

中美通胀背离扩大的三点启示

事件点评

中国 CPI、PPI、美国 CPI 点评（2023.4）

投资要点

- ◆ 4月中美通胀背离扩大，我国商品消费内需不足是经济主要拖累风险点，货币政策仍需维持中性偏松。4月CPI同比0.1%，涨幅收窄0.6个百分点，低于市场预期，核心通胀持平于0.7%低位。CPI消费品、服务同比分别为-0.4%、1.0%，一降一升越走越远。PPI跌幅扩大至-3.6%，下跌速度超预期，凸显国内能源供给充足产业链韧性提升，当前经济主要下行风险在于商品消费需求。
- ◆ 猪肉鲜菜鲜果供应充足，食品CPI小幅下跌符合季节性表现。4月食品CPI环比-1.0%与历年季节性均值相符，基数拉升致同比下滑2个百分点至0.4%。4月猪肉（-3.8%）环比连续第二个月接近季节性均值，去年12月至今年2月间的连续大幅下跌基本消化了去年7-10月养殖户普遍压栏推迟的供给峰值。气候较为平稳令鲜菜（-6.1%）、鲜果（-0.7%）供给充足，环比分别较正常水平稍低1个百分点左右。
- ◆ 耐用消费品CPI跌幅远大于PPI，商品消费需求不足仍是主要矛盾；服务消费量在稳定复苏，价格环比正常。4月核心CPI同比持平上月的0.7%，仍处于一年半以来的底部位置。4月扣除房租的其他服务环比0.4%，即便包含了五一假期前段交通、住宿等服务费用的结构性上涨，也仅是回到季节性平均涨幅。而工业消费品中除因油价下跌直接传导的交通工具用燃料之外，其他工业消费品环比（-0.2%）大幅低于季节性均值0.3个百分点以上，耐用消费品跌幅不寻常地连续大于PPI中对应类别的生产端价格跌幅，（汽车在CPI中同比跌幅已扩大至-4.0%，而在PPI中仅有-1.0%），当前主要矛盾仍然是地产竣工磨底、中高收入群体财富效应预期不佳导致的可选商品消费需求不足，而不是PPI向CPI传导，更不是供给过剩。
- ◆ PPI跌幅再度大于预期，国内能源统筹供给能力强于海外，煤炭冶金产业链跌幅较原油石化链更大。4月国内能源统筹能力凸显，煤炭增产力度进一步加大，煤炭开采PPI环跌加深至-4.0%，前4个月合计跌幅达石油天然气开采的两倍。受此影响黑色金属（-1.0%）也出现了五个月以来的首次环比下跌。国内产业链完整性和厚度增强的过程中供给能力强无疑是我国中短期内的优势，当前工业企业普遍库存高位，能否避免未来连续大幅去库存，关键还在内需。
- ◆ 美国核心CPI高位黏性增大下行遇阻，与美国背离扩大凸显美国内需仍处偏热区间，“薪资通胀螺旋”强化。季调后4月美国CPI同比持平上月在5.0%，核心CPI同比小幅回落0.1个百分点至5.5%，其中耐用消费品贡献超预期上行。
- ◆ 中美通胀背离扩大的三点启示：一、我国服务消费的恢复是稳健的而不是爆发性的，政策仍需持续创造条件拉动服务消费和年轻人就业。二、我国商品消费需求不足是当前经济主要拖累之一，系于地产竣工周期和中高收入人群财富效应预期，短期很难扭转，金融市场改善如果持续可能是前置商品消费的积极因素。三、美国和我国供需结构恰恰相反，不可低估美国的商品需求过热和薪资通胀螺旋问题，但好在当前水平不足以对我国货币政策形成额外约束。我国货币政策预计坚持中性偏松，降准降息都是可以期待的技术操作手段，今年政策结构比总量增速更为重要。
- ◆ 风险提示：商品消费需求持续低于预期。

分析师

张仲杰

 SAC执业证书编号：S0910515050001
 zhangzhongjie@huajinsec.com

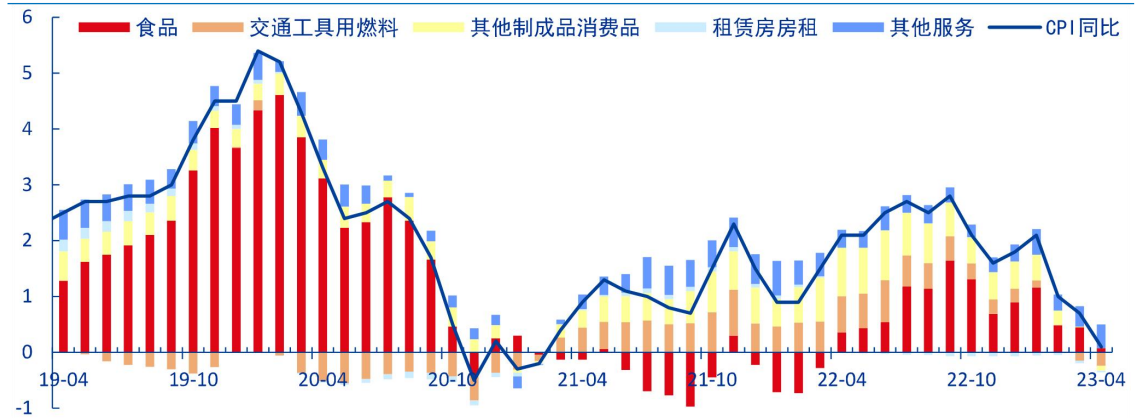
相关报告

- 进出口数据点评（2023.4）-越过山丘，谁更脆弱？ 2023.5.9
- 华金宏观·双循环周报（第8期）-财经委强调产业链完整安全，美非农再超预期 2023.5.7
- 美联储FOMC会议点评（2023.5）-鲍威尔的不可能三角 2023.5.4
- 五一假期国内外宏观综述 2023.5.3
- PMI点评（2023.4）-促内需迫在眉睫，去库存长路漫漫 2023.4.30



4月中美通胀背离扩大，我国商品消费内需不足是经济主要拖累风险点，货币政策仍需维持中性偏松。4月CPI同比0.1%，涨幅收窄0.6个百分点，低于市场预期，核心通胀持平于0.7%低位。CPI消费品、服务同比分别为-0.4%、1.0%，一降一升越走越远。PPI跌幅扩大至-3.6%，下跌速度超预期，凸显国内能源供给充足产业链韧性提升，当前经济主要下行风险在于商品消费需求。

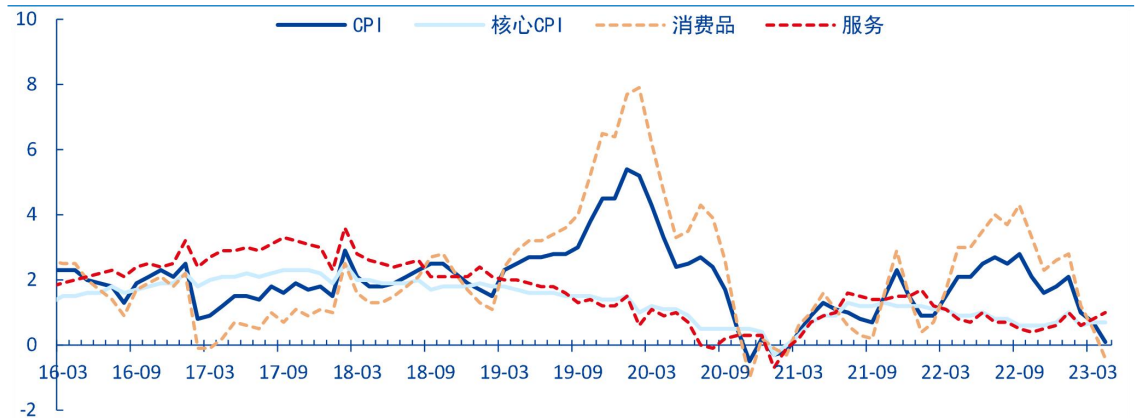
图 1: CPI 同比及贡献结构 (%)



资料来源: Wind, 华金证券研究所

一、猪肉鲜菜鲜果供应充足，食品CPI小幅下跌符合季节性表现。4月食品CPI环比-1.0%与历年季节性均值相符，基数拉升致同比下滑2个百分点至0.4%。4月猪肉(-3.8%)环比连续第二个月接近季节性均值，去年12月至今年2月间的连续大幅下跌基本消化了去年7-10月养殖户普遍压栏推迟的供给峰值，带动畜肉(-1.9%)环比稍好于季节性表现。气候较为平稳令鲜菜(-6.1%)、鲜果(-0.7%)供给充足，价格环比分别较正常水平稍低1个百分点左右。

图 2: 核心 CPI、消费品和服务 CPI 同比 (%)

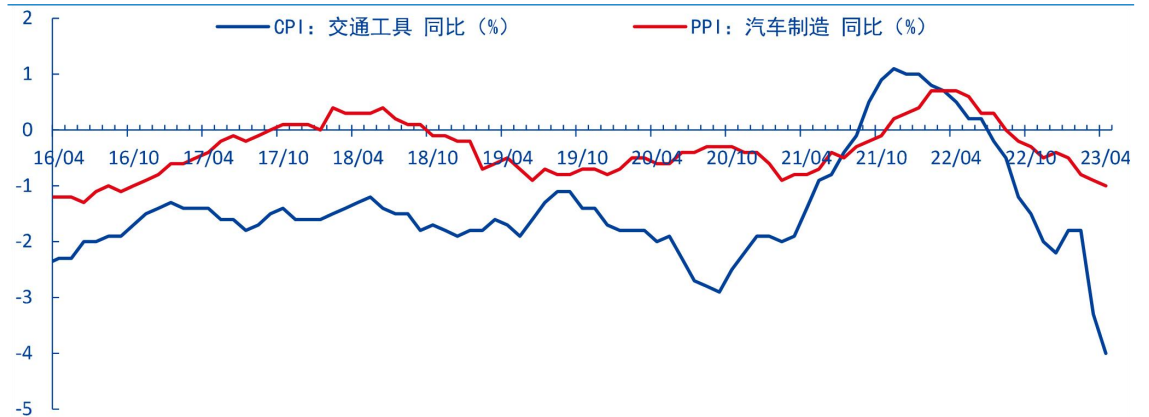


资料来源: Wind, 华金证券研究所

二、耐用消费品CPI跌幅远大于PPI，商品消费需求不足仍是主要矛盾；服务消费量在稳定复苏，价格环比正常。4月核心CPI同比持平上月的0.7%，这一水平实际上仍处于一年半以来的底部位置。结构上来看，服务消费年初以来确实迎来相当稳定速度的复苏，但服务业作为没有库存的行业，其需求量往往直接对应供给和就业情况，而价格的波动普遍明显小于商品消费类别。我国4月CPI服务同比小幅上行0.2个百分点至1.0%，而且包含了基数走低的直接拉动，从环比来看，房租(0.0%)小幅低于预期和历史均值，其他服务(0.4%)即便包含了五一假期

前段交通、住宿等服务费用的结构性上涨，也仅是回到季节性平均涨幅。而工业消费品中除因油价下跌直接传导的交通工具用燃料之外，其他工业消费品环比(-0.2%)大幅低于季节性均值0.3个百分点以上，耐用消费品跌幅不寻常地连续大于PPI中对应类别的生产端价格跌幅，例如汽车在CPI中4月同比跌幅已经扩大至-4.0%，而在PPI中仅有-1.0%，这说明当前商品消费领域的主要矛盾仍然是地产竣工磨底、中高收入群体财富效应预期不佳导致的可选商品消费需求不足，而不是PPI向CPI传导，更不是供给过剩，汽车等耐用消费品出口的高涨进一步对比说明了此种现象。

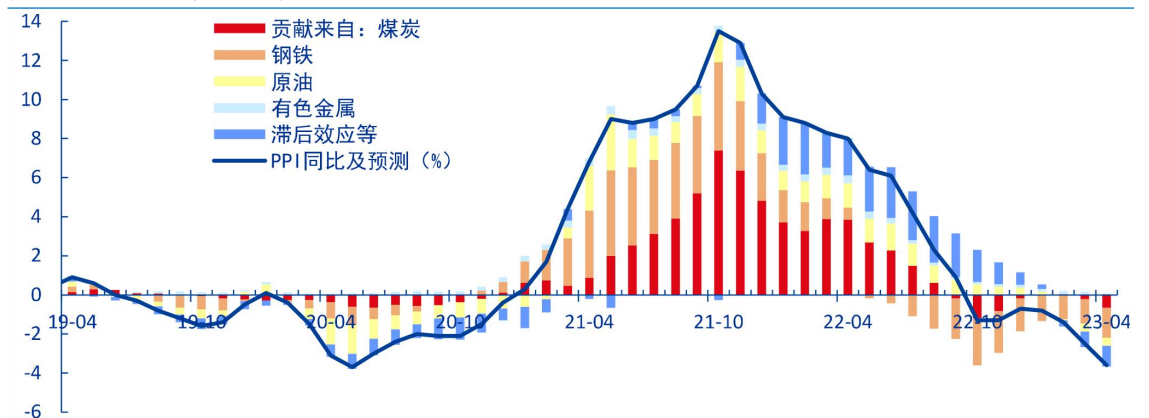
图3: CPI 交通工具和PPI 汽车制造同比 (%)



资料来源: Wind, 华金证券研究所

三、PPI 跌幅再度大于预期，国内能源统筹供给能力强于海外，煤炭冶金产业链跌幅较原油石化链更大。与主要发达国家PPI主要由油气价格单链条驱动不同，我国PPI同时由原油——石化产业链、以及煤炭——冶金产业链“双轮驱动”，其中后者在国内供需两侧基本能够形成闭环，且对PPI影响程度更深。4月国内能源统筹能力凸显，煤炭增产力度进一步加大，煤炭开采PPI环跌加深至-4.0%，当月石油天然气开采环比小幅上涨0.5%，前4个月前者合计跌幅达后者两倍。受此影响黑色金属(-1.0%)也出现了五个月以来的首次环比下跌。国内产业链完整性和厚度增强的过程中供给能力强无疑是我国中短期内的优势，当前工业企业普遍库存高位，能否避免未来连续大幅去库存，关键还在内需。

图4: PPI 同比及贡献结构 (%)

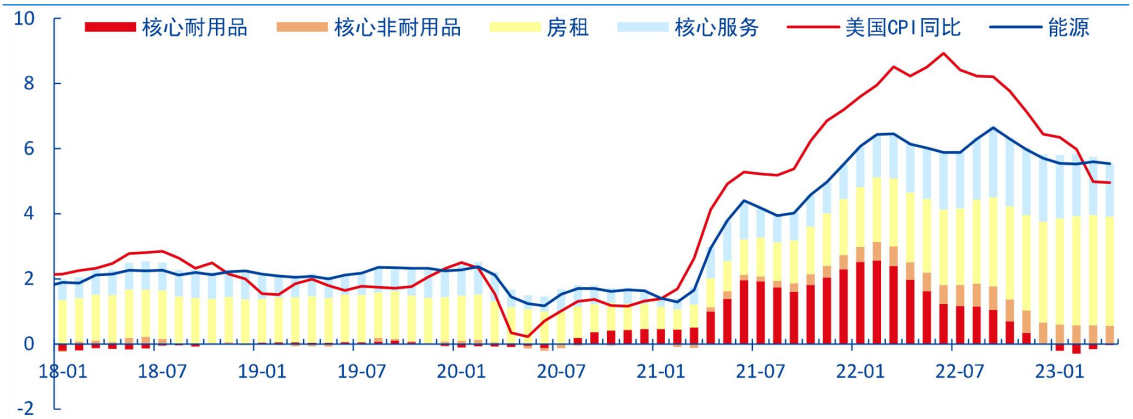


资料来源: Wind, 华金证券研究所

四、美国核心CPI高位黏性增大下行遇阻，与我国背离扩大凸显美国内需仍处偏热区间，“薪资通胀螺旋”强化。隔夜公布的美国4月CPI与我国呈现完全相反的供需结构。季调后4月美

国 CPI 同比持平上月在 5.0%，核心 CPI 同比小幅回落 0.1 个百分点至 5.5%，但连续 4 个月在这一水平上持稳显示出巨大的高位黏性。分结构来看，耐用消费品对核心 CPI 涨幅的贡献上行了 0.2 个百分点至 0.0%，此前持续 1 年的耐用消费品价格下跌过程告一段落，显示海外居民商品消费需求持续处于偏热区间；而核心非耐用品同比持平高位（贡献 0.6 个百分点，维持 4 个月）、房租维持在历史高位水平迟迟没有转为增速回落、除房租外的核心服务仍有 1.6 个百分点贡献，下降斜率平缓的结构，则明确指向美国“薪资通胀螺旋”是进一步强化的，4 月美国平均时薪同比超预期反弹，相信鲍威尔面对这种数据结构只能更加纠结于加还是不加的灵魂问题。

图 5：美国 CPI 同比、核心 CPI 同比及贡献结构（%）



资料来源：Wind，华金证券研究所

五、中美通胀背离扩大的三点启示：一、我国服务消费的恢复是稳健的而不是爆发性的，政策仍需持续创造条件拉动服务消费和年轻人在服务业的就业，不必担心通胀上行太快。二、我国商品消费需求不足是当前经济主要拖累之一，系于地产竣工周期和中高收入人群财富效应预期，短期很难扭转，金融市场改善如果持续可能是前置于商品消费的积极因素。三、美国和我们供需结构恰恰相反，不可低估美国的商品需求过热和薪资通胀螺旋问题，但好在当前水平不足以对我国货币政策形成额外约束。总结起来，作为需求侧政策的主流力量，我国今年货币政策方向预计坚持中性偏松，降准降息都是可以期待的技术操作手段，当前的内需属于拉动基建投资有稳定作用的阶段，今年的经济结构、政策结构比总量增速更为重要。

风险提示：商品消费需求持续低于预期。

分析师声明

张仲杰声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址： www.huajinsec.cn