

修复息差预期或已充分反应

4月通胀数据点评

相关研究报告

《美债利率或开始“磨顶”》20221030
 《前期政策见效，后续尚有空间——9月金融数据点评》20221012
 《如何看待额外加息空间》20221023
 《美债利率或开始“磨顶”》20221030
 《如何理解“限制性”政策》20221106
 《美债“抢跑”》20221113
 《利率出现“重置式”调整》20221120
 《实体经济需求限制利率高度》20221127
 《利率上行趋势放缓》20221204
 《“网上网下”看消费修复前景》20221211
 《“威慑式”点阵图》20221218
 《外部增长放缓态势难改》20221225
 《消费修复或有反复》20230102
 《房贷利率弹性增加》20230108
 《社融增速延续分化——12月金融数据点评》20230112
 《中美通胀“镜像运行”》20230115
 《2023年债市流动性展望》20230119
 《承认“去通胀”进程开启》20230202
 《核心通胀或推动货币市场利率收敛——1月通胀数据点评》20230212
 《美债短期震荡、难改中长趋势》20230219
 《美欧市场恐慌，国内通胀温和》20230312
 《通胀与金融脆弱性之间的权衡》20230319
 《看“困”说话——美联储3月会议点评》20230323
 《美欧银行业风波继续演化》20230326
 《美债与美国自然利率》20230402
 《通胀温和或有利于银行修复息差》20230411
 《产出修复理想，内需尚有空间——1季度经济数据点评》20230419
 《债务上限之争重来》20230430

中银国际证券股份有限公司
 具备证券投资咨询业务资格

固定收益

证券分析师：肖成哲

(8610) 66229354
 chengzhe.xiao@bocichina.com
 证券投资咨询业务证书编号：S1300520060005

证券分析师：张鹏

peng.zhang_bj@bocichina.com
 证券投资咨询业务证书编号：S1300520090001

温和通胀下，商业银行修复息差预期继续压抑长债利率，但应防止市场过度反应。

- 4月PPI环比下降、非食品CPI以及核心CPI小幅上涨。PPI同比降幅继续扩大，带动非食品CPI同比涨幅收窄。核心CPI保持温和，反映总供给与总需求的扩张基本平衡。
- 核心CPI同比涨幅仍低于1%，货币市场利率上行压力有限。
- 3-4月外贸出口保持名义高增长，3月出口数量同比增速大幅反弹、而且两年平均的同比增速也不低，印证我国外贸竞争力的提升。但3月出口价格指数的涨幅已有回落，反映外需的扩张边际减弱，对于国内通胀的推动力也有所减小。美国银行业风波未完、叠加债务上限之争；欧元区由于通胀启动晚于美国，紧缩周期结束也可能晚于美国；全球经济增长不确定性较大，外需大概率难以成为今年拉动经济增长的主要因素。
- 房租类CPI连续第12个月同比下滑。房租上涨停滞显示对房屋的使用性需求改善有限。高频数据显示4月30城商品房成交面积处于有统计以来同期的中等水平。房地产市场或已恢复至常态水平，但未出现“报复性”反弹。
- 食用农产品价格指数4月回落幅度较3月继续扩大，带动食品CPI走低。向后看，由于年内剩余的大部分时间猪肉价格同比基数将经历大幅提升，预计会继续抑制食品CPI同比涨幅反弹。
- 能源价格随国际油价同比下滑，且从5月上旬的油价走势来看，5月能源价格继续同比下滑的概率较高。我们维持上月通胀点评的观点，全球经济增长放缓完全有可能对冲原油供给冲击。
- 我们在上月通胀点评《通胀温和或有利于银行修复息差》(20230411)提到，温和通胀为商业银行修复不断收窄的净息差提供了有利条件，近一月来这一观点被不断印证，存款利率调整的预期不断带动长端国债收益率下行。但应关注市场过度反应的风险。
- 本轮国债10年期收益率下行的起点约为2.9%，如果假设本轮下行的低点约为2.6%（与上一个下行周期的低点接近），那么2.75%约为下行周期的中位数。利率下行周期或已过半，按以往几个利率周期的经验，国债10年期收益率在2.75%关口下方的下行压力或有阶段性缓解。
- 风险提示：国内外实体经济出现超预期变化，通胀超预期上行，国内外疫情发展超预期等。

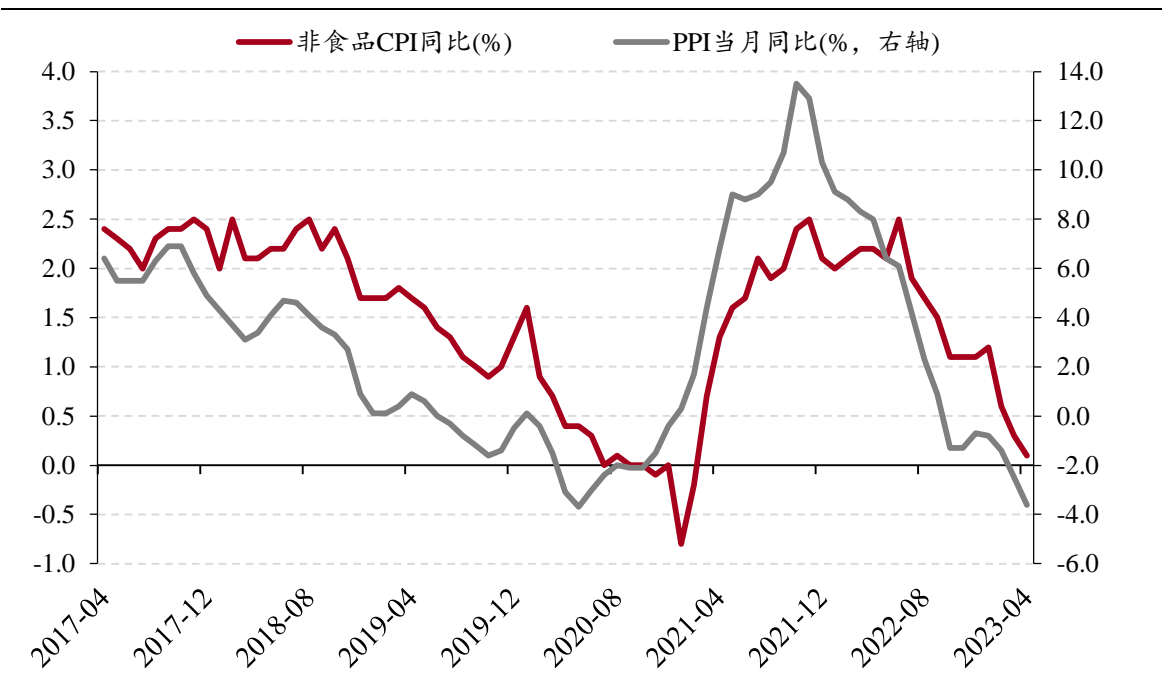
事件：

国家统计局5月11日发布2023年4月份通胀数据。全国居民消费价格CPI同比上涨0.1%。其中，食品价格上涨0.4%，非食品价格上涨0.1%；消费品价格下降0.4%，服务价格上涨1.0%。CPI环比下降0.1%。其中，食品价格下降1.0%，非食品价格上涨0.1%；消费品价格下降0.5%，服务价格上涨0.3%。1-4月CPI比上年同期上涨1.0%。全国工业生产者出厂价格PPI同比下降3.6%，环比下降0.5%；工业生产者购进价格同比下降3.8%，环比下降0.7%。1-4月PPI比去年同期下降2.1%，工业生产者购进价格下降1.5%。

点评：

4月PPI环比下降、非食品CPI以及核心CPI小幅上涨。PPI同比降幅继续扩大，带动非食品CPI同比涨幅收窄至0.1%。核心CPI继续保持温和，反映总需求与总供给的扩张基本平衡。尽管3-4月外贸出口保持名义高速增长，但出口价格指数的涨幅已有回落，反映外需的扩张边际减弱，对国内通胀的推动力度也有所减小。食用农产品价格指数4月回落幅度较3月继续扩大，带动食品类CPI走低。向后看，由于年内剩余的大部分时间内猪肉价格同比基数将经历大幅提升，预计会继续抑制食品CPI同比涨幅反弹。能源价格随国际油价同比下滑，且从5月上旬的油价走势来看，5月能源价格继续同比下滑的概率较高。我们在上月的通胀点评《通胀温和或有利于银行修复息差》(20230411)中提到，温和通胀为商业银行修复不断收窄的净息差提供了有利条件，近一个月来这一观点被不断印证，存款利率调整的预期不断带动长端国债收益率下行。但也应关注市场过度反应的风险。我们预计国债10年期收益率在2.75%关口下方的下行压力或有阶段性缓解。

图表 1. PPI 与非食品 CPI 涨幅

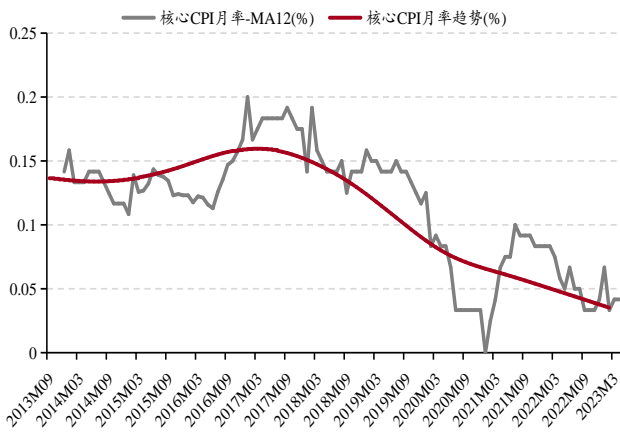


资料来源：Wind，中银证券

1、核心CPI温和、货币市场利率上行压力有限

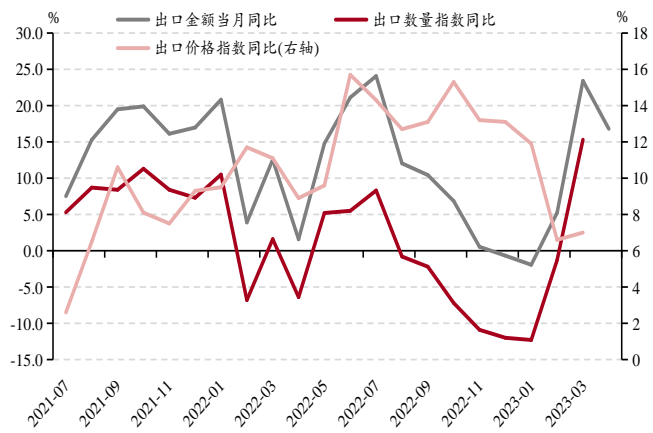
4月核心CPI同比上涨0.7%，与3月持平。环比来看，核心通胀月率经历了前期下行趋势后，近期在低位趋于稳定。继续下行、陷入通缩的可能性有限，但也未见明显的反弹。我们维持在前期报告《2023年债市流动性展望》(20230120)中的观点，当城镇调查失业率接近政府目标，而且核心CPI同比涨幅达到1%时，DR007均衡水平将收敛至2%。当核心CPI同比涨幅低于1%时，DR007均衡水平大概率略低于2%。与当前状况相比，货币市场利率上行压力有限。

图表 2. 核心通胀仍继续低位徘徊



资料来源: Wind, 中银证券。核心 CPI 趋势使用 HP 滤波方法得到。

图表 3. 出口商品数量保持韧性、但价格涨幅回落



资料来源: Wind, 中银证券

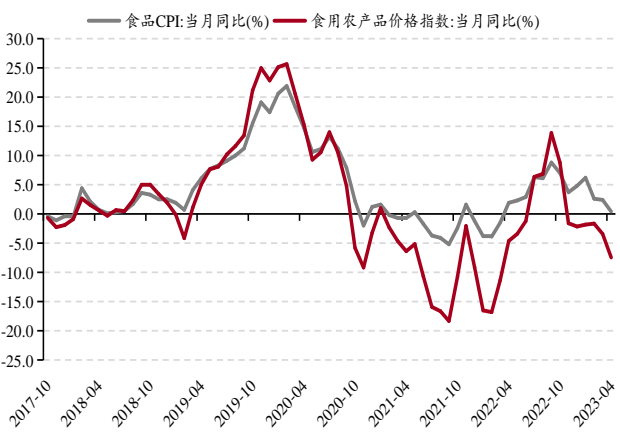
核心 CPI 保持温和，反映总供给与总需求的扩张基本平衡。3-4 月外贸出口保持名义高速增长。3 月的出口数量指数同比增速大幅反弹至 15.3%，尽管可能包含了去年 3 月出口数量指数增速较低的基数效应，但两年复合平均的同比增速也达到 8.2%。这印证了我国外贸竞争力的提升。但 3 月出口价格指数的涨幅回落至 7.0%，反映外需的扩张边际减弱，对国内通胀的推动力也有所减小。美国银行业风波未完、叠加债务上限之争；欧元区因通胀启动晚于美国，紧缩周期结束也可能晚于美国。全球经济增长不确定性较大，外需大概率难以成为今年拉动经济增长的主要因素。

国内房租类 CPI 连续第 12 个月同比下滑。4 月房租类 CPI 环比持平，同比降 0.3%。房租上涨停滞显示居民对房屋的使用性需求改善有限。高频数据显示 4 月 30 大中城市商品房日平均成交面积约为 32.5 万平米/天，处于有统计以来 4 月日平均成交面积的中等水平。房地产市场或已恢复至常态水平，但未出现“报复性”反弹。

2、成本价格带动食品类 CPI 涨幅回落

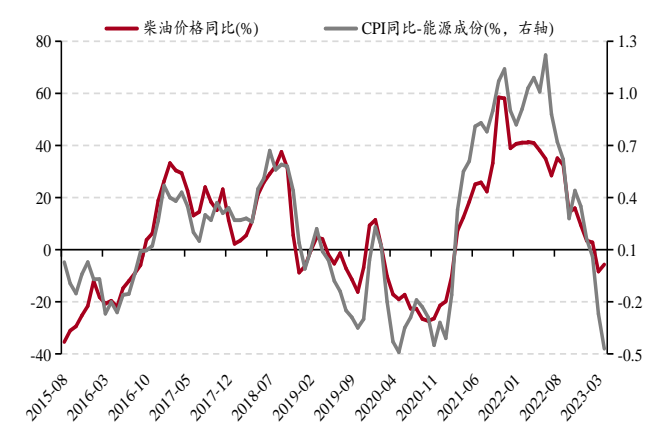
4 月食用农产品价格指数平均同比下降约 7.5%，降幅较前月扩大，带动食品类 CPI 同比涨幅收窄至 0.4%。其中，农业部猪肉平均批发价 4 月基本在 19-20 元/公斤区间震荡。向后看，从 4 月到 10 月猪肉价格同比基数将经历大幅提升，预计会继续抑制食品 CPI 同比涨幅反弹。

图表 4. 成本端带动食品 CPI 涨幅回落



资料来源: Wind, 中银证券

图表 5. CPI 能源成份与柴油价格

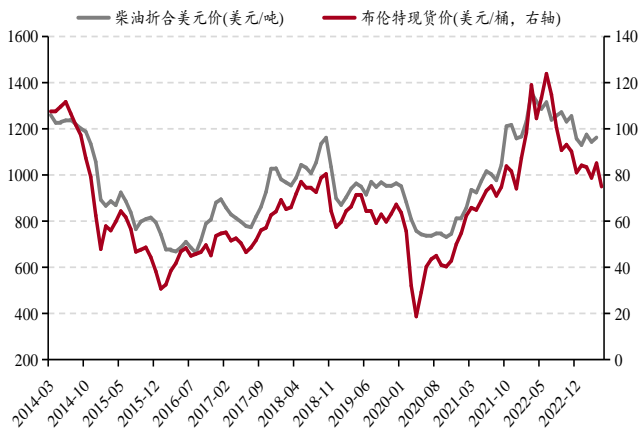


资料来源: Wind, 中银证券

3、能源涨幅回落趋势难改

能源价格随国际油价同比下滑。我们从 CPI 同比涨幅中剔除核心 CPI 涨幅和食品类 CPI 涨幅后，得到 CPI 同比涨幅的能源成份（如图表 5）。3 月能源成份带动 CPI 同比下降约 0.47%，这与油价同比下降的趋势基本一致。而且从 5 月上旬的油价走势来看，布伦特原油价已降至 80 美元/桶下方。5 月能源价格继续同比下滑的概率较高。我们维持上月通胀点评的观点，全球经济增长放缓完全有可能对冲原油供给冲击。

图表 6. 柴油价格与布伦特现价



资料来源: Wind, 中银证券

图表 7. 我国商业银行净息差再创新低



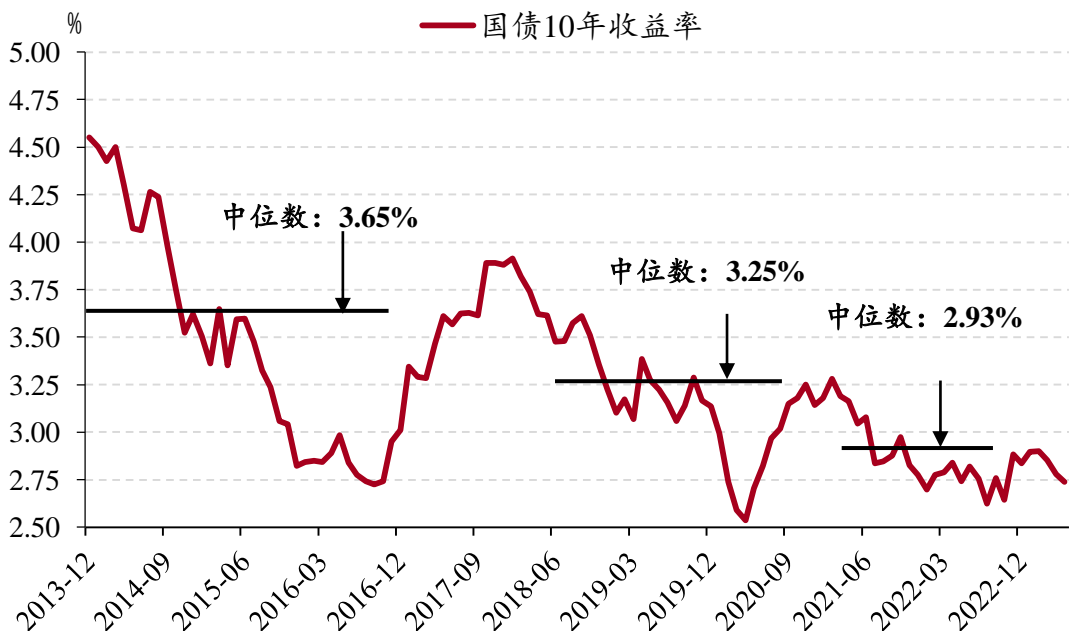
资料来源: Wind, 中银证券

4、本轮利率下行或已过半

我们在上月通胀点评《通胀温和或有利于银行修复息差》(20230411)中提到,温和通胀为商业银行修复不断收窄的净息差提供了有利条件,近一月来这一观点被不断印证。包括 3 家股份制银行在内的部分商业银行先后下调部分存款类产品的利率。近日,通知存款、协定存款的利率也被纳入利率自律管理机制。存款利率调整的预期不断带动长端国债收益率下行。4 月 11 日以来,国债 10 年期收益率已下行超过 10BP。

但也应关注市场过度反应的风险。从此前 3 个利率周期的经验来看,10 年期国债收益率在向下突破下行周期的中位数后,一般会经历一个以宽幅水平震荡为主的阶段。在这个阶段,10 年期收益率继续下行,一般需要等待更明确的政策信号。

图表 8. 国债 10 年期收益率或已走过本轮下行周期的一半



资料来源: Wind, 中银证券

本轮国债 10 年期收益率下行周期的起点约为 2.9%。今年 1 季度我国经济稳健回升,认为本轮利率下行周期的低点会低于上一周期的理由尚不明显。如果假设本轮利率下行的低点约 2.6% (与上一个下行周期的低点接近),那么 2.75% 约为下行周期的中位数。因此,本轮利率下行周期或已过半,按以往几个利率周期的经验,国债 10 年期收益率在 2.75% 关口下方的下行压力或有阶段性缓解。

风险提示: 国内外实体经济出现超预期变化,通胀超预期上行,国内外疫情发展超预期等。

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