

分析师：杨畅

执业证书编号：S0740519090004

电话：021-20315708

Email: yangchang@zts.com.cn

相关报告

投资要点

■ 从价格看实物消费“K型”分化：

第一，生活资料价格相较生产资料更加平稳，掩盖了内部结构变化；

第二，一般日用品与耐用消费品的价格呈现“K型”分化；

第三，以2011年12月为基期100，一般日用品持续上行约5%；耐用消费品持续下行约10%；

第四，一般日用品具有单价偏低、购买频次偏高等特点，价格走势持续上行，或指向相关消费的基础端比较稳固；

第五，耐用消费品主要包括交通工具、家用电器、乐器、健身器材，共性特点是单价相对偏高、购买频次相对偏低，价格走势仍在回落，或许指向耐用消费品的需求相较供给偏弱的格局。

■ 高频数据：生产高位平稳，基建出现上行，住宅成交平稳，土地出让仍弱，消费保持平稳，出口运价续升，进口运价波动

■ 风险提示事件：国内与海外政策变动风险；国内与海外经济波动超预期风险；国际经济贸易摩擦风险

内容目录

1. 从价格看实物消费 K 型分化.....	- 3 -
2. 高频数据：生产高位平稳，基建出现上行，住宅成交平稳，土地出让仍弱，消费保持平稳，出口运价续升，进口运价波动	- 5 -
3. 风险提示	- 14 -

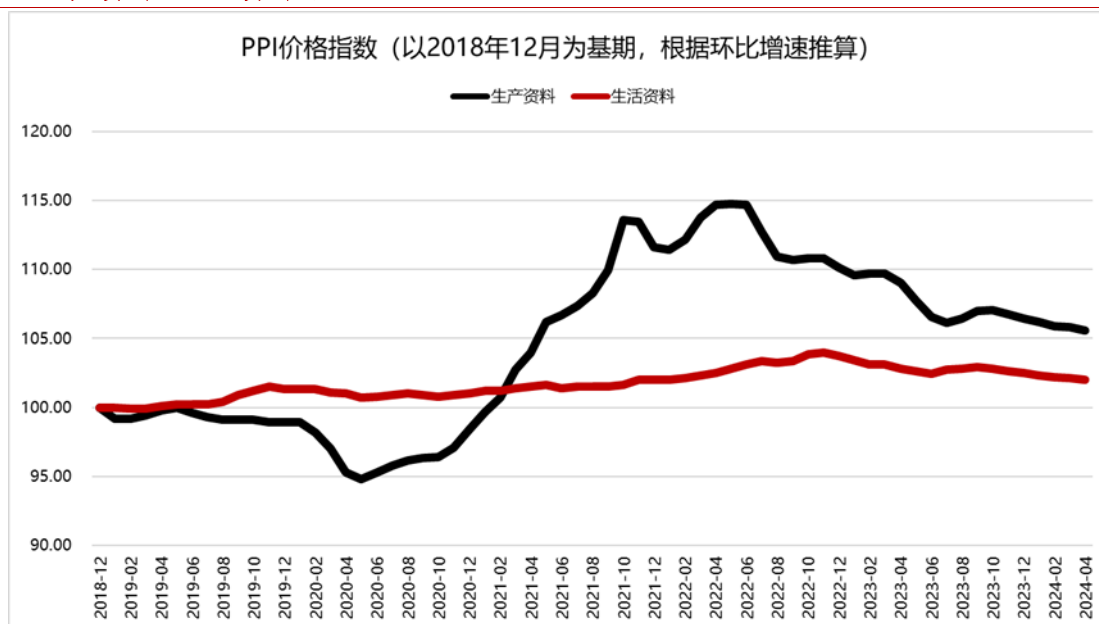
图表目录

图表 1: PPI 生产资料与生活资料价格指数.....	- 3 -
图表 2: 一般日用品与耐用消费品价格指数的历年比较（以 2018 年 12 月为基期 100，根据环比增速推算）	- 3 -
图表 3: 一般日用品与耐用消费品价格指数（以 2011 年 12 月为基期 100，根据环比增速推算）	- 4 -
图表 4: 住户收支与生活状况调查方案中耐用消费品拥有情况	- 4 -
图表 5: 生产端部分高频指标（开工率单位为%，产量单位为万吨）	- 5 -
图表 6: 基建部分高频指标（库存单位为万吨）	- 5 -
图表 7: 基建部分高频指标（水泥全国与区域变化）	- 6 -
图表 8: 基建部分高频指标（水泥价格分区域）	- 6 -
图表 9: 商品房成交部分高频指标（面积单位为万平方米）	- 7 -
图表 10: 部分重点城市二手房成交面积（面积单位为平方米）	- 7 -
图表 11: 上海一手签约与二手成交面积指数（以 2023 年 Q4 日均值为基准 100）	- 9 -
图表 12: 土地成交部分高频指标（面积单位为万平方米）	- 9 -
图表 13: 消费相关部分高频指标（销量单位为辆，电影票房单位为万元）	- 9 -
图表 14: 中国出口集装箱运价指数与上海出口集装箱运价指数	- 10 -
图表 15: CCFI 指数不同航线表现.....	- 10 -
图表 16: 外贸相关高频指标（区域指数）	- 11 -
图表 17: CDFI 运价指数及细分运价指数.....	- 12 -
图表 18: BDI 指数及细分运价指数.....	- 13 -

1. 从价格看实物消费 K 型分化

近期公布的 4 月物价数据中，PPI 同比下降 2.5%，降幅较上月收窄 0.3 个百分点，环比下降 0.2%，连续 6 个月环比下降。其中，生活资料环比下降 0.1%，相较于生产资料环比下降 0.2%，生活资料的稳定性更强。从历史数据来看，以 2018 年 12 月为基期 100，根据月度环比增速推算，自 2018 年 12 月以来，生活资料价格在 5% 的区间内运行；而生产资料在 20% 的区间内运行；能够清楚地表明，生活资料的稳定性相较生活资料更加明显。

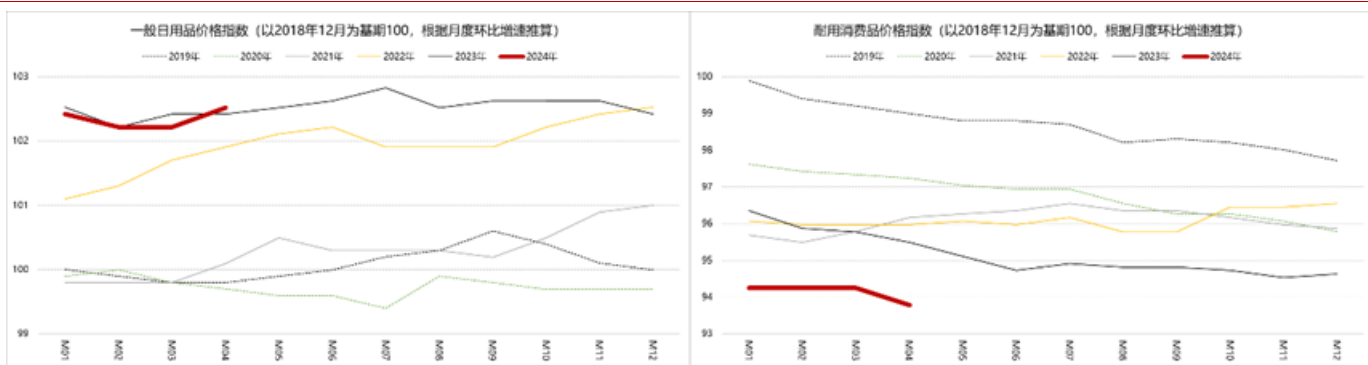
图表 1: PPI 生产资料与生活资料价格指数



来源: WIND、中泰证券研究所

在生活资料整体平稳运行的同时，内部出现了比较明显的结构性变化。短期来看，4 月物价数据中，一般日用品环比上涨 0.3%，耐用消费品环比下降 0.5%。同样，如果以 2018 年 12 月为基期 100，根据月度环比增速来推算一般日用品和耐用消费品的价格指数，可以发现，截至 2024 年 4 月，一般日用品的价格指数为 102.52，超过往年同期水平，且相较于 2023 年 4 月同比上涨 0.1%；耐用消费品的价格指数为 93.78%，相较于往年同期水平偏低。

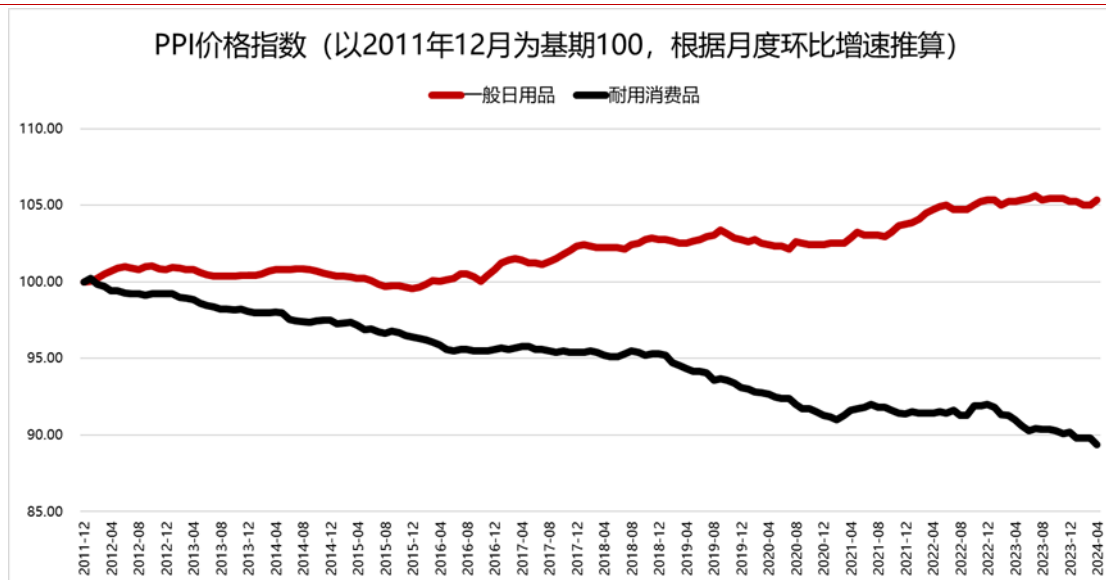
图表 2: 一般日用品与耐用消费品价格指数的历年比较 (以 2018 年 12 月为基期 100, 根据环比增速推算)



来源：WIND、中泰证券研究所

如果进一步拉长时间维度，以 2011 年 12 月为基期 100，根据月度环比增速推算相应指数，呈现明显的“K 型”走势，一般日用品的价格指数为 105.33，耐用消费品指数为 89.36。

图表 3：一般日用品与耐用消费品价格指数（以 2011 年 12 月为基期 100，根据环比增速推算）



来源：WIND、中泰证券研究所

由于 PPI 反映的是出厂价格，尽管生活资料的出厂价格保持一定的平稳型，但细分来看，一般日用品与耐用消费品出厂价格的“K 型”走势，反映了企业生产不同品类商品，面对的供需环境是存在比较明显的差别。

由于一般日用品具有单价相对偏低、购买频次相对偏高等特点，价格走势持续平稳上行，或指向相关消费的基础端比较稳固，并且对于一般日用品的需求相较供给更强；而耐用消费品涉及的主要品类，根据国家统计局住户收支与生活状况调查方案，主要包括交通工具、家用电器、乐器、健身器材，共性特点是单价相对偏高、购买频次相对偏低，或许指向耐用消费品的需求相较供给偏弱的格局，仍在持续。

图表 4：住户收支与生活状况调查方案中耐用消费品拥有情况

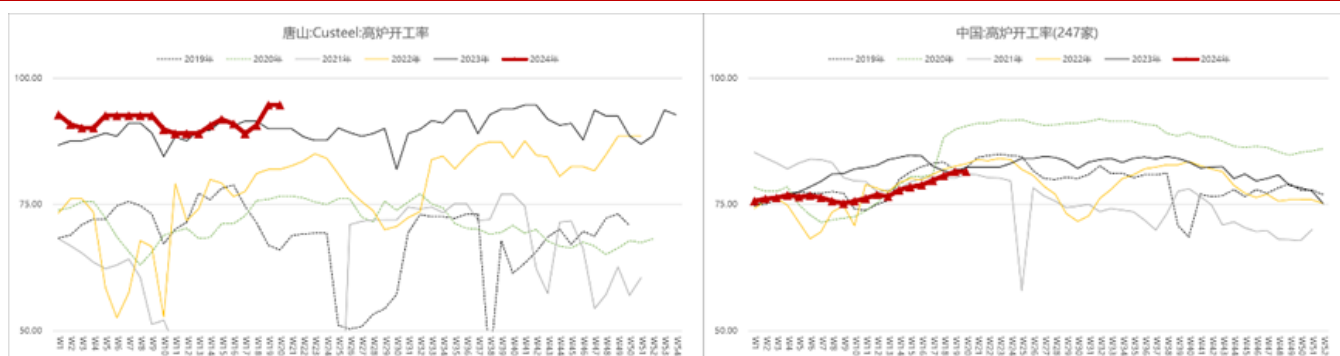
B2 耐用消费品拥有情况

问题	计量单位	代码	数量	问题	计量单位	代码	数量
1.家用汽车	辆	B201		11.洗碗机	台	B213	
其中：新能源汽车	辆	B201_1		12.排油烟机	台	B214	
2.摩托车	辆	B202		13.固定电话	线	B215	
3.助力车	台	B203		14.移动电话	部	B216	
4.洗衣机	台	B204		15.计算机	台	B218	
5.电冰箱(柜)	台	B205		16.照相机	台	B221	
6.微波炉	台	B206		17.乐器(500元以上)	架	B222	
7.彩色电视机	台	B207		18.健身器材	台	B223	
8.烤箱	台	B208		19.空气净化器(含新风系统)	台	B225	
9.空调	台	B209		20.地面清洁电器	台	B226	
10.热水器	台	B210					

来源：国家统计局、中泰证券研究所

2. 高频数据：生产高位平稳，基建出现上行，住宅成交平稳，土地出让仍弱，消费保持平稳，出口运价续升，进口运价波动

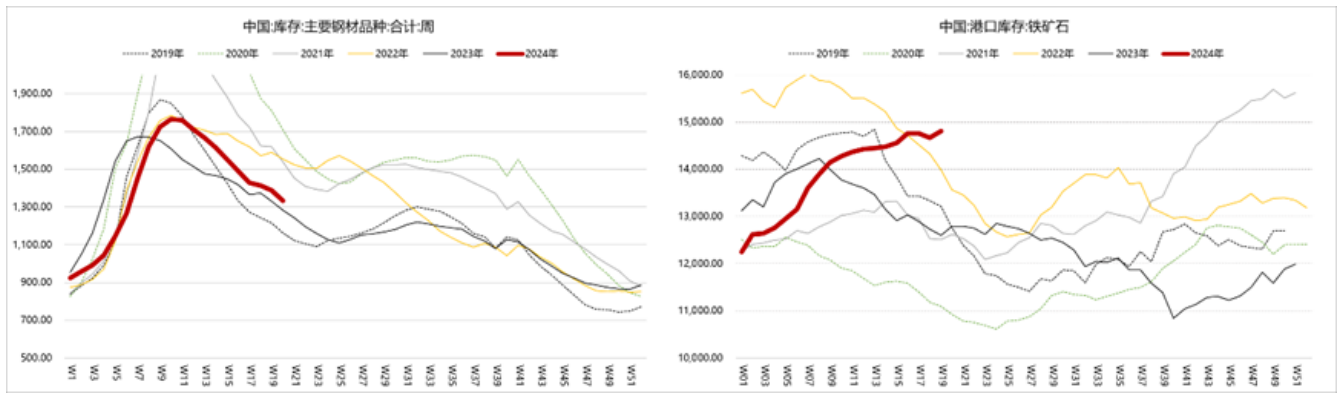
从生产端来看，仍在高位平稳，截至5月24日唐山Custeel高炉开工率为94.66%（前值94.66%），高位平稳，高于2023年同期水平；截至5月7日，全国247家高炉开工率81.52%（前值81.52%），高位平稳，超过2023年同期水平；截至5月23日，PTA产业链负荷率74.0%（前值73.38%），低位回升；截至5月18日，汽车半钢胎开工率回升，但仍高于往年平均水平。

图表5：生产端部分高频指标（开工率单位为%，产量单位为万吨）


来源：WIND、中泰证券研究所

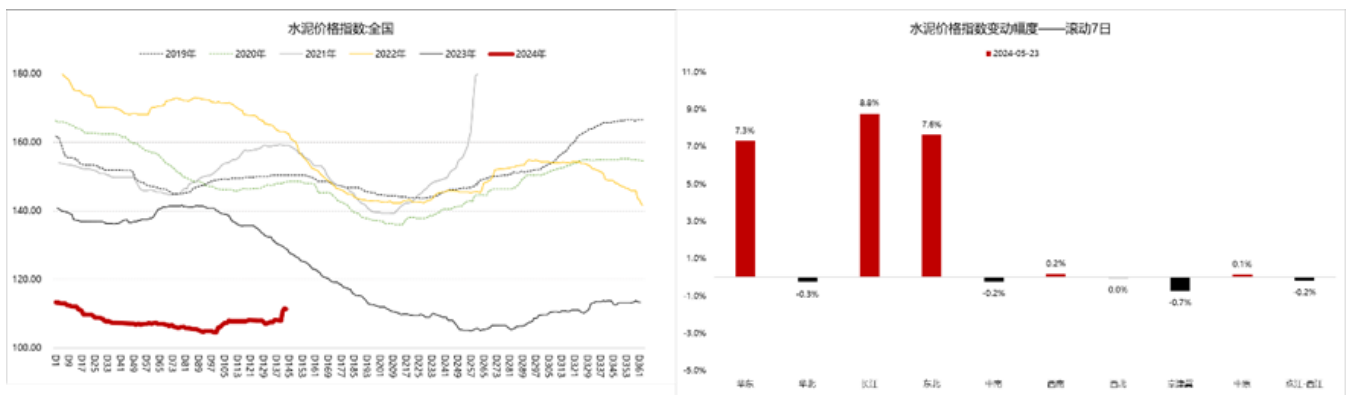
从内需端看，基建上，截至5月18日主要钢材品种库存季节性回落，但相较2023年同期仍然偏高，反应钢材去化速度相对偏慢，截至5月17日，铁矿石港口库存高位回升，表明去化仍慢；截至5月23日全国水泥价格延续回升迹象，或反应基建提速；从区域来看，华东、长江、东北环比回升明显。

图表6：基建部分高频指标（库存单位为万吨）



来源: WIND、中泰证券研究所

图表 7: 基建部分高频指标 (水泥全国与区域变化)



来源: WIND、中泰证券研究所

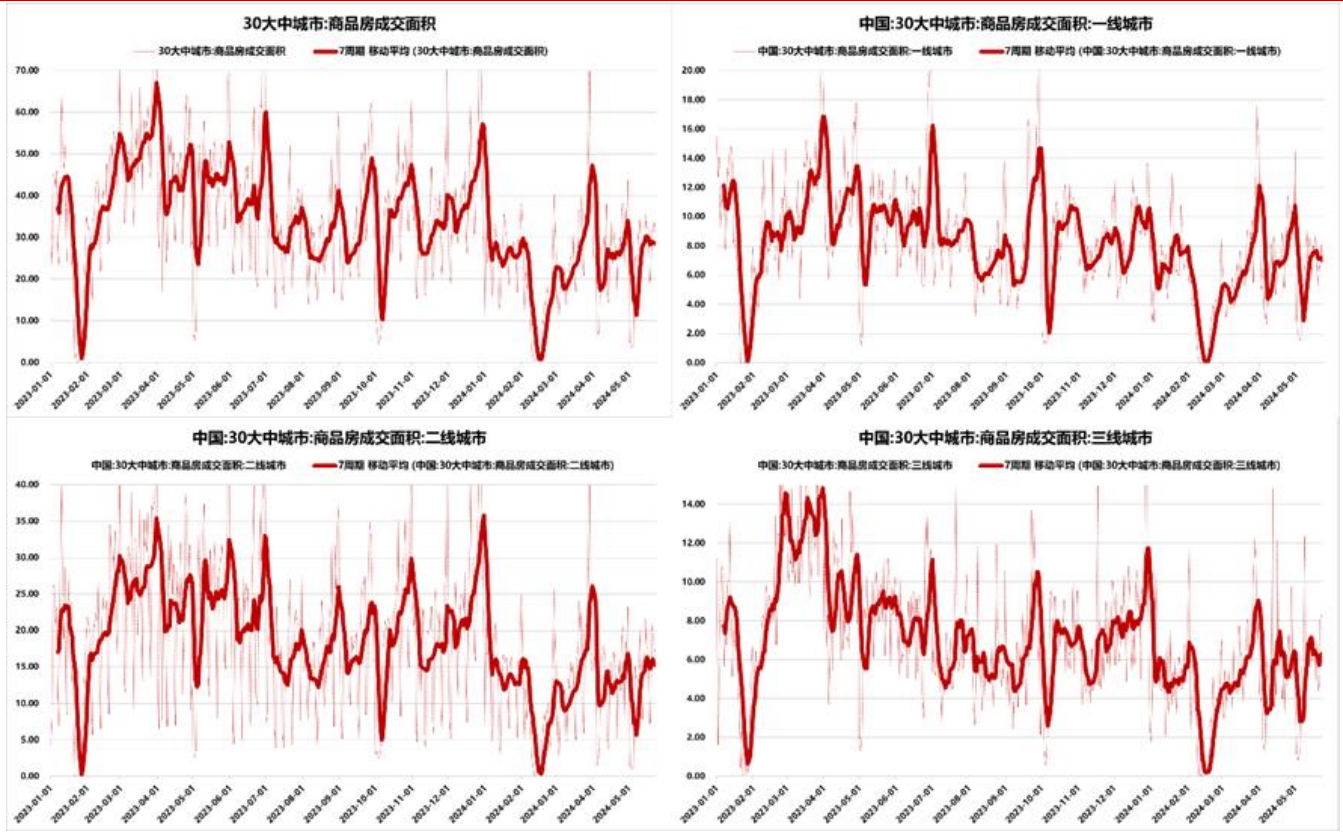
图表 8: 基建部分高频指标 (水泥价格分区域)



来源: WIND、中泰证券研究所

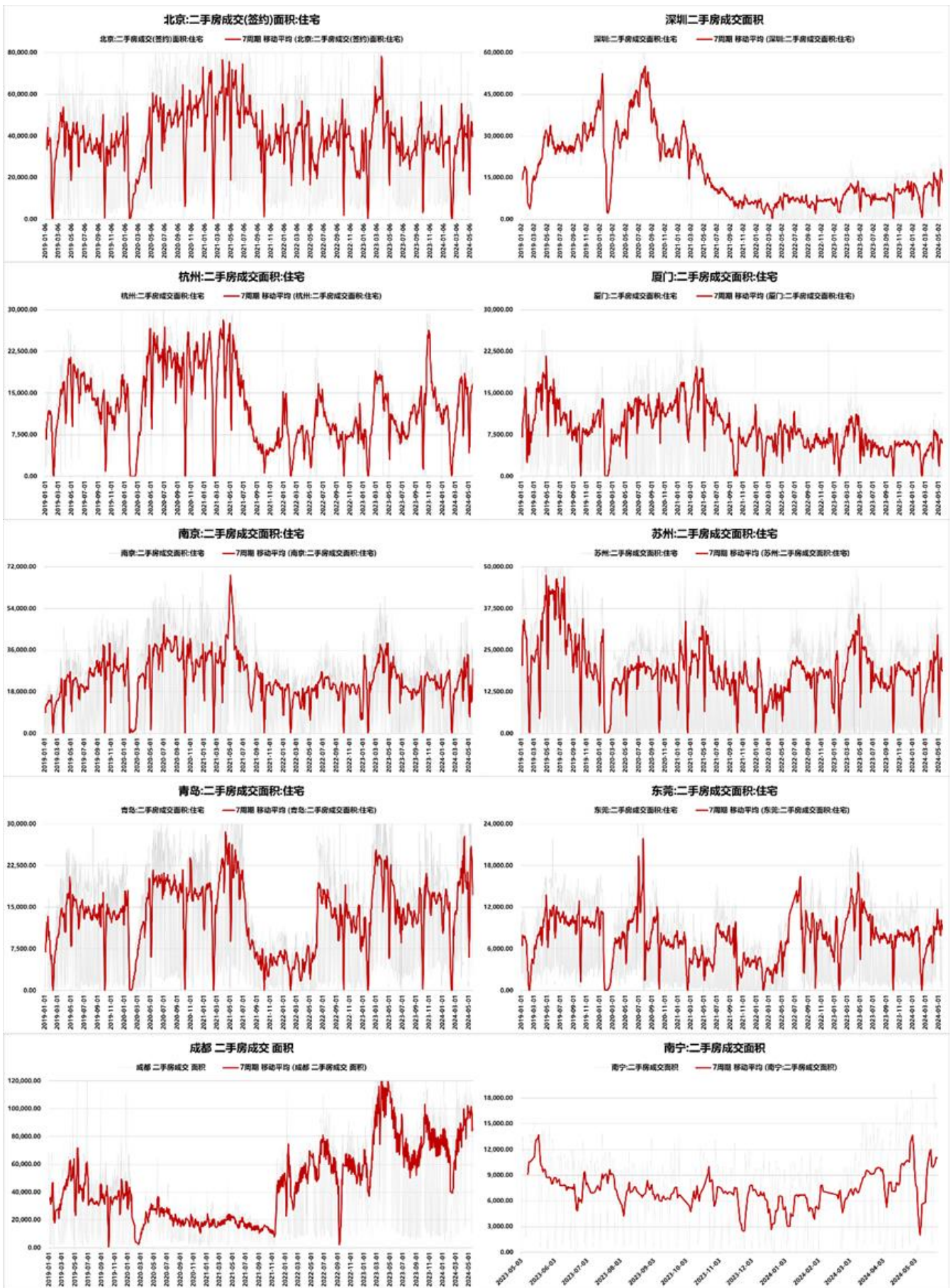
地产上,截至5月23日,30大中城市商品房成交面积保持平稳,一线、二线、三线同步表现;从部分重点城市二手房成交面积来看,总体平稳运行;上海一手房签约面积与二手成交面积继续回升;从土地成交情况来看,截至5月19日,100大中城市成交土地面积、住宅用地面积低位回落,表明拿地积极性仍然偏弱。乘用车批零低位波动,地铁客运量相对平稳;电影票房前期脉冲后回落。

图表 9: 商品房成交部分高频指标 (面积单位为万平方米)



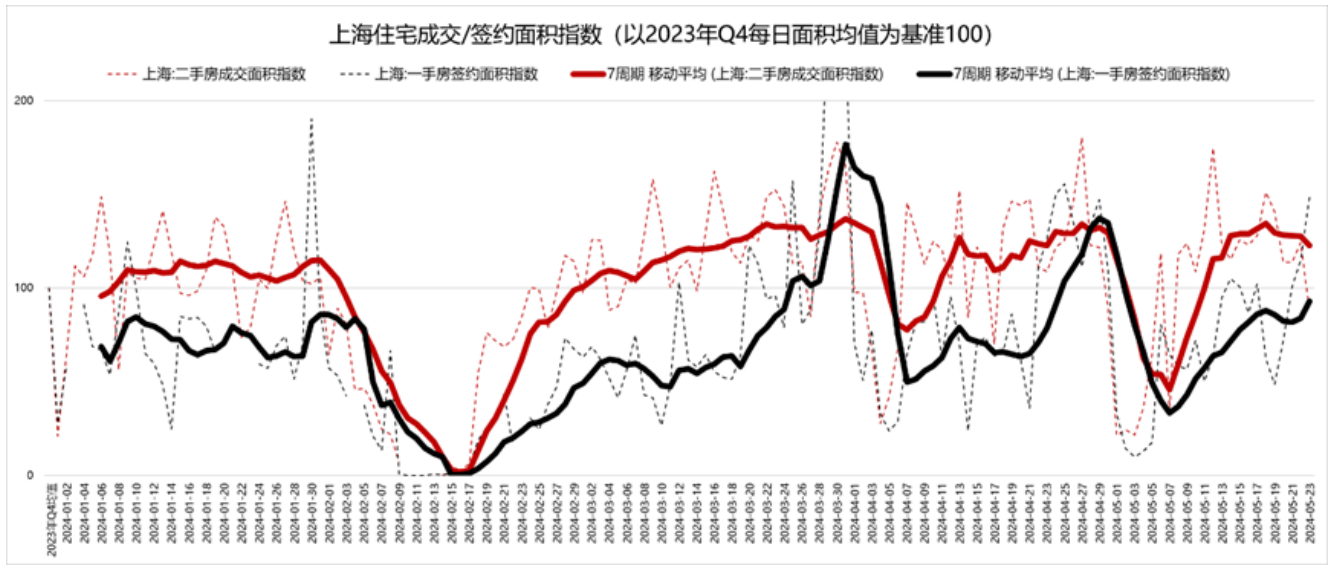
来源: WIND、中泰证券研究所

图表 10: 部分重点城市二手房成交面积 (面积单位为平方米)



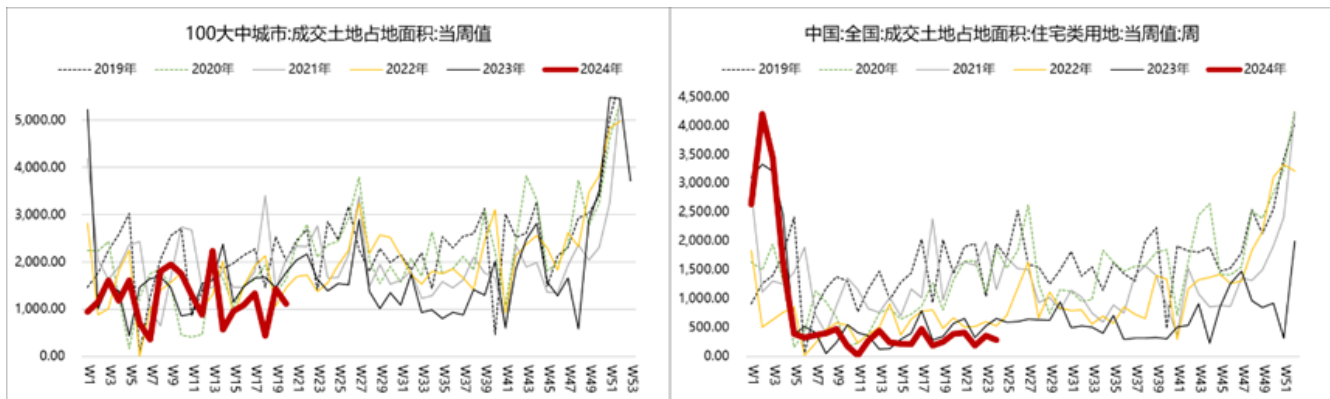
来源: WIND、中泰证券研究所

图表 11: 上海一手签约与二手成交面积指数 (以 2023 年 Q4 日均值为基准 100)



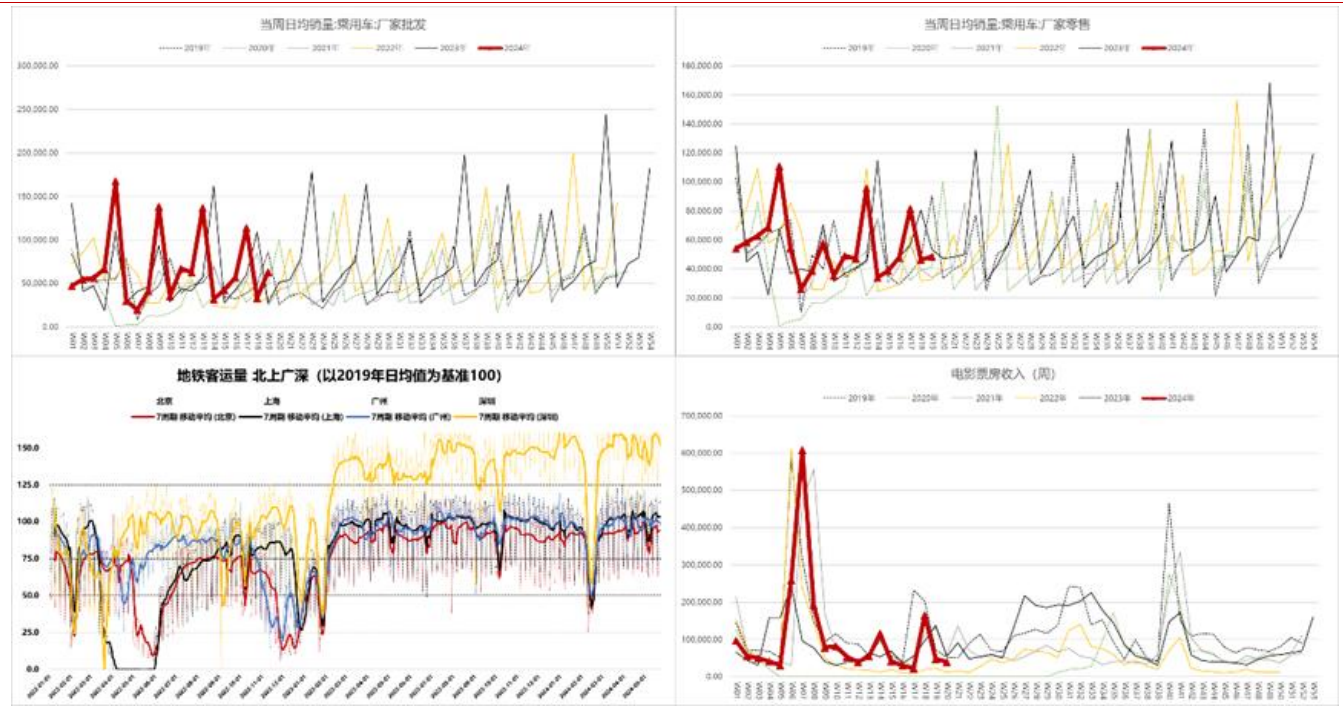
来源: WIND、中泰证券研究所

图表 12: 土地成交部分高频指标 (面积单位为万平方米)



来源: WIND、中泰证券研究所

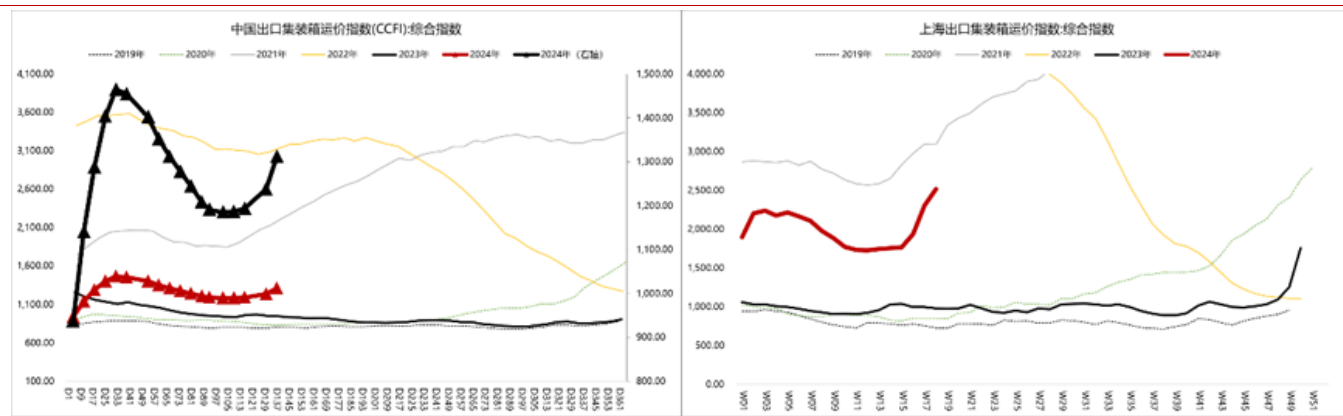
图表 13: 消费相关部分高频指标 (销量单位为辆, 电影票房单位为万元)



来源: WIND、中泰证券研究所

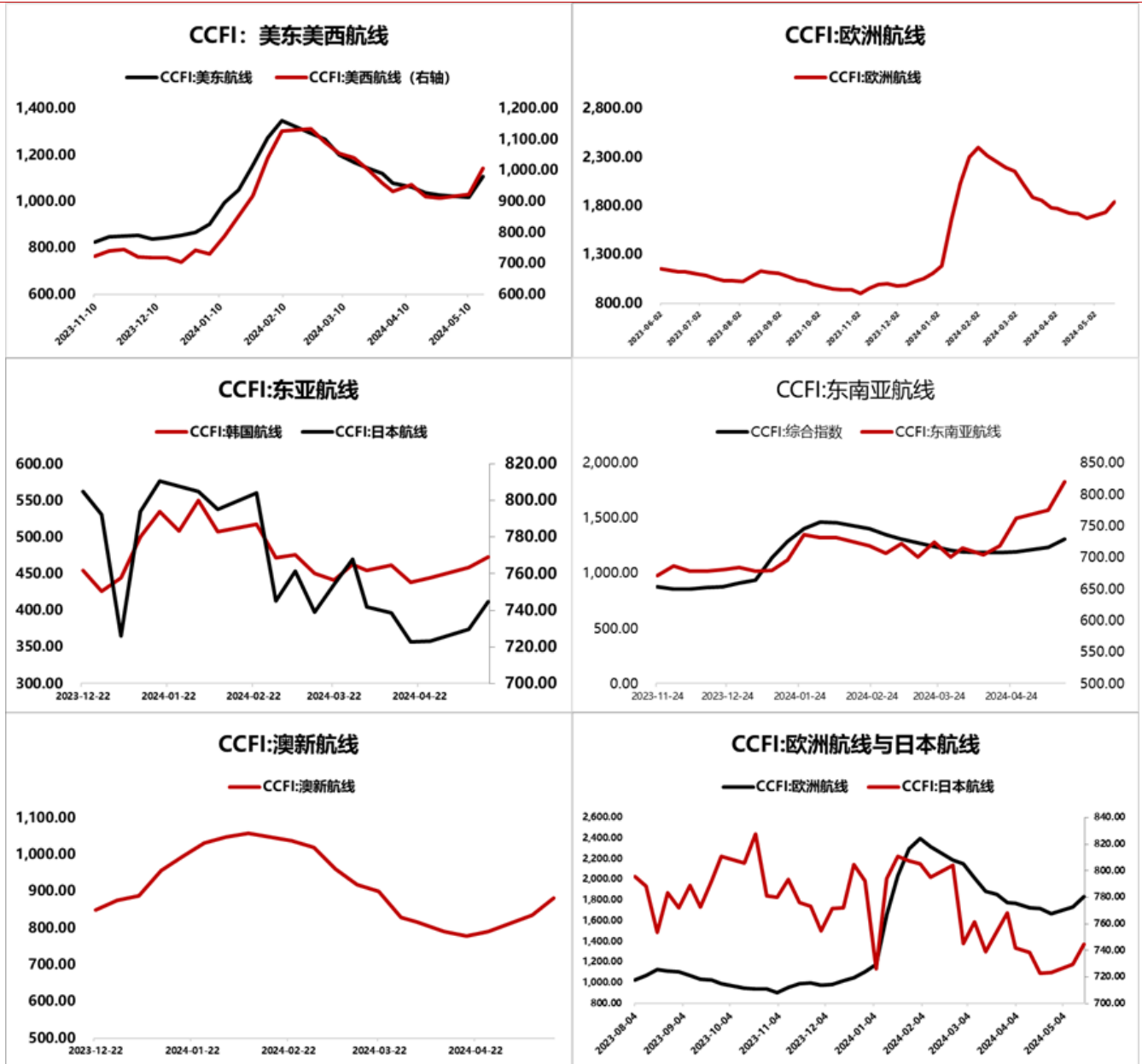
从外需端看,出口运价指标继续向上运行。截至5月17日,中国出口集装箱运价指数(CCFI)报1311.85点(前值1237.84点),继续上行;上海出口集装箱运价指数(SCFI)报2520.76点(前值2305.79点),继续上行,从往期数据观察,SCFI相较于CCFI指数更加敏感,或指向出口运价短期向上波动。细分航线指数同步回升。从部分区域运价指标来看,覆盖远东区域范围内典型进出口航线的远东干散货运价指数高位波动;东南亚集装箱运价指数继续上行。

图表 14: 中国出口集装箱运价指数与上海出口集装箱运价指数



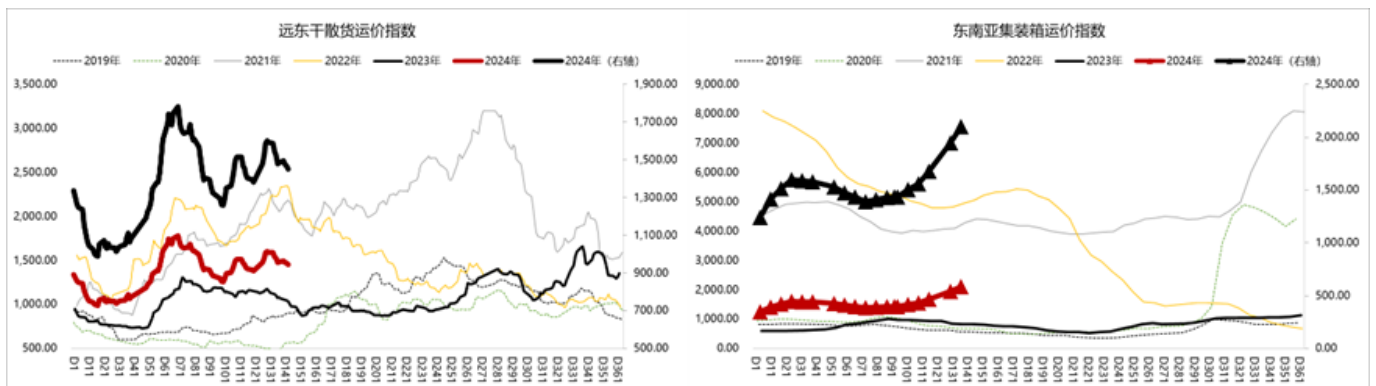
来源: WIND、中泰证券研究所

图表 15: CCFI 指数不同航线表现



资料来源: WIND、中泰证券研究所

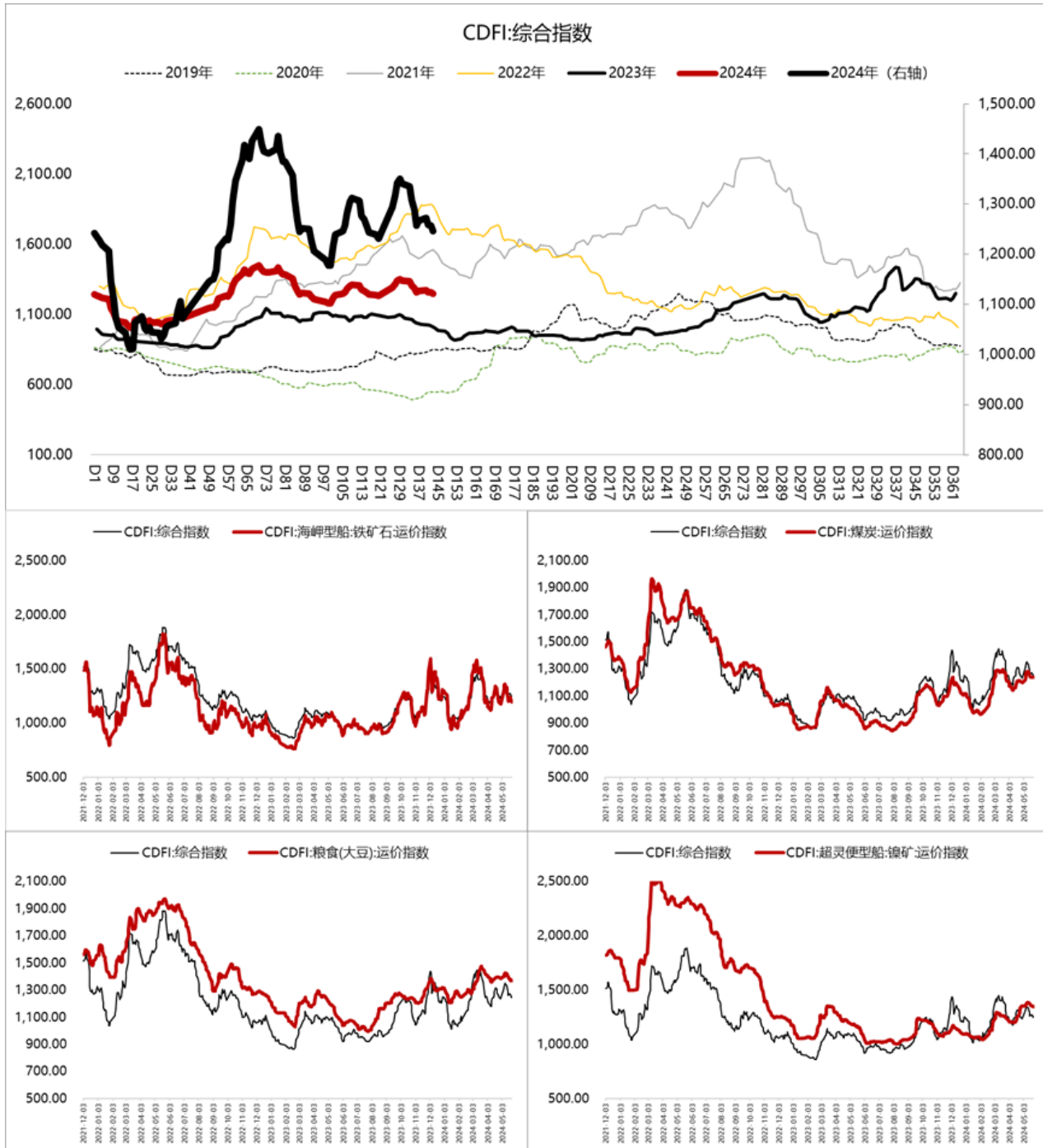
图表 16: 外贸相关高频指标 (区域指数)



资料来源: WIND、中泰证券研究所

进口相关高频指标高位波动，或反映内需波动。截至5月23日，CDFI中国进口干散货运价指数录得1246.11点（上周1267.19点），高位波动，相较往年同期偏强；细分指数同步运行。

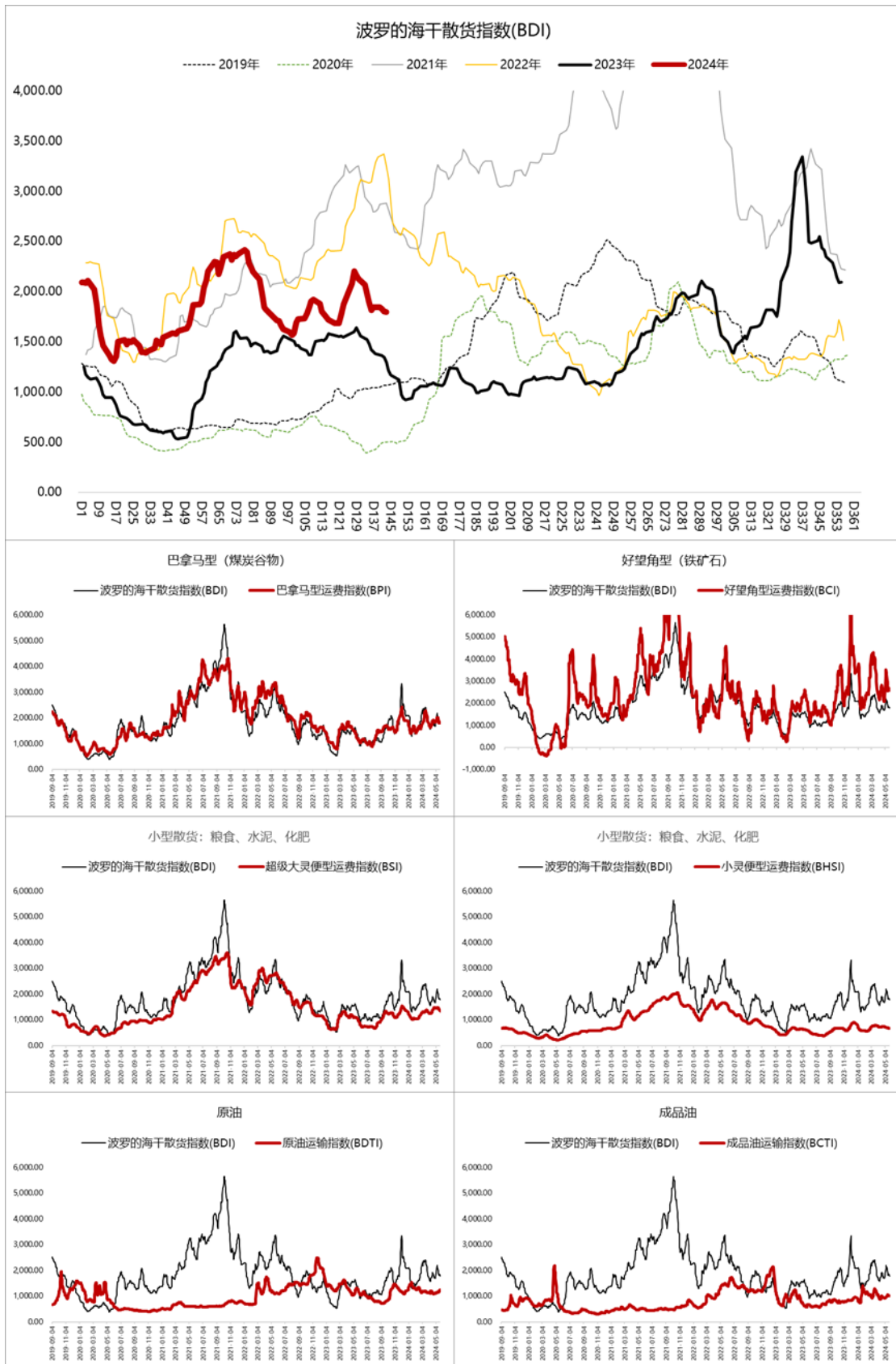
图表 17: CDFI 运价指数及细分运价指数



来源: WIND、中泰证券研究所

从BDI（波罗的海干散货指数）来看，由于BDI指数主要反映的是大宗资源类产品的供求关系，由于中国进口产品多以该类物品为主，因此，BDI指数更多地可以反映中国进口状况的变化。截至5月23日，BDI指数为1796点（上周1844点），高位波动，细分运价指数同步波动。

图表 18: BDI 指数及细分运价指数



来源: WIND、中泰证券研究所

3. 风险提示

国内与海外政策变动风险；国内与海外经济波动超预期风险；国际经济贸易摩擦风险

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。