



通胀如期反弹 基数作用影响正在显现

——4月中国通胀数据简评

方正中期期货研究院 宏观与大类资产研究中心 李彦森

2024年5月

www.founderfu.com

 **方正中期期货**
FOUNDER CIFCO FUTURES

综合来看，4月CPI和PPI均有改善，基本符合预期。CPI-PPI差值小幅下降至2.8%，二者均值跌幅收窄至-1.10%。再通胀态势重现，预计二季度GDP平减指数将有所收窄。

CPI中食品价格反弹符合预期，受到市场供给充足影响。非食品中燃料价格跟随国际油价涨幅扩大，清明、五一假期带动旅行、交通等服务价格上涨。但房租需求集中释放期结束后增速回落，核心商品价格继续走弱。

PPI环比跌幅扩大，下游相对上游利润改善放慢。行业变动趋势延续，大宗商品涨价推升上游PPI。能化继续得益于油价上涨，有色金属价格带动该产业链PPI转升，但黑色产业链受地产拖累跌幅继续扩大。狭义制造业则仍受产能释放压力。

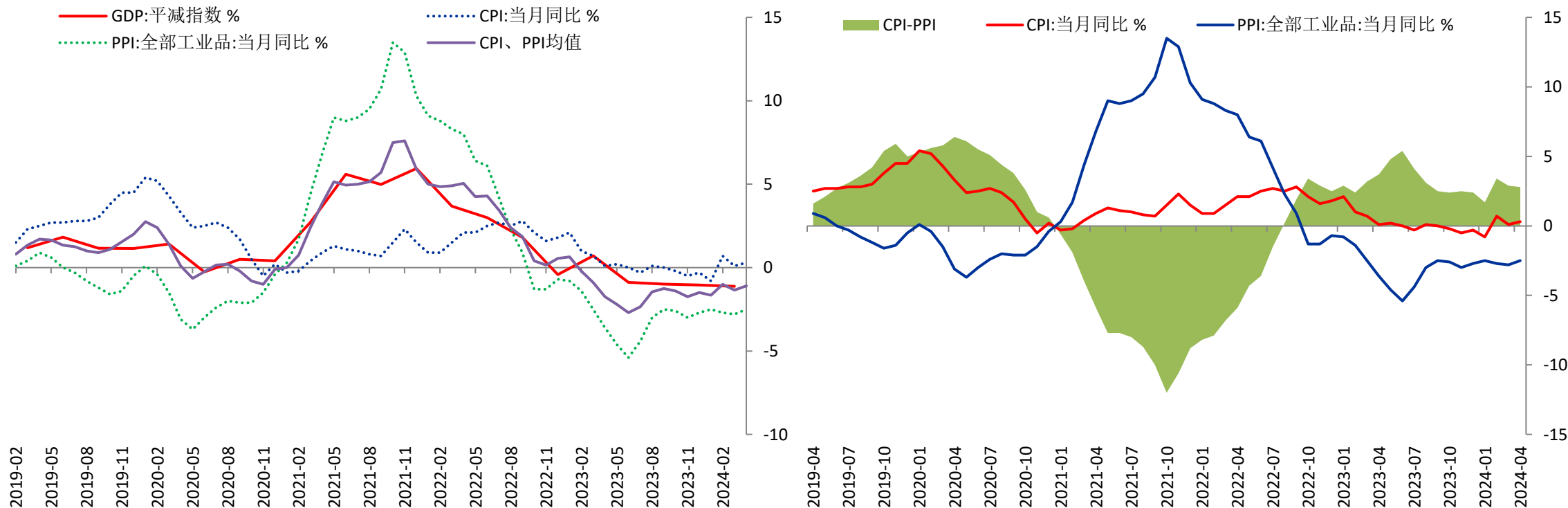
5月食品新涨价因素不减，特别是猪周期仍处于产能、库存去化周期中，未来价格趋势仍偏向上。但国际油价带动作用下降。5月总体CPI与核心CPI环比均维持小幅上涨，同比增速略有加快。长期来看，经济修复、消费复苏趋势不变，年内消费通胀温和回升，核心CPI仍为正向影响。

5月油价冲高回落但有色动力不减。大宗商品价格上涨的输入性因素仍支持PPI，且低基数影响将扩大，总体PPI同比仍有转正可能，通缩将继续缓和。长期来看，全球货币政策和经济基本面、商品供给端波动均为大宗商品价格和PPI的主要影响。

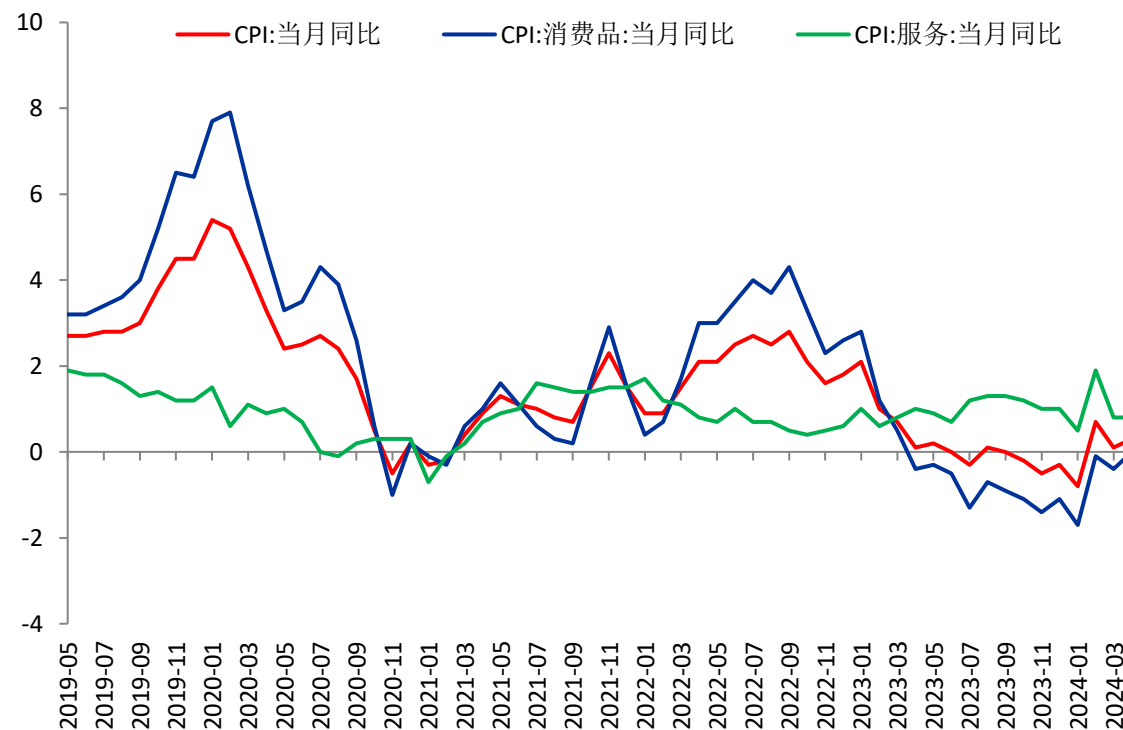
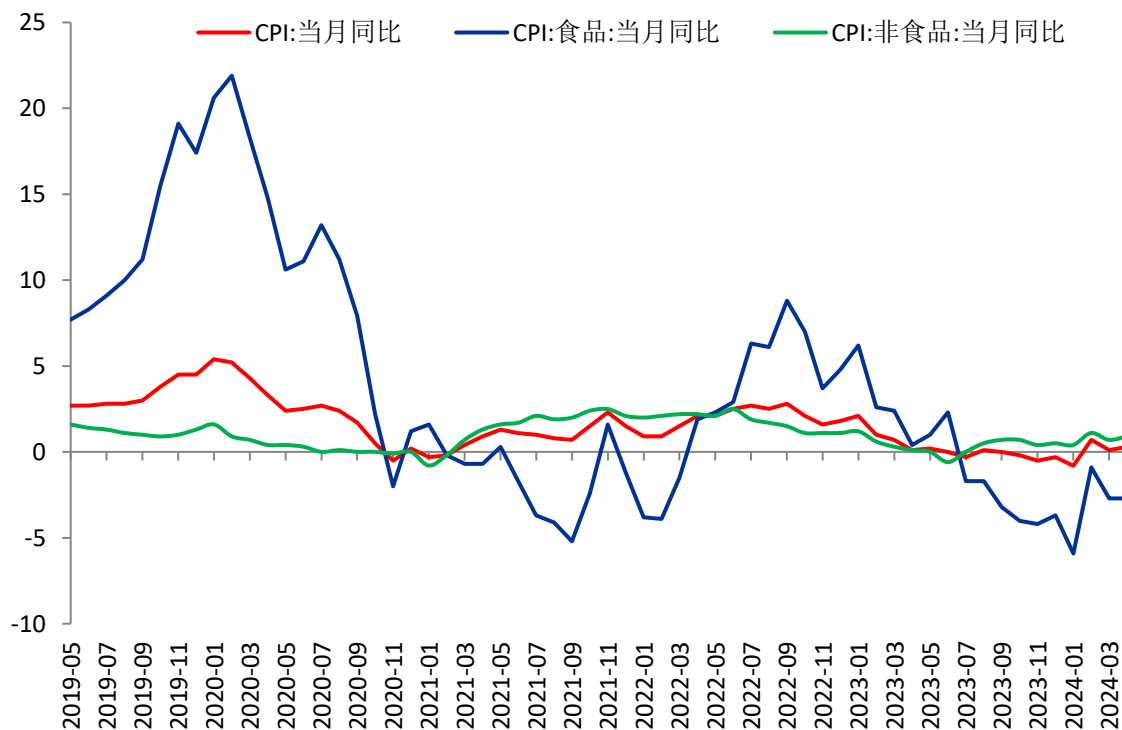
我们预计，外需、基建（政府债增量）、消费均有助于维持再通胀趋势，通缩对名义增长的拖累将下降，尤其二季度低基数影响下同比增速改善对市场信心稳定有重要作用。名义增长加速有助于改善市场主体围观感受。但仍需要关注的是，供给迅速跟进之下，制造业价格仍较弱，不利于名义增长和企业利润改善。

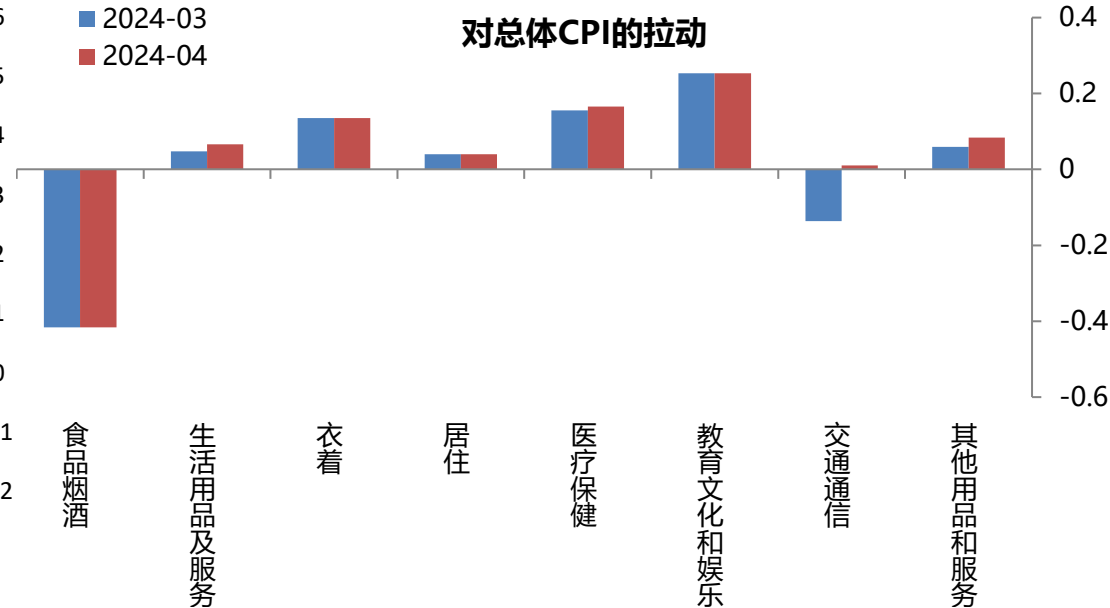
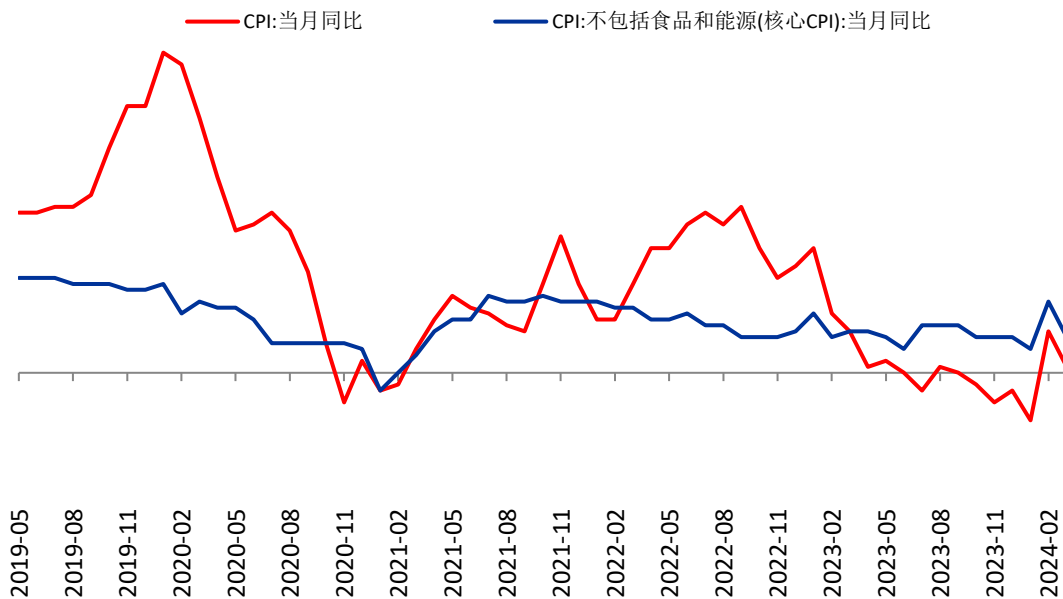
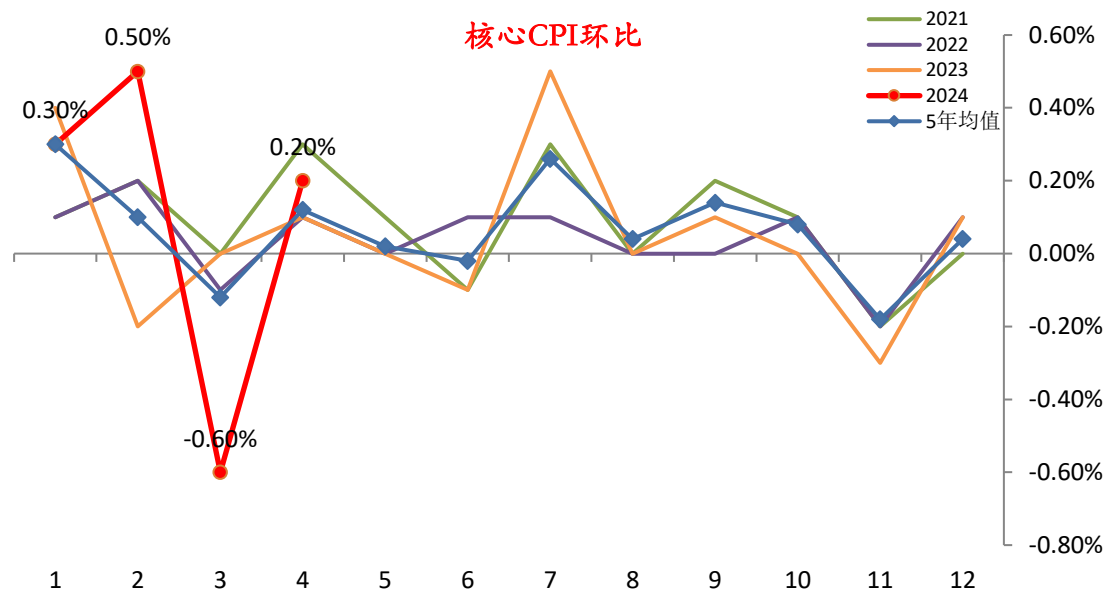
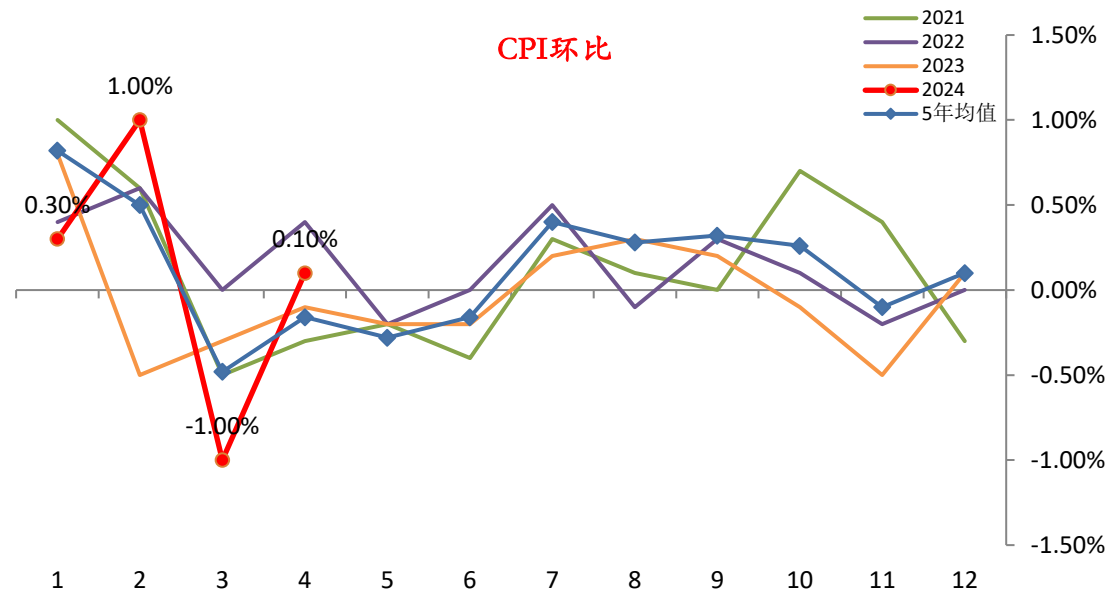
国家统计局公布的数据显示：

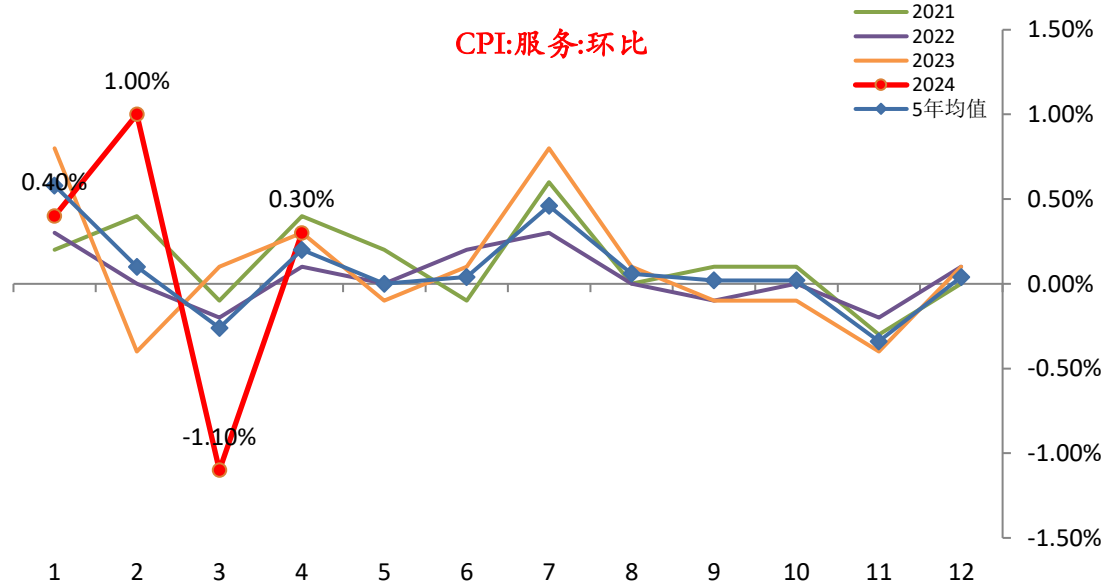
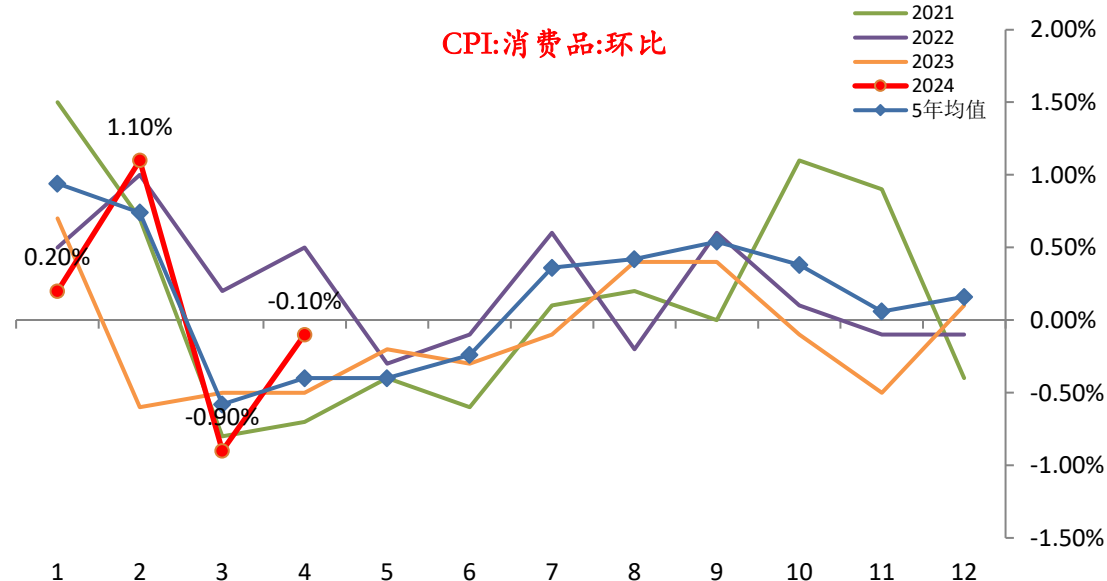
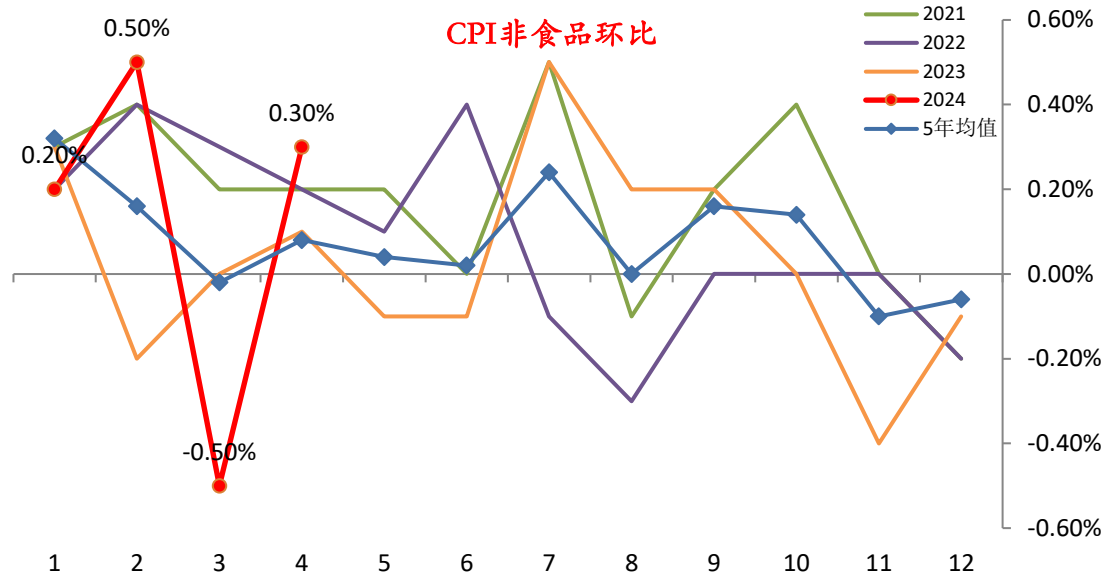
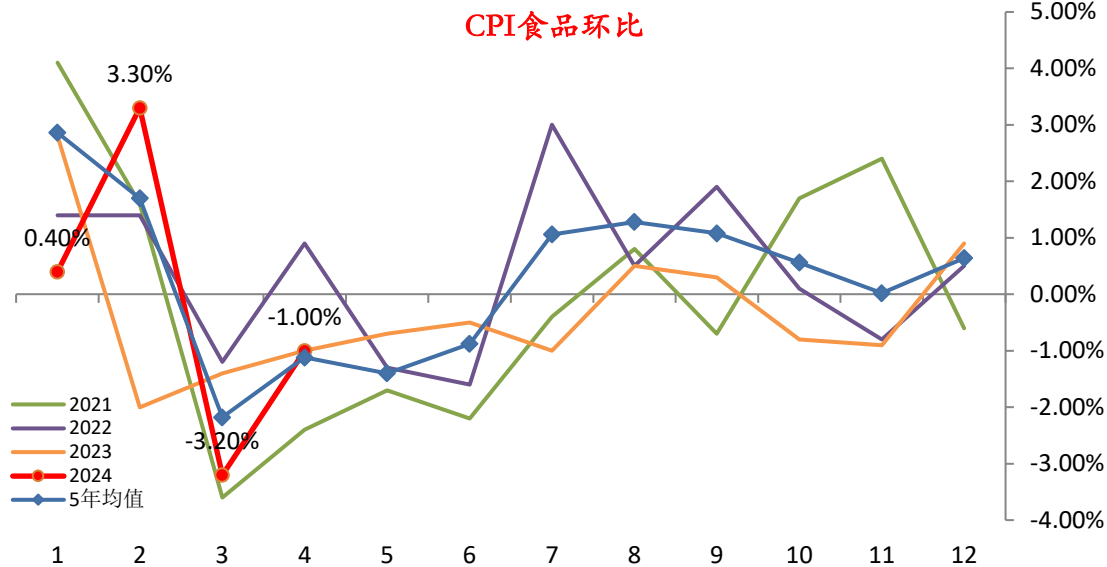
- 4月中国CPI同比增长0.30%，超过预期的0.20%和前值0.10%；PPI同比增速为-2.5%，较前值-2.8%出现改善，但较预期的-2.30%仍偏弱。此外，核心CPI同比小幅上升至0.7%，仍处于从前期极低值向上修复趋势中。

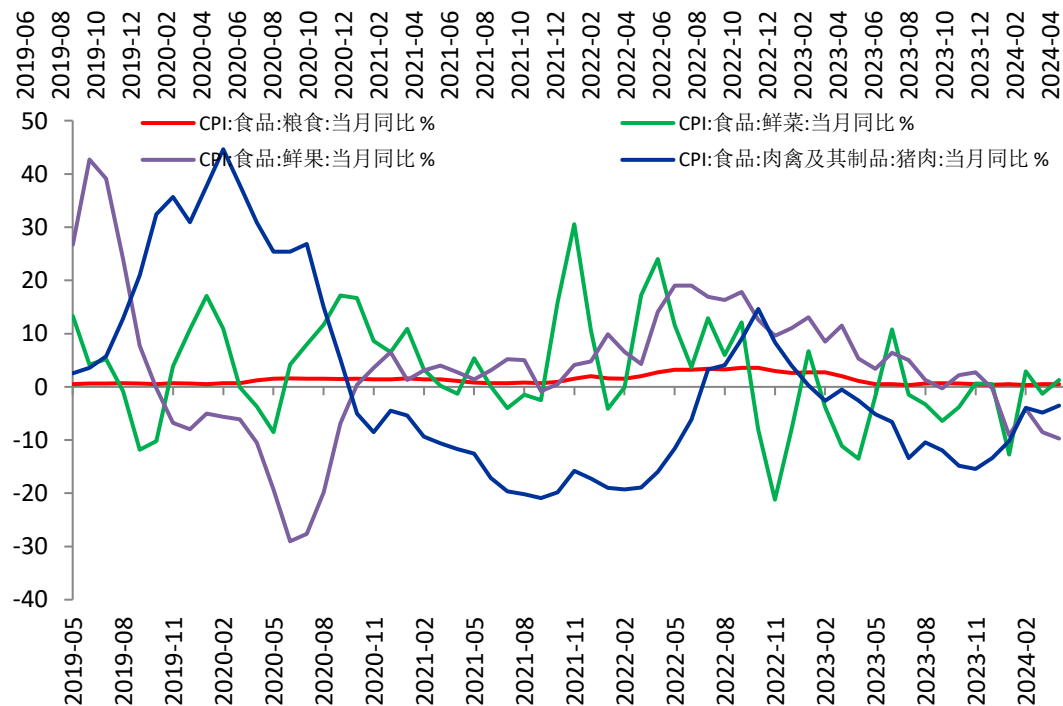
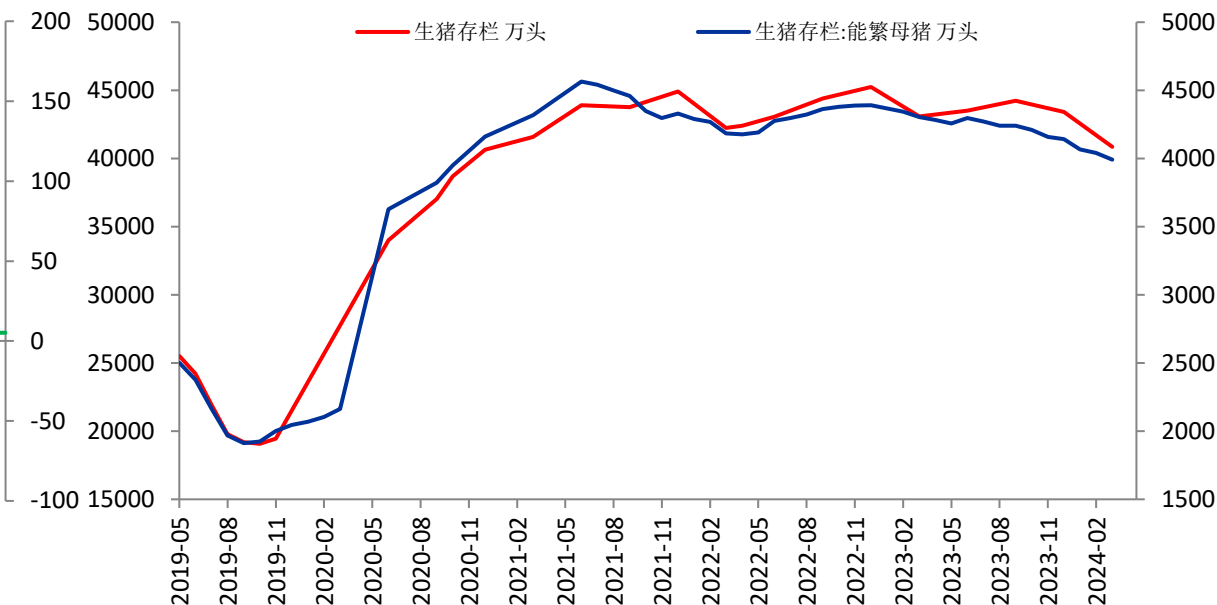
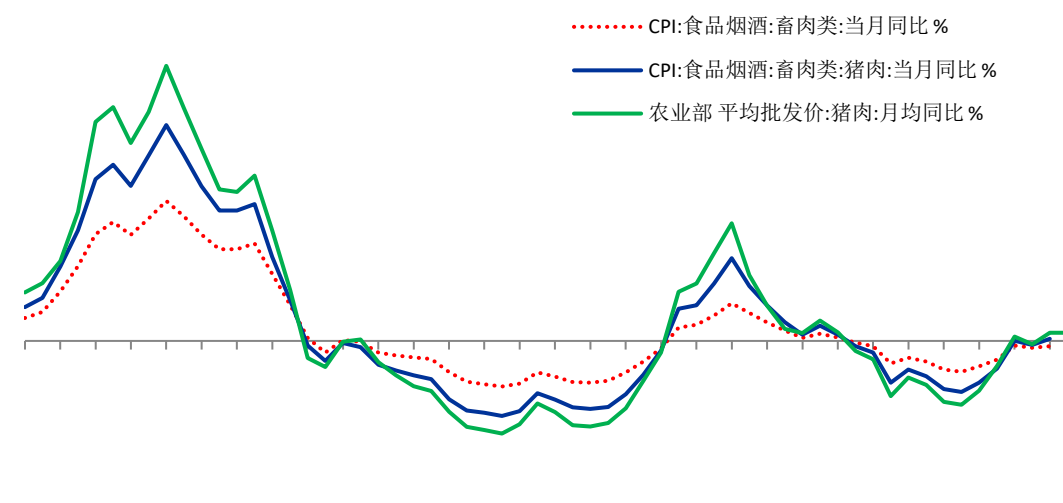


- CPI方面，总体CPI环比小幅上涨0.1%，较3月数据明显改善，同时抵消基数上升影响，令CPI同比增速出现反弹。
- 主要分项上看，食品跌幅维持不变，非食品涨幅扩大。消费品跌幅收窄至0，服务增速也维持不变。核心CPI增速略有加快。
- 环比来看，食品、消费品CPI跌幅收窄，非食品、服务、核心CPI由跌转涨。上述分项新涨价因素均抵消低基数影响。
- 情况表明，服务价格上涨对总体CPI带动明显，同时年初以来CPI和分项波动明显加大。

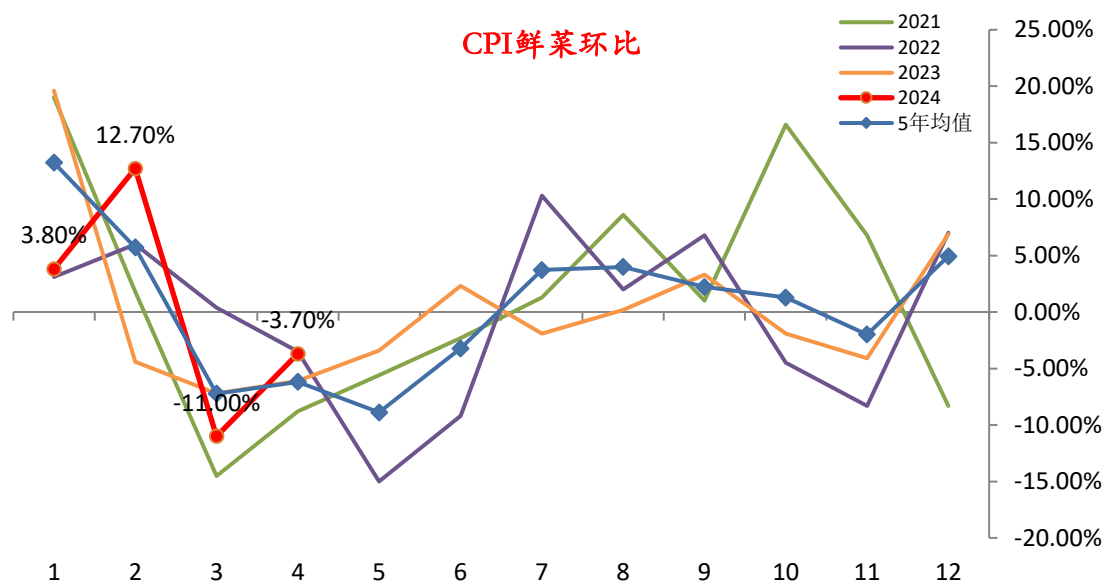
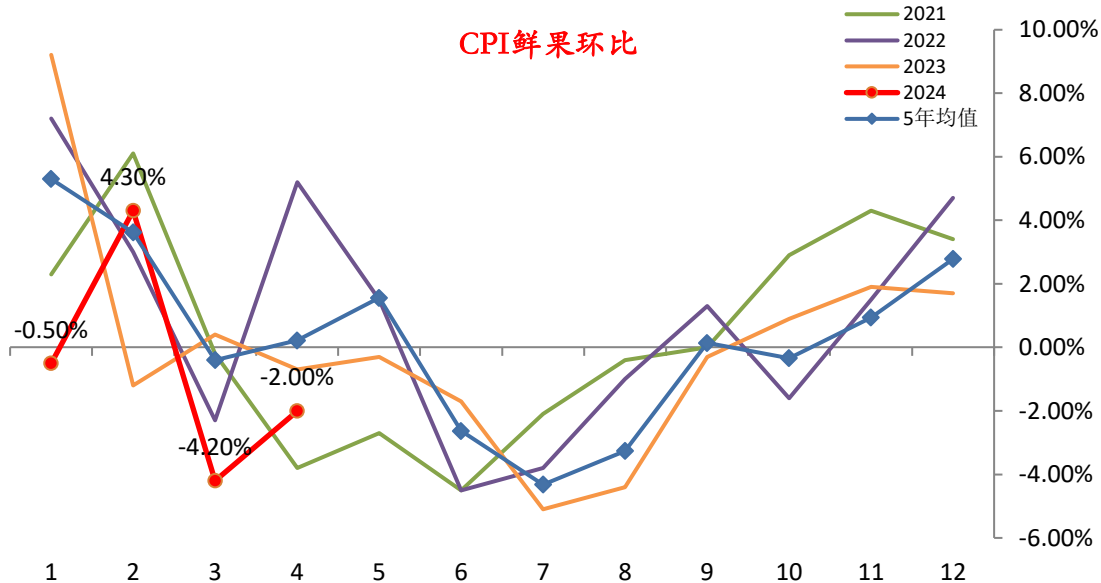
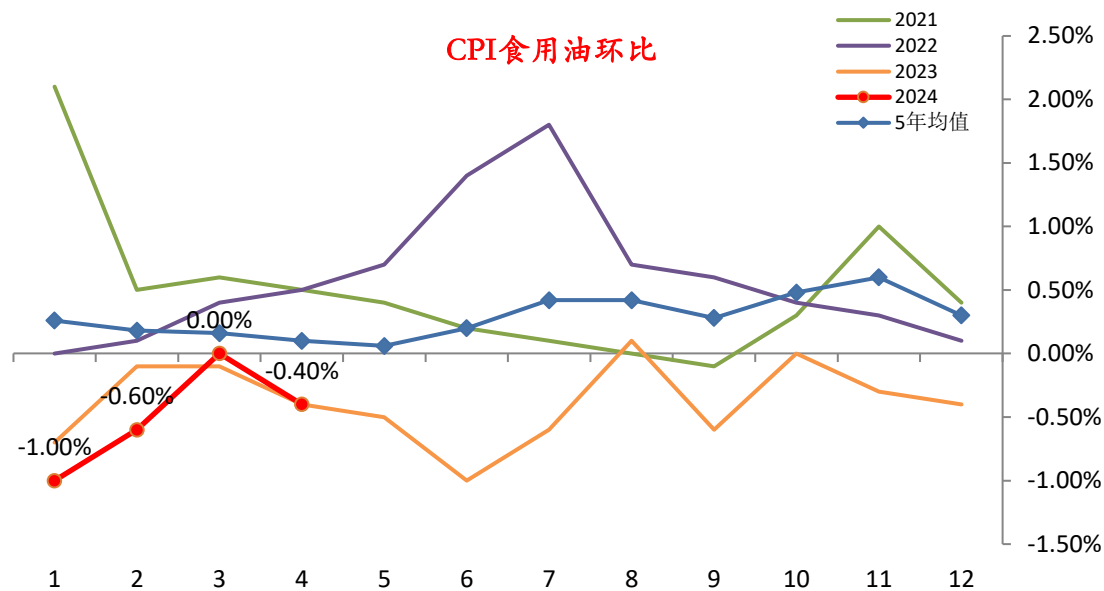
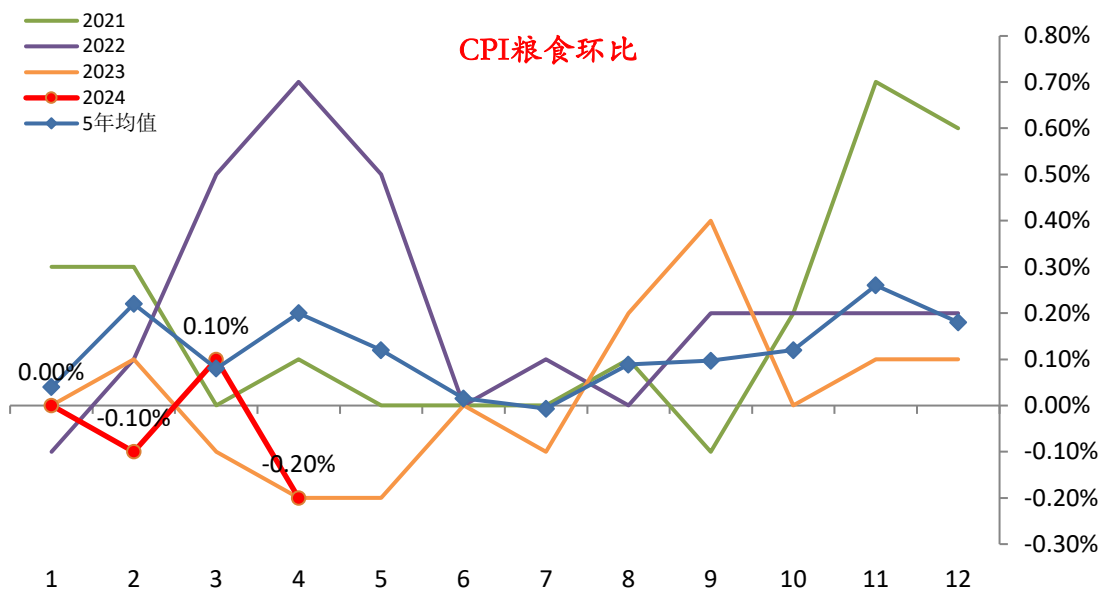


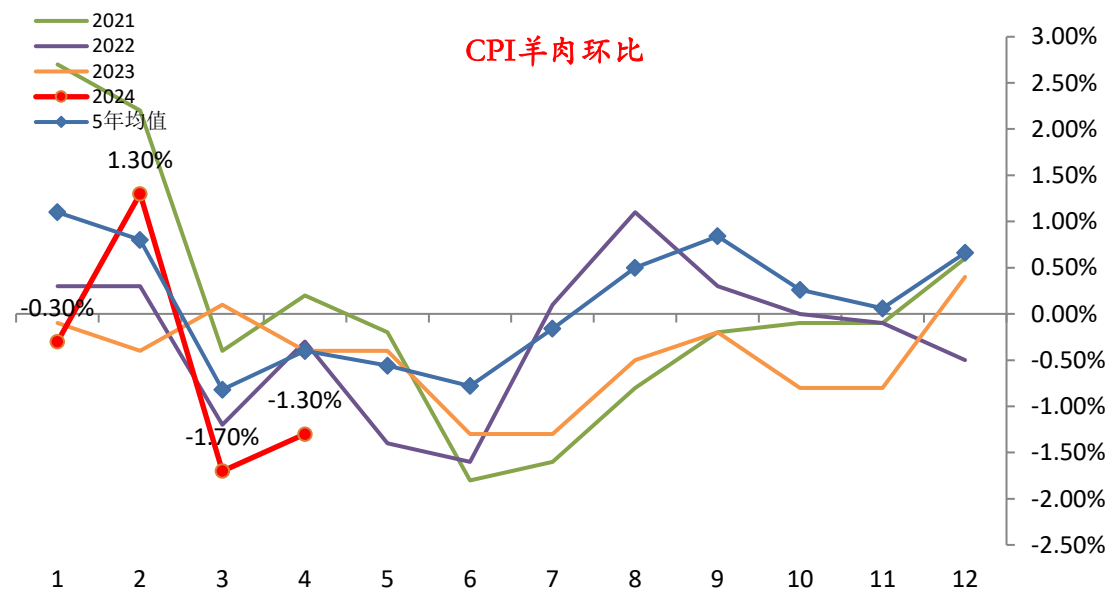
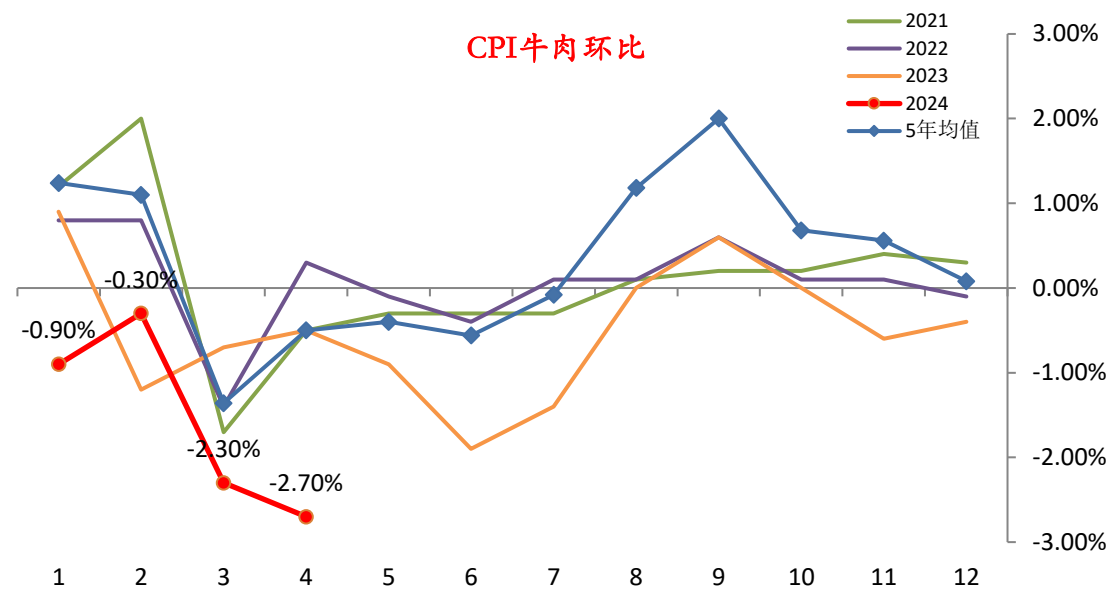
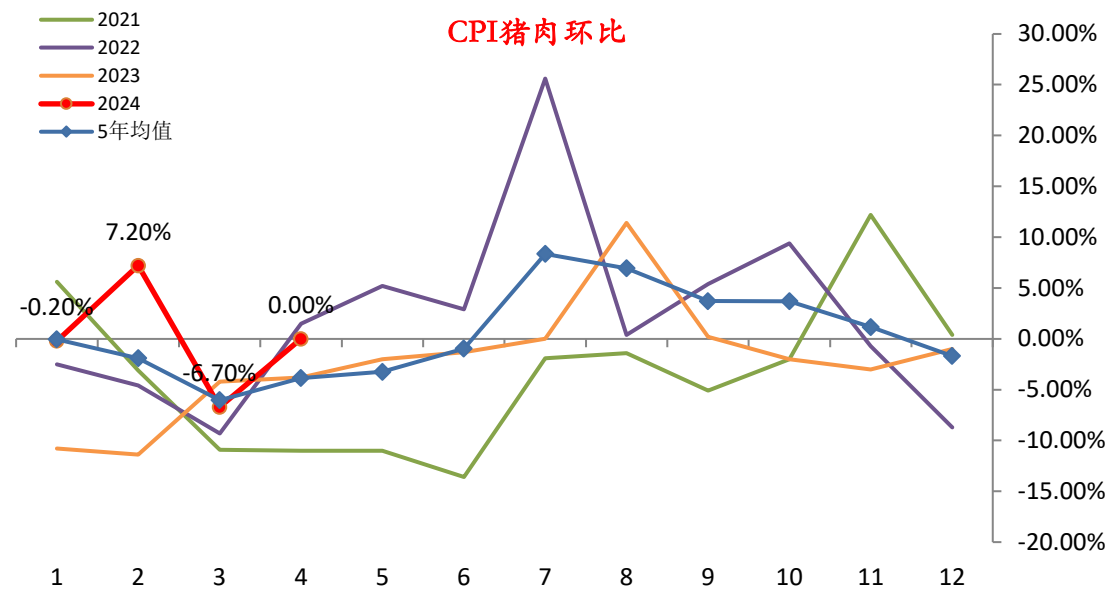


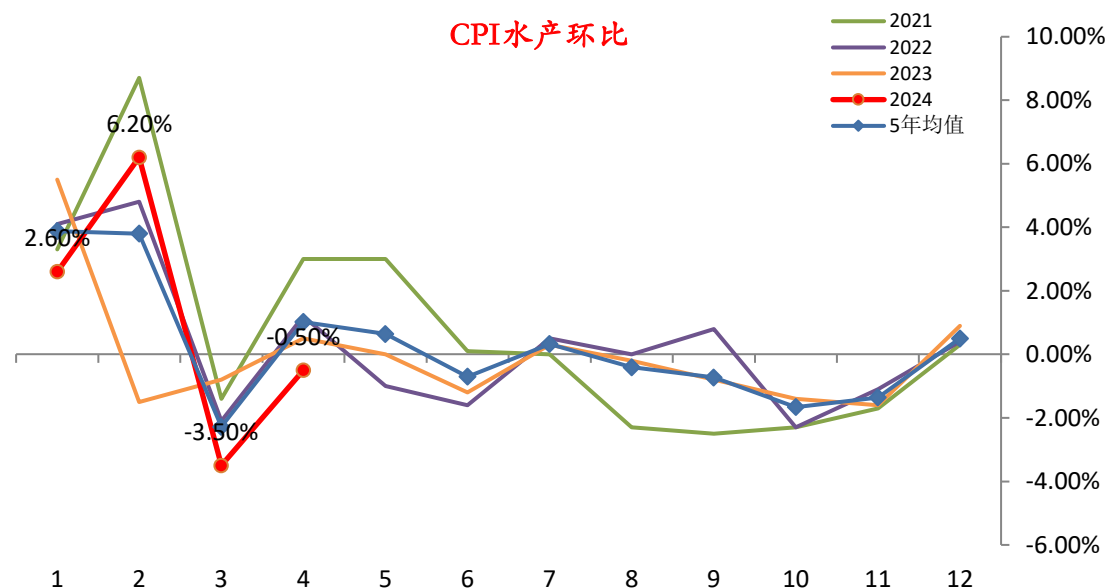
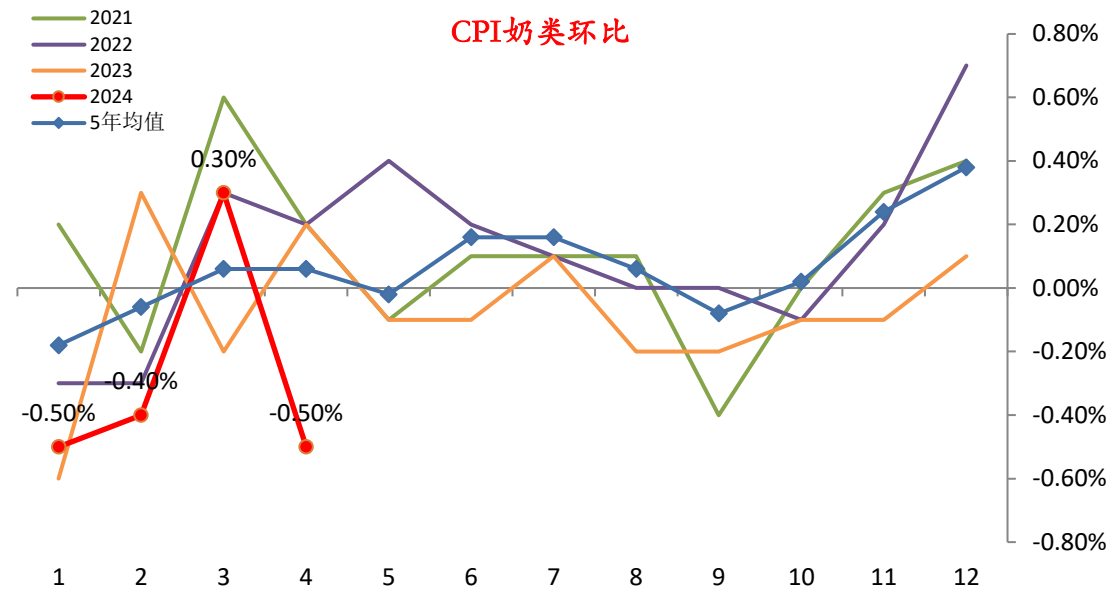
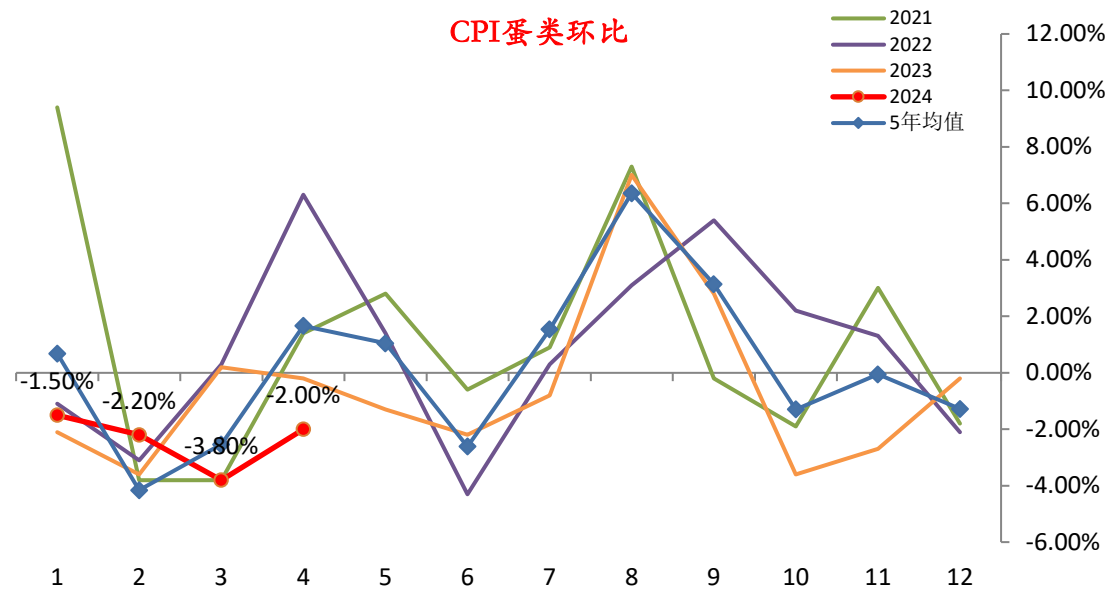


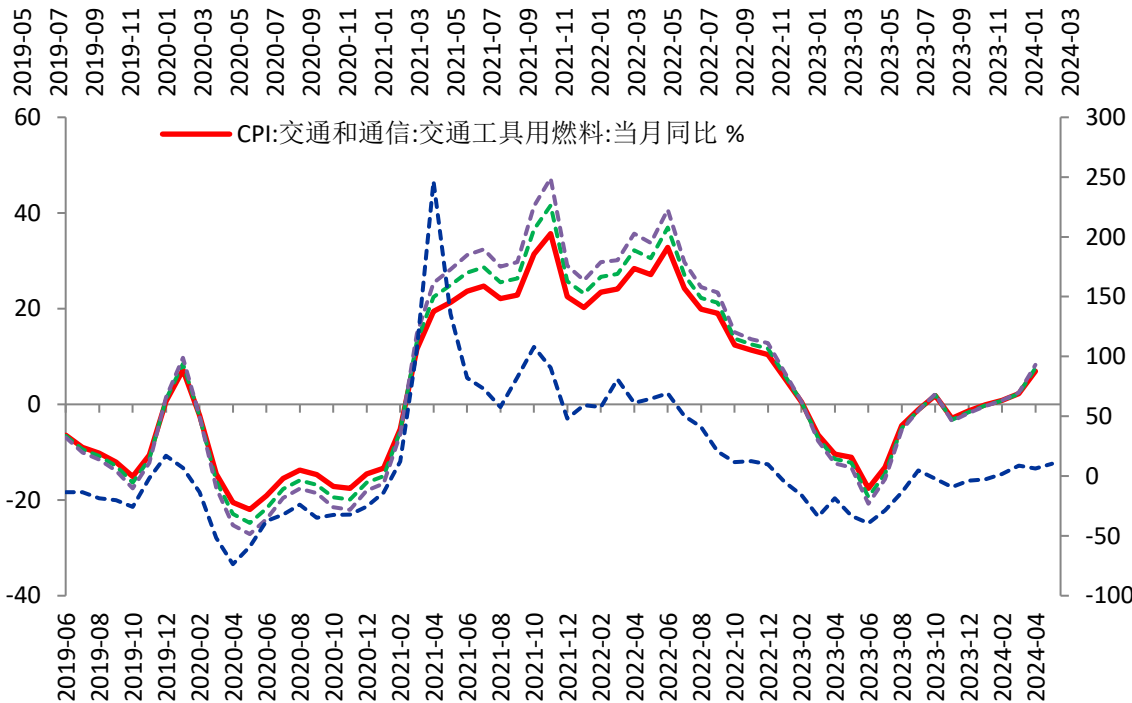
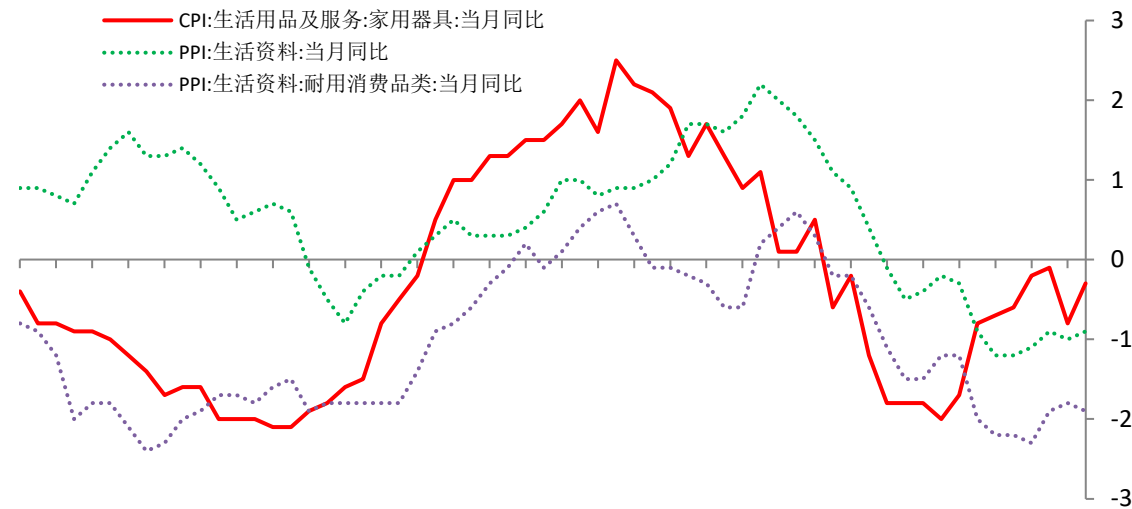
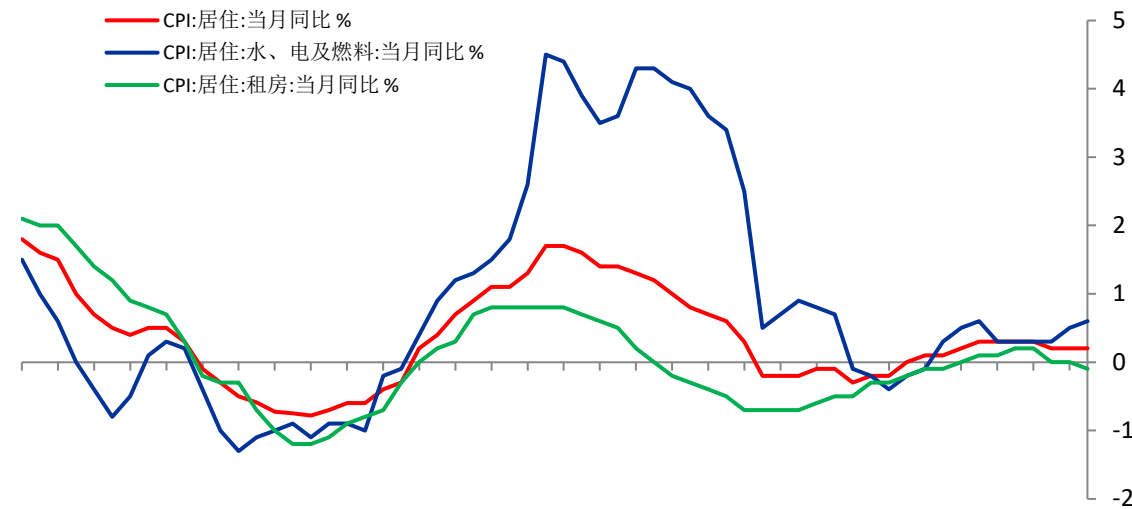


- 情况显示，4月粮油价格跌幅加大，鲜果、鲜菜价格跌幅缩小，但仍低于5年均值水平。市场供给充足存在影响。蛋白质食品价格变动出现分歧，多数出现跌幅收窄态势。
- 生猪和母猪存栏下行显示，猪周期仍处于产能、库存去化周期中，猪肉价格趋势仍偏向上。
- 4月食品价格反弹符合预期。且数据显示5月主要农产品价格继续持稳反弹，预示着食品新涨价因素不减。

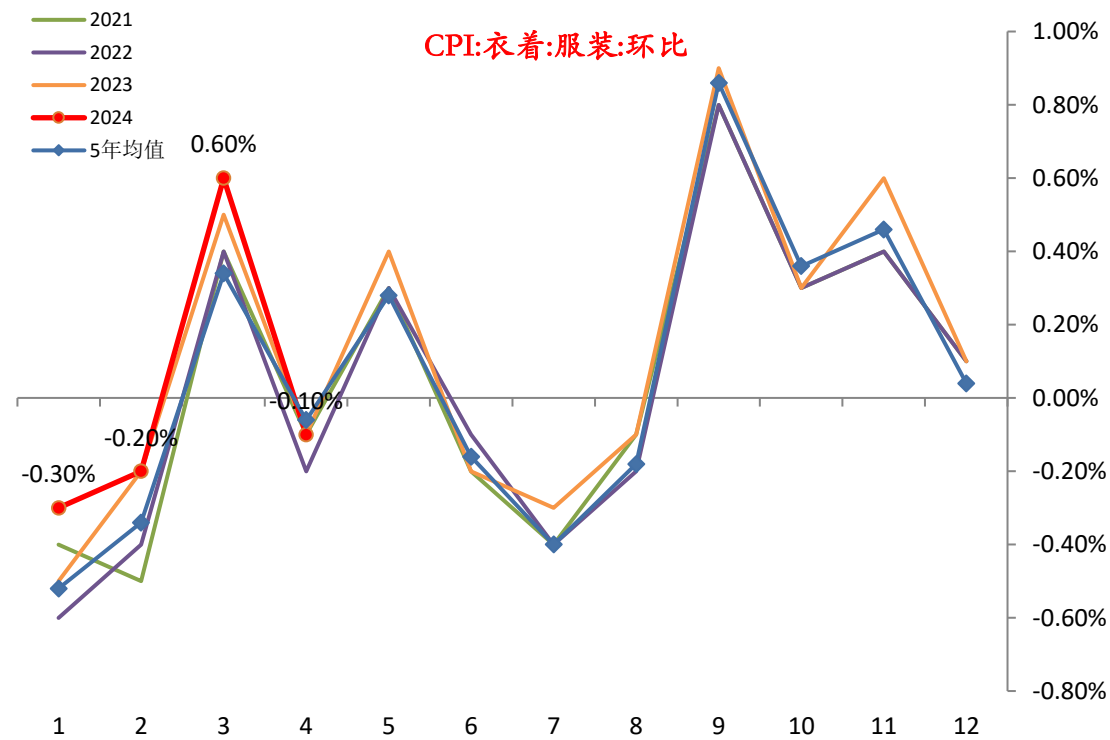
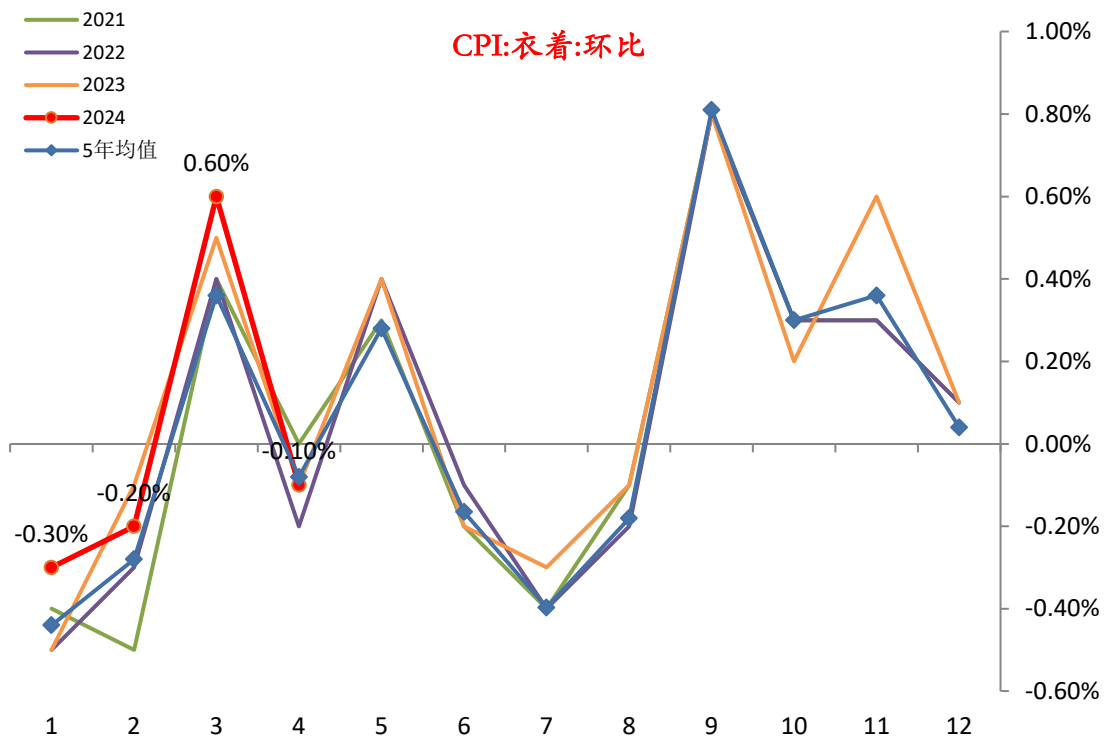


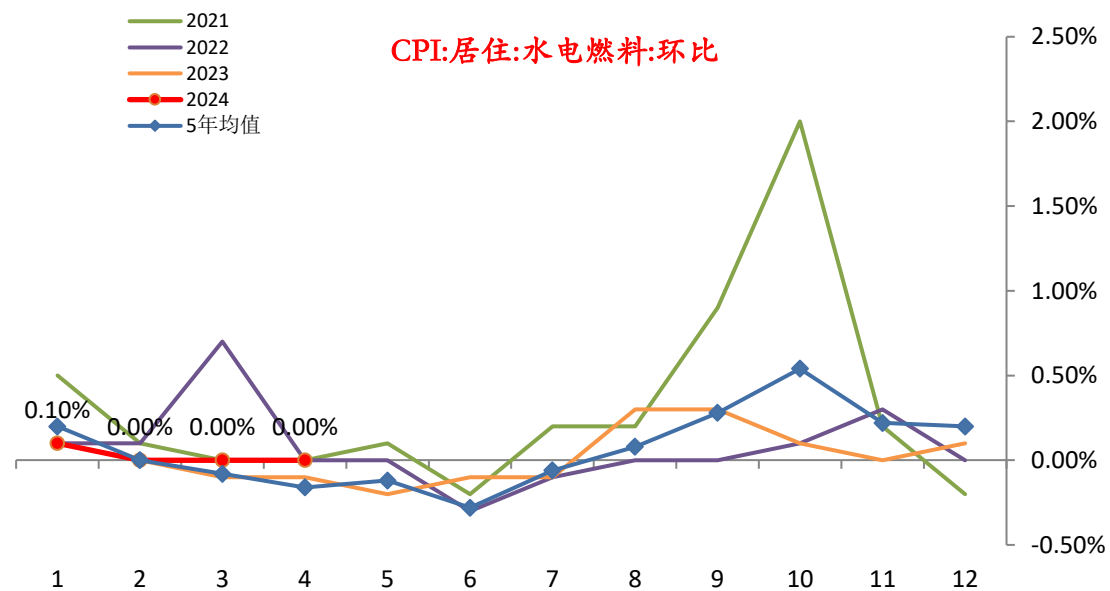
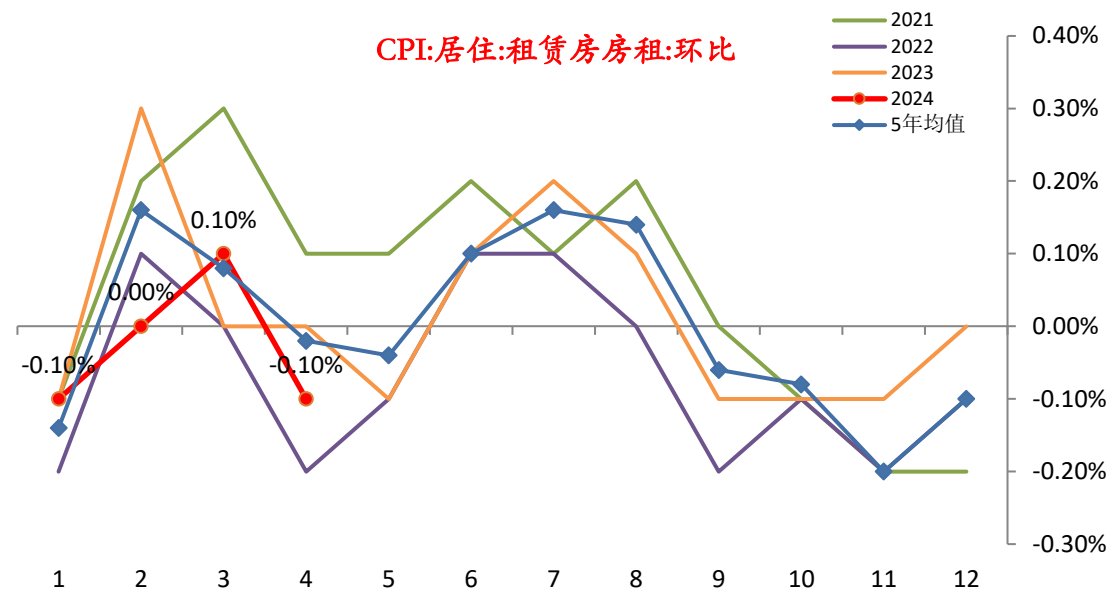
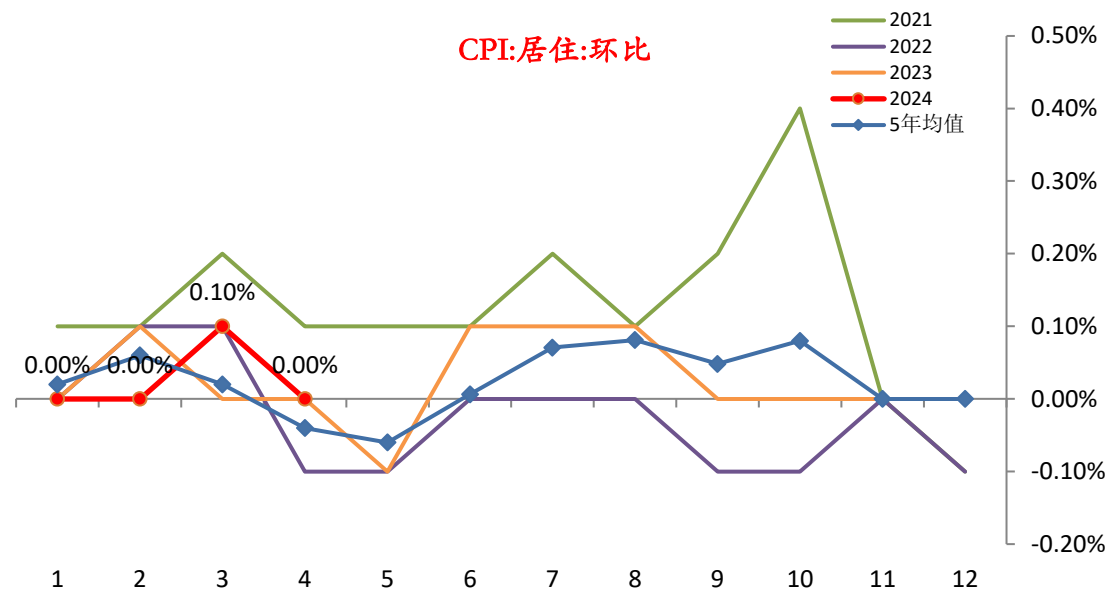


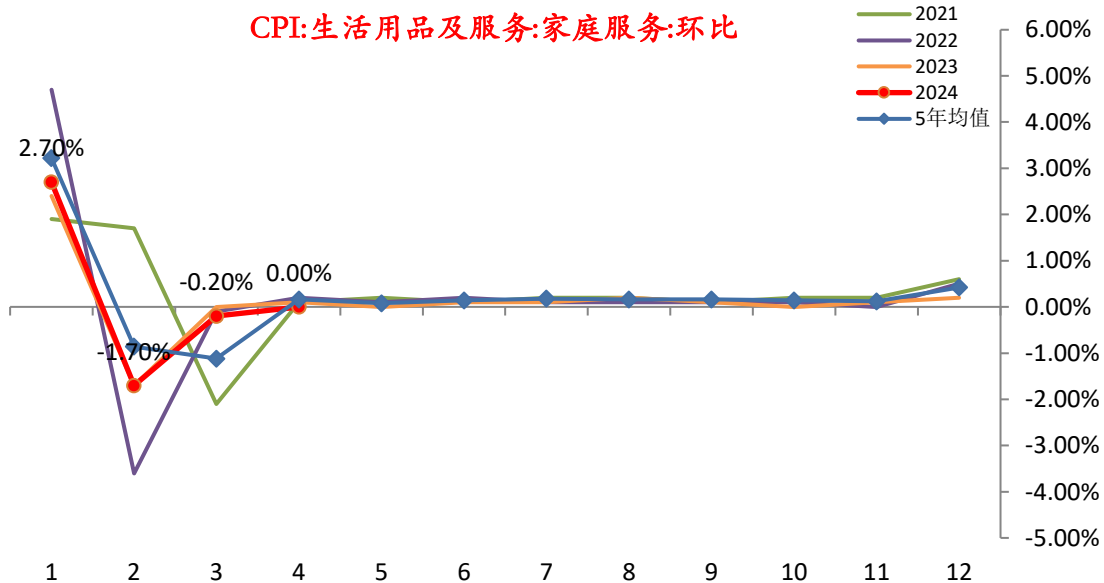
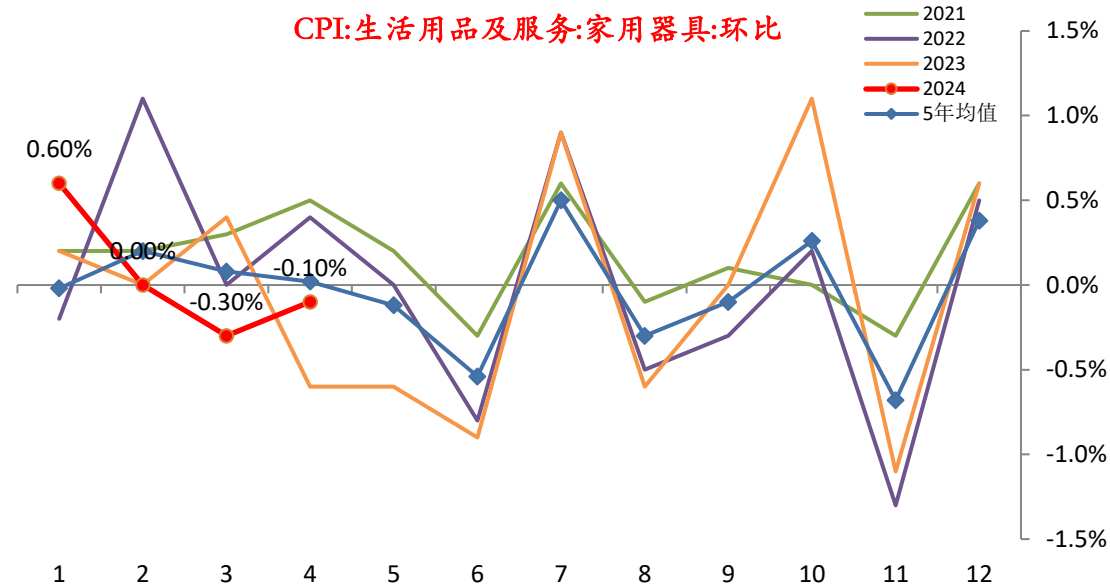
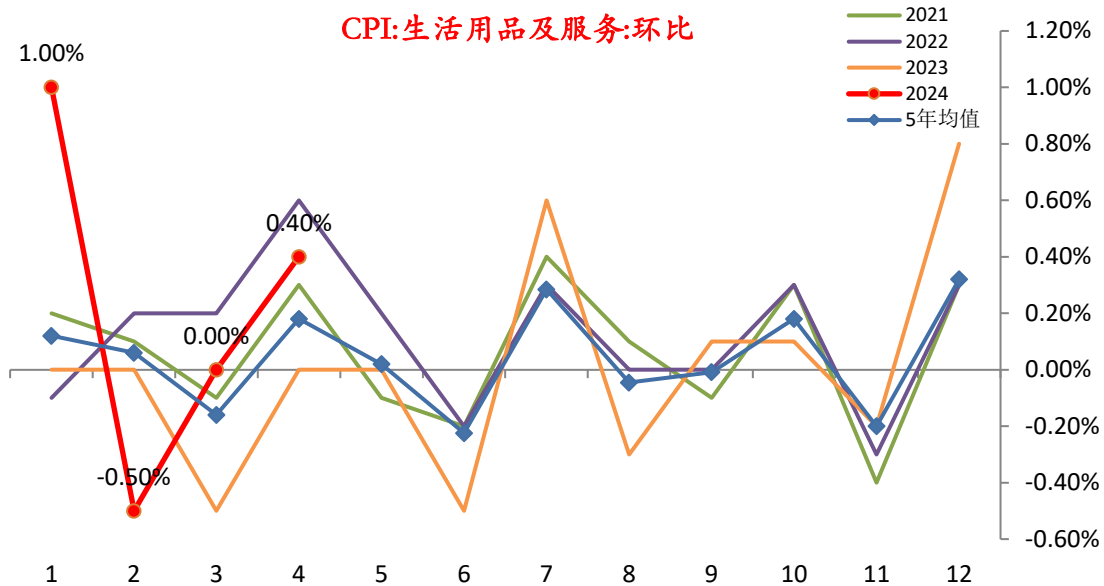




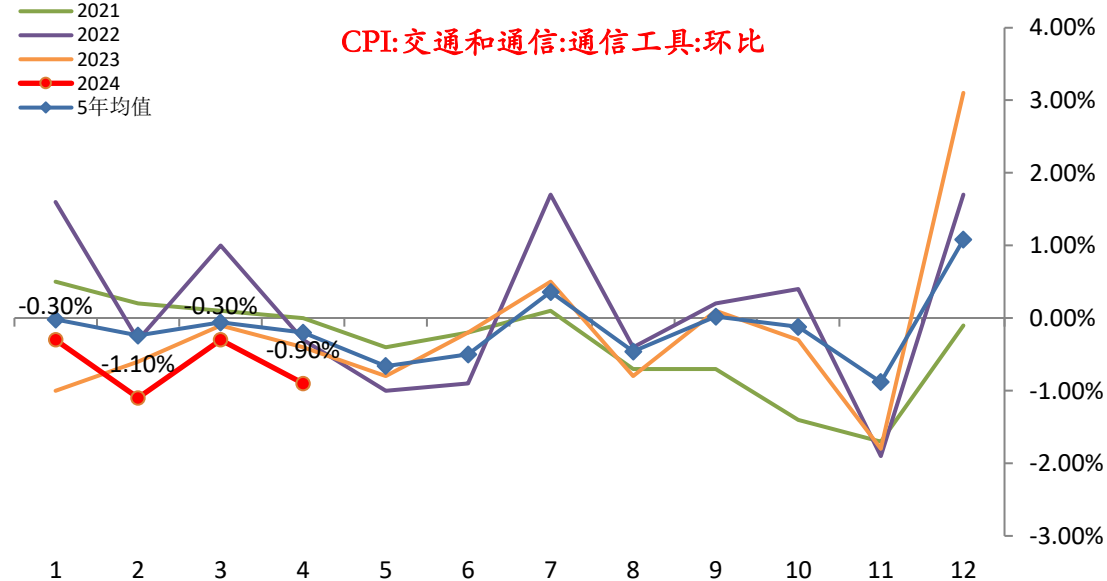
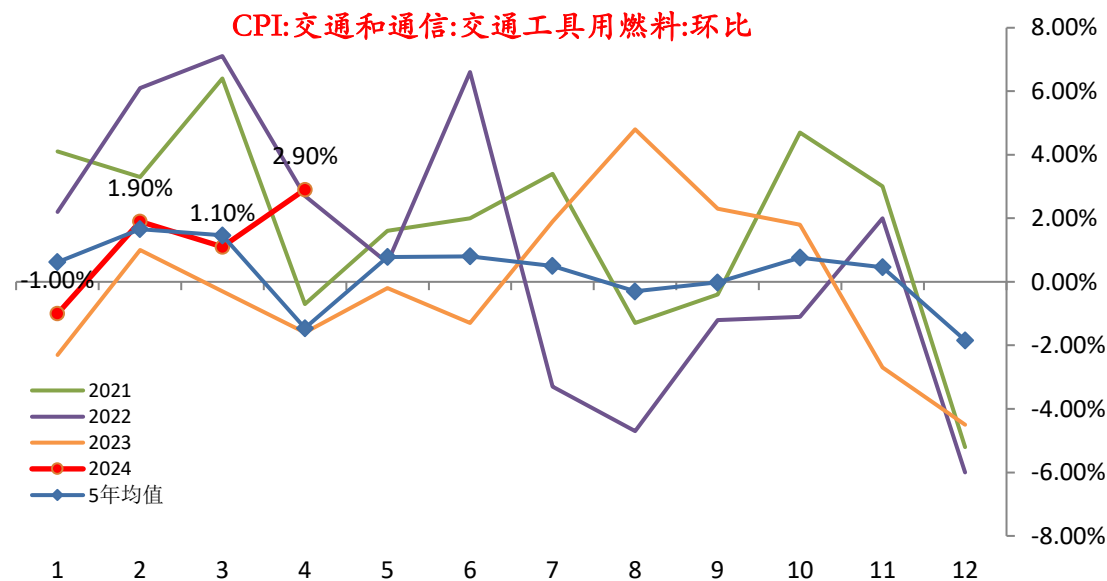
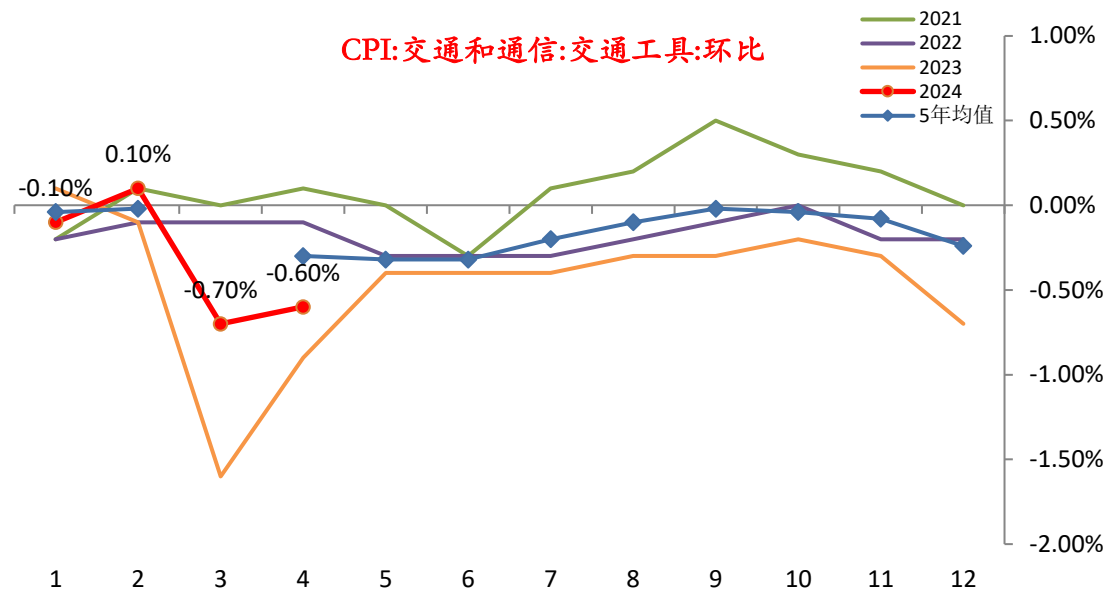
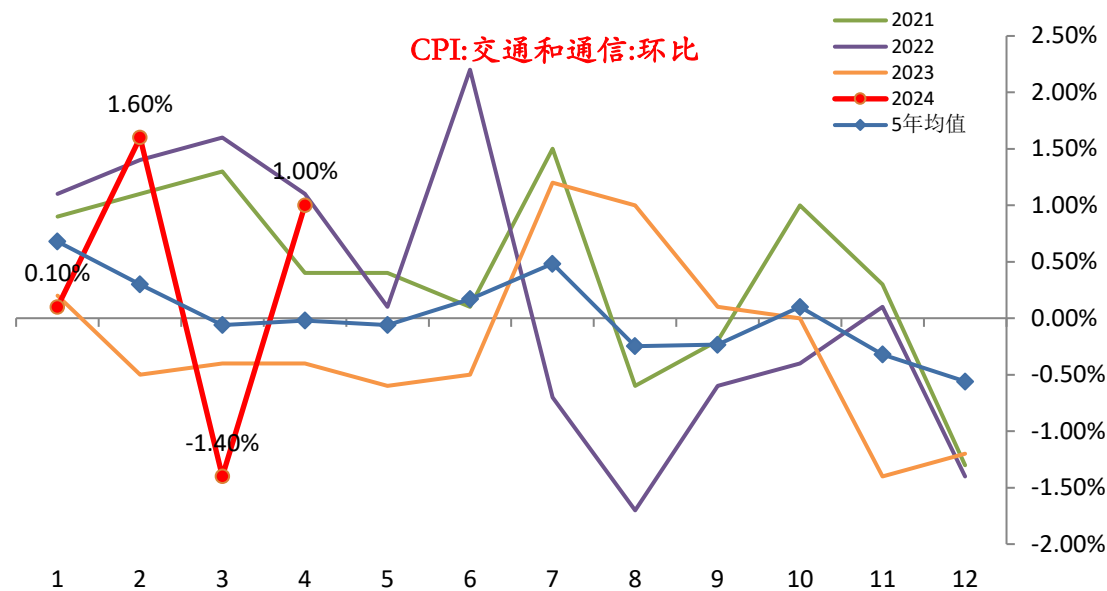
- 非食品价格维持强势受到燃料价格跟随国际油价上涨幅度扩大，清明、五一假期带动旅行、交通等服务价格涨幅扩大带动。并且超过房租在春节后需求集中释放期结束后增速回落、核心商品分项价格继续走弱的影响。此外，其他用品和服务分项大幅上涨。
- 我们预计假期因素下服务价格5月仍有上行可能。国际油价回落则对5月非食品CPI产生向下带动。同时租金项能否维持增长仍需关注。

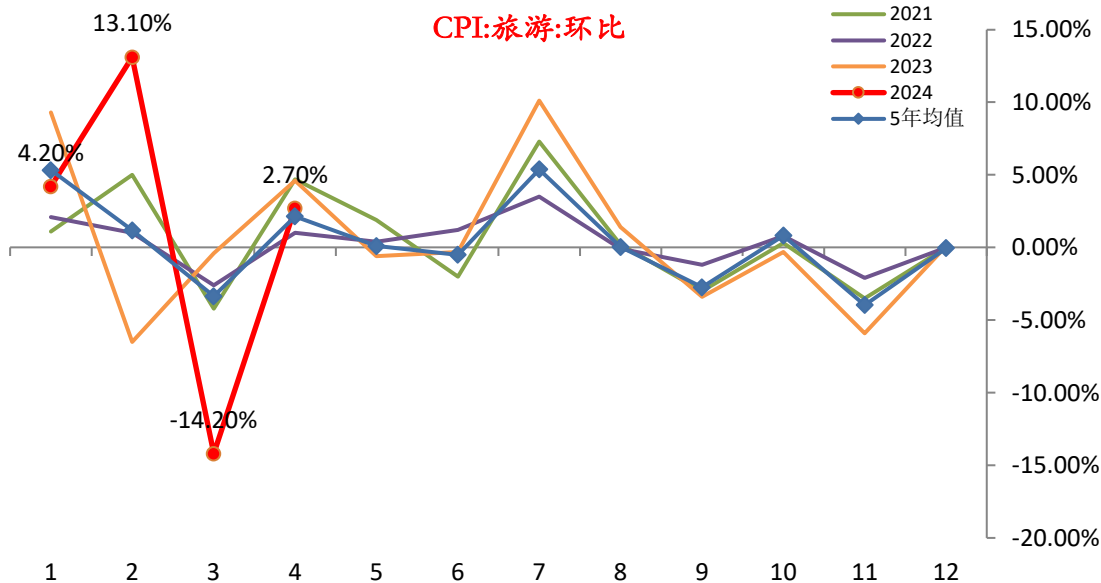
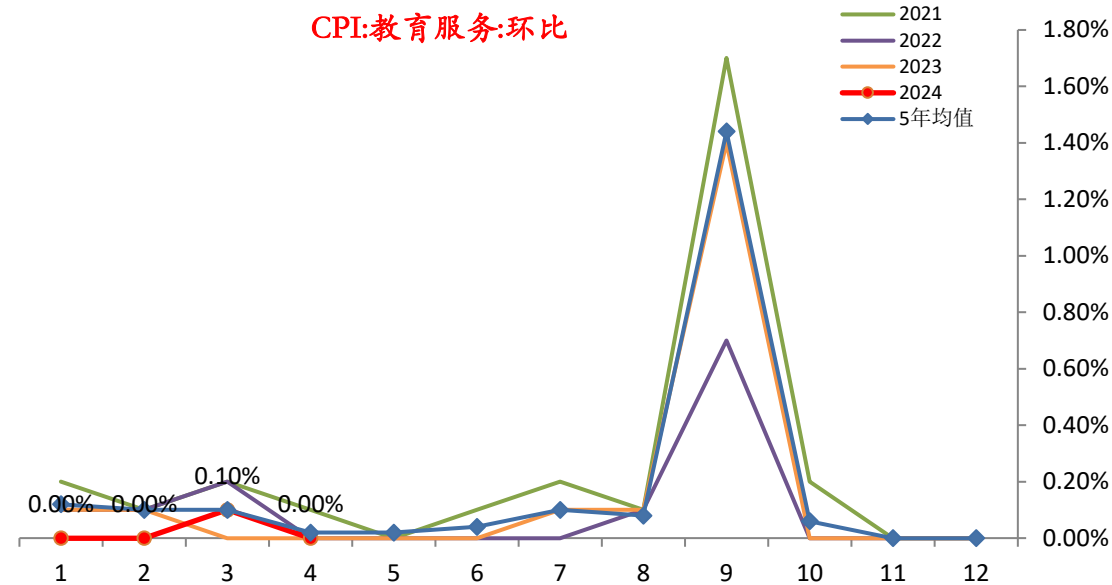
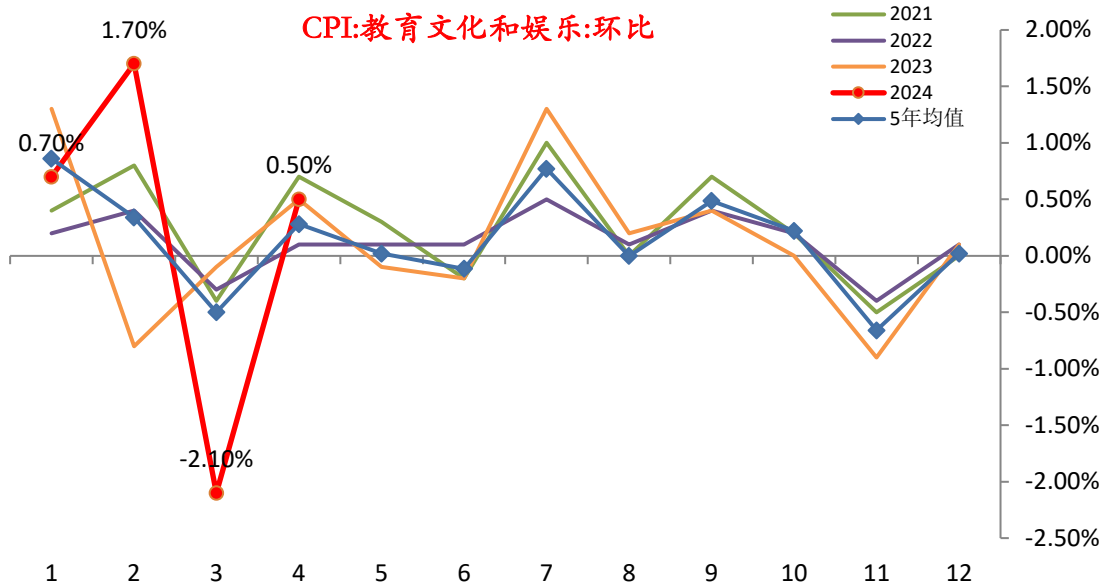


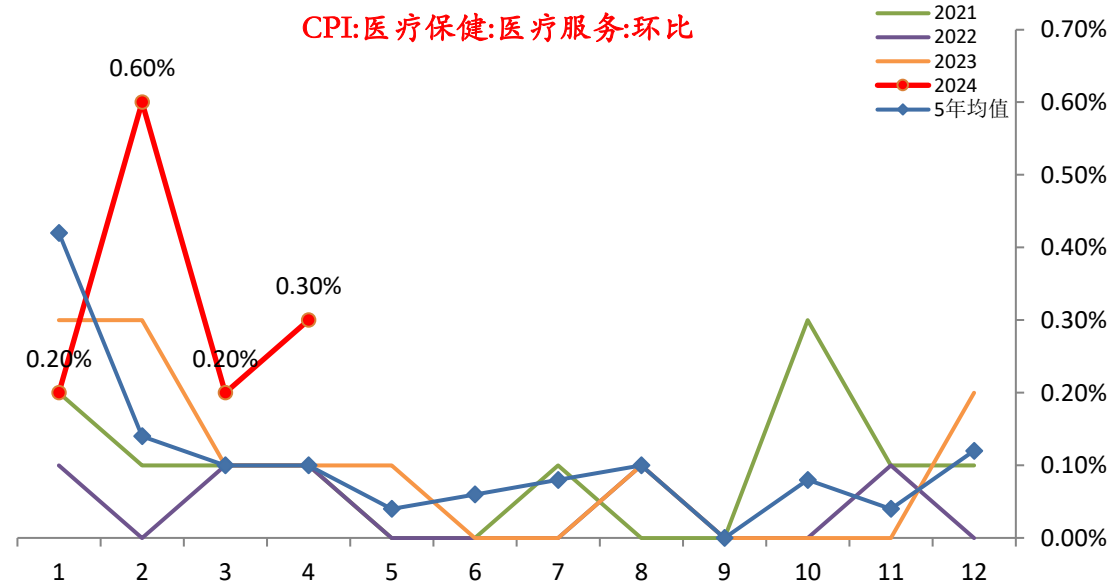
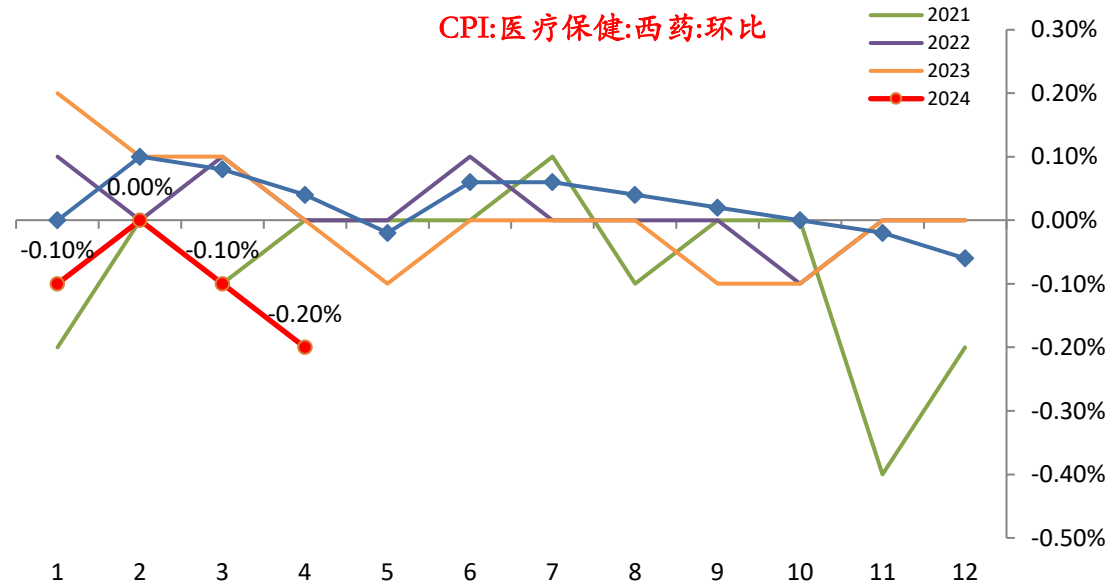
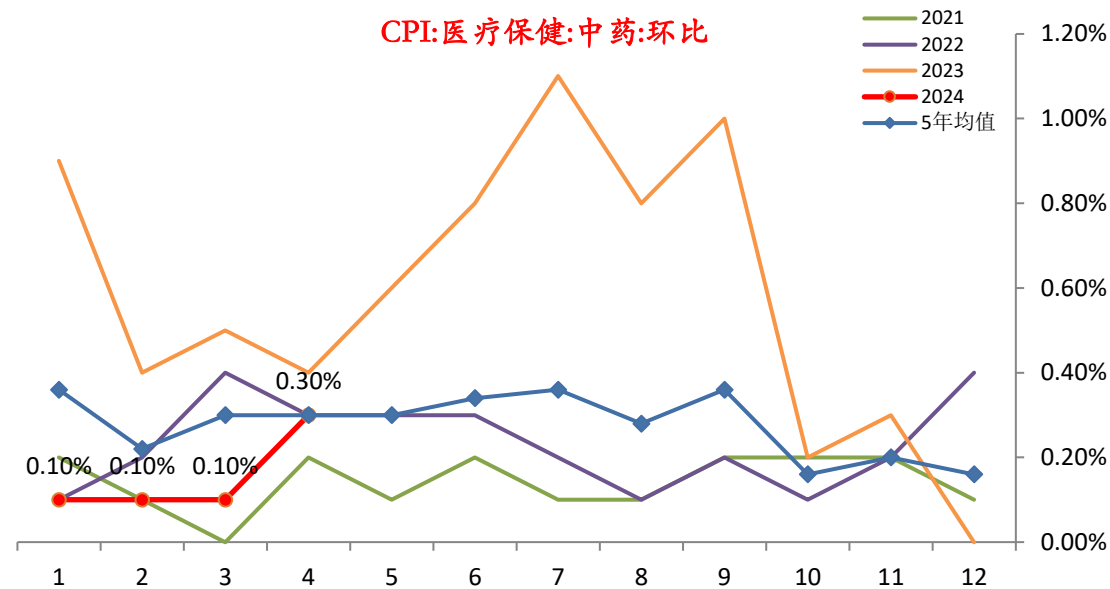
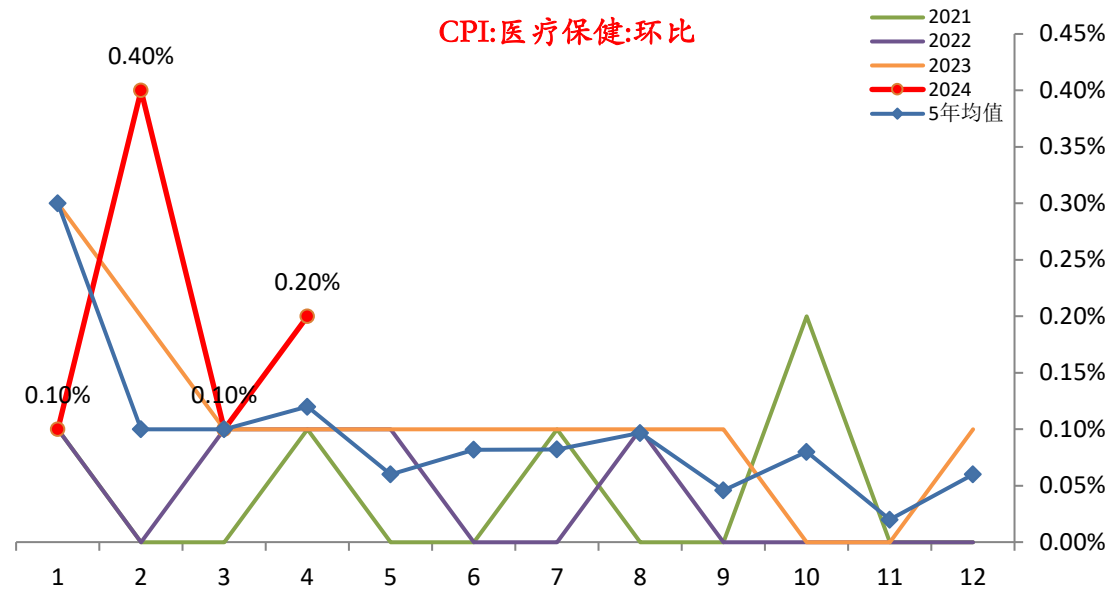




非食品CPI分项季节性——交通和通信





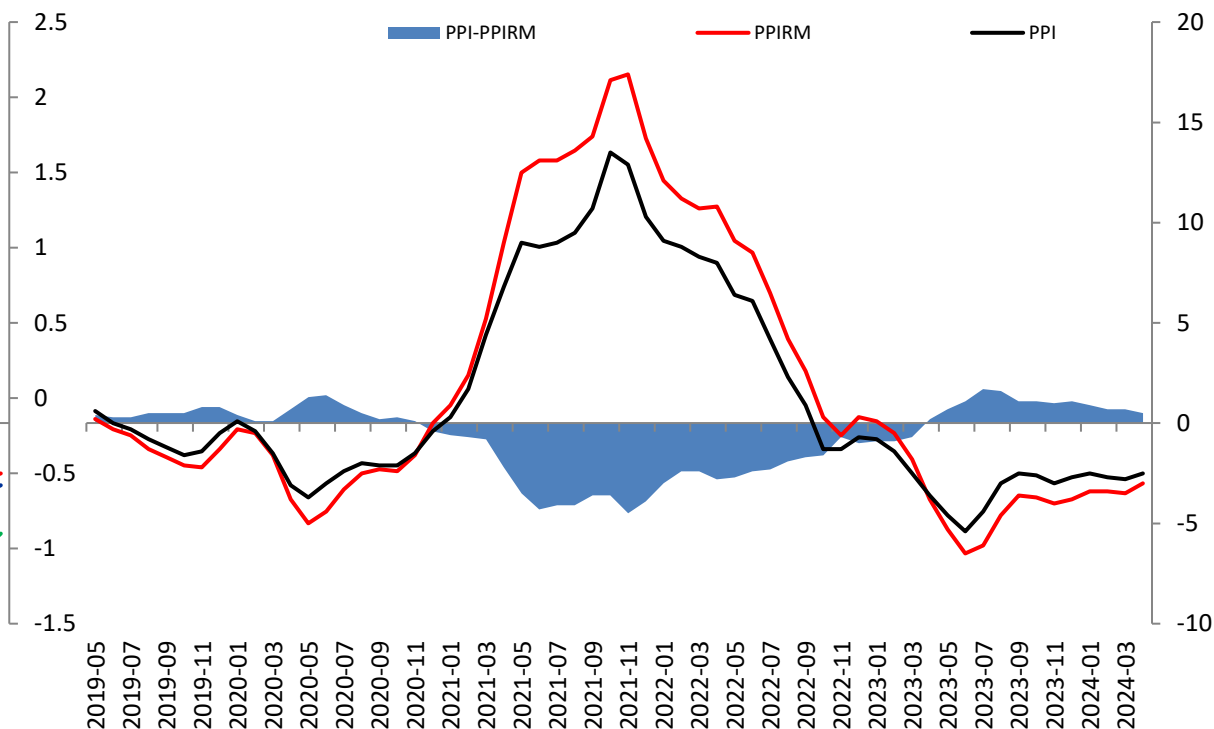
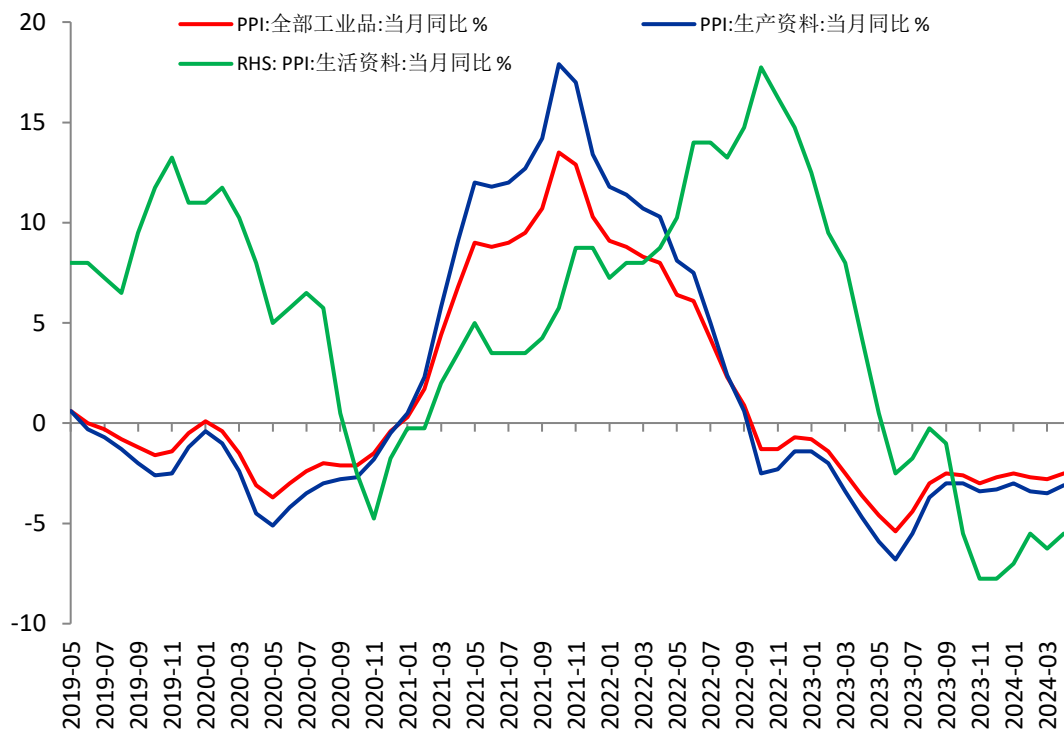


- 总体上看，4月CPI环比转为上涨，抵消基数上升影响推升CPI同比。主要分项表现类似，服务价格上涨对总体CPI带动增加，同时近期CPI和主要分项波动明显加大。
- 食品价格反弹符合预期，4月粮油价格跌幅加大，鲜果、鲜菜价格跌幅缩小，但仍低于5年均值水平。市场供给充足仍压制果蔬等食品价格。蛋白质食品价格变动出现分歧，多数出现跌幅收窄态势，尤其是猪肉价格跌幅收窄。
- 非食品中，燃料价格跟随国际油价涨幅扩大，清明、五一假期带动旅行、交通等服务价格上涨。但房租需求集中释放期结束后增速回落，核心商品价格继续走弱。
- 往后看，5月主要农产品价格继续持稳反弹，食品新涨价因素不减。特别是猪周期仍处于产能、库存去化周期中，未来价格趋势仍偏向上。但国际油价带动作用下降。预计5月总体CPI与核心CPI环比均维持小幅上涨，同比增速略有加快。长期来看，经济修复、消费复苏方向不变，年内消费通胀将温和回升，核心CPI维持上行趋势。

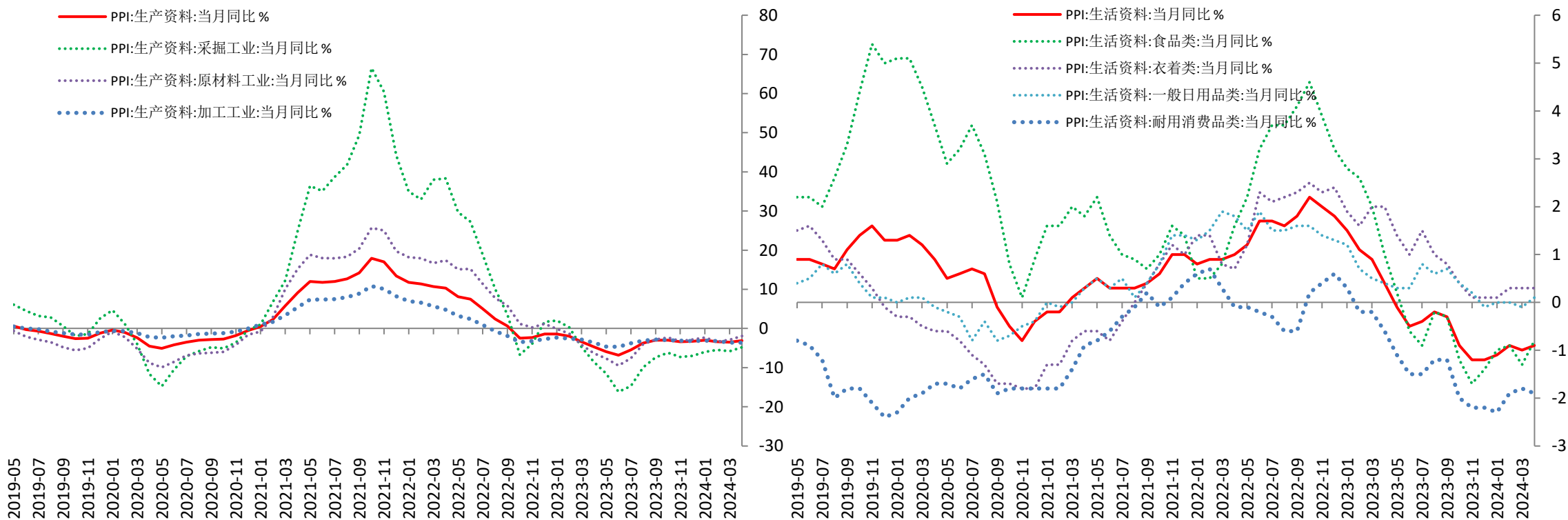
CPI分项	单位: %	当月同比	上月同比	同比变动	环比	环比3MMA
总体CPI		0.3	0.1	0.2	0.1	0.03
食品		-2.7	-2.7	0.0	-1.0	-0.30
非食品		0.9	0.7	0.2	0.3	0.10
核心CPI		0.7	0.6	0.1	0.2	0.03
消费品		0.0	-0.4	0.4	-0.1	0.03
服务		0.8	0.8	0.0	0.3	0.07
食品烟酒		-1.4	-1.4	0.0	-0.7	-0.23
:粮食		0.5	0.5	0.0	-0.2	-0.07
:食用油		-5.3	-5.3	0.0	-0.4	-0.33
:鲜菜		1.3	-1.3	2.6	-3.7	-0.67
:鲜果		-9.7	-8.5	-1.2	-2.0	-0.63
:畜肉类		-3.2	-4.3	1.1	-0.8	-0.43
:猪肉		1.4	-2.4	3.8	0.0	0.17
:牛肉		-10.4	-8.4	-2.0	-2.7	-1.77
:羊肉		-6.8	-6.0	-0.8	-1.3	-0.57
:水产品		0.2	1.2	-1.0	-0.5	0.73
:蛋类		-10.6	-8.9	-1.7	-2.0	-2.67
:奶类		-1.8	-1.0	-0.8	-0.5	-0.20
:烟草		1.2	1.2	0.0	0.1	0.10
:酒类		-1.0	-1.2	0.2	0.1	-0.10
衣着		1.6	1.6	0.0	-0.1	0.10
:服装		1.8	1.8	0.0	-0.1	0.10
:鞋类		0.8	1.0	-0.2	-0.1	0.13
居住		0.2	0.2	0.0	0.0	0.03
:租赁房房租		-0.1	0.0	-0.1	-0.1	0.00
:水电燃料		0.6	0.5	0.1	0.0	0.00
生活用品及服务		1.4	1.0	0.4	0.4	-0.03
:家用器具		-0.3	-0.8	0.5	-0.1	-0.13
:家庭服务		1.7	1.8	-0.1	0.0	-0.63
交通和通信		0.1	-1.3	1.4	1.0	0.40
:交通工具		-4.3	-4.6	0.3	-0.6	-0.40
:交通工具用燃料		6.9	2.2	4.7	2.9	1.97
:交通工具使用和维修		0.3	0.4	-0.1	-0.1	0.03
:通信工具		-2.9	-2.4	-0.5	-0.9	-0.77
:通信服务		-0.4	-0.4	0.0	0.0	0.00
:快递服务		-0.3	-0.4	0.1	0.0	-0.10
教育文化和娱乐		1.8	1.8	0.0	0.5	0.03
:教育服务		1.7	1.7	0.0	0.0	0.03
:旅游		4.1	6.0	-1.9	2.7	0.53
医疗保健		1.6	1.5	0.1	0.2	0.23
:中药		5.4	5.5	-0.1	0.3	0.17
:西药		-0.7	-0.5	-0.2	-0.2	-0.10
:医疗服务		1.9	1.7	0.2	0.3	0.37
其他用品和服务		3.8	2.7	1.1	2.0	0.80

PPI: 4月PPI跌幅收窄 新涨价带动仍待显现

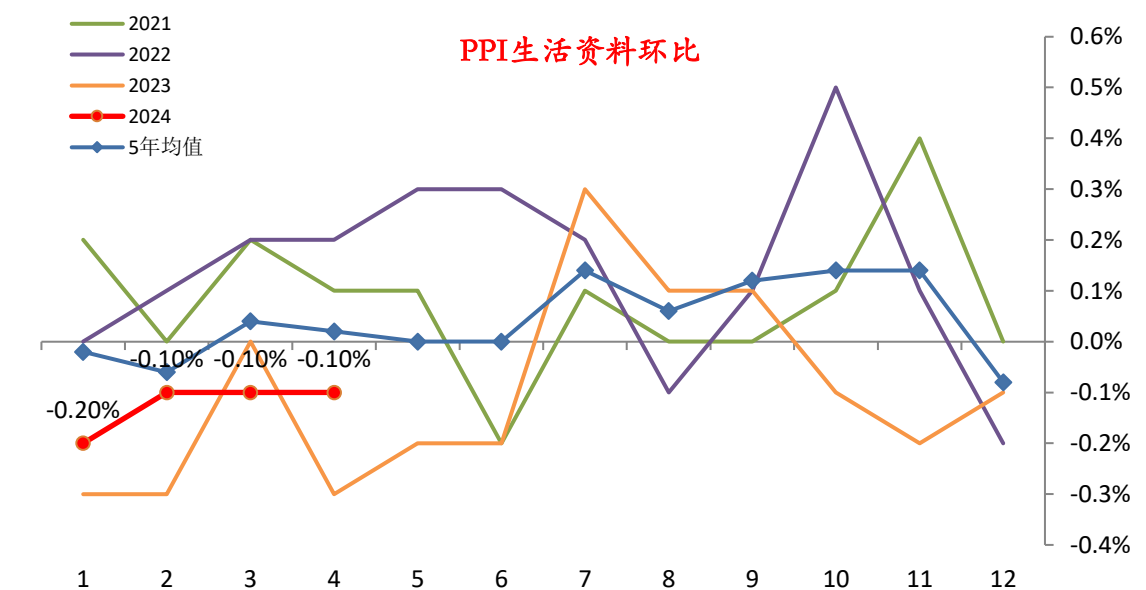
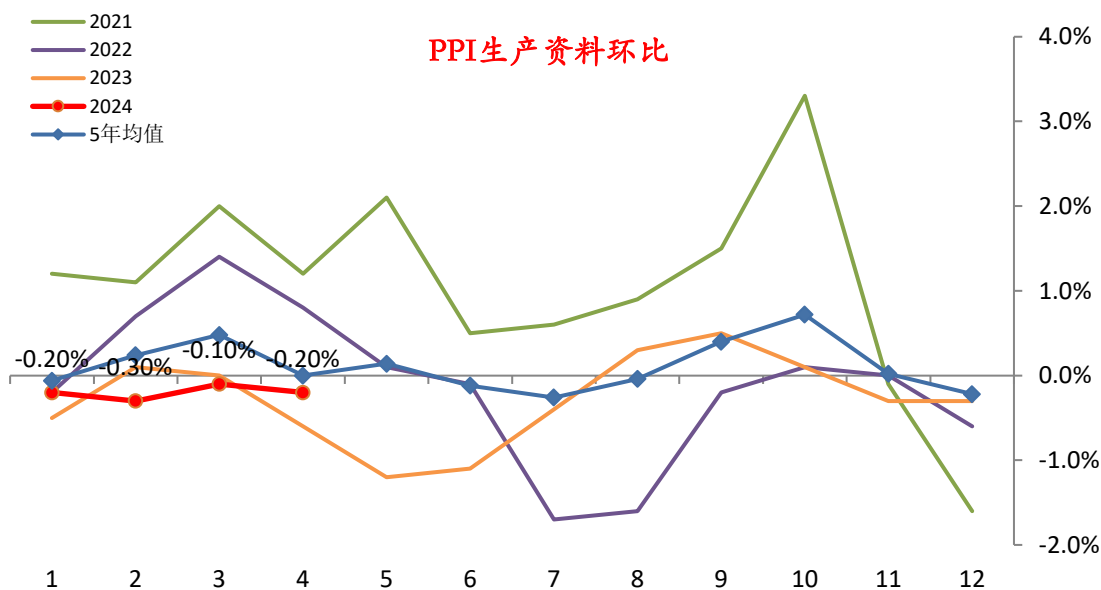
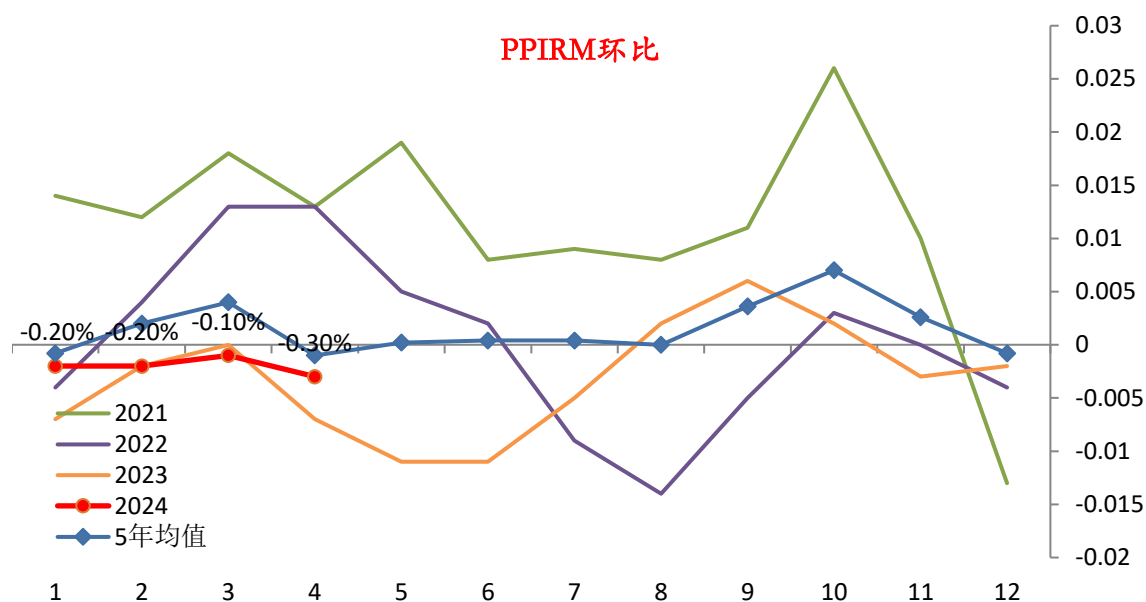
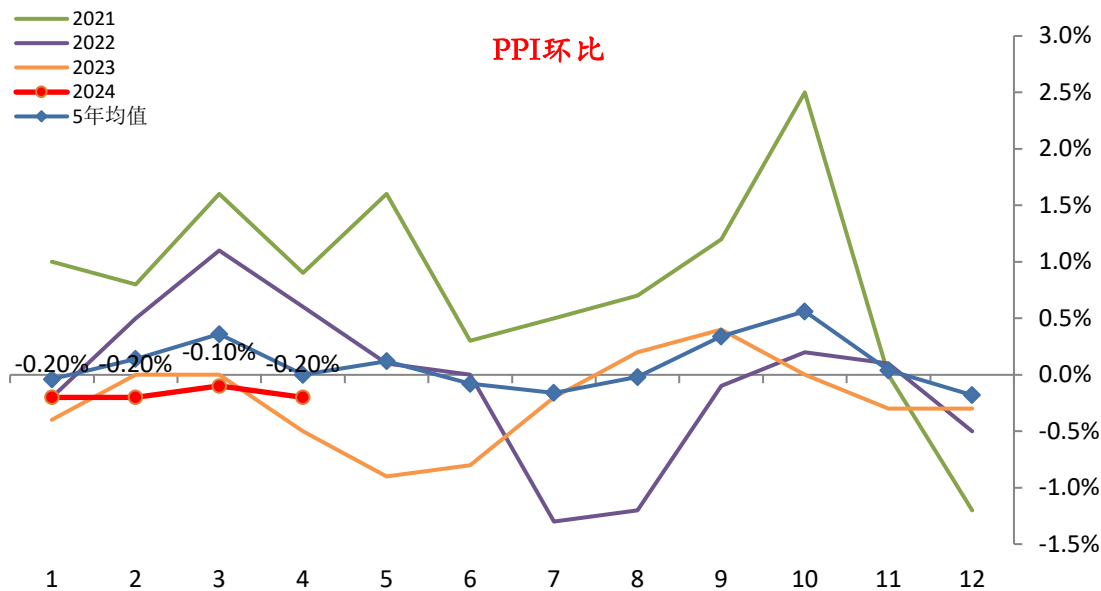
- PPI环比跌幅再度扩大至-0.2%，表现弱于季节性，但去年同期基数开始明显回落，PPI同比跌幅收窄至-2.5%。价格对企业名义产出、营收和利润的负向影响有所下降。PPIRM跌幅收窄至-3.1%，好转程度更明显。PPI与PPIRM差值下降至0.50%，下游相对上游利润改善速度继续放慢。



- 大类分项中，生产资料 and 其中采掘、原材料工业跌幅均收窄，加工工业同比跌幅维持不变。生活资料跌幅小幅收窄，其中食品跌幅收窄较多，衣着继续维持不变，一般日用品转涨，耐用消费品跌幅扩大。
- 环比来看，生产资料和生活资料均低于5年均值，但后者跌幅未见扩大。生产资料中原材料工业维持不变，采掘、加工环比跌幅扩大，该情况与上游大宗商品价格上涨基本一致。生活资料中食品跌价减小，衣着维持不变，一般日用品涨幅明显扩大，耐用消费品环比跌幅增加。



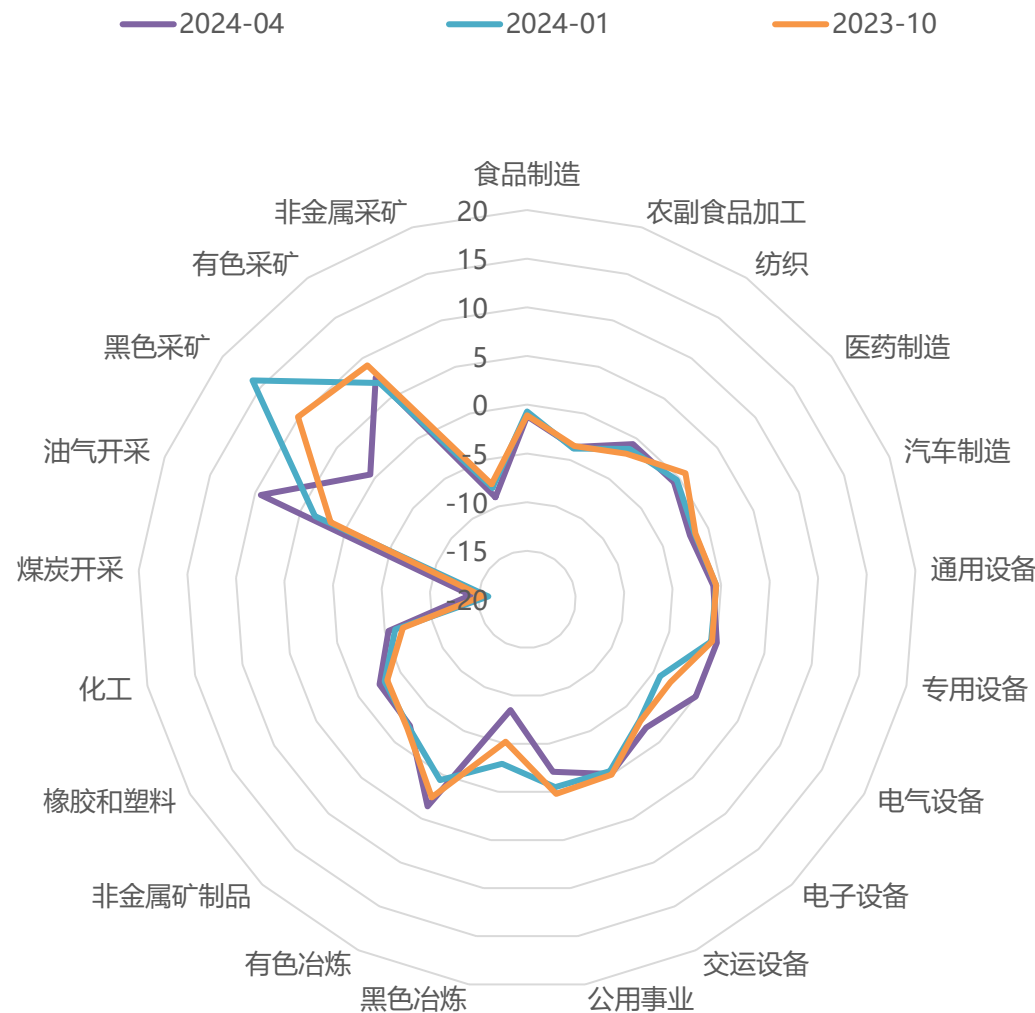
主要PPI大类分项季节性



- 4月行业变动基本延续一季度的趋势。大宗商品涨价令上游行业维持相对强势，中游原材料行业变动不一，中游和下游制造业相对稳定。产业链角度看，能化继续得益于油价上涨，但4月下旬油价回落后其强势的持续性存疑。有色金属价格加速走升，带动有色采选和加工等行业转向加速上升。黑色产业链价格跌幅则继续扩大，地产带动有限。此外，狭义制造业PPI仍受产能释放的压力。

官方PPI同比	下游行业					中游行业										上游行业					
						加工组装					原材料										
日期	食品制造业	农副食品加工业	纺织业	医药制造业	汽车制造业	通用设备制造业	专用设备制造业	电气机械及器材制造业	计算机、通信和其他电子设备制造业	铁路、船舶和航空航天和其他运输设备制造业	电力、热力的生产和供应业	黑色金属冶炼及压延加工业	有色金属冶炼及压延加工业	非金属矿物制品业	橡胶和塑料制品业	化学原料及化学制品制造业	煤炭开采和洗选业	石油和天然气开采业	黑色金属矿采选业	有色金属矿采选业	非金属矿采选业
2024-04	-1.20	-3.60	-0.70	-0.70	-2.00	-0.80			-2.00	-0.10	-2.10	-8.50	3.60	-2.30	-2.50	-5.40	-14.20	9.40	0.60	7.60	-9.00
2024-03	-1.20	-4.40	-0.70	-0.60	-1.50	-0.50	-0.80	-4.30	-2.50	-0.40	-1.70	-7.20	0.60	-2.00	-2.80	-6.30	-15.00	6.30	6.70	3.40	-8.10
2024-02	-0.90	-3.80	-0.80	-0.50	-1.50	-0.50	-0.90	-4.50	-2.10	-0.50	-2.60	-4.90	-0.20	-2.30	-3.00	-6.60	-14.70	4.20	12.10	4.50	-7.70
2024-01	-0.70	-3.80	-1.30	-0.30	-1.50	-0.50	-0.60	-4.20	-3.00	-0.40	-0.50	-2.90	0.60	-2.10	-3.10	-6.10	-16.00	3.40	16.10	6.90	-8.00
2023-12	-1.10	-4.70	-1.60	0.10	-1.20	-0.60	-0.60	-4.30	-3.90	-0.50	-0.90	-1.90	0.40	-2.30	-3.30	-6.30	-16.50	-1.60	17.40	6.90	-7.90
2023-11	-1.20	-5.00	-1.60	0.70	-1.60	-0.50	-0.50	-4.00	-3.50	-0.50	-1.00	-2.30	1.70	-2.10	-3.20	-6.80	-15.80	-3.30	15.10	8.10	-8.20
2023-10	-1.10	-3.50	-1.90	0.80	-1.40	-0.50	-0.50	-3.00	-2.90	0.00	0.20	-5.20	2.60	-1.90	-3.40	-6.90	-15.40	1.70	10.10	9.10	-7.60
2023-09	-0.70	-1.80	-2.30	0.80	-1.40	-0.40	-0.30	-2.30	-1.80	0.10	0.50	-5.00	2.70	-2.30	-3.60	-7.10	-15.60	-3.30	6.80	9.70	-7.00
2023-08	-1.00	-1.50	-3.10	0.60	-1.40	-0.40	-0.23	-1.94	-1.90	0.00	1.70	-6.60	1.40	-2.00	-3.60	-10.40	-16.20	-10.60	0.50	8.30	-6.60
2023-07	-1.30	-3.10	-4.10	0.60	-1.50	-0.30	-0.50	-1.90	-1.70	0.00	1.80	-10.60	-1.00	-1.60	-4.20	-14.20	-19.10	-21.50	-7.20	6.00	-6.50
2023-06	-1.30	-2.10	-4.70	0.00	-1.30	-0.40	-0.50	-1.90	-2.00	0.10	1.30	-16.00	-7.20	1.00	-4.40	-14.90	-19.30	-25.60	-13.90	2.80	-6.40
2023-05	-0.90	-0.50	-4.30	-0.20	-1.10	-0.40	-0.40	-1.40	-1.70	0.30	1.60	-16.80	-8.40	2.10	-4.10	-12.20	-13.10	-19.10	-14.50	1.20	-6.00
2023-04	-0.40	1.10	-4.20	-0.10	-1.00	-0.10	-0.20	-0.50	-0.70	0.50	1.60	-13.60	-8.60	3.00	-3.80	-9.90	-9.30	-16.30	-10.80	2.70	-5.60

- 4月PPI环比跌幅再度扩大，但基数明显回落推动PPI同比跌幅收窄。价格对企业名义产出、营收和利润的负向影响有所下降。PPI与PPIRM差值下降，下游相对上游利润改善速度继续放慢。
- 行业变动基本延续此前趋势，大宗商品涨价推升上游行业PPI，中游原材料行业PPI变动不一，中游和下游制造业PPI变动不大。能化继续得益于油价上涨，但4月下旬油价回落后其强势的持续性存疑。有色金属价格加速走升带动该产业链PPI转升。黑色产业链价格跌幅继续扩大，地产端拖累延。狭义制造业价格仍受产能释放的压力。
- 5月油价冲高回落，但有色带动力不减，黑色带动力则不强。大宗商品价格上涨带来的输入性因素仍将带动PPI，同时低基数影响将扩大，近期总体PPI同比仍有转正可能，通缩将继续缓和。长期来看，全球货币政策和经济基本面、商品供给端波动均为大宗商品价格和PPI的主要影响。



谢谢!



方正中期期货有限公司

北京市朝阳区朝阳门南大街10号兆泰国际中心A座16层

- 本报告中的信息均源于公开资料，方正中期期货研究院对信息的准确性及完备性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息和意见并不构成所述期货合约的买卖出价和征价，投资者据此作出的任何投资决策与本公司和作者无关，方正中期期货有限公司不承担因根据本报告操作而导致的损失，敬请投资者注意可能存在的交易风险。本报告版权仅为方正中期期货研究院所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制发布，如引用、转载、刊发，须注明出处为方正中期期货有限公司。