

证券研究报告

宏观研究

专题报告

解运亮 宏观首席分析师
执业编号: S1500521040002
联系电话: 010-83326858
邮箱: xieyunliang@cindasc.com

麦麟玥 宏观研究助理
邮箱: mailinyue@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

通胀二季度可能继续探底

2023年5月12日

- **通胀走低背后是经济复苏不均衡。**4月CPI同比回落属于预料之中,背后除去年4月高基数带来的影响外,通胀走低更多体现的是经济复苏的不均衡。当前国内经济修复呈现出服务业好于工业的特点,对应到通胀上则是消费品和服务CPI的走势分化。4月物价延续这一走势,正是疫后修复特征的一种体现。服务修复较好,对核心CPI具有支撑,因此核心通胀基本稳定,未出现回落;而工业修复较弱,消费品和工业消费品的价格由涨转跌,拖累了整体CPI的回落。近期CPI下行非核心通胀的影响较大,整体通胀和核心通胀的走势不同,二者的结构分化背后体现的正是经济复苏的不均衡。
- **PPI回落压力集中在上游。**PPI同比延续下行趋势,生产资料和生活资料均有下降,但回落压力主要集中在上游。1)最上游的采掘工业降幅最大,原材料下行速度也比加工业快,生产资料及其各分项的同比降幅也在进一步扩大。而生活资料中,食品和一般日用品等PPI同比则略有上涨。2)与原油相关的上游原材料链条相关价格回落明显。PPI回落的压力主要集中在上游,一是去年煤、油等上游价格冲高带来的高基数,二是4月国际油价的波动也带动上游相关行业PPI的边际下行,多数相关链条行业价格明显回落,具体来看,煤炭开采和洗选业、石油煤炭及其他燃料加工业价格下降,化学原料和化学制品制造业价格也在下降。
- **通胀二季度可能继续探底,下半年有望迎来转机。**我们预计整个二季度的物价水平也处于较低位置,可能继续探底。一方面是猪肉供应充足下,今年收储工作启动节奏比去年偏慢,Q2猪价对CPI或缺乏推力。另一方面是因为油价同比增速对通胀的压制可能延续至Q2。此外,当前处于经济修复早期,PMI数据显示经济修复动力已向内生动能转化,通胀水平上升缓慢,短期CPI可能还会走低,可能会出现1-2个月的负增长,低点预计在7月。但若稳增长、促消费的政策发力效果显著,下半年通胀有望迎来转机。当前国内经济修复呈现出服务业好于工业的特点,4月CPI数据也延续了这一疫后修复特征,价格结构上表现为服务价格走高,商品价格走弱。投资主线上,建议更关注大消费板块中的服务消费板块,尤其是出行类的服务消费领域。
- **风险因素:**地缘政治风险,国际油价上涨超预期等。

目 录

一、通胀走低背后是经济复苏不均衡.....	3
二、PPI 回落压力集中在上游.....	6
三、通胀二季度可能继续探底，下半年有望迎来转机	7
风险因素	8

图 目 录

图 1: 4 月 CPI 回落幅度较大主要集中在非核心通胀上	3
图 2: 4 月食品 CPI 同比贡献明显减少	3
图 3: 鲜菜的拖累作用也比较明显	4
图 4: 国内汽、柴油同比降幅扩大	4
图 5: 分项上，交通通信项 CPI 同比涨幅回落较多	5
图 6: 通胀处于低位是疫后修复特征的一种体现	6
图 7: 4 月 PPI 同比降幅走阔.....	7
图 8: 最上游的采掘工业降幅最大	7

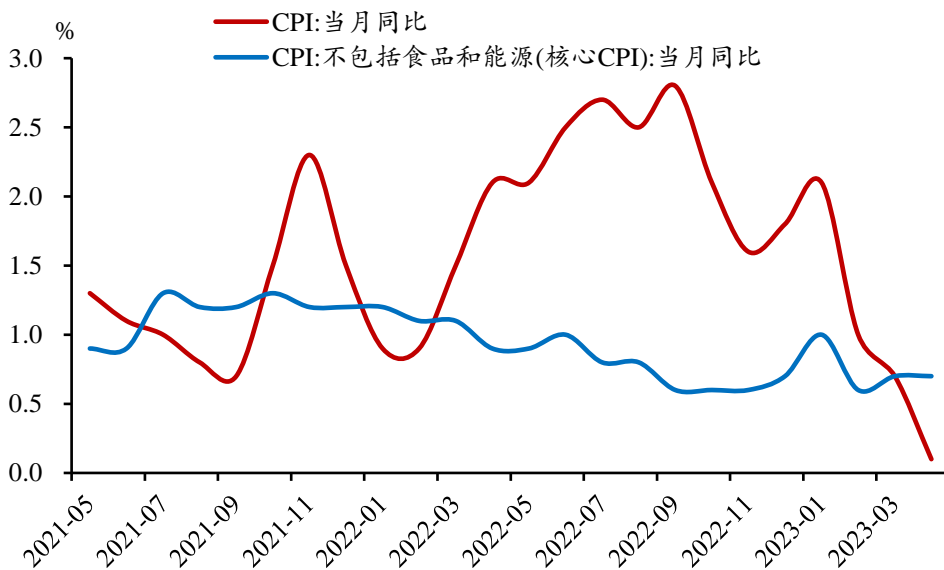
一、通胀走低背后是经济复苏不均衡

4月CPI同比为0.1%，与3月相比物价有所回落属于意料之中，这一回落有基数走高的影响，背后主要是去年4月疫情引起物资紧张带来高基数。在回落幅度上，CPI的回落程度比市场预期要深，而核心CPI同比稳定在3月水平上(0.7%)，因此回落幅度较深主要集中在非核心通胀上。

首先，CPI同比回落较多的主要来源是非核心通胀的变化。CPI继续下行且回落较多的来源是非核心通胀的变化，因为整体CPI明显回落时，4月核心通胀表现与3月相同。引起CPI下行较多的非核心通胀因素，一是食品项的回落，二是能源价格带来的能源类商品价格变化。也正是如此，核心CPI才没有出现明显回落。

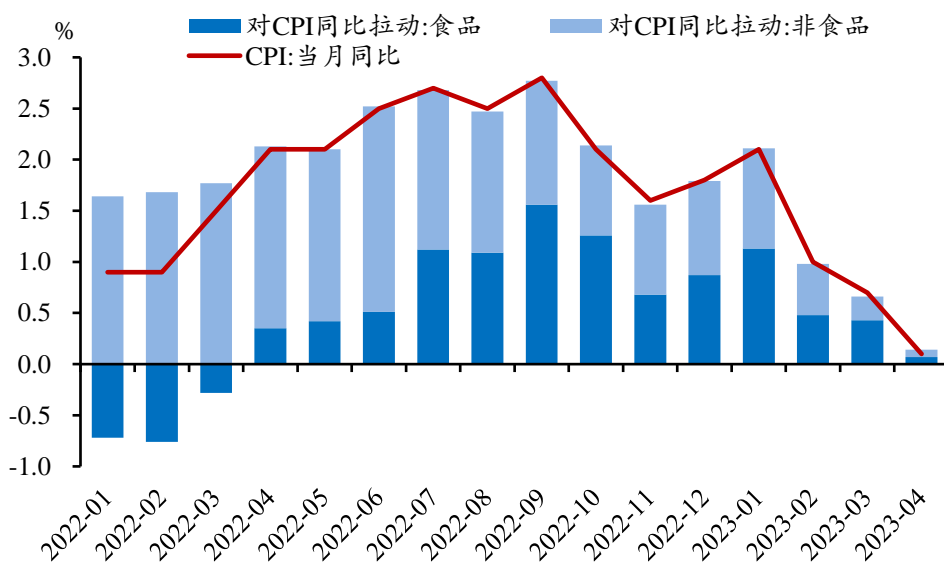
1) 猪肉对食品项CPI的同比贡献重新回落，鲜菜的拖累作用也比较明显。3月猪肉低基数的影响退去后，猪肉价格对食品项的贡献重新回落至0.07个百分点(图3)。当前猪肉供应充足、消费需求偏淡或是猪肉价格继续延续弱势的原因。此外，鲜菜对食品项的拖累作用也比较明显，背后或是果蔬大量上市带来的影响。

图 1：4月CPI回落幅度较大主要集中在非核心通胀上

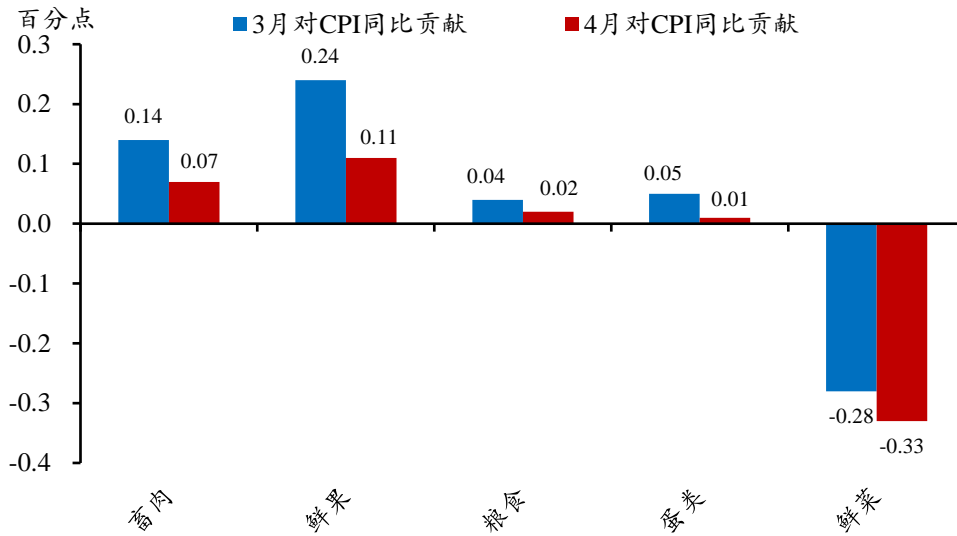


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 2：4月食品CPI同比贡献明显减少

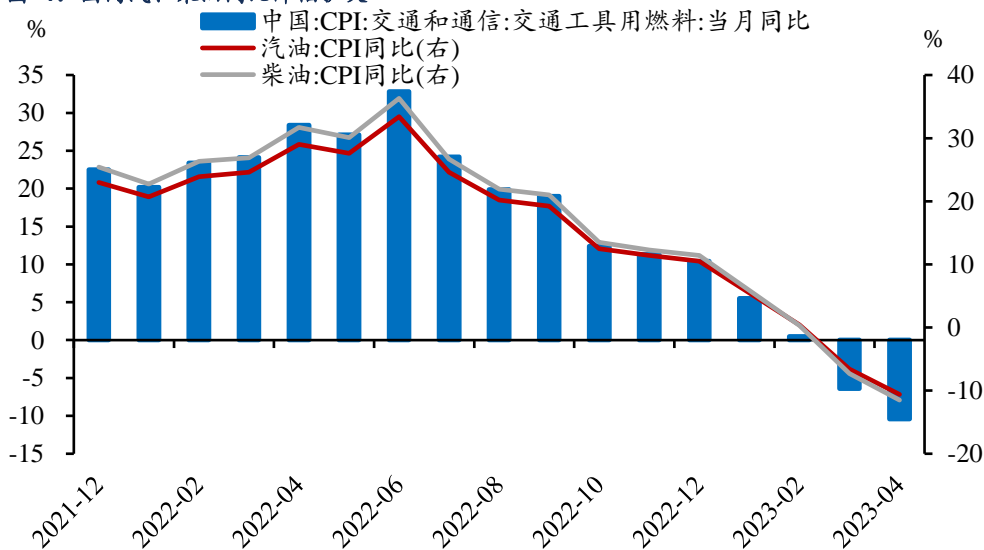


资料来源: Wind, 国家统计局, 信达证券研发中心

图 3：鲜菜的拖累作用也比较明显


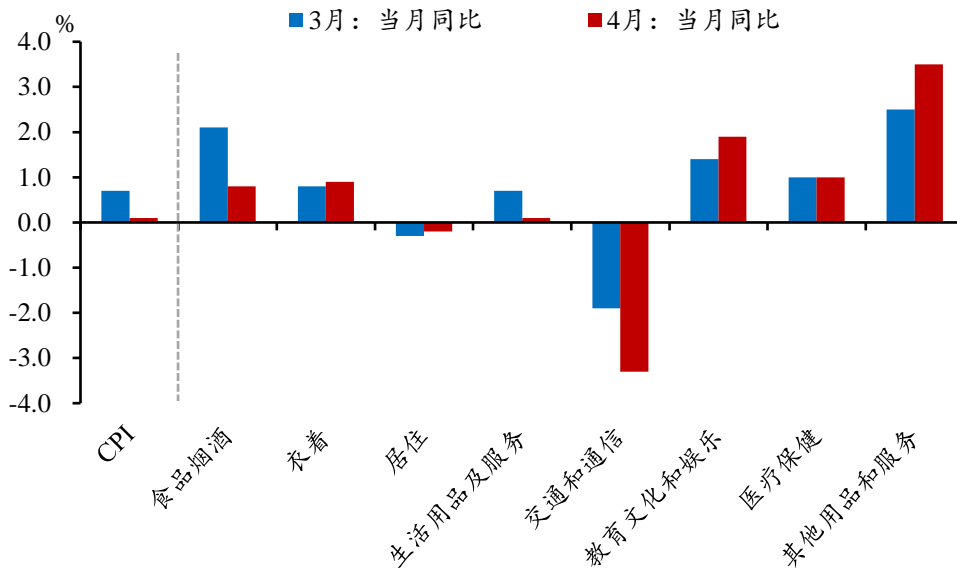
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

2) 国内油价调控下，交通工具用燃料分项拖累作用更加明显。在3月银行业危机爆发导致布伦特原油价格下跌后，4月初，OPEC+宣布将从5月开始大幅减少石油产量直至年底，此后原油价格有所回调。但由于国内对成品油价格的调控，国内汽油和柴油同比下跌，继续拖累交通通信项CPI的同比表现，尤其是交通工具用燃料分项。

图 4：国内汽、柴油同比降幅扩大


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 5：分项上，交通通信项 CPI 同比涨幅回落较多



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

其次，核心通胀基本稳定，说明当前物价表现并非通缩。尽管 CPI 同比回落至 0.1%，但核心通胀同比稳定在 0.7% 的水平，并未出现持续的明显回落，说明当前整体消费需求的修复速度较慢，但消费需求并没有出现持续回落。此外，从八大分项上看，CPI 的各个分项有涨有跌，如衣着、教育文化和娱乐等分项表现好转（图 5），可见当下物价并未出现全面的、持续性回落，因此我们认为当下物价表现并非通缩。

综合来看，二季度整体 CPI 的下行或只是暂时性现象，没有必要过度担忧通缩问题。

首先，整体通胀处于低位是疫后修复特征的一种体现。当前国内经济修复呈现出服务业好于工业的特点，对应到通胀上则是消费品和服务 CPI 的走势分化。4 月物价延续这一走势，正是疫后修复特征的一种体现。消费品 CPI 延续下降趋势，同比变化从 3 月的 0.5% 回落到 4 月的 -0.4%，其中工业消费品价格下降 1.5%，降幅扩大了 0.7 个百分点，这主要是能源价格回落较多。服务价格上，4 月服务 CPI 同比涨幅继续扩大至 1.0%，出行类服务价格明显上涨，飞机票、宾馆住宿、旅游和交通工具租赁费价格涨幅在 7.2%-28.7% 之间。

回顾历史来看，过去也曾出现服务通胀上升，消费品通胀回落的情形，如：2004.06-2005.02、2012.03-2014.01，对应到当时的整体 CPI 上，服务通胀的上升均难阻挡整体 CPI 跟随消费品价格回落，背后或是服务在整体 CPI 中的权重占比小于消费品。但服务消费对核心 CPI 的提振则相对明显，这不仅解释了近期通胀低位和服务消费恢复共存，也意味着即使短期内通胀仍在低位，也与通缩大不相同。

其次，当前 CPI 的下行或不具备可持续性。近期 CPI 下行非核心通胀（尤其是能源价格变动）的影响较大，一是去年俄乌冲突等原因造成的高基数，二是猪价没有明显上涨的趋势。对于下阶段的通胀走势，我们认为二季度可能继续探底，下半年有望迎来转机。此外，即使单月 CPI 暂时性跌入负区间，也并不意味着通缩，因为暂时性跌入负区间与持续性负增长并不等同。

图 6：通胀处于低位是疫后修复特征的一种体现



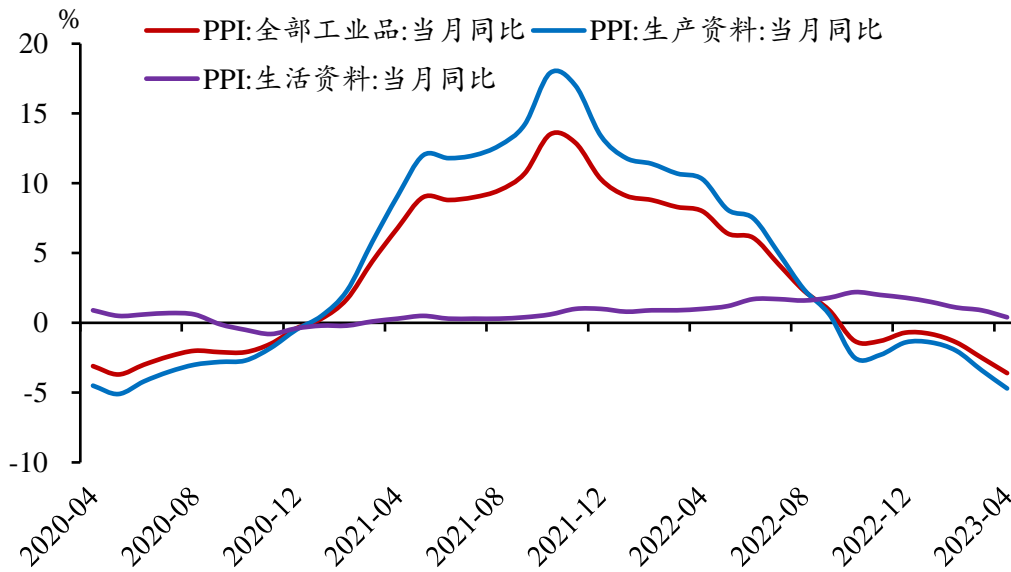
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

二、PPI 回落压力集中在上游

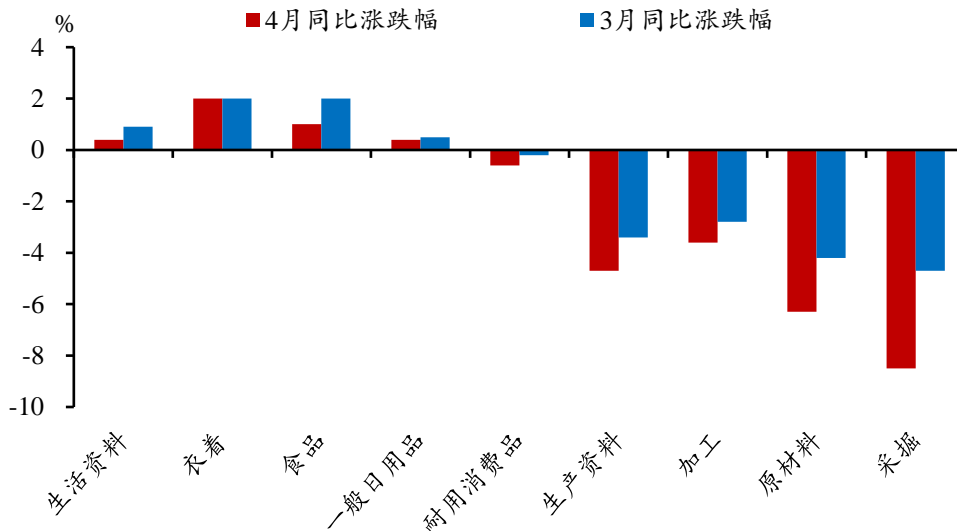
PPI 同比延续下行趋势，生产资料和生活资料均有下降，但回落压力主要集中在上游。

1) 最上游的采掘工业同比降幅最大，原材料下行速度也比加工业快。PPI 同比下降 3.6%，环比由 3 月的持平转为下降。生产资料价格环比由持平转为下降，同比跌幅扩大。其中，最上游的采掘工业同比降幅最大，生产资料及其各分项的同比降幅也在进一步扩大。而生活资料中，食品和一般日用品等 PPI 同比则略有上涨。

2) 与原油相关的上游原材料链条相关价格回落明显。PPI 回落的压力主要集中在上游，一是去年煤、油等上游价格冲高带来的高基数，二是 4 月国际油价的波动也带动上游相关行业 PPI 的边际下行，多数相关链条行业价格明显回落，具体来看，煤炭开采和洗选业、石油煤炭及其他燃料加工业价格下降，同比降幅分别为 9.3% 和 11.4%，化学原料和化学制品制造业价格也在下降，同比降幅为 9.9%。

图 7：4 月 PPI 同比降幅走阔


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 8：最上游的采掘工业降幅最大


资料来源: 国家统计局, 信达证券研发中心

三、通胀二季度可能继续探底，下半年有望迎来转机

目前来看，CPI 和 PPI 都比市场预期略低，我们预计整个二季度的物价水平也处于较低位置，可能继续探底，但下半年有望迎来转机。

一方面是猪肉供应充足下，收储工作启动节奏偏慢，Q2 猪价对 CPI 或缺乏推力。据国家发展改革委监测，4 月 24 日-4 月 28 日当周，全国平均猪粮比价为 5.21: 1，处于过度下跌二级预警区间，发改委将会同有关部门适时启动年内第二批中央冻猪肉储备收储工作，但目前收储工作尚未启动。从收储本身看，受收储利好情绪支撑，短期内，猪价或有小幅反弹的趋势，但是今年收储启动节奏比去年偏慢，猪价上涨幅度有限，所以 Q2 猪价对 CPI 或缺乏推力。

另一方面是因为油价同比增速对通胀的压制可能延续至 Q2。去年同期的地缘政治因素导致能源价格基数较高，进而拖累今年物价涨幅，这对今年通胀的压制或延续至 Q2 末。

此外，当前处于经济修复早期，通胀水平上升缓慢，短期 CPI 可能还会走低，可能会出现 1-2 个月的负增长，低点预计在 7 月。PMI 数据显示经济修复动力已向内生动能转化，若稳增长、促消费的政策发力效果显著，下半年通胀有望迎来转机。

由于 A 股 5000 多家上市公司中，七成属于工业，股市天然对工业复苏更敏感，对服务业复苏的反应相对较小。当前国内经济修复呈现出服务业好于工业的特点，4 月 CPI 数据也延续了这一疫后修复特征，价格结构上表现为服务价格走高，商品价格走弱。因此，投资主线上，建议更关注大消费板块中的服务消费板块，尤其是出行类的服务消费领域。

风险因素

地缘政治风险，国际油价上涨超预期等。

研究团队简介

解运亮，信达证券首席宏观分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学汉青研究院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。首届“21世纪最佳预警研究报告”得主。

麦麟玥，信达证券宏观研究助理。中山大学管科硕士，2022年7月加入信达证券研究所，从事宏观经济研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hangjiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	李佳	13552992413	lijia1@cindasc.com
华北区销售	赵岚琦	15690170171	zhaolanqi@cindasc.com
华北区销售	张澜夕	18810718214	zhanglanxi@cindasc.com
华北区销售	王哲毓	18735667112	wangzheyu@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华东区销售	王爽	18217448943	wangshuang3@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华东区销售	王赫然	15942898375	wangheran@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	caijing1@cindasc.com
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com

华南区销售	张佳琳	13923488778	zhangjialin@cindasc.com
华南区销售	宋王飞逸	15308134748	songwangfeiyi@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券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并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准20%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。