

4月通胀点评

关注生产端降价去库存对盈利的影响

CPI 同比增速继续低于市场预期，但不能简单归咎于通缩和内需疲弱，CPI 的结构分化体现在食品价格走弱、耐用消费品超预期降价、以及服务价格同比增速上升三方面；在基数效应的影响下，二三季度 CPI 同比增速预计都在较低水平，且不排除可能出现同比落入负增长区间的情况；PPI 同比增速继续走弱，关注企业降价去库存对盈利的影响情况，以及是否会影响到生产端；二季度复苏趋势有放缓迹象，物价走低给宏观政策出台留出空间。

- 4月CPI环比下降0.1%，同比增长0.1%，核心CPI同比增长0.7%，服务价格同比增长1.0%，消费品价格同比下降0.4%。
- 从环比看，4月食品价格下降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，非食品价格由上月持平转为上涨0.1%，影响CPI上涨约0.04个百分点；从同比看，食品价格上涨0.4%，涨幅比上月回落2.0个百分点，影响CPI上涨约0.07个百分点，非食品价格上涨0.1%，涨幅回落0.2个百分点，影响CPI上涨约0.07个百分点。
- 4月通胀继续结构性分化。4月CPI延续内部结构性分化：食品类价格环比继续下降，服务类价格环比增速上升，食品之外的消费品价格表现疲弱。整体来看，拖累4月CPI同比增速低于预期的主要原因有三个，一是以猪肉和鲜菜为代表的食品，受供给充足影响，连续多个月价格环比下降，二是以国际原油价格为代表的能源价格，4月环比下降幅度进一步扩大，三是最超预期的，以交通工具为代表的耐用消费品价格连续两个月环比大幅下降。虽然拖累CPI同比增速的因素都在市场预期当中，但CPI同比走弱的情况或将在二三季度延续，不排除个别月份同比增速可能落入负增长区间。另外，由于CPI同比增速持续走低的原因主要出在供给端，我们认为不能将CPI同比低增长简单归咎于通缩和内需疲弱，以汽车为例，4月交通工具价格环比下降0.9%，但乘用车零售额环比增长2.5%，指向内需仍有释放空间。我们认为二季度经济环比复苏趋势回落叠加价格同比增速偏低，给稳增长的政策宽松留出了空间。
- 4月PPI环比下降0.5%，同比下降3.6%，PPIRM同比下降3.8%。
- 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。
- PPI同比增速或在二季度寻底三季度回升。4月PPI同比增速下行趋势符合市场预期，但下行幅度超出市场预期，虽然PPI受国际大宗商品价格波动较为明显，同时还有去年高基数的影响，但是结合PMI的生产、订单、新出口订单指数和工业企业库存数据来看，海外经济增速下行预期和国内需求疲弱，接下来都可能给生产端带来调整压力。虽然在基数效应影响下，PPI同比增速可能开始在二季度寻底三季度回升，但宏观政策需要关注生产端降价叠加去库存可能对企业盈利和生产循环造成的负面影响。
- **风险提示：**全球通胀回落偏慢；欧美金融风险扩散；国际局势复杂化。

相关研究报告

《美国4月CPI点评》20230511
 《4月进出口数据点评》20230510
 《信用债日均成交回落，新发债债券利率下行》
 20230508

中银国际证券股份有限公司
 具备证券投资咨询业务资格

宏观经济

证券分析师：张晓娇

xiaojiao.zhang@bocichina.com
 证券投资咨询业务证书编号：S1300514010002

证券分析师：朱启兵

(8610)66229359
 qibing.zhu@bocichina.com
 证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

CPI

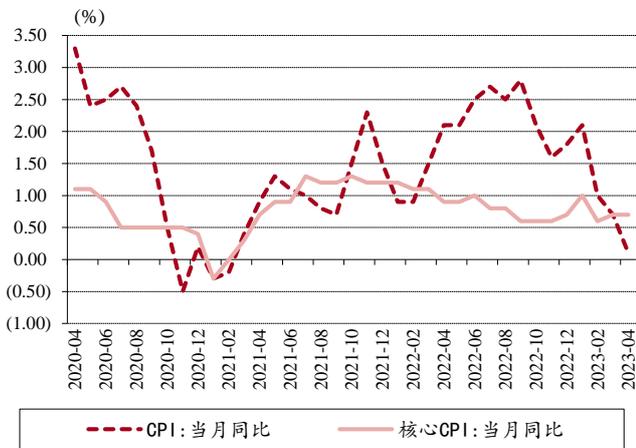
4月CPI同比增速继续下行。4月CPI环比下降0.1%，增速较3月上升0.2个百分点。从分项看，4月环比上涨的是其他用品和服务（1.0%）、教育文化娱乐（0.5%）和医疗保健（0.1%），环比下降的是食品烟酒（-0.6%）、交通通信（-0.4%）和衣着（-0.1%）；4月分项中较3月环比增速上升较多的是教育文化娱乐、生活用品及服务、食品烟酒和其他用品和服务，环比增速下降的是衣着。4月CPI同比增长0.1%，较3月下降0.6个百分点，核心CPI同比增长0.7%，较3月持平，服务价格同比增长1.0%，较3月上升0.2个百分点，消费品价格同比下降0.4%，较3月下降0.9个百分点。从分项看，4月同比增速较高的是其他用品和服务（3.5%）、教育文化娱乐（1.9%）、医疗保健（1.0%）、衣着（0.9%）和食品烟酒（0.8%），同比增速较3月上升较多的是其他用品和服务以及教育文化娱乐，较3月同比增速下降较多的是交通通信和食品烟酒。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。

食品价格环比降幅小幅收窄。从环比看，4月食品价格下降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；从同比看，食品价格上涨0.4%，涨幅比上月回落2.0个百分点，影响CPI上涨约0.07个百分点。4月市场供应总体充足，鲜菜和鲜果大量上市价格环比下降；生猪产能充足，叠加消费淡季影响，猪肉价格环比下降，但降幅较上月收窄；粮食和食用油价格基本平稳。

非食品价格环比由平上涨，服务消费价格表现强劲。从环比看，4月非食品价格由上月持平转为上涨0.1%，影响CPI上涨约0.04个百分点；从同比看，非食品价格上涨0.1%，涨幅回落0.2个百分点，影响CPI上涨约0.07个百分点。非食品中，小长假期间出行需求增加，交通工具租赁费、飞机票、宾馆住宿和旅游价格环比均有上涨；受国际原油价格波动影响，国内汽油和柴油价格环比下降；商家降价促销，燃油小汽车、新能源小汽车和家用器具价格环比下降；出行类服务恢复较好，飞机票、宾馆住宿、旅游和交通工具租赁费价格同比涨幅较为显著。

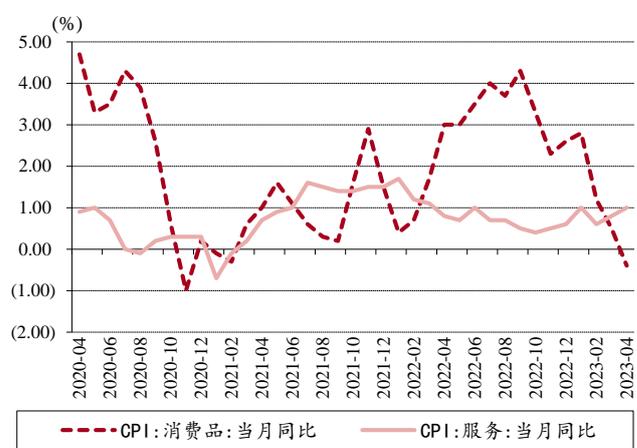
4月通胀继续结构性分化。4月CPI延续内部结构性分化：食品类价格环比继续下降，服务类价格环比增速上升，食品之外的消费品价格表现疲弱。整体来看，拖累4月CPI同比增速低于预期的主要原因有三个，一是以猪肉和鲜菜为代表的食品，受供给充足影响，连续多个月价格环比下降，二是以国际原油价格为代表的能源价格，4月环比下降幅度进一步扩大，三是最超预期的，以交通工具为代表的耐用消费品价格连续两个月环比大幅下降。虽然拖累CPI同比增速的因素都在市场预期当中，但CPI同比走弱的情况或将在二三季度延续，不排除个别月份同比增速可能落入负增长区间。另外，由于CPI同比增速持续走低的原因主要出在供给端，我们认为不能将CPI同比低增长简单归咎于通缩和内需疲弱，以汽车为例，4月交通工具价格环比下降0.9%，但乘用车零售额环比增长2.5%，指向内需仍有释放空间。我们认为二季度经济环比复苏趋势回落叠加价格同比增速偏低，给稳增长的政策宽松留出了空间。

图表 1. CPI 和核心 CPI 同比走势



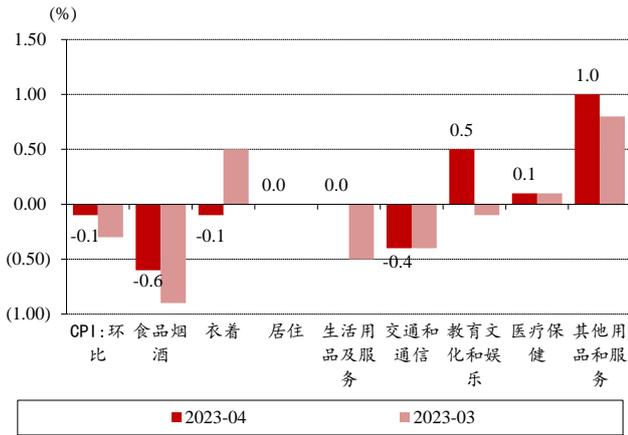
资料来源：万得，中银证券

图表 2. 消费品和服务 CPI 当月同比



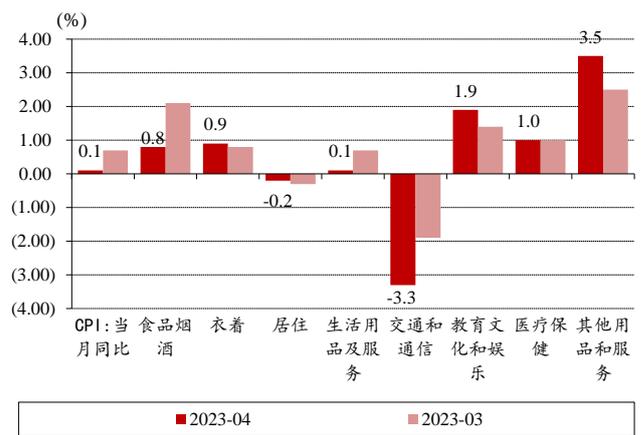
资料来源：万得，中银证券

图表 3. CPI 环比走势



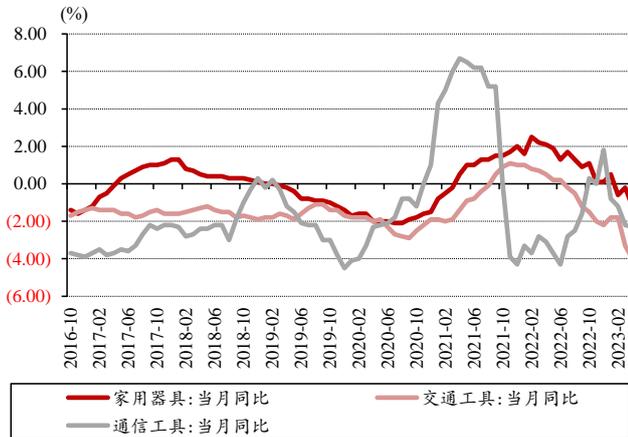
资料来源：万得，中银证券

图表 4. CPI 同比走势



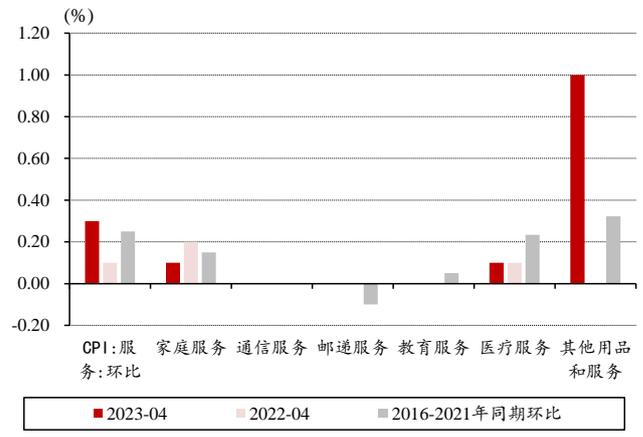
资料来源：万得，中银证券

图表 5. 耐用消费品价额同比继续走低



资料来源：万得，中银证券

图表 6. 3 月服务价格环比上升



资料来源：万得，中银证券

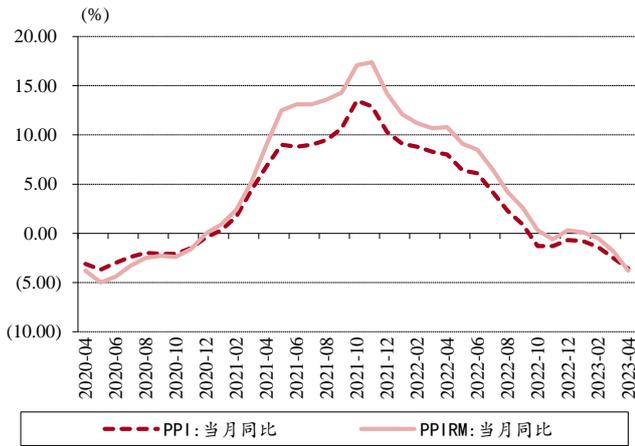
PPI

PPI 同比增速继续回落。4 月 PPI 环比下降 0.5%，其中生产资料环比下降 0.6%，生活资料环比下降 0.3%。4 月 PPI 同比下降 3.6%，较 3 月下降 1.1 个百分点，其中生产资料同比下降 4.7%，较 3 月下降 1.3 个百分点，生活资料同比增长 0.4%，较 3 月下降 0.5 个百分点。PPIRM 同比下降 3.8%，较 3 月下降 2.0 个百分点，从构成来看，4 月同比增速上升的是农副产品（1.2%）、木材纸浆（0.2%）等，同比增速下降较多的是化工原料（-9.2%）、黑色金属（-9.0%）、燃料动力（-5.3%）、纺织原料（-4.8%）、有色金属（-4.5%）、建筑材料（-4.5%）等，同比增速较 3 月上升的是建筑材料，较 3 月下降较多的则是燃料动力、农副产品、木材纸浆等。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。

4 月 PPI 环比基数高、表现弱。4 月生产资料价格中，采掘业环比下降 2.0%，原材料业环比下降 0.8%，加工业环比下降 0.4%。国际大宗商品价格波动、国内外市场需求总体偏弱及上年同期对比基数较高等，都是 4 月 PPI 走弱的影响因素，受国际原油价格波动影响，国内能源、化工品价格环比下降；钢材、水泥等行业供应整体充足，但需求不及预期；煤炭产能继续释放，加之进口量仍较大，影响煤炭开采和洗选业价格环比下降；与历史同期价格环比表现相比，食品和耐用消费品价格也明显偏弱。

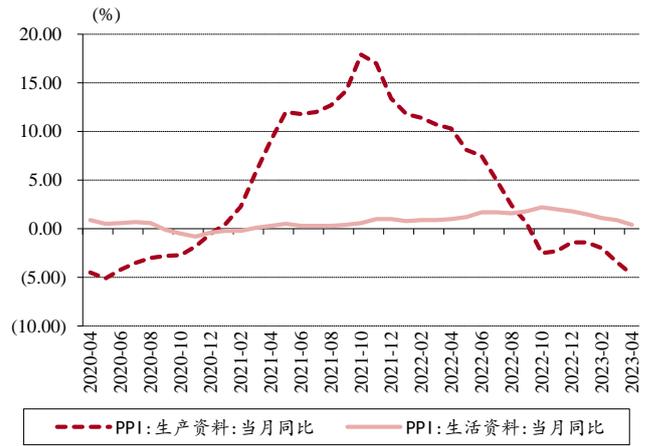
PPI 同比增速或在二季度寻底三季度回升。4 月 PPI 同比增速下行趋势符合市场预期，但下行幅度超出市场预期，虽然 PPI 受国际大宗商品价格波动较为明显，同时还有去年高基数的影响，但是结合 PMI 的生产、订单、新出口订单指数和工业企业库存数据来看，海外经济增速下行预期和国内需求疲弱，接下来都可能给生产端带来调整压力。虽然在基数效应影响下，PPI 同比增速可能开始在二季度寻底三季度回升，但宏观政策需要关注生产端降价叠加去库存可能对企业盈利和生产循环造成的负面影响。

图表 7. PPI 和 PPIRM 当月同比增长



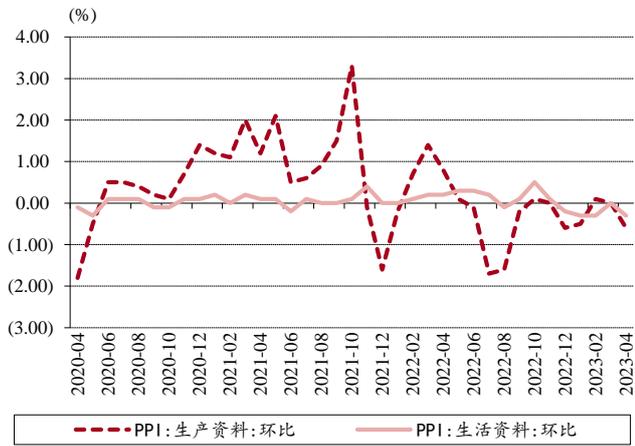
资料来源: 万得, 中银证券

图表 8. PPI 生产资料和生活资料当月同比走势



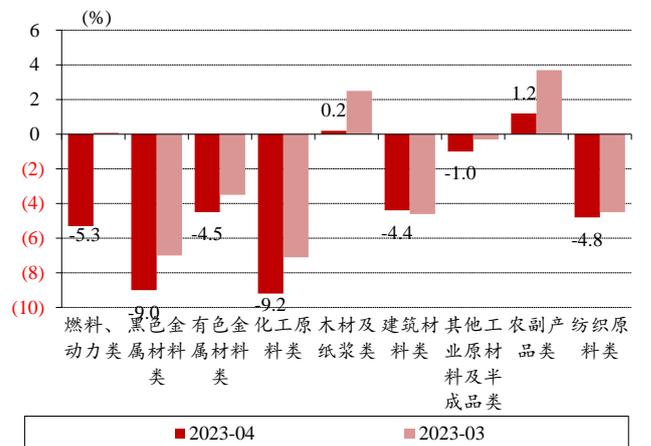
资料来源: 万得, 中银证券

图表 9. PPI 生产资料和生活资料环比走势



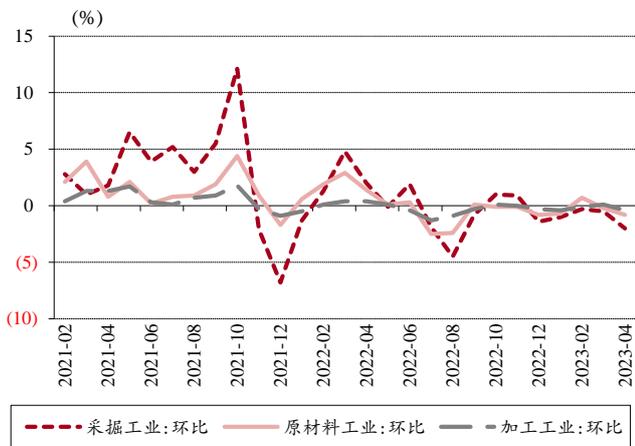
资料来源: 万得, 中银证券

图表 10. PPIRM 构成当月同比



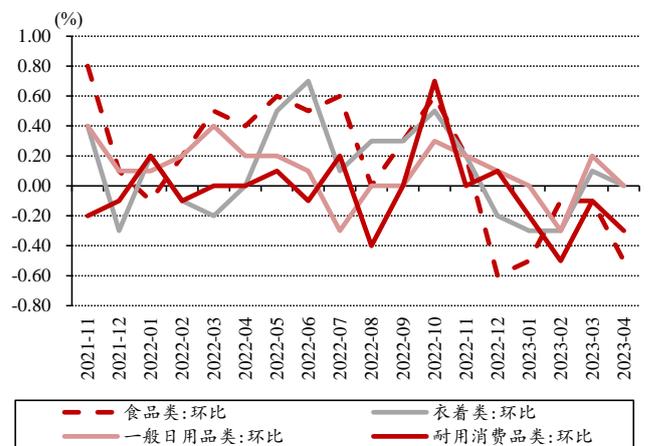
资料来源: 万得, 中银证券

图表 11. 生产资料价格环比继续走弱



资料来源: 万得, 中银证券

图表 12. 生活资料价格环比较难持续回升



资料来源: 万得, 中银证券

风险提示: 全球通胀回落偏慢; 欧美金融风险扩散; 国际局势复杂化。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371