金属相关分项价格持续回升，国内定价的黑色金属和煤炭相关分项价格则仍然低迷。

三、前瞻：越过谷底

前瞻地看，通胀正从底部向上修复，回暖斜率和幅度或仍然承压。一方面，猪周期见底回升对 CPI 通胀构成支撑，部分行业产能扩张放缓则对 PPI 通胀构成支撑。但另一方面，仍然高企的库存决定了地产投资短期内难以重回扩张，对通胀修复形成抑制。年内 CPI 通胀有望回升至 1% 上方，PPI 通胀有望向 0 收敛。

(作者：谭卓 王天程)

图1: 非食品价格驱动CPI通胀企稳回升

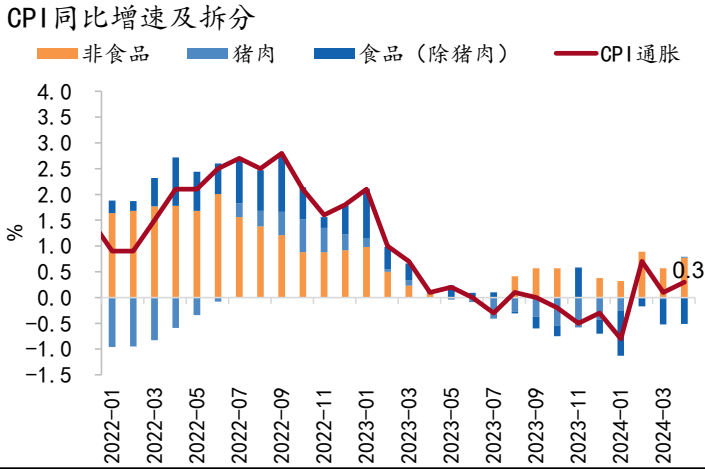
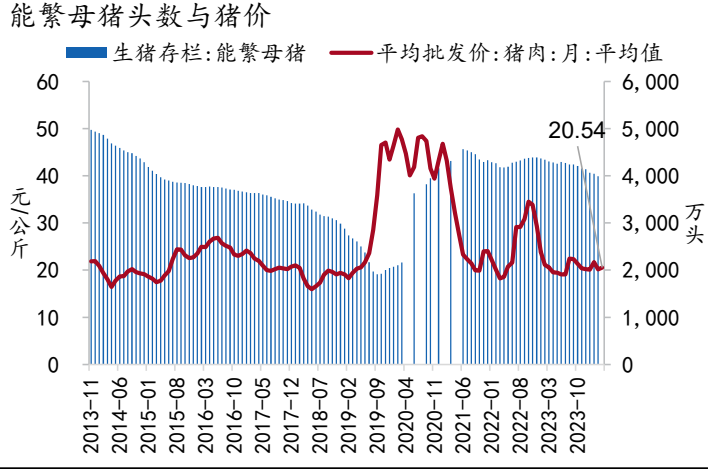


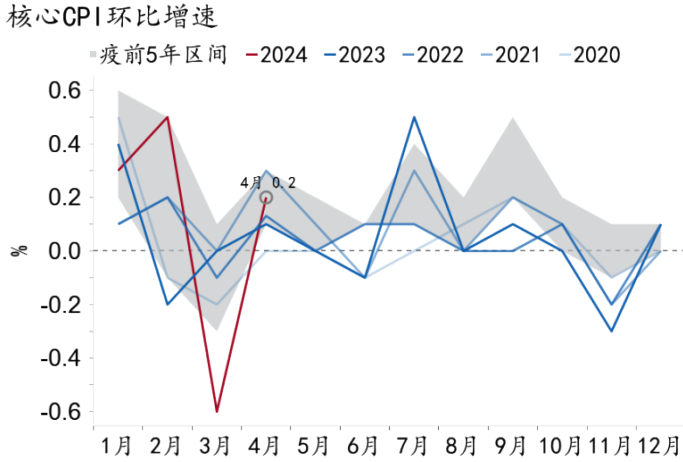
图2: 产能持续去化, 猪价或已触底



资料来源: WIND、招商银行研究院

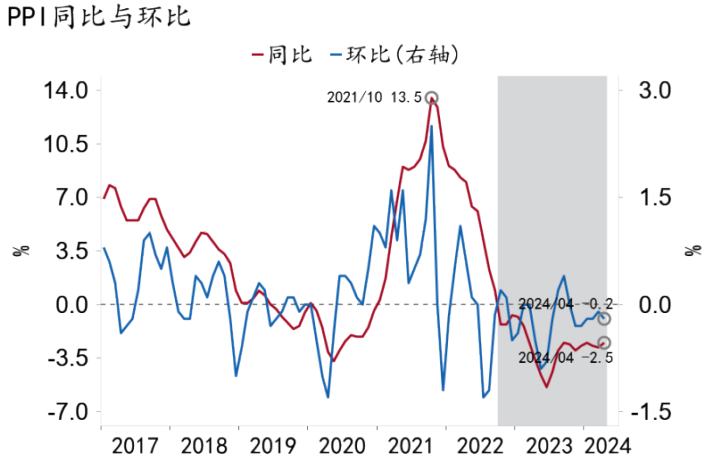
资料来源: WIND、招商银行研究院

图3: 核心通胀环比动能边际改善



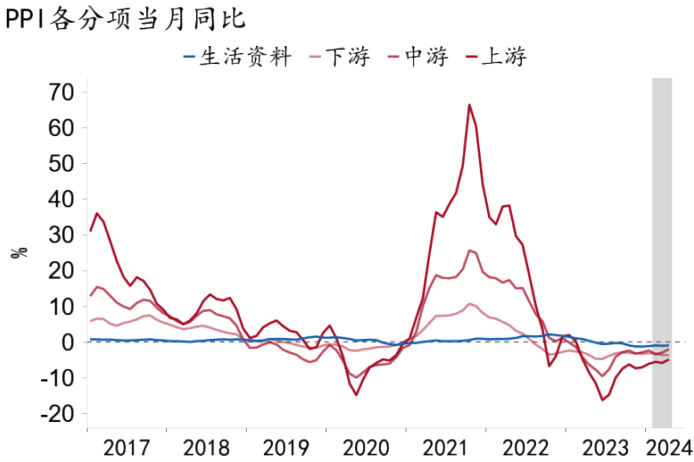
资料来源: MACROBOND、招商银行研究院

图4: PPI指数持续下跌



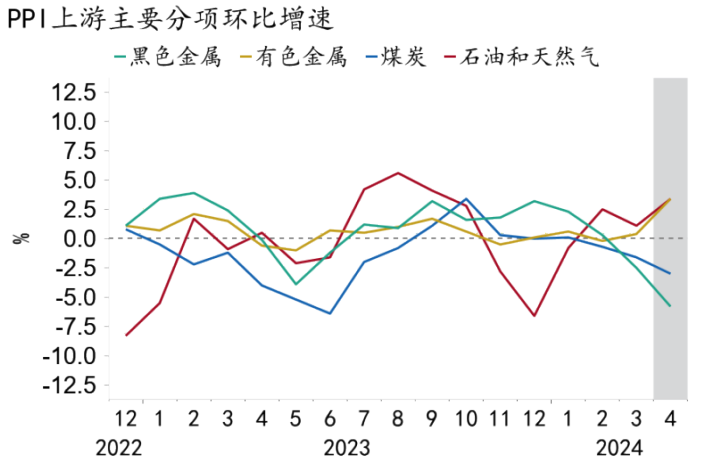
资料来源: MACROBOND、招商银行研究院

图5: PPI上中下游均处收缩区间



资料来源: MACROBOND、招商银行研究院

图6: 国际与国内定价大宗商品价格分化走阔



资料来源: MACROBOND、招商银行研究院