



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

价格超预期回落，低位运行或延续

——2023年4月物价数据点评

日期：2023年05月12日

分析师：胡月晓

Tel: 021-53686171

E-mail: huyuexiao@shzq.com

SAC 编号: S0870510120021

分析师：陈彦利

Tel: 021-53686170

E-mail: chenyanli@shzq.com

SAC 编号: S0870517070002

相关报告：

《出口仍强，高顺差有望延续》

——2023年05月10日

《通胀、货币回落，经济续升》

——2023年05月04日

《经济回暖态势延续，消费动能持续释放》

——2023年04月19日

■ 主要观点

价格超预期回落

4月价格表现弱于市场预期，价格走势仍然低迷。受高基数影响，CPI继续回落，食品价格仍然是主要拖累，尤其是猪肉、蔬菜等主要品种，非食品项出行类价格有所回升，能源消费品价格则有所回落。核心CPI则维持平稳。PPI在高基数以及主要工业品价格下跌的双重影响下跌势不改，行业中石油、有色、黑色、煤炭等价格均出现了不同程度的回落。

经济信心回升，市场回暖中或波动加剧

中国经济回暖中政策维持平稳，伴随经济和社会生活的全面恢复正常，市场经济信心逐步趋恢复。宏观环境变化为我国资本市场运行步入平稳回暖的新阶段奠定了基础，受海外政策变动和市场预期变化影响，波动性短期或上升。综合来看，中国经济仍处在“底部走稳”阶段，物价保持低位且平稳较有保证，因此我们认为中国利率市场中枢仍将维持下行趋势；在政策平稳和经济韧性影响下，资本市场运行格局波动中不改缓慢回暖态势。经济偏弱中的平稳缓升+降息带来的资金价格下移，有利于中特估行情发动。

价格低迷或延续，双负局面或出现

4月通胀呈现超出市场预期的下跌，印证了我们之前一直说的经济低迷时期通缩是主要趋势的判断。中国经济在疫情后全面恢复正常化后经济回暖，但整体仍偏弱，仍属低迷期。受基数效应和生猪产业等关键商品产业周期性变化影响，预计未来低迷仍将延续，年内消费品和工业品双负局面或出现。而中国经济的通胀和运行前景，也决定了中国货币体系的降准和降息仍在路上。

■ 风险提示

俄乌冲突等地缘政治事件恶化，国际金融形势改变；中国通胀超预期上行，中国货币政策超预期变化。

目 录

1 事件：4 月 CPI、PPI 数据公布	3
2 事件解析：数据特征和变动原因	3
2.1 食品拖累叠加高基数，CPI 加速回落	3
2.2 PPI 跌势不改	5
3 事件影响：对经济和市场	7
3.1 价格超预期回落	7
3.2 经济信心回升，市场回暖中或波动加剧	7
4 事件预测：趋势判断	8
4.1 价格低迷或延续，双负局面或出现	8
5 风险提示：	8

图

图 1：CPI 同比、环比 (%)	4
图 2：食物价格分项同比 (%)	4
图 3：非食物分项同比 (%)	5
图 4：PPI 同比、环比 (%)	6
图 5：生产资料和生活资料价格同比 (%)	6
图 6：PPI 细项 (%)	7

表

表 1：4 月 CPI、PPI 同比数据 (%)	3
--------------------------------	---

1 事件：4 月 CPI、PPI 数据公布

国家统计局数据显示，2023 年 4 月份，全国居民消费价格同比上涨 0.1%。其中，城市上涨 0.2%，农村上涨 0.1%；食品价格上涨 0.4%，非食品价格上涨 0.1%；消费品价格下降 0.4%，服务价格上涨 1.0%。1—4 月平均，全国居民消费价格比上年同期上涨 1.0%。

2023 年 4 月份，全国工业生产者出厂价格同比下降 3.6%，环比下降 0.5%；工业生产者购进价格同比下降 3.8%，环比下降 0.7%。1—4 月平均，工业生产者出厂价格比去年同期下降 2.1%，工业生产者购进价格下降 1.5%。

表 1：4 月 CPI、PPI 同比数据 (%)

	实际值	上月值	去年同期
CPI 同比	0.1	0.7	2.1
PPI 同比	-3.6	-2.5	8.0

资料来源：wind，上海证券研究所

2 事件解析：数据特征和变动原因

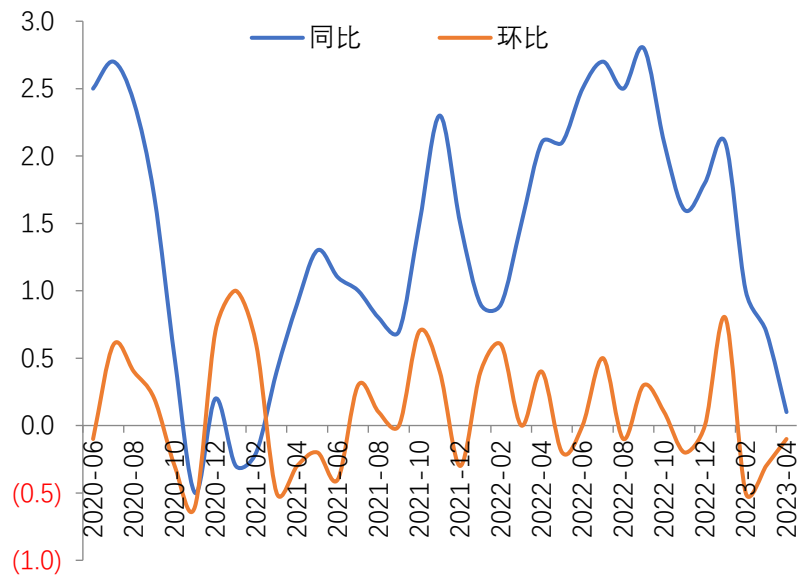
2.1 食品拖累叠加高基数，CPI 加速回落

4 月 CPI 环比维持下跌，但跌幅继续收窄。其中食品价格仍然疲软，是主要的拖累项。食品环比下降 1.0%，降幅比上月收窄 0.4 个百分点，影响 CPI 下降约 0.19 个百分点。食品中，蔬菜、鲜果、猪肉供应充足，价格回落。非食品价格则受到假期因素影响，相关出行住宿旅游价格有所上涨。能源消费品受国际油价波动影响仍在下跌。降价促销下，汽车价格仍在下滑。

同比方面，CPI 上涨 0.1%，涨幅回落 0.6 个百分点。在 4 月份 0.1% 的 CPI 同比涨幅中，上年价格变动的翘尾影响约为 0.3 个百分点，比上月回落 0.4 个百分点；新涨价影响约为 -0.2 个百分点，上月为 0。因此，同比的回落主要是由于翘尾因素的影响较大。食品价格偏弱，并且在高基数的影响下整体涨幅有所回落，而鲜菜的跌幅则有所扩大。非食品方面，仍然是出行类服务价格受假期因素提振有所上涨，能源价格则回落较多。

扣除食品和能源价格的核心 CPI 同比上涨 0.7%，涨幅与上月相同，需求仍较平稳。

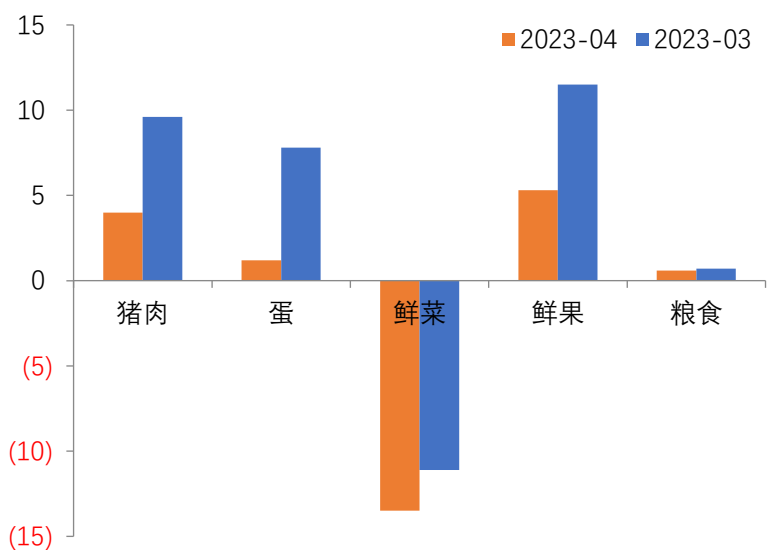
图 1: CPI 同比、环比 (%)



资料来源: wind, 上海证券研究所

同比涨幅从各类商品及服务分类来看, 主要食品价格同比涨幅回落, 而鲜菜同比降幅扩大。食品中, 鲜果价格上涨 5.3%, 影响 CPI 上涨约 0.11 个百分点; 畜肉类价格上涨 2.2%, 影响 CPI 上涨约 0.07 个百分点, 其中猪肉价格上涨 4.0%, 影响 CPI 上涨约 0.05 个百分点; 蛋类价格上涨 1.2%, 影响 CPI 上涨约 0.01 个百分点; 粮食价格上涨 1.1%, 影响 CPI 上涨约 0.02 个百分点; 鲜菜价格下降 13.5%, 影响 CPI 下降约 0.33 个百分点; 水产品价格下降 0.9%, 影响 CPI 下降约 0.02 个百分点。

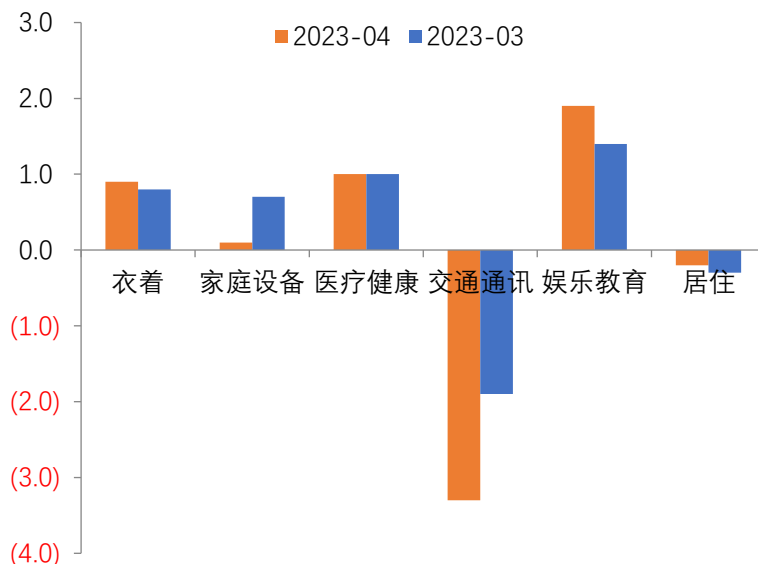
图 2: 食物价格分项同比 (%)



资料来源: wind, 上海证券研究所

非食品中，衣着、娱乐教育涨幅均有所回升，交通通讯价格跌幅进一步扩大。交通通讯中交通工具以及交通工具燃料类下降较多，主要受车企降价促销以及能源价格下降的影响。

图 3：非食物分项同比 (%)



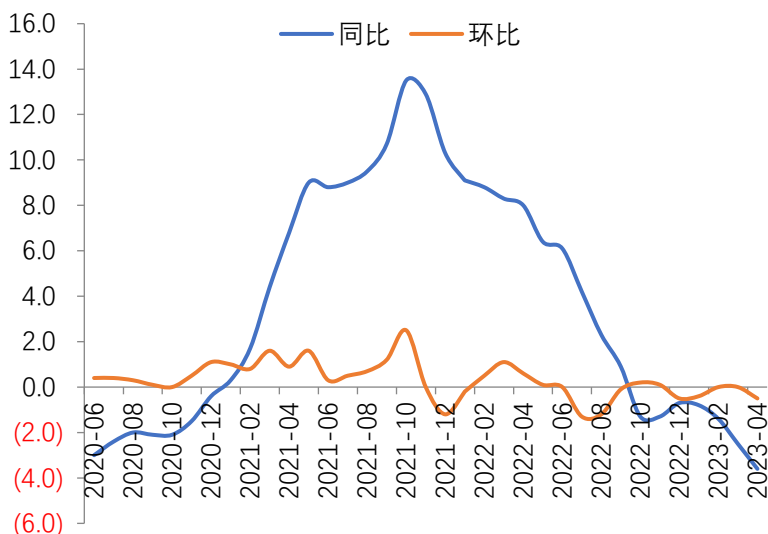
资料来源：wind, 上海证券研究所

2.2 PPI 跌势不改

4 月主要工业品价格均有所回落，PPI 环比由上月持平转为下降 0.5%。其中生产资料价格由上月持平转为下降 0.6%；生活资料价格由上月持平转为下降 0.3%，生产资料生活资料双双走弱。行业来看，受国际油价震荡下行影响，石油、化工相关行业价格继续下跌。黑色、煤炭的价格也出现了不同程度的下跌。

同比方面，受去年高基数影响，PPI 降幅继续扩大，由上月的 -2.5% 下降至 -3.6%。其中在 4 月份 3.6% 的 PPI 同比降幅中，上年价格变动的翘尾影响约为 -2.6 个百分点，上月为 -2.0 个百分点；新涨价影响约为 -1.0 个百分点，上月为 -0.5 个百分点，也说明了新涨价因素以及翘尾因素共同推动了 PPI 的下跌。主要行业中，石油、有色、黑色、煤炭等行业降幅均有所扩大。

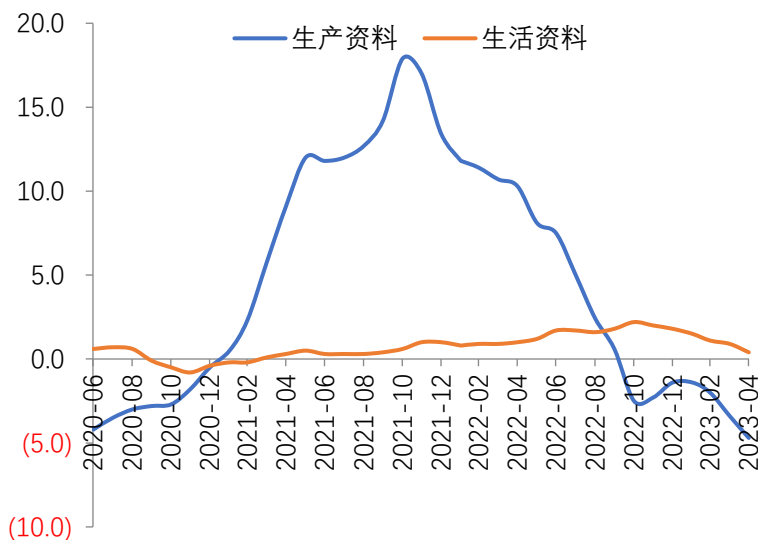
图 4: PPI 同比、环比 (%)



资料来源: wind, 上海证券研究所

考虑生产资料和生活资料的同比增速, 生产资料价格下降 4.7%, 回落 1.3 个百分点, 影响工业生产者出厂价格总水平下降约 3.66 个百分点。生活资料价格上涨 0.4%, 涨幅回落 0.5 个百分点, 影响工业生产者出厂价格总水平上涨约 0.11 个百分点。

图 5: 生产资料和生活资料价格同比 (%)

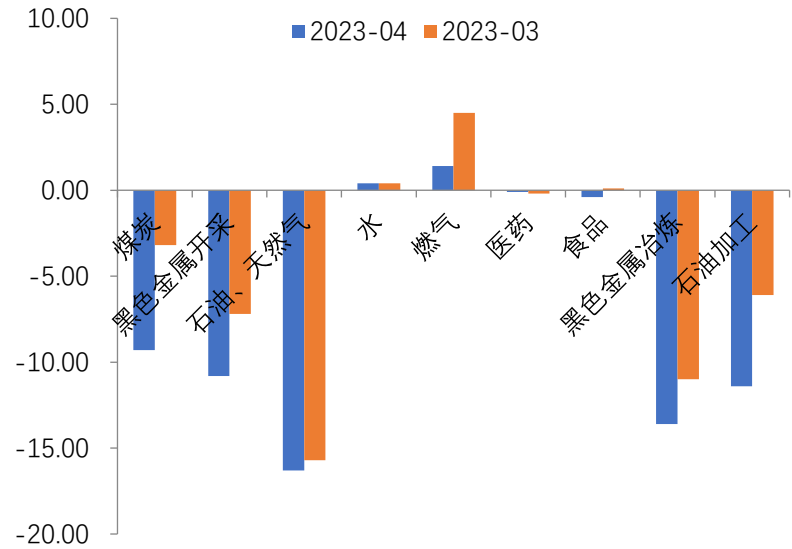


资料来源: wind, 上海证券研究所

而从生产资料端分行业来看, 煤炭开采和洗选业价格同比下降 9.3%, 降幅扩大 6.1 个百分点; 黑色金属矿采选业下降 10.8%, 降幅扩大 3.6 个百分点; 石油和天然气开采业下降 16.3%, 降幅扩大 0.6 个百分点; 石油、煤炭及其他燃料加工业下降 11.4%, 降幅扩大 5.3 个百分点; 黑色金属冶炼和压延加工业下降 13.6%, 降幅

扩大 2.6 个百分点。

图 6: PPI 细项 (%)



资料来源: wind, 上海证券研究所

3 事件影响：对经济和市场

3.1 价格超预期回落

4 月价格表现弱于市场预期 (CPI 为 0.1%, wind 预测均值为 0.4%; PPI 为 -3.6%, wind 预测均值为 -3.3%), 价格走势仍然低迷。受高基数影响, CPI 继续回落, 食品价格仍然是主要拖累, 尤其是猪肉、蔬菜等主要品种, 非食品项出行类价格有所回升, 能源消费品价格则有所回落。核心 CPI 则维持平稳。PPI 在高基数以及主要工业品价格下跌的双重影响下跌势不改, 行业中石油、有色、黑色、煤炭等价格均出现了不同程度的回落。

3.2 经济信心回升, 市场回暖中或波动加剧

中国经济回暖中政策维持平稳, 伴随经济和社会生活的全面恢复正常, 市场经济信心逐步趋恢复。宏观环境变化为我国资本市场运行步入平稳回暖的新阶段奠定了基础, 受海外政策变动和市场预期变化影响, 波动性短期或上升。综合来看, 中国经济仍处在“底部走稳”阶段, 物价保持低位且平稳较有保证, 因此我们认为中国利率市场中枢仍将维持下行趋势; 在政策平稳和经济韧性影响下, 资本市场运行格局波动中不改缓慢回暖态势。经济偏弱中的平稳缓升+降息带来的资金价格下移, 有利于中特估行情发动。

4 事件预测：趋势判断

4.1 价格低迷或延续，双负局面或出现

4月通胀呈现超出市场预期的下跌，印证了我们之前一直说的经济低迷时期通缩是主要趋势的判断。中国经济在疫情后全面恢复正常化后经济回暖，但整体仍偏弱，仍属低迷期。受基数效应和生猪产业等关键商品产业周期性变化影响，预计未来低迷仍将延续，年内消费品和工业品双负局面或出现。而中国经济的通胀和运行前景，也决定了中国货币体系的降准和降息仍在路上。

5 风险提示：

俄乌冲突等地缘政治事件恶化，国际金融形势改变：俄乌战争久拖不决并进一步扩大化，美联储持续加息带来的流动性收紧，均将对国际金融市场产生扰动。

中国通胀超预期上行，中国货币政策超预期变化：全球供应链不稳定冲击上升，以及疫情反复，通货膨胀和经济运行前景的不确定性提高，或许带来中国货币政策的超预期改变。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。