

## 低通胀源于结构性因素，并非需求转弱

### ——4月价格数据点评

#### 核心观点：

4月通胀走弱主要受到食品项、能源项等结构性因素的影响，剔除这些波动较大的分项后，核心通胀、服务分项显示需求仍然处于扩张之中，但扩张速度尚显缓慢。我们认为，目前中国经济仍处于复苏的相对早期阶段，通胀水平体现较弱，未来随着经济复苏的加快，通胀有望得到积极改善。

#### 点评要点：

##### ➤ 核心CPI改善，需求处于扩张阶段

4月CPI同比上涨0.1%，涨幅较前值回落0.6个百分点；4月CPI环比下跌0.1%，跌幅较前值收窄0.2个百分点。我们认为，CPI同比超预期回落主要受到食品与能源价格的拖累，以及高基数的影响；从剔除食品与能源的核心CPI看，数值有所改善，需求仍然处于弱扩张之中。

##### ➤ 4月PPI同比下降，国际、国内定价工业品价格均有下降

4月份，受国际大宗商品价格波动、国外市场需求总体偏弱及上年同期对比基数较高等因素影响，PPI环比下降0.5%，同比下降3.6%。受供给端产能释放的影响，国内定价的工业品方面，螺纹钢、水泥、煤炭等主要工业品价格均有下跌。国际定价的工业品方面，受国际需求持续疲软的影响，国际原油价格也有所下跌。

#### 风险提示：

经济复苏不及预期，政策不及预期，国际地缘政治环境恶化。

分析师：王宇鹏  
执业证书编号：S0590522020002  
邮箱：wyp@glsc.com.cn

#### 相关报告

- 1、《经济复苏斜率放缓——3月PMI数据以及未来经济展望》2023.04.02
- 2、《略超预期的降准——3月27日降准点评》2023.03.19
- 3、《经济数据回暖的程度存在争议——1-2月经济数据点评》2023.03.16

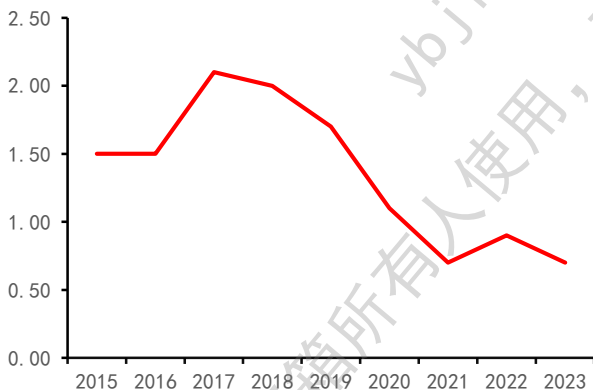
## 1 核心 CPI 改善，需求处于扩张阶段

4 月 CPI 同比上涨 0.1%，涨幅较前值回落 0.6 个百分点；4 月 CPI 环比下跌 0.1%，跌幅较前值收窄 0.2 个百分点。我们认为，CPI 同比超预期回落主要受到食品与能源价格的拖累，以及高基数的影响；从剔除食品与能源的核心 CPI 看，数值有所改善，需求仍然处于弱扩张之中。

首先，核心 CPI 继续有所改善。核心 CPI 同比上涨 0.7%，涨幅与上月持平；核心 CPI 环比由上月持平转为上涨 0.1%；其中，服务业 CPI 同比上涨 1%，涨幅较前值上升 0.2 个百分点。

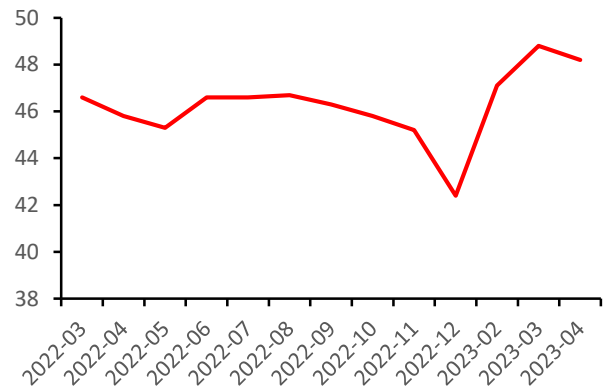
我们注意到 4 月服务业 PMI 录得 55.1%，虽然较前月下降 1.8 个百分点，但仍处于扩张区间。总体来看，4 月核心 CPI（特别是服务业 CPI）继续改善，体现了经济修复下的总需求扩张，但扩张幅度较弱，仍处于经济复苏的早期。

图表 1：历年 4 月核心 CPI 环比 (%)



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表 2：非制造业 PMI:服务业:从业人员 (%)



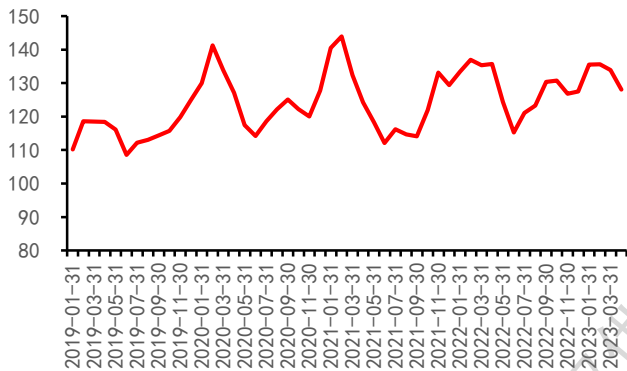
资料来源：Wind，国联证券研究所

其次，CPI 食品分项回落较为明显，拖累了 CPI 整体的水平。4 月份，食品价格同比上涨 0.4%，涨幅较上月回落 2.0 个百分点；环比下降 1%，降幅较上月收窄 0.4 个百分点。鲜菜、鲜果、猪肉价格均明显下降。

具体看，鲜菜价格同比下降 13.5%，降幅较上月扩大 2.4 个百分点；鲜果价格上涨 5.3%，涨幅较上月有所回落。鲜菜、鲜果价格环比分别较上月下降 6.1%和 0.7%。猪肉价格同比上涨 4%，涨幅有所回落；猪肉价格环比下降 3.8%，降幅较上月收窄 0.4 个百分点。

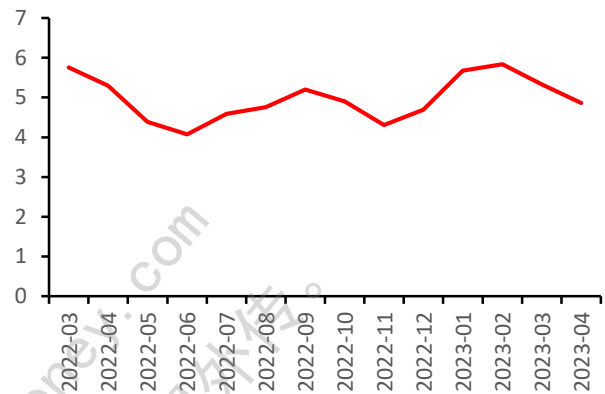
我们认为，鲜菜价格下跌超预期是拖累食品项、乃至整个 CPI 的重要原因。受疫情防控的影响，去年同期鲜菜价格反季节性上涨、基数较高，今年 4 月鲜菜供给充足、物流配送随着疫情管控放开变得畅通，解除约束后，导致鲜菜价格超预期回落。

图表 3: 菜篮子产品批发价格 200 指数



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表 4: 28 种重点监测蔬菜平均批发价 (元/公斤)



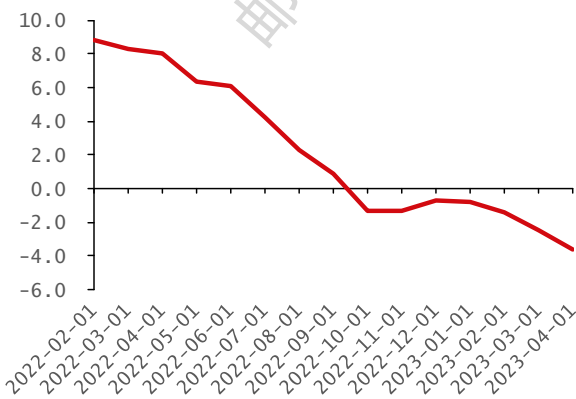
资料来源: Wind, 国联证券研究所

最后, 能源价格则在一定程度上也拖累了 CPI。4 月国际原油价格从高位回落, 对应 CPI 交通工具用燃料分项同比下跌 10.4%;CPI 水电燃料分项同比下跌 0.2%。

## 2 4 月 PPI 同比下降, 国际、国内定价工业品价格均有下降

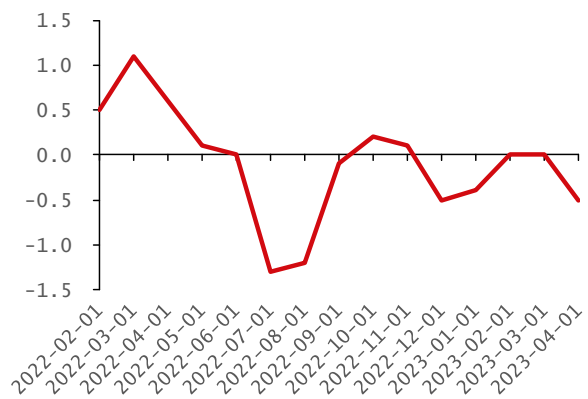
4 月份, 受国际大宗商品价格波动、国外市场需求总体偏弱及上年同期对比基数较高等因素影响, PPI 环比下降 0.5%, 同比下降 3.6%。

图表 5: PPI 当月同比 (%)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表 6: PPI 环比 (%)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

国内定价的工业品方面, 螺纹钢、水泥、煤炭等主要工业品价格均有下跌。

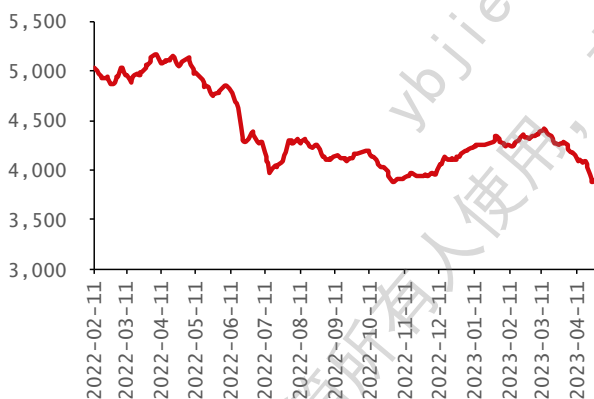
4 月螺纹钢价格有所下跌。春节假期结束以来, 专项债前置发行推动基建发力、银行信贷大规模投向制造业, 带动 3 月用钢需求超季节上涨, 螺纹钢价格上涨明显。

4月以来随着供给端产能释放，抑制了螺纹钢价格继续上涨。平均来看，螺纹钢价格由3月平均4258元/吨下跌至4月平均4058元/吨。对应PPI黑色金属冶炼和压延加工业分项价格环比下跌1%。

4月水泥价格也有所回落。全国水泥价格指数从4月初的141.3下跌至4月末的135.7，我们这种回落与螺纹钢的原因比较一致，主要是由于供给端产能释放，导致价格从高位回落。

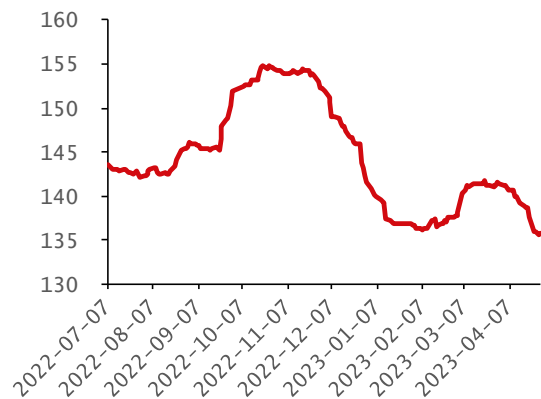
4月煤炭价格延续下跌。受市场交易整体需求不振影响，煤矿库存不断增加，矿方考虑到减轻库存压力选择跟降刺激销售，下游终端均放缓采购节奏，市场整体交易偏冷清。京唐港山西产动力煤平仓价从4月初的1070元/吨下跌至4月末的998元/吨，反映4月煤炭市场热度继续有所下降。对应PPI煤炭开采和洗选业分项同比下跌9.3%。

图表 7：螺纹钢现货价（元/吨）



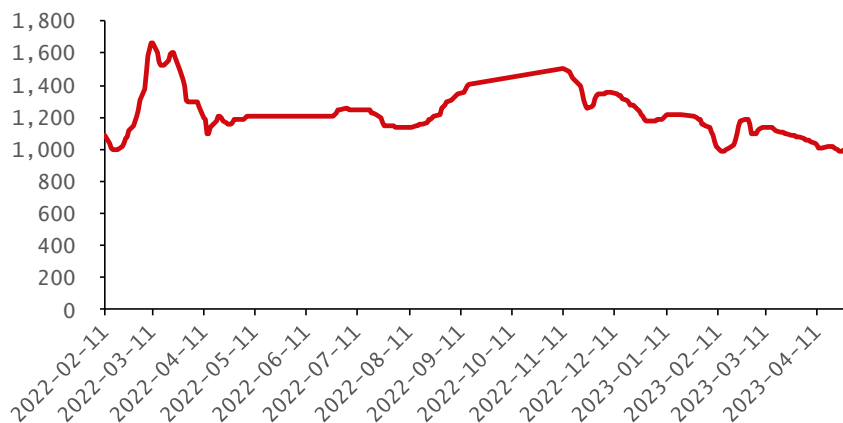
资料来源：Wind，国联证券研究所

图表 8：全国水泥价格指数



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表 9：京唐港山西产 Q550 动力煤平仓价（元/吨）

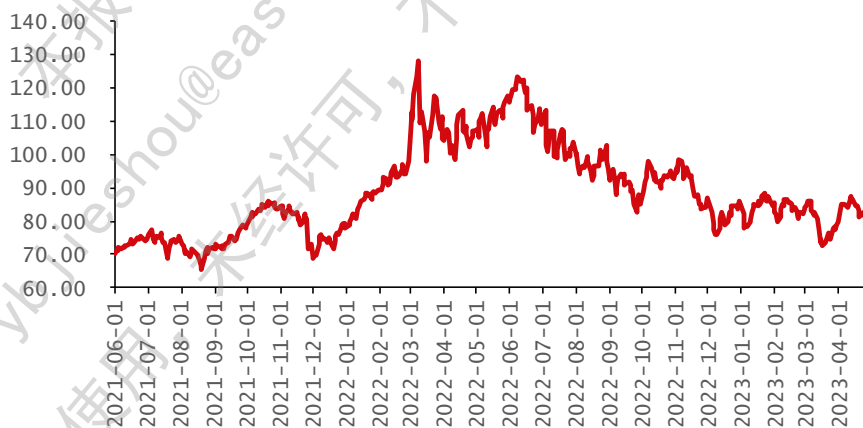


来源：Wind，国联证券研究所

国际定价的工业品方面，国际原油价格也有所下跌。

4月 IPE 布油期货结算价从4月初的 85 美元/桶上升至4月12日的 87.3 美元/桶，后下跌至4月末的 80.3 美元/桶，整体仍呈下跌趋势。国际原油的下跌走势也影响了PPI石油相关分项的走势。其中，PPI石油和天然气开采业分项同比下跌 16.3%，石油、煤炭及其他燃料加工业分项同比下跌 11.4%，化学原料和化学制品制造业分项同比下降 9.9%，橡胶和塑料制品业分项同比下跌 3.8%。

图表 10: IPE 布油期货结算价 (美元/桶)



来源: Wind, 国联证券研究所

### 3 通胀走弱主要是结构性因素，未来有望改善

4月通胀走弱主要受到食品项、能源项等结构性因素的影响，剔除这些波动较大的分项后，核心通胀、服务分项显示需求仍然处于扩张之中，但扩张速度尚显缓慢。我们认为，目前中国经济仍处于复苏的相对早期阶段，通胀水平体现较弱，未来随着经济复苏的加快，通胀有望得到积极改善。

### 4 风险提示

经济复苏不及预期，政策不及预期，国际地缘政治环境恶化。

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

## 联系我们

**无锡：**江苏省无锡市太湖新城金融一街8号国联金融大厦9层

电话：0510-82833337

传真：0510-82833217

**北京：**北京市东城区安定门内大街208号中粮置地广场4层

电话：010-64285217

传真：010-64285805

**上海：**上海市浦东新区世纪大道1198号世纪汇广场1座37层

电话：021-38991500

传真：021-38571373

**深圳：**广东省深圳市福田区益田路6009号新世界中心29层

电话：0755-82775695