



INFLATION

# 于无声处听惊雷：低物价的变化

## —— 2024 年中期通胀展望

宏观分析师：许冬石

研究助理：吕雷



# 于无声处听惊雷：低物价的变化

## —— 2024 年中期通胀展望

2024 年 06 月 15 日

- **2024 年低物价延续：**从全年来看，CPI 可能处于低位，但下半年走势好于上半年。预计全年 CPI 增速为 0.5%，二、三、四季度增速分别为 0.3%、0.5% 和 1.2%。2024 年 PPI 同比上行更多是依靠翘尾因素带动，PPI 可能在年末转正，预计全年 PPI 增速-1.2%。
- **CPI 波澜不惊的回升：**CPI 的运行仍然受到消费疲软的影响，但是下半年猪肉可能缓慢上行，蔬菜等农产品价格相对稳定，食品对 CPI 均保持正向拉动。旅游、医疗、衣着以及其他用品及服务类价格仍然具有韧性。原油受到海外因素影响更大，可能处于波动状态，影响相对中性。
- **PPI 地产仍是最关键变量：**PPI 下半年受到基数推动会持续上行，新涨价因素更多的受到房地产的影响。鉴于原油、铜等大宗商品价格可能偏平稳，受到房地产和基建投资影响更多的煤炭、铁矿石、钢铁等价格走势可能成为影响 PPI 运行的关键因素。中游行业受到利润挤压处于激烈的市场竞争中，下游行业受到出口拉动下半年会有所好转。
- **本轮低通胀成因是多种因素的结合：**疫情疤痕效应、经济结构转型、政策相对保守、海外需求偏缓均带来了通胀低位运行。我国生产持续向好，但消费恢复偏缓，叠加 2023 年出口交货偏弱带来了物价的下跌。这种情况在 2024 年已经有所改善，供需矛盾会有所缓解。房地产下行对于物价的压制始终存在，并且可能持续更长时间。现阶段央行政策相对保守，调结构压过稳增长。要谨防价格预期的自我实现。
- **低物价下商品价格变动趋势：**首先，房价成为压制 CPI 的因素。房价对 CPI 的带动自 2018 年起就开始减弱，2022 年房价—房租—工资的通胀上行链条瓦解。其次，交通价格的重要程度上行。2022 年后交通通信价格本身的变动幅度加大。再次，食品价格的波动幅度减弱。最后，医疗保健、服装、旅游等价格虽然在上行，其持续性需要观察。
- **通胀大幅回升需要的条件：**第一，房地产价格止跌。第二，央行货币政策开启大幅宽松。第三，输入性通胀。第四，更为健康的情况是在政府投资托底的基础上，经济缓慢恢复，新质生产力持续培育，居民就业和收入情况好转，从而带来了居民消费的上行和物价的走高。这种情况可能需要更长的时间。
- **未来通胀预期：**短期来看通胀水平可能仍然低位运行。四季度受到季节性影响 CPI 回到 1% 以上。如果房地产止跌，并且基建持续发力，那么 2024 年 CPI 可能会运行在 1%~2% 区间。PPI 下半年受到基数推动会持续上行，PPI 负增长幅度在下半年持续减弱，11 月-12 月份 PPI 单月可能转正。**从长期来看，经济转型会持续压制物价上行。尤其在债务约束的情况下，物价的大幅上行需要其他因素的影响。我们预计 CPI 可能在未来维持在 2% 以下。**

### 分析师

许冬石

☎：010-83574134

✉：xudongshi\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130515030003

研究助理：吕雷

### CPI 和 PPI 预期变化



资料来源：中国银河证券研究院

### 风险提示

1. 政策落地不及预期的风险
2. 消费者信心恢复不及预期的风险

# 目录

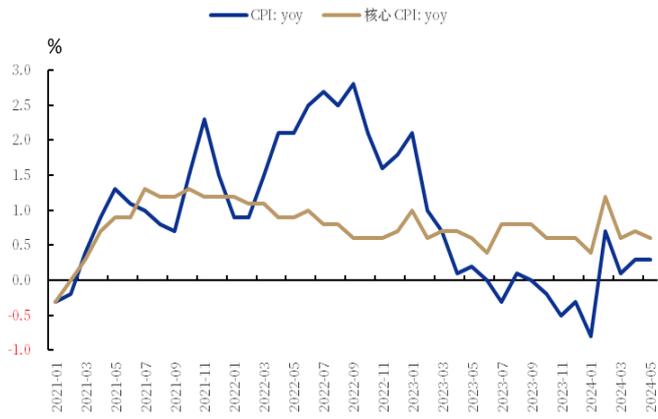
## Catalog

- 一、 2024 年低物价延续..... 3
- 二、 CPI：波澜不惊的回升..... 4
  - (一) CPI 运行受到居民消费疲软的影响.....4
  - (二) CPI 各项价格有所好转.....5
  - (三) CPI 主要影响因素下半年具有韧性 .....6
- 三、 PPI：地产仍是最关键变量..... 9
- 四、 低物价会持续更长时间？ ..... 11
  - (一) 本轮低通胀的成因..... 11
  - (二) 低通胀下消费品价格变化趋势 ..... 14
  - (三) 通胀大幅回升需要的条件 ..... 15
  - (四) 未来的通胀预期..... 15
- 五、 风险提示..... 15

## 一、2024 年低物价延续

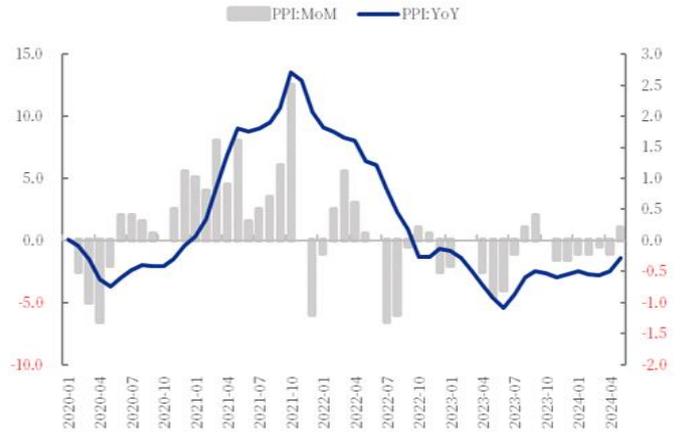
2024 年上半年物价运行变化并不明显，可以说 CPI 和 PPI 的运行均不超市场预期。从 1-5 月份数据来看，2024 年 CPI 运行保持弱势，PPI 处于低位。核心 CPI 波动不大，保持在 0.7%。PPI 仍然负增长，开年以来仅 5 月份环比实现了正增长。1~5 月份，CPI 总体增长 0.1%，PPI 增长-2.4%。

图1：核心 CPI 相对平稳



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

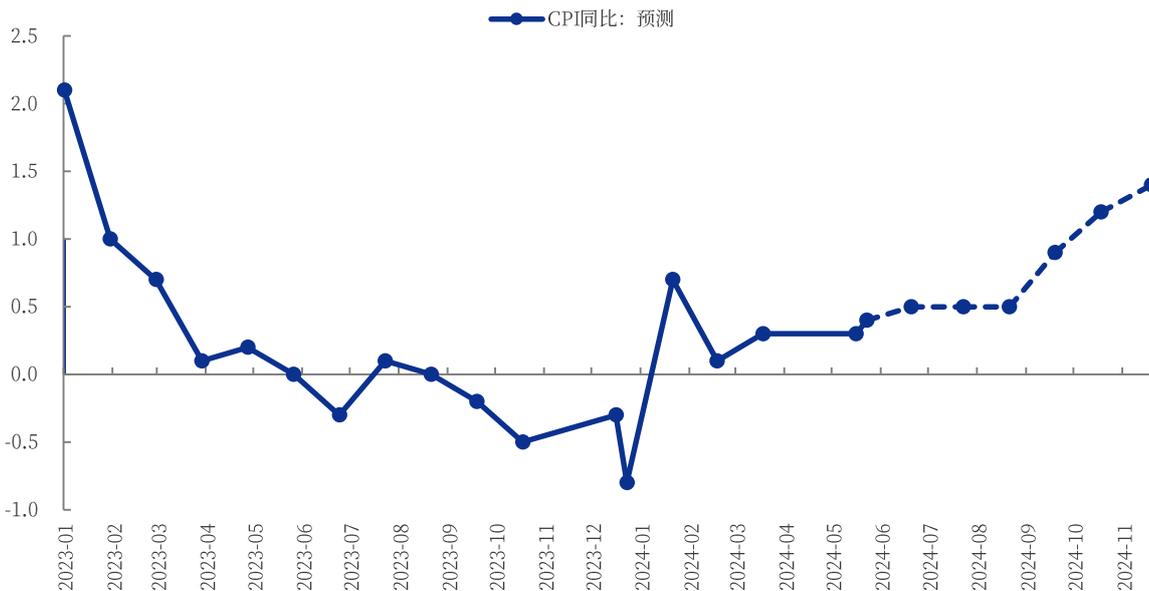
图2：PPI 同比和环比变动幅度 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

从全年来看，CPI 可能处于低位，但下半年走势好于上半年。居民消费恢复偏缓，生产的情况好于需求，房价和房租持续走低，货币投放增速偏弱，这些因素均不支持 CPI 增速快速回升。但同时服务类价格下半年继续受到旅游出行的推动，农产品价格受到季节性因素推动，猪肉价格上涨可能在四季度表现更好，下半年经济回升会带动已经处于底部的消费品价格小幅回升。我们预计全年 CPI 增速为 0.5%，二、三、四季度增速分别为 0.3%、0.5%和 1.2%。

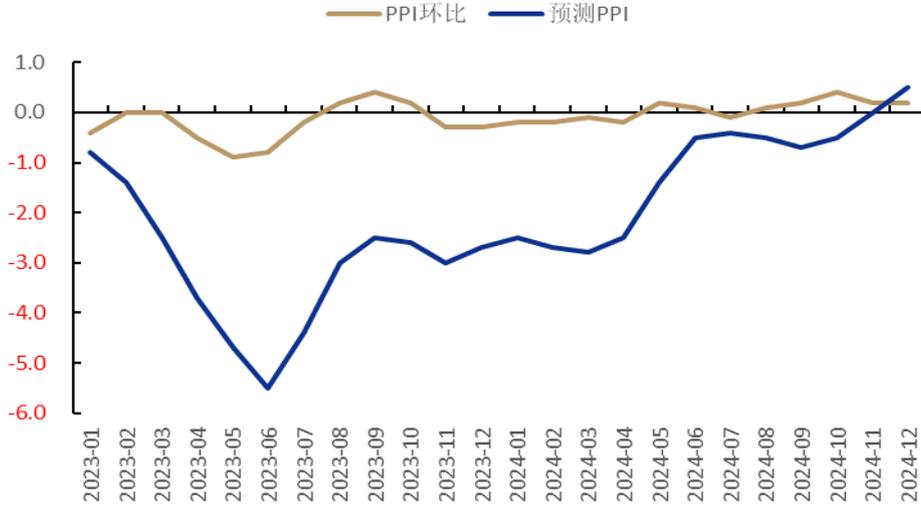
图3：CPI 预测 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

2024年PPI同比上行更多是依靠翘尾因素带动，PPI可能在年末转正。PPI环比在2024年前4个月均处于负增长，5月份虽然转正，但是由于原材料价格变动、房地产行业的低迷以及下游行业的竞争加剧，PPI环比增长需要等待下半年，并且上行幅度可能偏缓。PPI转正可能需要等到2024年末，或者更长的时间，我们预计全年PPI增速-1.2%。

图4: PPI 预测 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

## 二、CPI: 波澜不惊的回升

### (一) CPI 运行受到居民消费疲软的影响

2024年的居民物价指数低位运行受到经济转型与疫情后居民消费模式转变的双重影响。食品价格持续负增长，虽然有一定的基数因素，但居民消费整体偏弱也是食品价格低位运行的一个原因。非食品价格的上行并不顺畅，虽然旅游、药品等一定程度上提升了非食品价格，但缺乏居民消费的支持，难以带动非食品价格普涨。2024年1-5月份，食品价格下跌2.8%，非食品价格上行0.8%。从服务类价格来看，1-5月份价格上行0.8%，低于2019年1.7%的水平，同样低于2023年下半年1.2%的水平。

图5: 食品和非食品价格变化 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图6: 消费品和服务价格变化 (%)



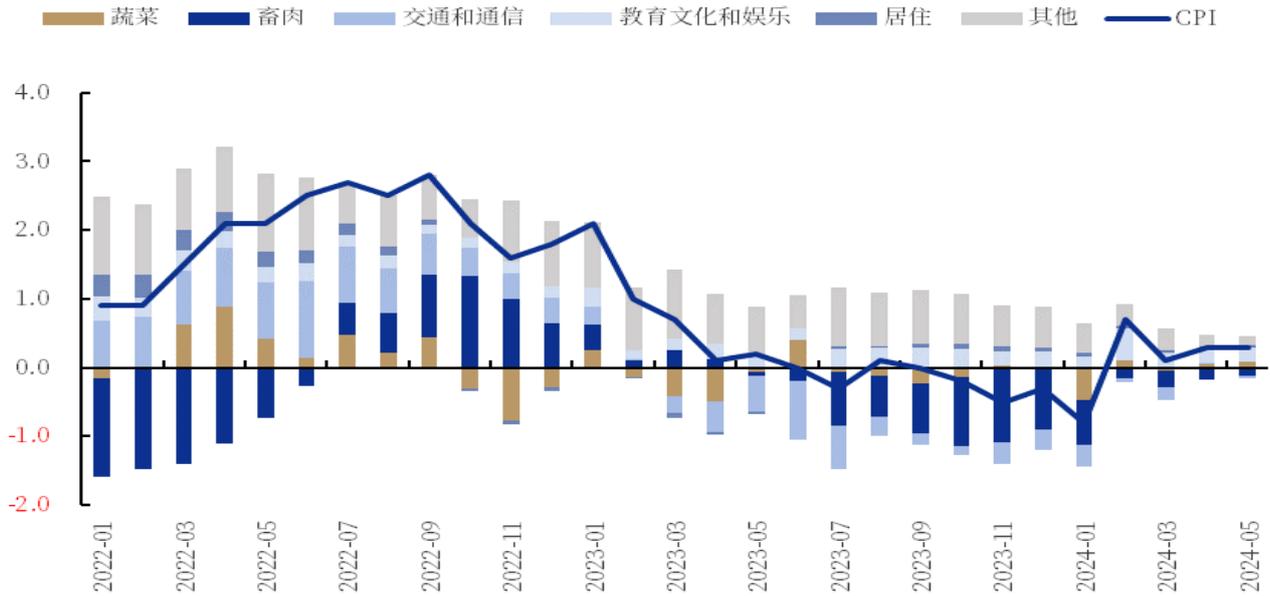
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

## (二) CPI 各项价格有所好转

从商品类别来看, 部分商品的价格变动趋势较为明显。蔬菜、教育文化娱乐和其他项(包括衣着、医疗、生活用品及服务和其他用品及服务)带动 CPI 上行。蔬菜价格在 2023 年初价格下跌, 受到基数影响蔬菜价格 2024 年上半年同比小幅上行。教育文化娱乐受到旅游价格推动同比持续上行, 3~5 月份平均带动 CPI 上行 0.2 个百分点。衣着、医疗、其他用品及服务稳步上行, 分别带动 CPI 上行约 0.1 个百分点。生活用品及服务中, 家用器具对 CPI 的贡献为负, 但是服务价格上行, 整体拉动 CPI 上行约 0.05 个百分点。

畜肉类和交通通信类产品波动幅度减弱, 对 CPI 的负向冲击逐月减弱。畜肉类中, 猪肉价格在 5 月份出现环比上行, 今年以来猪肉价格上行速度逐步加快, 考虑到猪肉的基数效应, 下半年猪肉对 CPI 的贡献转正。交通通信类产品更多受到原油价格的影响, 短时间内原油价格可能以波动为主, 因为基数效应, 同比跌幅可能逐步减弱, 下半年交通通信类产品价格对 CPI 的拖累有所减弱。

图7: CPI 涨跌幅拆分 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

### (三) CPI 主要影响因素下半年具有韧性

从上半年 CPI 走势可以推测出,下半年对 CPI 影响较大产品仍然是食品、原油、旅游相关服务项。食品项中最重要的产品是猪肉和蔬菜价格的变化,猪肉价格下半年可能回升,并且四季度进入消费旺季后价格能有更好的表现。原油和旅游等服务价格的变化仍然具有不确定性,原油受到海外因素影响更大,可能处于波动状态,服务类价格可能受到消费走强推动继续走高。

综合来看,无论是猪肉、蔬菜价格的上行,还是服务类价格的韧性,均会拉动下半年 CPI 上行。原油价格波动虽然具有不确定性,可是其大幅下跌的可能性也较弱,对 CPI 的贡献较为中性。综合来看,下半年 CPI 价格有望逐步回升。

#### 1. 猪价下半年有望温和回升

需求端来看,进入后疫情时代,猪肉消费进入增长瓶颈期。2023 年猪肉人均消费量已经接近历史高位,人口老龄化及负增长背景下,预计 2024 年猪肉消费总量基本没有增长空间。

供给方面来看,生猪自 2023 年以来产能持续去化。2024 年 1 季度能繁母猪产能继续走低,1 季度末全国能繁母猪存栏较 2023 年初的高点减少 375 万头,降幅达到 8.6%。按照 10 个月领先性判断,二季度尾声生猪开始进入供给逐步缩量的周期,叠加南方梅雨季节疫病风险加大,预计养殖端出栏节奏及市场情绪将助推猪价上行,四季度周期上行逻辑不变,但猪价上行高度仍需等待需求兑现。

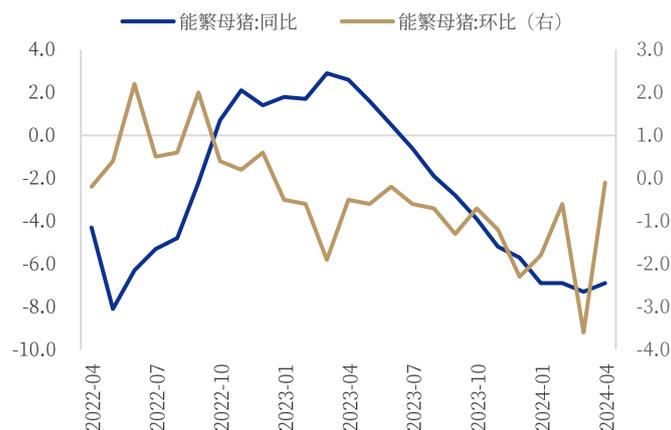
需要提示的是,三季度供需格局的变化和价格走势会直接影响养殖主体的补栏策略,需要关注压栏/二育对短期生猪供给的扰动,二育改变的是短期供给节奏,并不影响长期供给趋势,整体而言,生猪供给缩量带来猪价平稳上行会是下半年的主线。

图8：居民人均可支配收入和人均猪肉消费量（元、千克）



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图9：23年10月以来生猪产能去化加快（%）



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

### 2.今夏天气可能不容乐观，对蔬菜等农产品生产不利

2023年12月厄尔尼诺事件达到峰值，是有记录以来最强的五次厄尔尼诺现象之一。2024年夏末厄尔尼诺事件结束，但是厄尔尼诺事件结束并不意味着其影响随之消失。随着东亚夏季风的北进，我国将全面进入主汛期，大气对厄尔尼诺的滞后响应可能会进一步显现或放大。具体而言，我国南方地区夏季降水容易偏多，而北方地区则常常会出现大范围的高温干旱天气。

现阶段蔬菜和粮食价格仍然保持平稳，但极端天气可能会在短时间影响蔬菜等农产品生产运输，需要关注相应风险。

### 3.供给可能更加宽松，油价进入震荡

4月中旬以来，原油价格步入下跌趋势，原油供给上行预期以及地缘局势降温持续打压油价走势。供给端来看，OPEC部长暗示对成员国可以自愿减产，考虑到非OPEC+的原油总产量大幅增加，这意味着未来全球原油供给可能保持宽松。

需求端来看，当前主要消费国石油需求仍然平稳。夏季到来美国出行需求有支撑，美国现阶段4周移动平均需求平稳。从炼厂来看，2024年的原油需求是不断上行的。同时全球原油库存水平处于中性偏低的状态，美国库存水平小幅上行，但是OPEC显示全球原油库存仍然偏低。

原油价格可能进入震荡阶段，供给端虽然放松但是OPEC的决议可能会使全球供给总量更加多变。需求端有上行趋势，全球库存水平并不高，裂解价差处于低位。原油的需求和供给处于动态变化过程，短期以震荡为主。

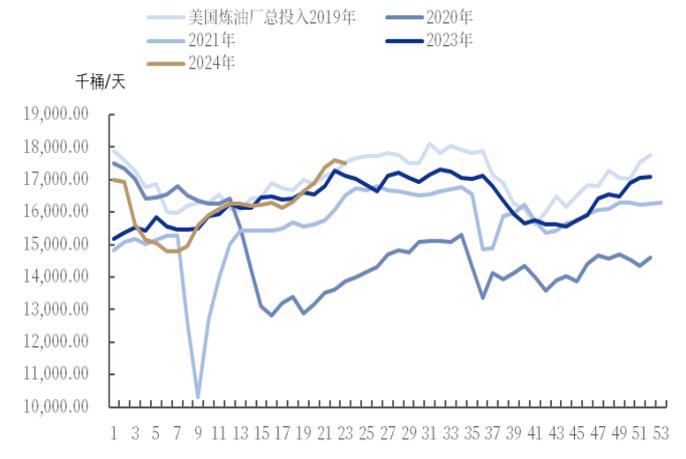
全球地缘政治局势稍有缓和，未来不排除地缘风险发酵带来原油价格的上行。

图10: 美国原油需求保持平稳 (%)



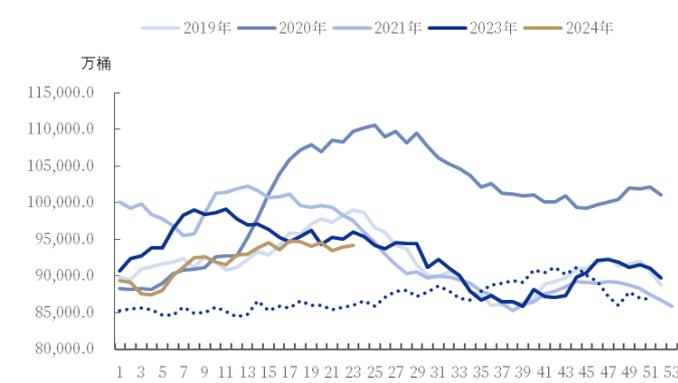
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图11: 美国炼厂需求



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图12: 美国原油库存



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图13: OECD 原油库存 (百万桶)



资料来源: Bloomberg, 中国银河证券研究院

#### 4. 服务类价格上涨动力仍然较强

2023 年居民人均服务性消费支出增速 14.4%，高于人均消费支出 9.2%的增速。疫后消费需求呈现服务消费复苏更强的特征，居民更倾向于通过短期集中式的消费来获得即时情绪上的满足。以旅游出行服务为例，即使考虑春节效应，今年 2 月份旅游项环比涨幅也是过去十年同期最高值，4 月份旅游项环比涨幅也高于过去十年季节性均值表现。服务消费项的支出有助于推动核心 CPI 小幅上行，预计核心 CPI 有望回升至 1%左右。

#### 5. 其他影响因素：公用事业和高铁调价

自 3 月份以来，部分城市陆续发布上调电价、水价和燃气价格等通知，国铁集团也在 5 月 2 号发布公告宣布将于 6 月 15 日起对 4 条高铁线票价进行优化调整。根据统计局公布的我国居民人均现金消费支出数据估算，2021 和 2022 年水电燃在居民消费支出中占比分别为 4.7%和 5%；使用 2020 年以来 CPI 分项居住项（占 CPI 权重 22.7%）以及水电燃料数据估算，可以得到我国 CPI 中水电燃料项占比权重约为 5.3%，因此综合来看，水电燃料项在 CPI 中占比在 5%左右。同样的方法，根据居民人均现金消费支出交通费用和《2022 年交通运输行业发展统计公报》中高铁占比数据可以估算出，高铁费用在 CPI 中占比在 1%左右。

假设水电燃价格上涨 5%/10%，则对应公用事业涨价对 CPI 上涨拉动 0.25/0.5 个百分点；假设高铁价格上涨 5%/10%/20%，则对应高铁涨价对 CPI 上涨拉动 0.05/0.1/0.2 个百分点。整体来看，在公用事业价格 5%-10%的涨幅区间和高铁费用 5%-20%的涨幅区间假设情形下，CPI 大致可以提升 0.3-0.7 个百分点。但考虑到当前仅少数城市对供应事业价格进行调价，4 条涨价高铁里程数(2265 公里) 占全国高铁总里程数(4.5 万公里) 仅为 5%，公用事业和高铁涨价远未到全国普涨范围，因此相应涨价对 CPI 拉动幅度或远小于上述估计值，对整体通胀影响相对较小。

图14: 近期公用事业和高铁调价事件汇总

时间	事件	类别
2024/3/11	3月11日，安徽省发改委发布电价调整政策，用电容量100千伏安及以上工商业用户执行峰谷分时电价政策，政策另有规定的从其规定。低谷电价在用户购电价格加输配电价基础上下浮61.8%；季节性（1月、7月、8月、9月、12月）高峰电价上浮84.3%；其他月份高峰电价上浮74%。	电价
2024/3/15	3月15日，深圳也发布了居民天然气价格调整通知，三档销售价格分别为每立方米3.41元、3.91元、5.16元，全部上调了0.31元。同样在3月，福州也上调了居民天然气价格。	燃气
2024/3/22	3月22日，成都市发改委发布成都市居民用气销售价格联动调整政策，居民用户及执行居民气价的非居民用户，用气销售价格按现行价格基础上每立方米上调0.16元。此次居民用气销售价格联动调整后，以六城区居民家庭月均生活用气量测算，户均天然气消费支出每月将增加4.16元。	燃气
2024/4/18	4月18日，江苏丹阳宣布上调居民天然气销售价格，三档销售价格分别调整为每立方米2.93元、3.22元、4.1元，分别上调0.24元、0.29元和0.44元。	燃气
2024/5/2	铁路12306网站发布公告，6月15日起京广高铁武汉至广州段、杭州至宁波高铁和沪昆高铁上海至杭州段、杭州至长沙段运行的时速300公里及以上动车组列车的票价将进行优化调整，由目前实行的单一票价机制调整为实行灵活折扣、有升有降的市场化票价机制。据了解部分线路票价将有不同程度上涨，部分涨幅达到20%左右。	高铁
2024/5/9	广州市中心城区自来水价格改革方案听证会举行，提出的两种方案下居民、非居民用水价格均有不同程度上涨。	水价
2023/6/1	发改委在2023年6月份所发布的《关于建立健全天然气上下游价格联动机制的指导意见》，核心内容是天然气销售价格将与燃气公司的采购成本相互联动，如果采购成本上升了，居民的天然气价格也会跟着上升，反之则下降。这意味着以后居民天然气价格不再固定，而是由燃气公司根据成本来决定。日前，超130个市县发布了天然气调价通知，包括莆田、福州、成都、深圳、镇江、丹阳等县市。	燃气

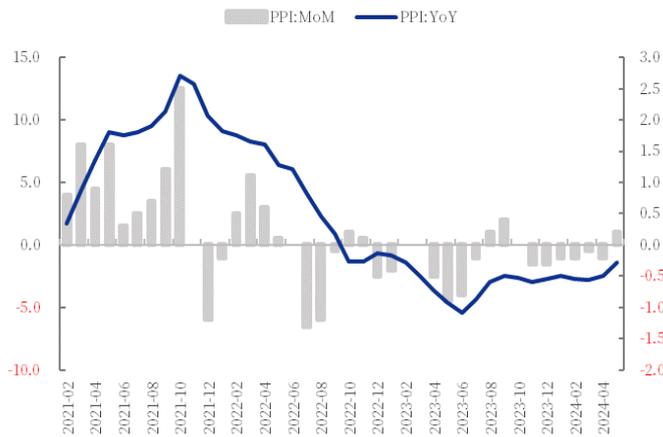
资料来源：发改委、各地政府网站，中国银河证券研究院

### 三、PPI：地产仍是最关键变量

PPI 连续 20 个月负增长，是历史上第二长的负增长时期。这一轮 PPI 的下跌与上一轮相似，仍然是房地产的低迷压制了相关产品的出厂价格。本轮不一样的地方可能在于，上游行业的整合基本完成，未来的行业整合来自于中游行业和下游行业。

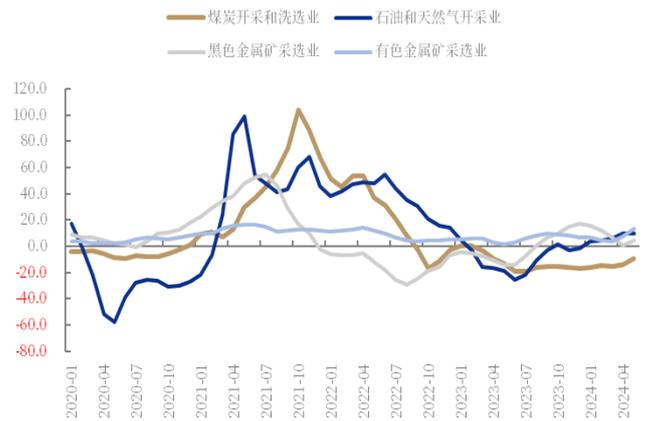
2024 年上半年 PPI 的上行主要是翘尾因素带来的。2024 年 1~4 月份 PPI 环比增速持续负增长，仅 5 月份转正。上游行业价格较为稳定，仅有煤炭开采价格处于低位。中游行业和下游行业价格下行幅度较大。PPI 的下行主要是有由于：第一，地产施工、竣工加速回落、基建投资增速偏缓，导致工业品需求持续下行；第二，居民消费意愿偏弱、地产销售低迷，企业涨价较为困难，企业资金偏紧，整体压制了 PPI 上行；第三，受益于全球复苏的原油、铜、铁矿石等大宗商品价格涨幅在正常范围，对 PPI 的推动并非立竿见影，需要更长时间的等待。具体来看：

图15: PPI 同比和环比增速 (%)



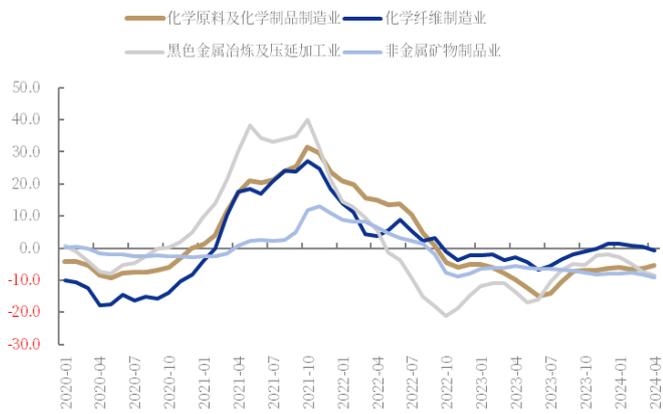
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图16: 上游行业价格变化 (%)



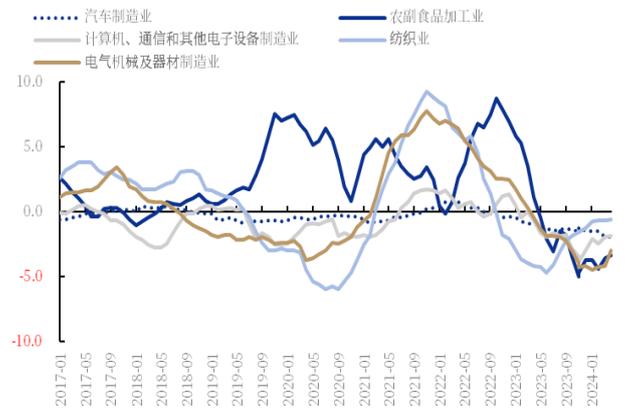
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图17: 中游行业出厂价格变化 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图18: 下游行业价格变动 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

**第一，地产行业疲软拖累相关产品价格，对 PPI 带来压制。**2024 年前 4 个月，商品房销售面积和销售额累计分别同比下降 20.2%和 28.3%，房地产投资亦同比缩减 9.8%。房地产相关产品和上下游工业品价格处于低位，压制了 PPI 上行。煤炭开采和洗选业下行 13.9%，黑色金属冶炼及压延和纺织业出厂价格分别回落 5.5%和 0.8%。

房地产政策在 4 月份有所转变，释放出积极的市场信号，如 4 月 30 日政治局会议提出统筹研究消化存量房产和优化增量住房的政策措施，517 的房地产会议召开预示着房地产政策未来的持续放松，5 月开始特别国债启动和地方政府专项债券加快发行，有利于推动投资增速。6 月份相关行业受到政策推动显示出了积极信号，如 6 月份一线城市房地产二手房销售回升，铁水的日均产量上行，但房地产政策发酵仍然需要时间，可能会在下半年推动 PPI 上行。

**第二，居民消费意愿偏低，价格传导无法在下游行业顺利推进，中下游行业价格回落加剧。**中、下游行业价格的持续走低，上游价格的坚挺使得中游和下游行业竞争加剧。2024 年中游行业利润占全行业利润继续下行，被压缩至 21%。6 月原油价格回落，使得中游价格下行更为顺畅。1-5 月份，化学原料和化学制品业下行 5.6%，橡胶和塑料制品价格下行 2.7%。

中游行业和下游行业商品价格处于底部，企业库存处于底部。房地产行业下行带来的债务风险以及信用紧缩，使得整体经济疲软，居民消费较为谨慎，企业整体资金情况紧张。在这种情况下，

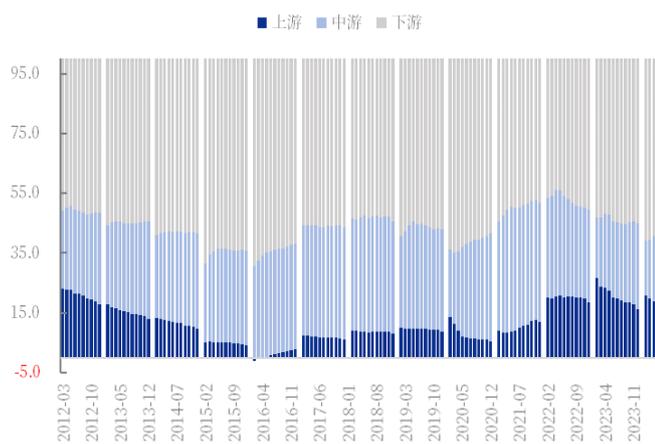
企业谨慎累库，同时产品价格提升无法被消费者接受，带来了出厂价格的降低。2024年以来，居民消费增速平缓，但M1持续回落，5月M1同比降幅有所扩大，意味着企业资金紧张。企业采用低库存和低价策略，难以带动价格上行。

但从数据中可以看到，下游行业的价格已经有回升态势。2024年出口超过预期带动了下游行业价格回升。同时经过1年多的下行，下游商品价格已经处于低位，继续向下的空间有限。中游行业价格同样处于底部区域，中游行业同时面临上下游压力，内部竞争更为激烈，价格抬升的力度更弱。

下半年来看，上游出厂价格中煤炭受到碳排放限制的影响可能缓慢回升，下游行业受到出口带动可能止跌，中游行业价格起色可能最慢，需要行业内重新整合。

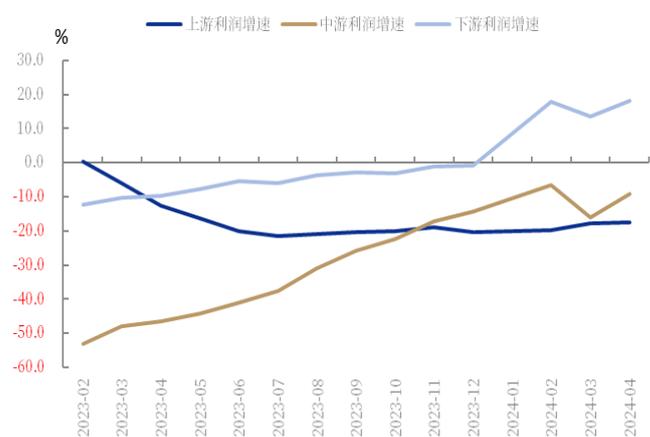
总结来看，下半年房地产价格止跌、出口带动、居民消费的自然回升均会拉动PPI上行，加上基数效应影响，PPI在下半年会逐步走高。也要注意，上游的原油价格整体震荡，但需求市场的变化可能更快，如果美国需求走弱，那么原油价格回落可能会拉低PPI价格。

图19: 上、中、下游利润占比 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图20: 上中下游利润增速



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

## 四、低物价会持续更长时间?

### (一) 本轮低通胀的成因

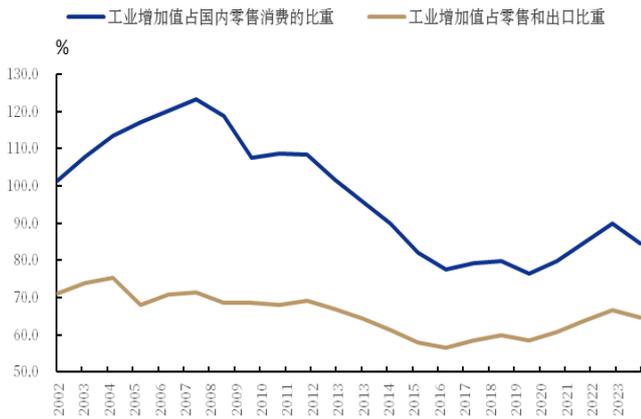
#### 1. 供给和需求不平衡带来了低通胀

物价水平是一种经济运行的结果，最简单的理解是总供给超过了总需求，或者说供给超过了有效需求。我国工业增加值的增速在2019年之前持续低于社会零售品消费增速，2019年之后工业生产的增速和消费的增速对比发生了变化，生产增速超过了消费的增速。从实际值来看，我国工业增加值与零售消费的对比始终处于高位，2023年比值为84.6%。可以说，我国生产和消费是不匹配的，2020年消费增速的剧烈下滑使得生产供应和消费的不平衡更加明显。

当内需不足以消化产品时，外需就尤为重要。2023年出口交货值大幅下滑，国内产品随之进入降价模式，从而带来了物价的回落。数据显示近二十年来，出口交货值跌入负值的区间时，均是我国PPI和CPI走弱的时间，如2008年，2012年~2015年，2020年和2023年。

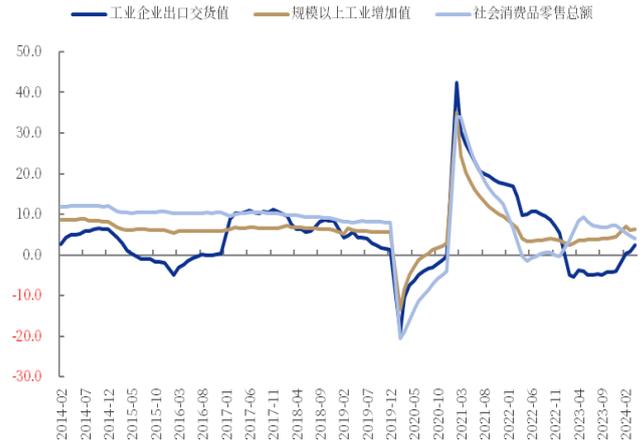
从供需平衡角度来看，我国生产时同时匹配国内和国外需求。当海外需求出现波动，国内需求不能很快上行弥补海外需求，这就带来了物价的低位运行。

图21: 工业产值与消费和出口对比



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图22: 出口交货值、工业生产和消费增速 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

### 2.国内经济转型对物价的压制持续

我国现阶段持续推动经济结构转型升级，从以房地产引领的高杠杆、高负债和高增长逐步转变为以科技制造引领的合理负债和高质量增长。房地产的持续回落对物价的压制是较为明显的：

首先，房地产增速的回落意味着房地产高增长时期形成的高负债成为经济运行中急需解决的问题。费雪（1932）的债务通缩理论向我们解释了高负债意味着债务人边际消费能力下降，全社会消费能力随之走低。

其次，房价的下跌意味着居民财富效应减弱，居民可能更倾向于储蓄。

再次，房价下跌带来了房租的下行，直接拉低 CPI。这次模式的变化也彻底瓦解了房价房租和工资螺旋。房价下跌也预示着房地产销售的回落，相关产品消费可能同时回落。

最后，房价持续走低伴随着房地产投资的下滑，房地产相关信贷减弱，会带来一定的金融波动，从而拉低经济增速和薪资水平，继而抑制了零售消费的上行。

可以说房地产回落过程中，无论是 CPI 还是 PPI 均受到压制，CPI 和 PPI 回升的路径也可能并不顺利。

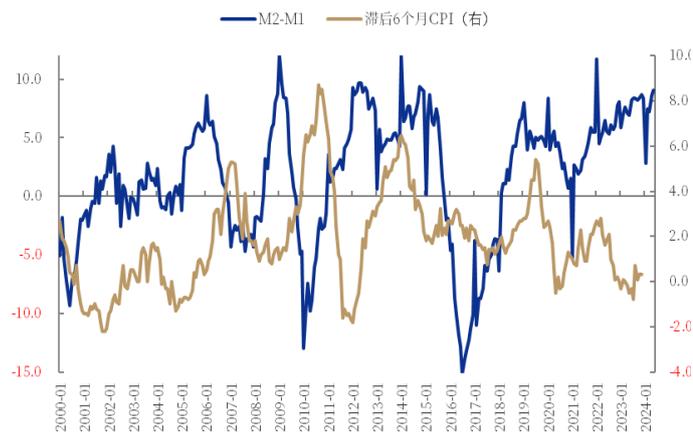
### 3.货币政策以防风险为主

央行在货币政策操作上仍然采用相对稳健的操作，防风险仍是央行货币操作的准则之一。2024 年央行在 1 季度降低长端利率和存款准备金率之后，面对房地产市场的压力并未在利率端做出调整。3 月份国新办的新闻发布会，央行表示“第二个问题是关于资金空转”，4 月份央行在国新办新闻发布会再次提出“充分考虑高质量发展需要等，避免削减结构调整动力，防止利率过低，内卷式竞争加剧或者资金空转”。2024 年一季度货币政策执行报告明确提出禁止商业银行手工贴息。

海外需求走弱时，也通常是我国经济运行偏缓的时期，为了应对经济走弱，政策层通常采用积极的财政政策和货币政策，从而带来经济和物价的回升。而本轮物价回落的过程中，央行始终保持稳定操作，加之 4 月金融整顿，带来了 M2 和贷款增速加速回落，M1 增速跌入负值。

货币政策的偏紧操作使得其对通胀的推动可以忽略不计。货币供应和 CPI 的关系虽然有所弱化，但是较低的 M1 和 M2 加大了通胀回升的难度。2015 年之前 M2 和 M1 的剪刀差对于 CPI 是有预示作用，2015 年之后预示作用减弱，其中主要原因是房地产作为资金中介的作用在减弱。但下行的货币供应，收紧的信贷同样预示着通胀回升的难度。

图23: M2-M1 剪刀差和 CPI 对比 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图24: 贷款和存款增速



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

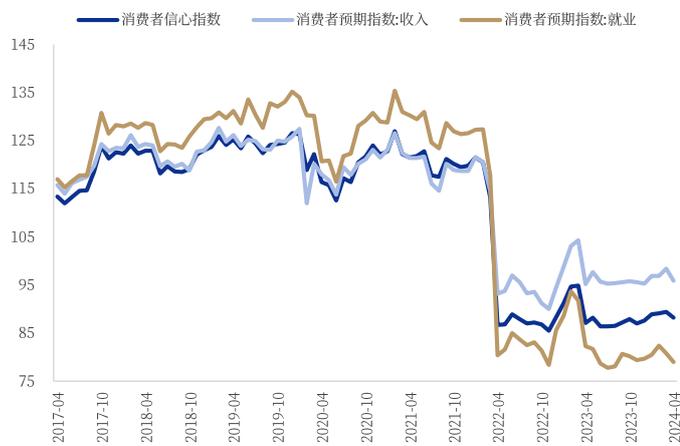
#### 4. 疫情的影响以及价格预期的自我实现

疫情对于居民的影响仍然没有结束，居民消费习惯和居民资产负债表需要时间来修复。疫情冲击相当于一场大型的天灾，虽然疫情已经结束，但是疤痕效应仍然存在。从日本、美国以及我国汶川地震后的研究显示，在大型灾难后，居民消费习惯的恢复需要 25~40 个月。我国消费者信心指数仍然处于低位，也表明居民消费习惯没有恢复。同时，从居民零售消费品构成来看，居民消费结构也在缓慢改变，即时性的悦己消费悄然兴起。

另一方面，居民在疫情期间资产负债表的损失没有得到救助，需要依靠时间修复。可以看到，2023 年城镇居民人均可支配收入增速 5.1%，低于人均消费性支出增速 3.5 个百分点，低于 GDP 增速 0.1 个百分点。受制于收入和预期的影响，居民在消费过程中选择了价格更为便宜的商品。1-5 月份规模以上餐饮收入增速 6.9%，5 月份单月零增长，居民餐饮消费的增长是由规模以下餐饮企业带来的。

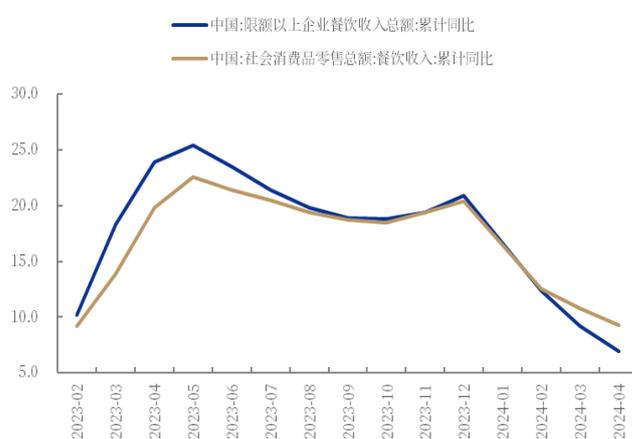
另外要注意，房地产价格的不断下降会给居民带来预期的强化。如果判断房价不会止跌，居民资产价格继续缩水，那么居民消费会更加保守，储蓄会成为更现实的选择。这种预期自我强化会使得物价的回升更为困难。

图25: 消费者信心指数



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图26: 全部餐饮和限额以上餐饮收入增速 (%)



资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

## （二）低通胀下消费品价格变化趋势

2024年1-5月通胀整体看来持续处于低位，2023年开始CPI的波动率走低，并且在4季度进入负增长。建国以来我国大部分时间受到高通胀的困扰，低通胀基本是在危机时刻发生，如98年金融危机。通过对通胀各产品价格的分解可以看到2020年以来影响通胀的因素发生变化。

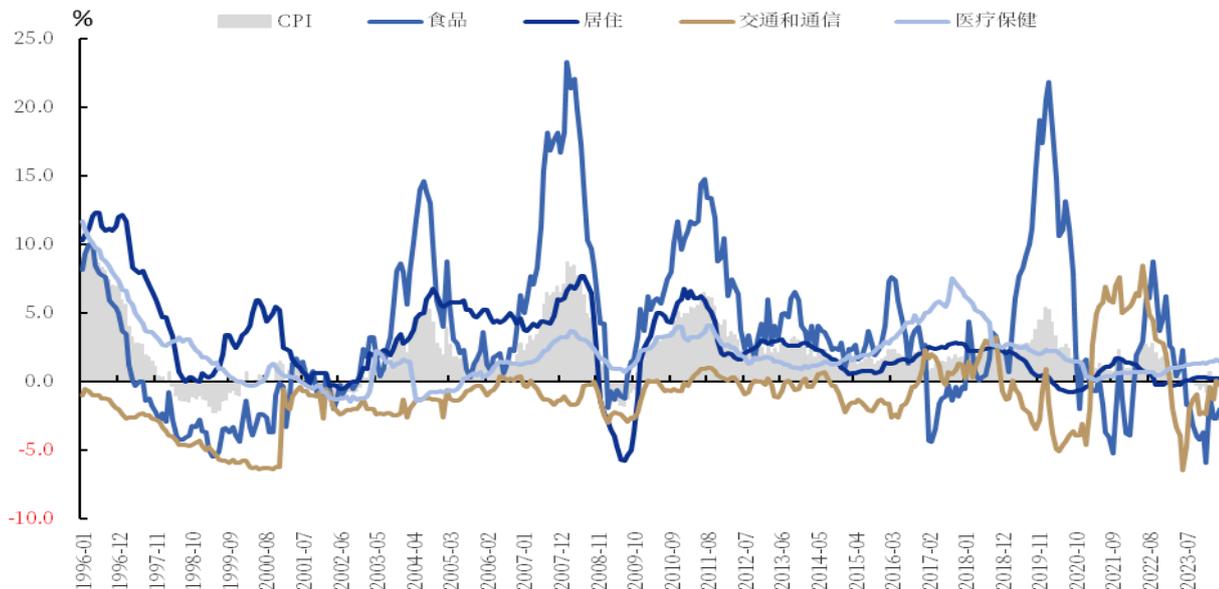
首先，房价成为压制CPI的因素。房地产行业面临的压力不减，房地产政策的调整始终稍显缓慢，房地产销售处于低位，房地产行业处于持续回落的阶段。新建商品房价格和存量商品房价格持续回落，市场需求的疲软使得房价持续下滑，房东将面临房价、房租下降带来的双重压力，租金收益率进一步下降。房价对CPI的带动自2018年期就开始减弱，2022年房价—房租—工资的通胀上行链条瓦解。

其次，交通价格的重要程度上行。尽管交通和通信占CPI的比重变化不大，但是交通通信价格本身的变动幅度在加大。2020年的新冠疫情和2021年的俄乌冲突推动原油价格快速上行，原油和猪肉价格同时走高，推升了CPI上行。原油价格需要大幅度的变动才会对CPI有显著的影响，这主要是因为原油价格除了对车用燃料的直接推升，对其他产品价格的推升均是间接性的。

再次，食品价格的波动幅度减弱。猪周期在过去10年对CPI产生巨大的影响，但是不考虑2020年的极端价格变化，整体食品价格或者说猪肉价格的变动波动是在下降的。2018年~2022年猪肉的超级周期是结合了生猪周期、产业环保、非洲猪瘟、政策变动相结合而带来了，自此之后我国生猪产业的格局发生了变化。现阶段母猪处于去化周期，但是行业集中度和规模化程度的提升所带来的养殖效率的稳步提高可能对冲了母猪的去化。未来的猪周期可能是短期的、小规模，叠加农业技术进步带来的其他农产品产量的稳定、我国进口调节等因素，我国食品价格波动幅度会逐步减弱。

最后，医疗保健、服装、旅游等价格虽然在上行，现阶段仍然不具有持续性。其他的商品和服务类价格的持续走高仍然不具有持续性，反而有部分价格是有季节性的，如服装和旅游。

图27：CPI分项价格变动幅度



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

### （三）通胀大幅回升需要的条件

我国低通胀情况会随着时间变化而改变，在以下几种情况下通胀会重新走高。

第一，房地产价格止跌。房地产价格的止跌并不是指一线城市或者二线城市房地产价格停止下行，而是普遍意义的房地产价格止跌，同时居民普遍预期房地产价格未来平稳。这种情况单纯依靠市场自身调节显得较为困难，这需要房地产长效机制的建立，需要政府参与到房地产市场，才可能带来房地产市场预期的稳定。

第二，央行货币政策开启大幅宽松。无论是价格型工具还是数量型工具，如果短时间内货币政策大幅宽松，那么在房地产预期没有扭转的条件下，可能首先直接冲击其他资产和商品价格，带来通胀的快速上行。

第三，更为健康的情况是在政府投资托底的基础上，经济缓慢恢复，新生产力持续培育，居民就业和收入情况好转，从而带来了居民消费的上行和物价的走高。这种情况可能需要更长的时间。

第四，输入性通胀风险。天气的异常导致农产品价格波动，地缘政治带来了原油价格的上升，或者物流不畅带了了关键原材料价格的上涨。

### （四）未来的通胀预期

短期来看通胀水平可能仍然低位运行。核心 CPI 仍然平稳，下半年 CPI 会在猪肉等农产品和服务类价格的带动下继续上行，四季度受到季节性影响 CPI 回到 1% 以上。如果房地产在四季度止跌，并且基建持续发力，那么 2024 年 CPI 可能会运行在 1%~2% 区间。

PPI 下半年受到基数推动会持续上行，新涨价因素更多的受到房地产的影响。鉴于原油、铜等大宗商品价格可能偏平稳，受到房地产和基建投资影响更多的煤炭、铁矿石、钢铁等价格走势可能成为影响 PPI 运行的关键因素。下游行业的出厂价格在房地产平稳之前很难大幅上行，下游行业生产厂家仍然处于激烈的市场竞争中。预计 PPI 负增长幅度在下半年持续减弱，11 月-12 月份 PPI 单月可能转正。

从长期来看，经济转型会持续压制物价上行，尤其在债务约束的情况下，物价的大幅上行需要其他因素的影响。我们预计 CPI 可能在未来维持在 2% 以下。

## 五、风险提示

政策落地不及预期的风险。消费者信心恢复不及预期的风险。

## 图表目录

图 1: 核心 CPI 相对平稳 (%)	3
图 2: PPI 同比和环比变动幅度 (%)	3
图 3: CPI 预测 (%)	3
图 4: PPI 预测 (%)	4
图 5: 食品和非食品价格变化 (%)	5
图 6: 消费品和服务价格变化 (%)	5
图 7: CPI 涨跌幅拆分 (%)	6
图 8: 居民人均可支配收入和人均猪肉消费量 (元、千克)	7
图 9: 23 年 10 月以来生猪产能去化加快 (%)	7
图 10: 美国原油需求保持平稳 (%)	8
图 11: 美国炼厂需求	8
图 12: 美国原油库存 (万桶)	8
图 13: OECD 原油库存 (百万桶)	8
图 14: 近期公用事业和高铁调价事件汇总	9
图 15: PPI 同比和环比增速 (%)	10
图 16: 上游行业价格变化 (%)	10
图 17: 中游行业出厂价格变化 (%)	10
图 18: 下游行业价格变动 (%)	10
图 19: 上、中、下游利润占比 (%)	11
图 20: 上中下游利润增速	11
图 21: 工业产值与消费和出口对比 (%)	12
图 22: 出口交货值、工业生产和消费增速 (%)	12
图 23: M2-M1 剪刀差和 CPI 对比 (%)	13
图 24: 贷款和存款增速 (%)	13
图 25: 消费者信心指数 (%)	13
图 26: 全部餐饮和限额以上餐饮收入增速 (%)	13
图 27: CPI 分项价格变动幅度 (%)	14

## 分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

许冬石：宏观经济分析师。英国邓迪大学金融学博士，2010年11月加入中国银河证券研究院，新财富宏观团队成员，重点关注数据分析和预测。2014年13届“远见杯”中国经济预测第一名，2015、2016年第14、15届“远见杯”中国经济预测第二名。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

## 评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）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，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅5%以上
公司评级		推荐：相对基准指数涨幅20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
	回避：相对基准指数跌幅5%以上	

## 联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi\_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun\_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru\_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang\_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying\_yj@chinastock.com.cn