

宏观利率

通胀再回落，关注稳增长

——2023年4月通胀点评兼论利率影响

2023年5月11日

宏观利率/事件点评

分析师：

郭瑞

执业登记编码：S0760514050002

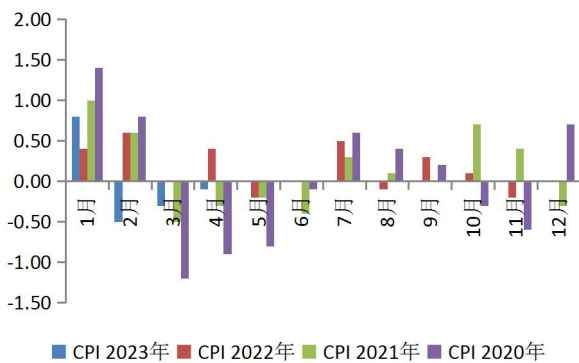
邮箱：guorui@sxzq.com

核心观点：

- **供需因素共同推动通胀回落，CPI和PPI均低于预期。**4月CPI同比0.1%（前值0.7%），PPI同比-3.6%（前值-2.5%），CPI、PPI的wind一致预期分别为0.4%、-3.3%。CPI同比回落主要源于食品和能源，核心CPI同比持平于上月的0.7%，显示疫后经济复苏仍不均衡；除需求不及预期外，供应增多也是推动PPI回落的主要因素。
- **消费品价格走势结构分化，核心商品和服务延续上涨，食品和能源价格同比增速回落。**4月消费品价格表现仍有明显的疫后分化复苏特征。同比看，除核心商品和服务项回升外，其余分项增速均不及上月，具体增速排序为核心商品>鲜果>猪肉>服务>能源>鲜菜。环比看，同样也是核心商品和服务价格环比加速上行，鲜菜环比降幅趋缓，鲜果、猪肉、能源价格环比加快回落。鲜菜和鲜果价格下降主因季节性大量上市；生猪产能充足，叠加消费淡季影响，猪肉价格下降3.8%，降幅比上月收窄0.4个百分点；受国际原油价格波动影响，国内汽油和柴油价格均下降1.7%；核心商品内部走势分化，因商家降价促销，燃油小汽车、新能源小汽车和家用器具价格分别下降1.0%、0.9%和0.6%，衣着价格同比回升。未来一段时期猪肉价格进入高基数阶段，同时居民信心缓慢恢复，地产加快竣工链条拉动相关需求，CPI预计仍维持低位。
- **PPI回落主因上年高基数、需求不及预期和库存偏高。**第一，4月PPI回落受上年同期对比基数较高的影响，这种影响在5月以后会降低。第二，全球经济边际回落带动大宗商品价格波动。4月美国OECD综合领先指标继续回落至98.62；中美制造业PMI同步回落。受国际原油价格波动影响，国内石油煤炭及其他燃料加工业价格下降2.3%，化学原料和化学制品制造业价格下降1.1%。第三，国内优势工业品供应充足，市场需求总体偏弱。今年以来，生活资料和加工业的表现好于采掘工业和原材料工业，表现为生产资料PPI与生活资料PPI之差、原材料工业PPI及加工工业PPI之差快速走低。由此可见目前PPI回落不单归因于需求不足，供应和库存的过剩也是主要原因之一，如钢材、水泥、煤炭等供应均较充足，但需求不及预期。
- **市场启示：经济短期修复斜率放缓，年内复苏逻辑不能证伪。**支撑债市4月以来走强的因素在于国内经济环比回落、内生动能未明显好转、财政及地产政策边界下的货币偏松预期以及机构配置驱动等。我们认为年内复苏逻辑不能证伪，第一，4月中央政治局会议定调短期稳增长和中长期高质量发展并重，未来一段时期稳增长预期有望恢复。第二，下一阶段上年低基数将助推通胀寻底，同时地产销售到投资的链条也并未完全恶化，居民收入一季度边际回暖。综合看，全球经济难共振回升已在市场预期之内，国内政策驱动和疫后居民信心逐步恢复，经济复苏过程曲折但同样不会快速回落。短期看，长端利率下行空间有限，回升概率不大，下一阶段重点关注稳增长政策。
- **风险提示：**超预期的稳增长政策。

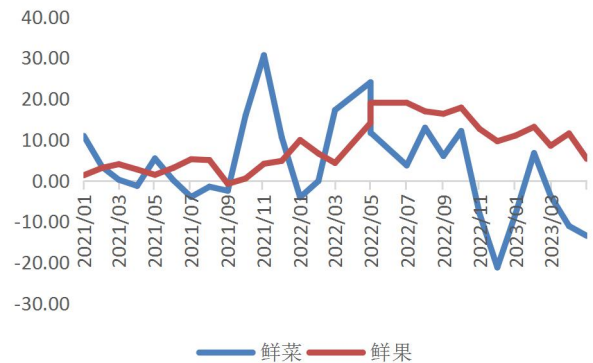


图 1：CPI 环比增速 (%)



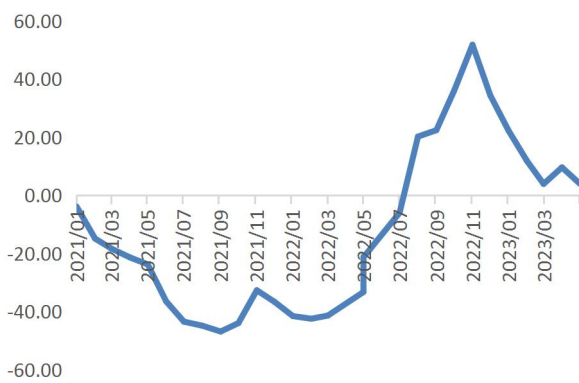
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 2：鲜菜及鲜果价格同比增速 (%)



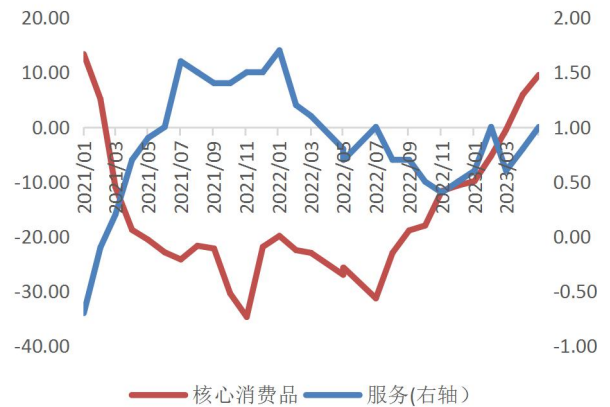
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 3：猪肉价格同比增速 (%)



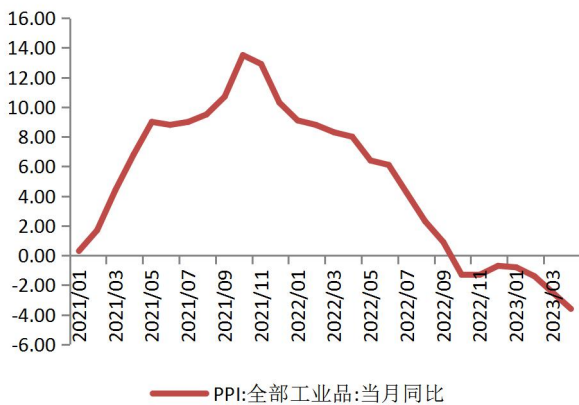
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 4：核心消费品及服务价格同比增速 (%)



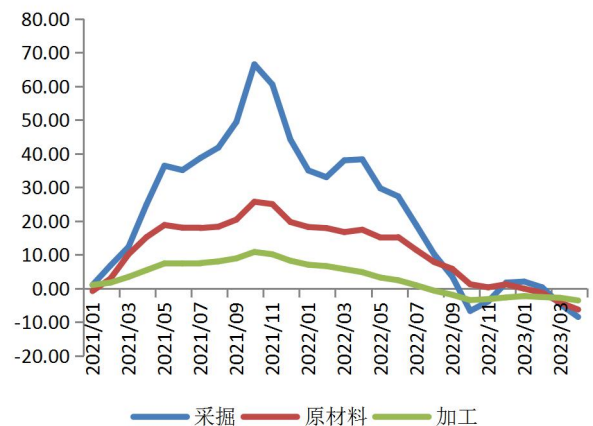
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 5：PPI 同比增速 (%)



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 6：PPI：采掘、原材料、加工 (%)



资料来源：Wind，山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究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，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任一部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：



上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 6 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层
电话：010-83496336