

## 4月CPI延续低通胀状态，PPI通缩进一步加剧

——2023年4月物价数据点评

王青 李晓峰 冯琳

**事件：**根据国家统计局公布的数据，2023年4月，CPI同比上涨0.1%，涨幅较上月收窄0.6个百分点；PPI同比下降3.6%，降幅较上月扩大1.1个百分点。

**基本观点：**4月CPI同比涨幅低位下行，主要原因是当月菜价下跌较快，再加上国际原油价格下行带动国内汽柴油价格走低，以及汽车“价格战”影响较大；当前消费修复对价格的推升作用主要体现在旅游价格快速上涨方面；4月CPI低通胀状态愈发明显，背后是在市场供给充分的同时，消费修复力度整体较为温和，当前具备加大促消费政策力度的条件。4月PPI通缩加剧，这一方面源于全球经济下行压力加大前景下，原油、铜等国际定价大宗商品价格难以从根本上扭转下滑态势，另一方面，伴随国内钢铁、煤炭产能持续释放，4月这些国内主导的大宗商品价格也在边际下行，同比降幅扩大。

展望未来，综合考虑5月以来高频物价数据走势，以上年同期价格基数变化情况，我们判断5月CPI同比还将处于0.5%以下的低通胀状态，但在经济回升过程中，CPI陷入通缩的风险不大，下半年CPI同比中枢有抬高趋势。PPI方面，受全球经济下行压力加大、需求预期偏弱影响，原油、煤炭、有色金属等大宗商品价格料继续偏弱运行，预计5月PPI同比降幅将扩大至-4.0%左右。需要指出的是，当前PPI同比持续处于通缩过程，一个重要原因是2021年及2022年上半年原油、煤炭等上游大宗商品价格涨幅巨大，价格基数偏高，近期这些商品价格持续下行，实际上有利于经济修复和下游企业利润改善。

具体来看：

一、4月CPI同比涨幅低位下行，主要原因是当月菜价下跌较快，再加上国际原油价格下行带动国内汽柴油价格走低，以及汽车“价格战”影响较大；当前消费修复对价格的推升作用主要体现在旅游等服务价格快速上涨方面；4月CPI低通胀状态愈发明显，背后是在市场供给充分的同时，消费修复力度整体较为温和，当前具备加大促消费政策力度的条件。

4月CPI同比上涨0.1%，涨幅较上月回落0.6个百分点，连续两个月处于1.0%以下的低通胀状态。4月CPI同比涨幅低位下行，主要原因有三个：一是伴随气温回升，4月蔬菜大量上市，月内菜价环比下行6.1%，再加上上年同期菜价基数较高，当月蔬菜价格同比大幅下降13.5%，降幅比上月扩大2.4个百分点；由于蔬菜价格在CPI中的权重较高（2023年为2.44%，作为对比，猪肉价格权重为1.25%），近期蔬

菜价格连续大幅下跌，对 CPI 走势影响明显。二是在国际原油价格走低背景下，4 月国内汽油和柴油价格均下降 1.7%，而去年 2 月俄乌冲突爆发后，国内成品油高基数效应明显，共同导致今年 4 月汽油和柴油价格同比降幅进一步扩大至两位数。另外，汽车“价格战”仍在持续，4 月交通工具价格环比下降 0.9%，同比降幅则较上月进一步扩大。

当前消费修复对价格的推升作用主要体现在旅游出行等相关服务价格快速上升方面。其中，4 月旅游价格环比上涨 4.6%，同比涨幅扩大至 9.1%，较上月加快 3.8 个百分点。另外，小长假期间出行需求增加，4 月交通工具租赁费、飞机票、宾馆住宿价格都在延续环比上涨势头，同比涨幅多在两位数以上。不过，以上服务价格在 CPI 中的占比较低，而当前居民消费修复力度整体上较为温和，旅游、出行之外的各类商品和服务价格走势普遍较为低迷。

值得一提的是，当前仍处于经济恢复初期，居民消费信心也有待进一步改善。3 月末居民储蓄存款同比增速达到 18.0%，继续停留在近十年以来的高点附近，表明居民储蓄倾向依然偏强，消费意愿较低。这也与一季度央行城镇储户问卷调查结果相印证：一季度倾向“更多储蓄”的储户占比为 58.0%，较上一季度下降 3.8 个百分点，但仍是历史次高水平。

当前实际消费强度偏弱，突出表现在扣除波动较大的食品和能源价格后，4 月更能反映当前整体物价水平的核心 CPI 同比继续处于 0.7% 的偏低水平。物价是供需平衡的结果，在供给端较为稳定的背景下，CPI、特别是核心 CPI 涨幅偏低，表明当前消费反弹力度较为温和——3 月以来社会消费品零售总额同比增速大幅上扬至 10.6%，更多是受上年同期低基数影响；剔除低基数因素，3 月该指标的四年平均增速为 4.5%，约相当于疫情前常态增长水平的一半左右。这意味着下一步政策面在促消费方面的空间较大，迫切性也较强。其中，各地在持续改善消费条件、拓展消费场景的同时，还可针对新能源汽车、智能家电、绿色建材等大宗消费领域，出台阶段性定向支持措施，同时还可根据本地消费特色，发放一定规模的消费券和消费补贴。这能在一定程度上弥补三年疫情带来的居民收入缺口，增强居民消费能力，推动消费优化升级。另外，政策面接下来要着力引导房地产行业尽快实现软着陆。这既能直接推动涉房消费，也会有助于增强居民消费信心。

展望未来，综合考虑 5 月以来物价高频数据走势，以上年同期物价基数变化情况，我们判断 5 月 CPI 同比还将处于 0.5% 以下的低通胀状态，但 CPI 陷入通缩的风险不大。一般来说，CPI 持续处于通缩状态，往往源于宏观经济遭遇重大冲击，居民消费信心严重下滑，加之货币紧缩效应发酵等。可以看到，当前宏观经济已经转入回升过程，居民消费信心正在回暖，而且以信贷、社融及 M2 为代表的金融数据显示，宽信用过程正在加速推进，货币供应量增速处于近 7 年以来最高水平。以上这些因素预示着下半年 CPI 同比

中枢有抬高趋势。我们判断，全年 CPI 累计同比涨幅有望达到 1.8% 左右，与上年 2.1% 的累计涨幅相比变化不大。

**二、4 月 PPI 通缩加剧，这一方面源于全球经济下行压力加大前景下，原油、铜等国际定价大宗商品价格难以从根本上扭转下滑态势，另一方面，伴随国内钢铁、煤炭产能持续释放，4 月这些国内主导的大宗商品价格也在边际走弱，同比降幅扩大。**

4 月 PPI 环比下降 0.5%，降幅比上月扩大 0.5 个百分点，下拉新涨价因素 0.5 个百分点，加之上年同期基数走高，导致翘尾因素减弱 0.6 个百分点，当月 PPI 同比降幅较上月扩大 1.1 个百分点至 -3.6%，表现不及预期。

4 月 PPI 通缩加剧，一方面源于全球经济下行压力加大前景下，4 月原油、铜等国际定价大宗商品价格经历短暂反弹后再度走低。其中，从油价来看，3 月末 OPEC+ 宣布减产带动 4 月上旬原油价格有所反弹，但随美欧央行继续加息、银行业风险持续暴露，需求走弱的预期再度占据上风，4 月中下旬国际油价转跌。需要说明的是，尽管 4 月原油现货价均值要高于 3 月，但因国际油价波动传导至国内存在一定时滞，因而 3 月油价大跌继续影响 4 月国内 PPI 走势——4 月初国内成品油价格大幅下调，下旬调升，月末再度下调，从平均水平看要低于 3 月。

另一方面，伴随国内钢铁、煤炭产能持续释放，4 月这些国内主导的大宗商品价格也在边际下行。其中，由于供给端国内优质产能持续释放，再加上近期煤炭进口量大幅增加，而需求端正处用煤淡季，4 月煤炭价格下跌，当月煤炭开采业 PPI 环比下跌 4.0%；4 月钢铁行业 PPI 环比下跌 1.0%，除因供给端产能释放外，也与房地产投资持续处于同比下跌状态、特别是 3 月房地产投资中的建筑安装分项同比降幅进一步扩大至两位数直接相关——这在一定程度上抵消了基建投资高增的影响，导致钢材等上游工业原料需求整体偏弱。

值得一提的是，4 月下游生活资料 PPI 环比再度转跌，同比涨幅较上月放缓 0.5 个百分点至 0.4%。这表明，在上游价格下跌，终端消费仅现温和修复而非报复性反弹且供给充足背景下，下游商品涨价动力不足，也与当月核心 CPI 涨幅持续低位徘徊相印证。

展望 5 月，受全球经济下行压力加大、需求预期偏弱影响，原油、煤炭、有色金属等国际大宗商品价格料继续偏弱运行，其中，5 月上旬，原油现货价经历一轮比较明显的下跌，再度跌至 80 美元/桶以下；国内方面，5 月以来，煤炭价格继续走弱，同时消费修复较缓、房地产建安投资依然低迷仍将拖累国内工业品和下游商品价格上行空间，其中，尽管 4 月底以来高炉开工率下降比较明显，钢材供给端压力边际缓

解，价格有望触底，但需求未明显增加，价格上行动力不足。整体上看，5月PPI环比可能继续下跌，加之高基数因素会继续拖累同比表现，预计5月PPI同比降幅将扩大至-4.0%左右。

需要指出的是，尽管截至4月份，PPI同比已连续7个月处于通缩状态，且近期通缩状况在进一步加剧，但这是建立在2021年以及2022年上半年国际原油及国内煤炭等上游大宗商品价格快速冲高基础上的。可以看到，2021年全年PPI累计同比涨幅高达8.1%，2022年上半年累计同比涨幅也达到7.7%。也就是说，高基数是当前PPI同比持续处于通缩状态的主因。

另外，当前原油、煤炭价格的绝对水平仍处于高位，现阶段PPI转入通缩过程，实际上会减轻中下游企业成本压力，有利于经济修复。因此监管层不会将PPI通缩作为一个需要应对的负面问题来处理。我们判断，上半年PPI将持续处于通缩过程，下半年伴随高基数效应减弱，国内经济修复带动上游原材料和工业品需求上升，PPI同比有望转正。预计今年全年PPI累计同比涨幅会在1.0%上下。

#### 权利及免责声明：

本研究报告及相关的信用分析数据、模型、软件、评级结果等所有内容的著作权和其他相关知识产权均归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构及个人未经东方金诚书面授权不得修改、复制、逆向工程、销售、分发、储存、引用或以其他方式传播。

本研究报告中引用的标明出处的公开资料，其合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方/发布方负责，东方金诚对该等资料进行了合理审慎的核查，但不应视为东方金诚对其合法性、真实性、准确性及完整性提供了任何形式的保证。

由于评级预测具有主观性和局限性，东方金诚对于评级预测以及基于评级预测的结论并不保证与实际情况一致，并保留随时予以修正或更新的权利。

本研究报告仅用于为投资人、发行人等授权使用方提供第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资者应审慎使用本研究报告，自行对投资行为和投资结果负责，东方金诚不对其承担任何责任。

本研究报告仅授权东方金诚指定的使用者使用，且该等使用者必须按照授权确定的方式使用，相关引用必须注明来自东方金诚且不得篡改、歪曲或有任何类似性质的修改行为。

未获授权的机构及人士不应获取或以任何方式使用本研究报告，东方金诚对本研究报告的未授权使用、超授权使用和非法使用等不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。