

## 4月通胀解读：物价持续低于预期兑现

### 核心观点

4月CPI环比-0.1%，同比+0.1%（前值0.7%），再次低于市场预期的0.4%。我们在3月通胀解读中指出，上涨动能不足，预计物价持续低于预期。结构上，猪价、油价双双下跌，出行类服务价格表现相对突出。4月PPI环比-0.5%，同比-3.6%（前值-2.5%），低于市场预期-3.3%，PPI继续寻底，工业企业盈利持续承压。经济复苏斜率有所放缓，下游需求释放不足，煤炭、钢材、水泥等国内定价品种价格均有所回落。我们认为，经济向上和向下弹性都不大，但阶段性减退税降费退坡后，企业盈利下行是务必要解决的问题。下半年美联储加息暂缓后，中国将受益于国际收支、汇率改善，货币政策空间打开，形成降息预期，国内利率债和成长股受益。

#### □ 猪价油价双双下跌，核心CPI保持稳定

4月CPI环比-0.1%，同比+0.1%（前值0.7%），再次低于市场预期的0.4%。我们在《3月通胀解读：上涨动能不足，预计物价持续低于预期》的判断兑现。4月猪肉价格持续下跌，鲜菜、鲜果价格季节回落，4月CPI食品项同比+0.4%，较前值2.4%回落幅度较大。受国际原油价格波动影响，国内成品油价格小幅回调。4月核心CPI环比+0.1%，同比+0.7%，与前值持平，仍在低位徘徊。其中，旅游、交通工具租赁费、飞机票、宾馆住宿等出行类服务价格有所回升，交通工具、家用电器等可选耐用品价格持续回落。

#### □ 生猪产能温和去化，下半年有望开启上涨

猪价自去年年底以来持续下探，能繁母猪自2023年1月小幅去化，我们预计下半年猪肉价格温和上涨。一方面，年初开始能繁母猪有所去化，对应2~3个季度之后生猪供应将有所回落，且下半年节假日较多，旅游、聚餐等助力猪肉需求回暖。但另一方面，由于生猪产能去化并未受到瘟疫等外生冲击影响，产能去化幅度有限，生猪养殖仍然呈现“小周期”模式，价格回暖将再次带动养殖情绪升温，从而压制猪价上涨空间。

#### □ PPI继续寻底，工业企业盈利持续承压

4月PPI环比-0.5%，同比-3.6%（前值-2.5%），低于市场预期-3.3%，PPI继续寻底，工业品价格跌多涨少，工业企业盈利持续承压。进入二季度，经济复苏斜率有所放缓，建筑建材需求不及预期，煤炭、钢材、水泥等国内定价品种价格均有所回落。4月份OPEC+突发减产影响，原油价格有所回升，但海外银行危机事件导致衰退预期加剧，4月下旬原油价格又开启了震荡回调。美联储加息预期降温，铜等有色金属受益于低库存水平价格保持稳定。

#### □ 有效需求尚存不足，物价仍然难以提振

我国经济处于弱修复之中，有效需求尚存不足，而且疫情之后我国采取有力措施“保主体”，供给侧并未出现大量企业破产出清，供应能力相对充分，物价缺乏上涨基础。2021年以来M2-M1剪刀差持续扩大，截至2023年一季度末已达到7.6%，信贷、社融数据虽然连创新高，但资金利用效率偏低，实体经济依然缺乏涨价动力。我们发现，M2-M1剪刀差领先GDP平减指数约1年，结合需求不足、供给充分的实际情况，预计2023年物价仍然难以提振。

#### □ 风险提示

消费者信心修复不及预期；厄尔尼诺现象导致夏季持续干旱炎热。

分析师：李超

执业证书号：S1230520030002

lichao1@stocke.com.cn

分析师：张迪

执业证书号：S1230520080001

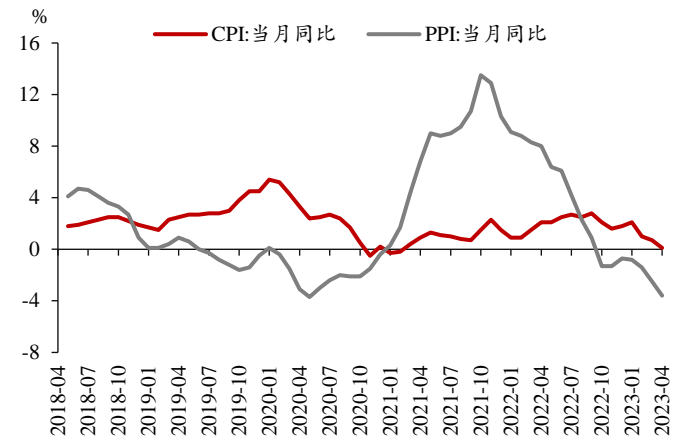
zhangdi@stocke.com.cn

#### 相关报告

- 《通胀如期回落，Q2加息收尾——美国5月通胀数据传递的信息》 2023.05.11
- 《出口延续强势，结构重于趋势——2023年4月进出口数据的背后》 2023.05.09
- 《4月外储：重回3.2万亿美元上方》 2023.05.07

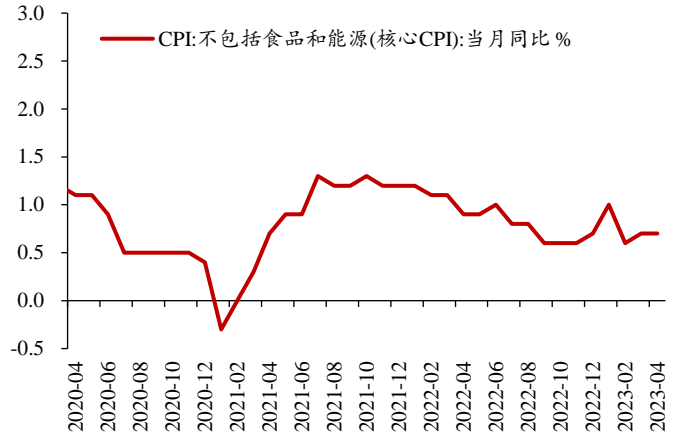
重要图表

图1: CPI 同比持续回落, PPI 同比降幅扩大



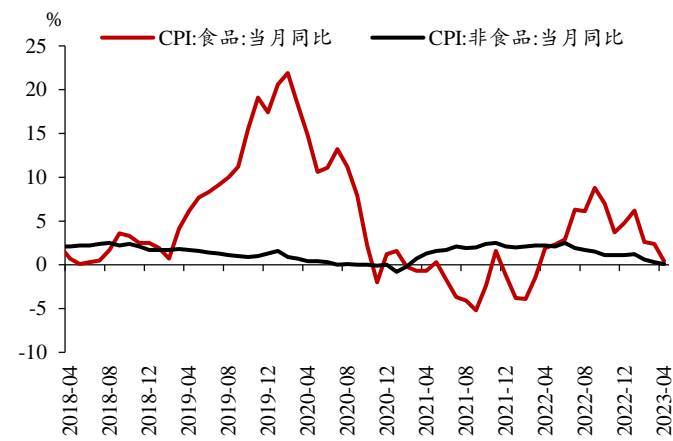
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图2: 核心 CPI 整体稳定



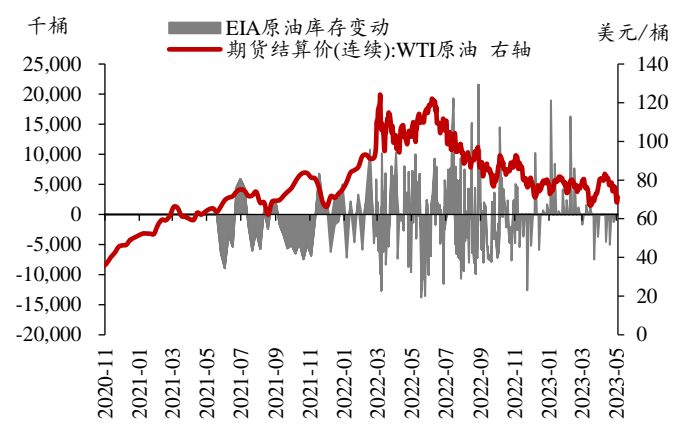
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图3: 食品项同比回落幅度较大



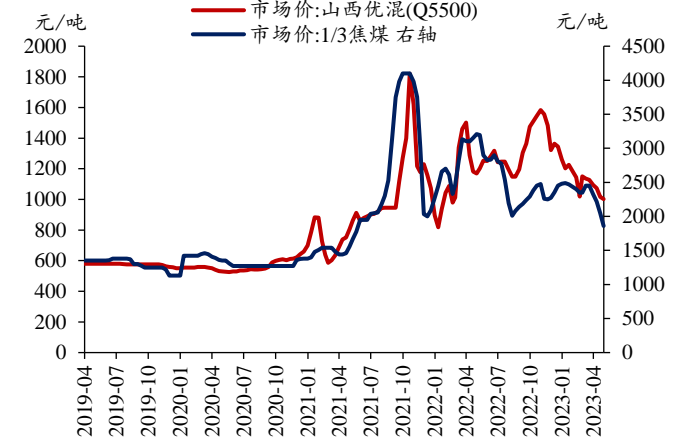
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图4: 原油价格先涨后跌



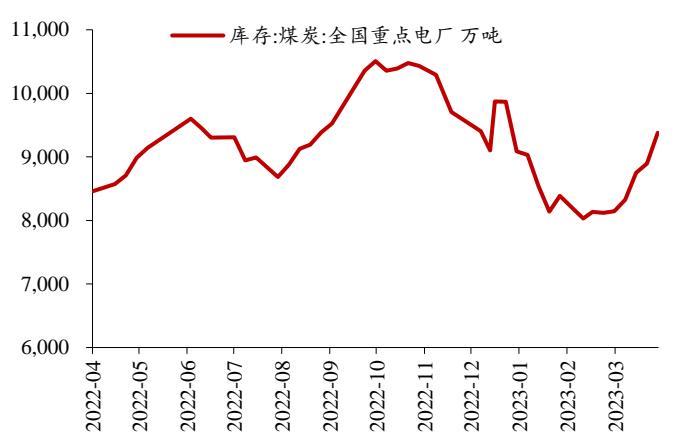
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图5: 煤炭价格持续下探



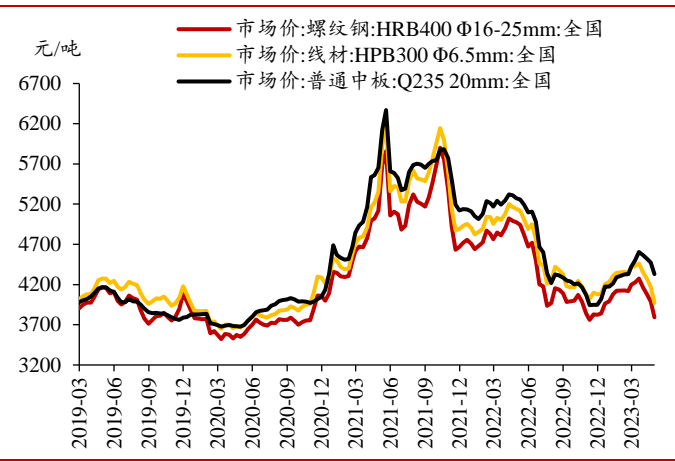
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图6: 电厂库存上升



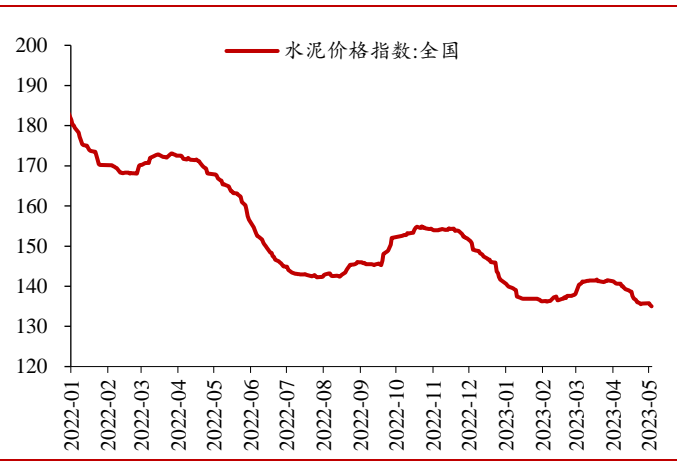
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图7: 钢材价格回落



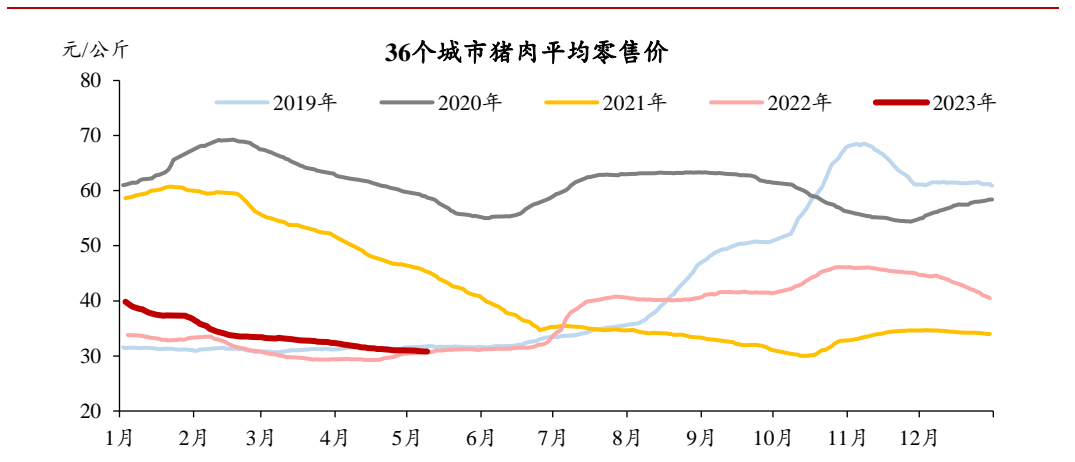
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图8: 水泥价格持续下行



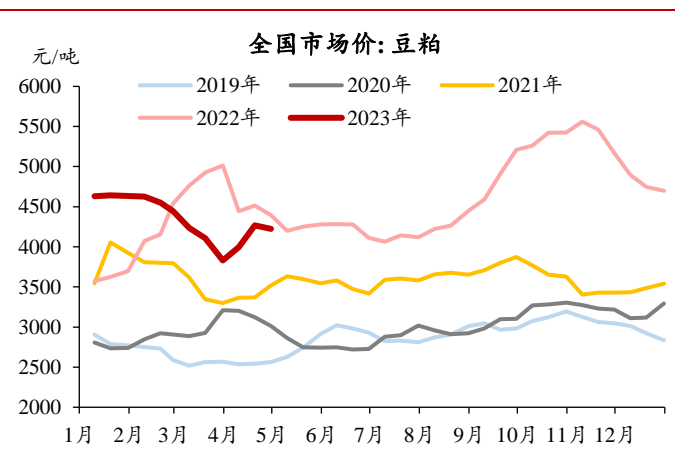
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图9: 猪肉价格持续回落



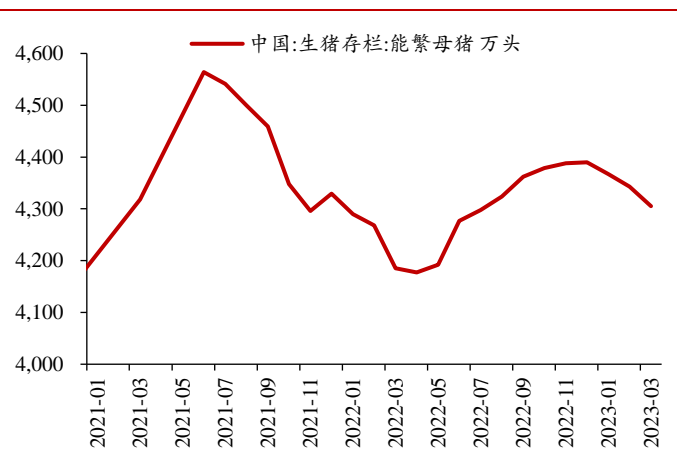
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图10: 4月豆粕价格有所反弹



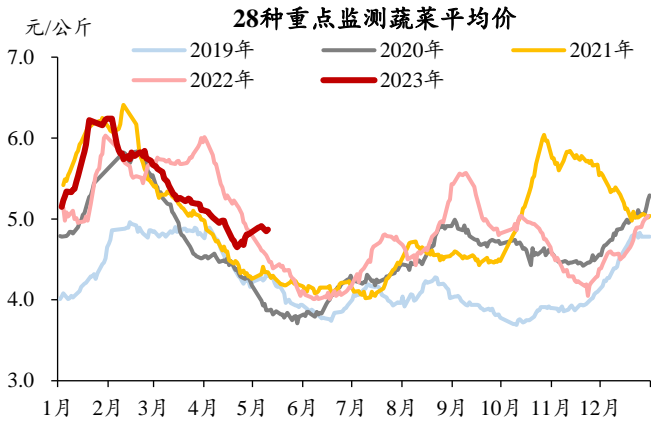
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图11: 今年以来能繁母猪存栏量持续去化



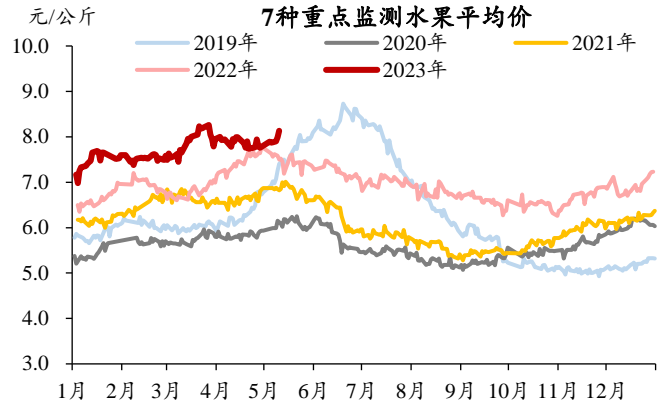
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图12: 4月蔬菜价格趋势回升



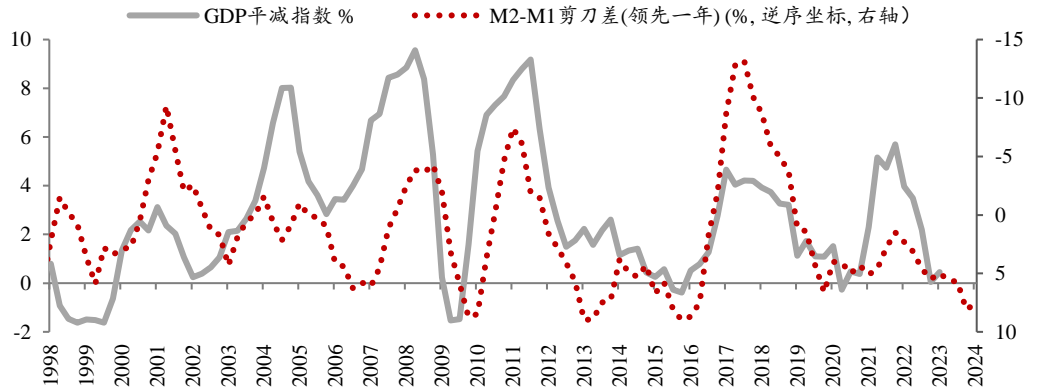
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图13: 4月水果价格企稳



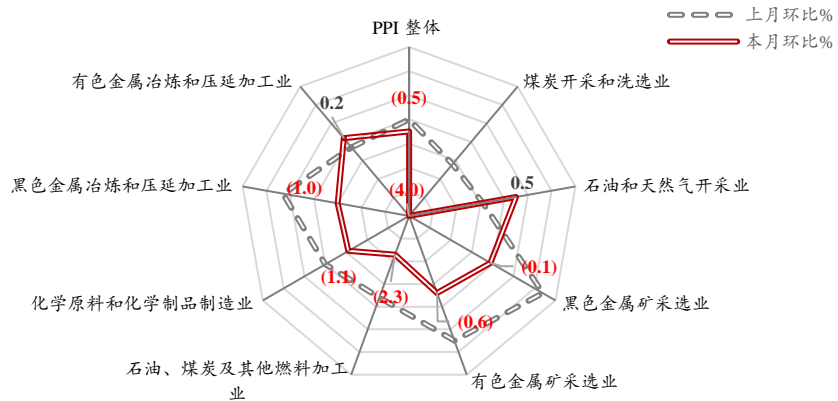
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图14: M2-M1剪刀差持续扩大意味着实体经济依然缺乏涨价动力



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图15: 煤炭开采和洗选业出厂价格显著回落



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

### 风险提示

消费者信心修复不及预期; 厄尔尼诺现象导致夏季持续干旱炎热。

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>