

# 高基数与弱复苏，债市的明线与暗线交织

## ——4月通胀数据点评 20230511

报告日期： 2023-05-11

首席分析师： 颜子琦

执业证书号： S0010522030002

电话： 13127532070

邮箱： yanzq@hazq.com

研究助理： 杨佩霖

执业证书号： S0010122040030

电话： 17861391391

邮箱： yangpl@hazq.com

### 主要观点：

#### ● 事件

5月11日，统计局公布2023年4月通胀数据。4月，居民消费价格指数（CPI）同比上涨0.1%，环比下跌0.1%。工业生产者价格指数（PPI）同比下降3.6%，环比下降0.5%。

#### ● CPI为何再次不及预期？

一方面是供需影响下的价格回落，另一方面是高基数下PPI->CPI传导链的延续。核心CPI同比涨幅0.7%，环比涨幅0.1%，仍保持在近两年历史低位。

鲜菜与交通通信依然是CPI最大拖累项，天气转暖带动蔬菜供给回升，鲜菜价格回落，而去年同期受俄乌战争影响，国际形势动荡导致原油价格维持高位，其高基数效应使得交运项同比回落。具体来看：

- 猪肉价格同比涨幅回落至4.0%，环比跌幅收窄至3.8%，生猪依然维持高存栏状态，短期供需基本面或限制未来价格涨跌。
- 鲜菜价格成CPI主要拖累项，同环比跌幅分别为13.5%、6.1%，拉低CPI同比变动约0.33pct。
- 鲜果、蛋类同比涨幅分别为5.3%、1.2%，粮食、食用油、奶类、肉类涨幅在1%-5%附近。
- 交运价格继续下滑，其中用燃料项同比-10.4%。

PPI环比下行0.5%，采掘与原材料是主要拖累项，30个细分行业中6个行业转涨，19个行业转跌，5个行业持平。分行业来看：

- 煤炭开采和洗选环比下跌4.0%，非金属矿采选环比上升0.1%，造纸和纸制品下行1.2%。
- 石油等原材料价格较3月下降，去年同期国际形势动荡，油价持续走高，今年在高基数影响下主要上游原材料同比下滑，石油和天然气开采同比大跌16.3%，环比有0.5%增幅，带动下游石油、煤炭加工业同比下跌11.4%，环比下跌2.3%。

### ● 核心 CPI 为何依然偏弱？

核心 CPI 虽仍处于低位，但同比增幅持平，环比小幅增加，经济正经历弱复苏阶段，旅游消费及服务行业依旧扮演关键角色。除此之外我们还需看到：

- 4 月 PMI 数据显示价格端显示原材料价格指数与产品出厂价格均有降幅，这在核心 CPI 中的耐用消费品分项体现较为明显。
- 核心 CPI 涨幅偏低，印证了当前消费节奏偏向温和，3 月的经济数据中社零的超预期更多是由于低基数影响，侧面反映当前内需不足。

### ● 债市策略：CPI 验证需求偏弱，曲线已平坦化情况下关注久期与杠杆的配比

债市观点方面，我们在上周提出——当前债市的明线是“数据环比走弱、复苏被重新审视、政策不强加刺激”，而暗线则是利好债市的供需大格局——实体融资偏弱、存款利率下调带动资金加速继续流向债市。

随着通胀、社融数据披露，基于明线的交易已相对充分，胜率与赔率正发生倾斜，而埋在暗线中的供需逻辑仍将延续。

面对较为平坦的曲线，考虑到当前净值化的市场的抢跑、快调倾向，我们认为提前对久期和杠杆进行适度再平衡是一个重要选项。后续建议一方面关注由实体需求走弱带动的广义流动性宽松，另一方面留意货币政策影响下的狭义流动性变化。

### ● 风险提示

警惕猪油共振，通胀超预期上行的风险。

## 正文目录

1	事件.....	4
2	供需与高基数影响下的 CPI 持续低于预期.....	4
3	PPI 同比降幅扩大，环比开始下行.....	6
4	PPIRM.....	7
5	风险提示.....	8

# 1 事件

图表 1 一图看清物价变化

【华安固收颜子琦团队】4月通胀数据速览														
本月CPI同比+0.1%，环比-0.1%，同比低于wind一致预期+0.38%；PPI同比-3.6%，环比-0.5%，低于wind一致预期-3.3%；PPIRM同比-3.8%，环比-0.7%。														
CPI														
同比 (%)	较上月	2023-04	2023-03	2023-02	2023-01	2022-12	2022-11	2022-10	2022-09	2022-08	2022-07	2022-06	2022-05	2022-04
CPI	-0.60	0.10	0.70	1.00	2.10	1.80	1.60	2.10	2.80	2.50	2.70	2.50	2.10	2.10
CPI: 食品	-2.00	0.40	2.40	2.60	6.20	4.80	3.70	7.00	8.80	6.10	6.30	2.90	2.30	1.90
猪肉	-5.60	4.00	9.60	3.90	11.80	22.20	34.40	51.80	36.00	22.40	20.20	-6.00	-21.10	-33.30
鲜菜	-2.40	-13.50	-11.10	-3.80	6.70	-8.00	-21.20	-8.10	12.10	6.00	12.90	3.70	11.60	24.00
CPI: 非食品	-6.20	5.30	11.50	8.50	13.10	11.00	9.60	12.60	17.80	16.30	16.90	19.00	19.00	14.10
CPI: 核心	-0.20	0.10	0.30	0.60	1.20	1.10	1.10	1.10	1.50	1.70	1.90	2.50	2.10	2.20
CPI: 核心	0.00	0.70	0.70	0.60	1.00	0.70	0.60	0.60	0.60	0.80	0.80	1.00	0.90	0.90
环比 (%)	较上月	2023-04	2023-03	2023-02	2023-01	2022-12	2022-11	2022-10	2022-09	2022-08	2022-07	2022-06	2022-05	2022-04
CPI	0.20	-0.10	-0.30	-0.50	0.80	0.00	-0.20	0.10	0.30	-0.10	0.50	0.00	-0.20	0.40
CPI: 食品	0.40	-1.00	-1.40	-2.00	2.80	0.50	-0.80	0.10	1.90	0.50	3.00	-1.60	-1.30	0.90
猪肉	0.40	-3.80	-4.20	-11.40	-10.80	-8.70	-0.70	9.40	5.40	0.40	25.60	2.90	5.20	1.50
鲜菜	1.10	-6.10	-7.20	-4.40	19.60	7.00	-8.30	-4.50	6.80	2.00	10.30	-9.20	-15.00	-3.50
CPI: 非食品	-1.10	-0.70	0.40	-1.20	9.20	4.70	1.50	-1.60	1.30	-1.00	-3.80	-4.50	1.50	5.20
CPI: 核心	0.10	0.10	0.00	-0.20	0.30	-0.20	0.00	0.00	0.00	-0.30	-0.10	0.10	0.10	0.20
CPI: 核心	0.10	0.10	0.00	-0.20	0.40	0.10	-0.20	0.10	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.10
PPI														
同比 (%)	较上月	2023-04	2023-03	2023-02	2023-01	2022-12	2022-11	2022-10	2022-09	2022-08	2022-07	2022-06	2022-05	2022-04
PPI	-1.10	-3.60	-2.50	-1.40	-0.80	-0.70	-1.30	0.90	0.95	2.30	4.20	6.10	6.40	8.00
PPI: 生产资料	-1.30	-4.70	-3.40	-2.00	-1.40	-1.40	-2.30	0.60	0.64	2.40	5.00	7.50	8.10	10.30
采掘	-3.80	-8.50	-4.70	0.30	2.00	1.70	-3.90	3.50	3.49	10.10	18.80	27.30	29.70	38.30
原材料	-2.10	-6.30	-4.20	-1.30	-0.10	1.20	0.30	5.80	5.82	7.80	11.40	15.20	15.10	17.40
加工	-0.80	-3.60	-2.80	-2.60	-2.30	-2.70	-3.20	-1.90	-1.91	-0.70	0.90	2.40	3.20	4.80
PPI: 生活资料	-0.50	0.40	0.90	1.10	1.50	1.80	2.00	1.80	1.78	1.60	1.70	1.70	1.20	1.00
食品	-1.00	1.00	2.00	2.60	2.80	3.20	3.90	4.10	4.11	3.70	3.70	3.20	2.20	1.60
衣着	0.00	2.00	2.00	1.60	1.90	2.40	2.30	2.30	2.33	2.20	2.10	2.30	1.20	0.70
一般日用品	-0.10	0.40	0.50	0.70	1.20	1.30	1.40	1.60	1.61	1.50	1.50	1.90	1.50	1.80
耐用消费品	-0.40	-0.60	-0.20	-0.20	0.30	0.60	0.40	-0.60	-0.64	-0.60	-0.30	-0.20	-0.10	-0.10
环比 (%)	较上月	2023-04	2023-03	2023-02	2023-01	2022-12	2022-11	2022-10	2022-09	2022-08	2022-07	2022-06	2022-05	2022-04
PPI	-0.50	-0.50	0.00	0.00	-0.40	-0.50	0.10	0.20	-0.15	-1.20	-1.30	0.00	0.10	0.60
PPI: 生产资料	-0.60	-0.60	0.00	0.10	-0.50	-0.60	0.00	0.10	-0.24	-1.60	-1.70	-0.10	0.10	0.80
采掘	-1.50	-2.00	-0.50	-0.30	-1.00	-1.40	0.90	1.00	-0.83	-4.50	-1.90	1.90	-0.10	2.00
原材料	-0.60	-0.80	-0.20	0.70	-0.70	-0.80	-0.10	-0.10	0.08	-2.40	-2.50	0.30	0.10	1.40
加工	-0.50	-0.40	0.10	-0.10	-0.40	-0.30	0.00	0.10	-0.34	-0.90	-1.30	-0.40	0.10	0.40
PPI: 生活资料	-0.30	-0.30	0.00	-0.30	-0.30	-0.20	0.10	0.50	0.14	-0.10	0.20	0.30	0.30	0.20
食品	-0.40	-0.50	-0.10	-0.10	-0.50	-0.60	0.20	0.60	0.34	0.00	0.60	0.50	0.60	0.40
衣着	-0.10	0.00	0.10	-0.30	-0.30	-0.20	0.20	0.50	0.29	0.30	0.10	0.70	0.50	0.00
一般日用品	-0.20	0.00	0.20	-0.30	0.00	0.10	0.20	0.30	0.00	0.00	-0.30	0.10	0.20	0.20
耐用消费品	-0.20	-0.30	-0.10	-0.50	-0.20	0.10	0.00	0.70	0.00	-0.40	0.20	-0.10	0.10	0.00
PPIRM														
同比 (%)	较上月	2023-04	2023-03	2023-02	2023-01	2022-12	2022-11	2022-10	2022-09	2022-08	2022-07	2022-06	2022-05	2022-04
PPIRM	-1.00	-3.80	-1.80	-0.50	0.10	0.30	-0.60	0.30	2.60	4.20	6.50	8.50	9.10	10.80
有色	-1.00	-4.50	-3.50	-2.20	-1.80	-1.90	-4.10	-4.90	-2.88	-0.60	2.80	7.60	9.50	14.20
燃料	-5.40	-5.30	0.10	5.20	7.20	7.60	4.30	7.30	14.34	19.50	25.10	29.40	31.60	34.80
黑色	-1.00	-9.00	-7.00	-6.90	-7.80	-9.20	-11.50	-12.30	-11.68	-10.80	-7.80	-3.20	-0.50	4.50
化工	-2.10	-9.20	-7.10	-5.40	-4.70	-4.60	-5.40	-2.80	1.62	4.50	8.90	11.20	10.50	11.70
木材	2.30	0.20	2.50	3.60	4.20	4.30	4.60	5.20	5.21	4.60	4.50	4.10	3.60	3.00
建筑	0.20	-4.40	-4.60	-4.90	-5.30	-6.10	-6.50	-5.10	0.22	2.90	3.40	4.80	6.90	9.10
半成品	-0.70	-1.00	-0.30	-0.30	0.30	0.70	0.60	0.50	0.87	1.10	1.80	2.60	3.00	3.40
农副产品	2.50	1.20	3.70	4.40	5.20	7.00	9.50	11.10	9.11	7.80	8.10	5.90	3.40	1.40
纺织	-0.30	-4.80	-4.50	-4.00	-3.60	-3.00	-1.60	0.60	2.73	4.30	6.30	7.80	7.80	8.10
环比 (%)	较上月	2023-04	2023-03	2023-02	2023-01	2022-12	2022-11	2022-10	2022-09	2022-08	2022-07	2022-06	2022-05	2022-04
PPIRM	-0.70	-0.70	0.00	-0.20	-0.70	-0.40	0.00	0.30	-0.45	-1.40	-0.90	0.20	0.50	1.30
有色	-0.50	0.20	0.70	0.90	0.40	0.90	0.80	0.30	-0.68	-2.40	-4.50	-1.00	-0.20	1.20
燃料	-0.90	-2.00	-1.10	-0.50	-1.30	-0.70	0.60	1.10	-0.57	-2.20	-0.20	1.10	0.40	3.50
黑色	-1.50	-0.40	1.10	1.20	0.70	0.40	-1.40	-1.00	-1.94	-3.10	-3.70	-1.10	0.10	1.70
化工	-0.90	-1.10	-0.20	-0.40	-1.20	-0.90	-0.80	-0.10	-1.75	-2.80	-1.10	0.70	0.20	1.20
木材	-0.70	-1.40	-0.70	-0.70	-0.40	-0.20	-0.10	0.30	0.51	0.10	0.70	0.80	1.40	0.80
建筑	0.20	0.30	0.10	-1.00	-0.70	-0.10	0.70	0.50	-0.45	-1.00	-1.70	-1.20	0.00	0.10
半成品	-0.40	-0.30	0.10	-0.40	-0.40	-0.20	0.10	0.10	0.10	-0.30	-0.40	-0.10	0.50	0.30
农副产品	-1.30	-1.10	0.20	-1.00	-2.30	-1.80	0.30	1.40	0.98	-0.30	2.00	1.10	1.80	1.30
纺织	0.20	0.00	-0.20	0.00	-0.30	-0.60	-0.70	-0.60	-0.82	-1.30	-0.90	0.10	0.30	0.40

资料来源: Wind, 华安证券研究所

据统计局公布,4月居民消费价格指数(CPI)同比上涨0.1%,涨幅比上月缩小0.6pct,环比下跌0.1%,涨幅自1月以来持续缩减。工业生产者价格指数(PPI)同比下降3.6%,降幅较上月扩大1.1pct,环比下跌0.5%,降幅较上月扩大0.5pct。

## 2 供需与高基数影响下的CPI持续低于预期

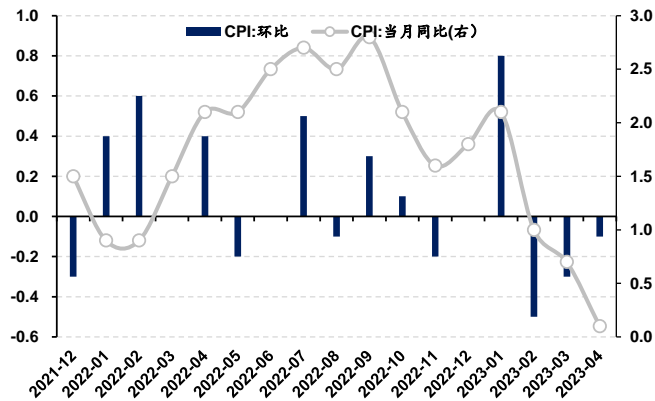
CPI增速不及预期,一方面是供需影响下的价格回落,另一方面是高基数下

**PPI->CPI 传导链的延续。**4月，CPI 同比上涨仅为 0.1%，涨幅比上月继续缩减 0.6pct，低于 wind 一致预期 0.38%；环比回落 0.1%。其中食品、非食品项同比涨幅降至 0.4%、0.1%，分别较上月缩小 2.0pct、0.2pct；食品项环比下行 1.0%，非食品项环比上行 0.1%。**核心 CPI 同比涨幅为 0.7%，环比涨幅为 0.1%，仍保持在近两年历史低位。**

**鲜菜、猪肉与交运是 CPI 最大拖累项，天气转暖带动蔬菜供给，鲜菜价格回落；而去年同期受俄乌战争影响，国际形势动荡导致原油价格维持高位，其高基数效应使得交运项同比回落。**4月，食品烟酒类价格同比上涨 0.8%，影响 CPI 上涨约 0.07pct；环比下降 0.6%。①猪肉价格同比涨幅回落至 4.0%，环比跌幅收窄至 3.8%，短期供需基本面或限制未来价格涨跌。②鲜菜价格成 CPI 主要拖累项，同环比跌幅分别为 13.5%、6.1%，拉低 CPI 同比变动约 0.33pct。③鲜果、蛋类同比涨幅分别为 5.3%、1.2%，粮食、食用油、奶类、肉类涨幅在 1%-5%附近。④交运价格继续下滑，其中用燃料项同比-10.4%。

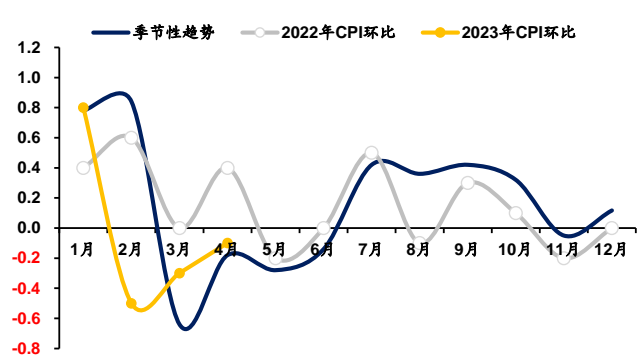
**核心 CPI 同比保持低位，环比小幅增加，经济正经历弱复苏阶段，旅游消费及服务行业持续扮演关键角色。**其他用品及服务、教育文化娱乐价格同比分别上涨 3.5%、1.9%，其中旅游价格上涨 9.1%，涨幅明显。生活用品及服务价格也有 0.1% 同比上涨。环比涨跌幅多在 1% 以内，总体因需求转淡呈现回落趋势。

图表 2 CPI 环比降低，同比涨幅进一步收窄 (%)



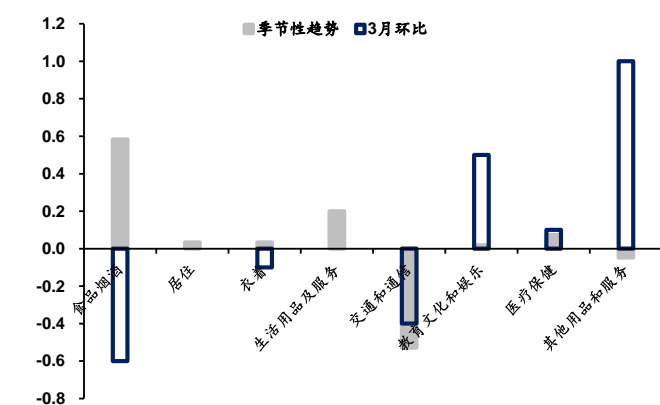
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 3 CPI 环比走低，略高于季节性趋势 (%)



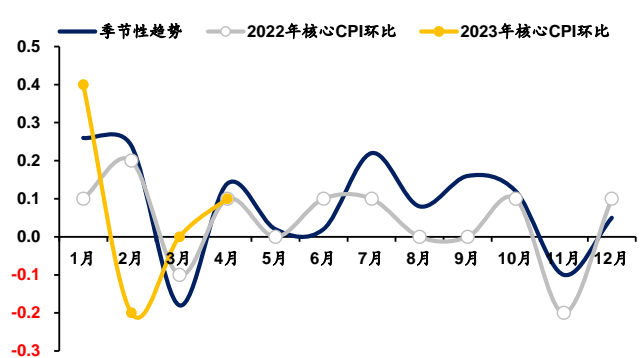
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 4 八大类分项价格环比三涨二平三降 (%)



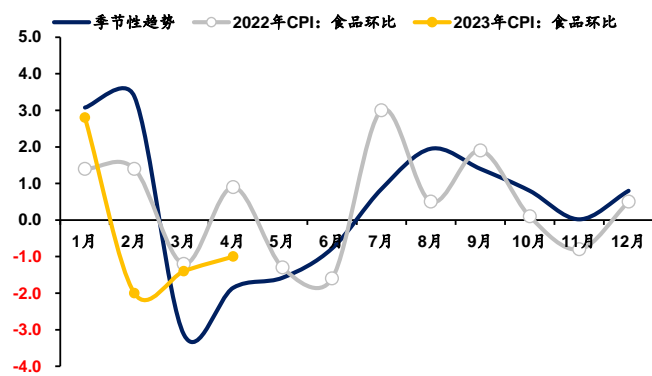
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 5 核心 CPI 环比上升，低于季节性趋势 (%)



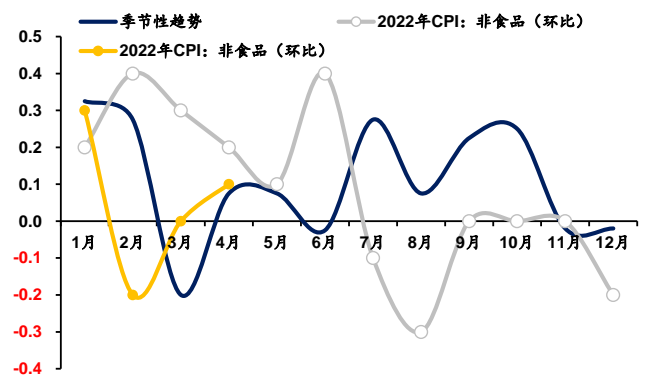
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 6 食品 CPI 环比继续下跌 (%)



资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 7 非食品 CPI 环比略有上升 (%)



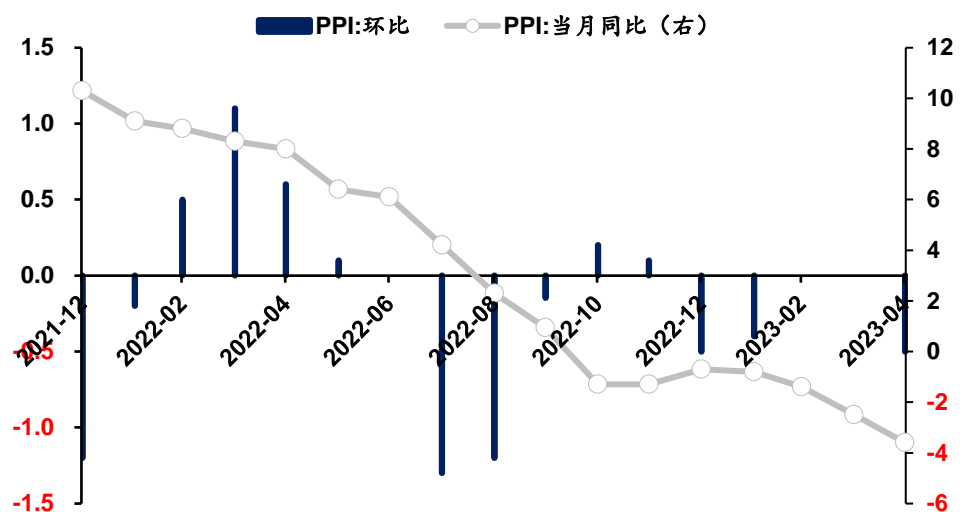
资料来源: Wind, 华安证券研究所

### 3 PPI 同比降幅扩大, 环比开始下行

**PPI 环比下行 0.5%，采掘与原材料是主要拖累项。**4 月，PPI 同比降幅继续扩大至 3.6%，其中生产资料同比下降 4.7%，降幅较上月走阔 1.3%；环比下行 0.6%。采掘、原材料分别同比下跌 8.5%、6.3%。从环比变动来看，4 月 PPI 下行 0.5%，其中生产资料价格下行 0.6%、生活资料价格下行 0.3%，采掘、原材料环比分别下跌为 2.0%、0.8%。

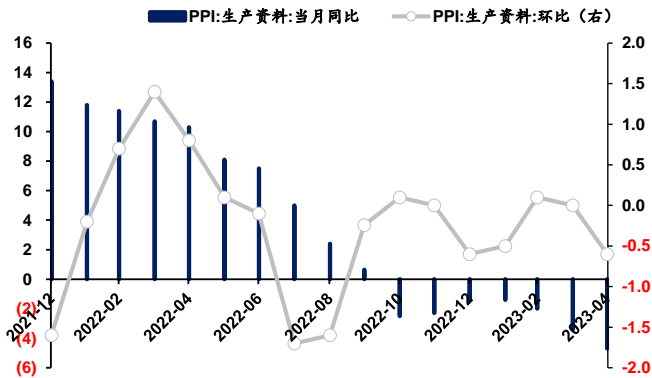
**分行业来看，石油等原材料价格较 3 月下降。**煤炭开采和洗选环比下跌 4.0%，非金属矿采选环比上升 0.1%，造纸和纸制品下行 1.2%。去年同期国际形势动荡，油价上行，今年在高基数影响下主要上游原材料同比下滑，石油和天然气开采同比大跌 16.3%，环比有 0.5%增幅，带动下游石油、煤炭加工业同比下跌 11.4%，环比下跌 2.3%。**整体来看，30 个细分行业中 6 个行业转涨，19 个行业转跌，5 个行业持平。**

图表 8 工业生产者出厂价格环比下行, 同比降幅继续走阔 (%)



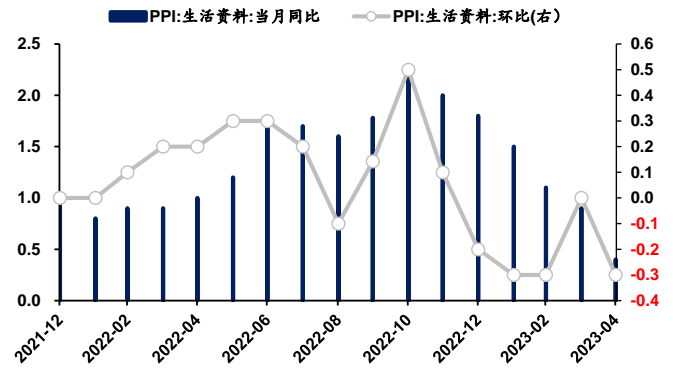
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 9 生产资料环比下行，同比降幅扩大 (%)



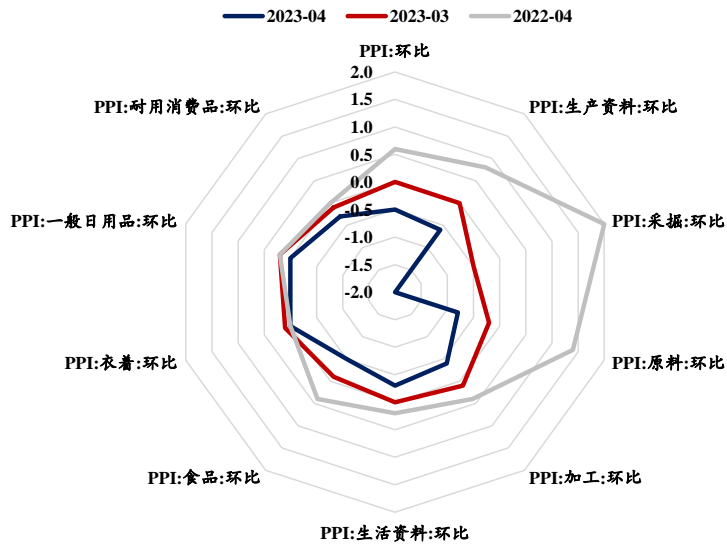
资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 10 生活资料环比下行，同比涨幅继续收窄 (%)



资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 11 PPI 分项价格环比变动 (%)



资料来源：Wind，华安证券研究所

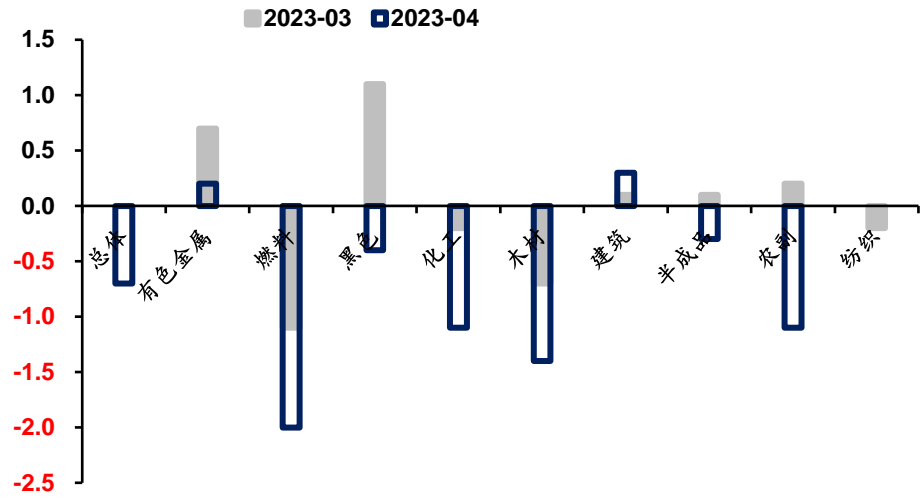
## 4 PPIRM

**同比来看**，生产者购进价格同比下跌 3.8%，降幅比上月-1.8%继续扩大 2.0pct。化工、黑色系跌幅达 9.2%、9.0%，降幅继续走阔。纺织、有色金属类、半成品类降幅扩大，建筑类降幅收窄。木材、农副产品类涨幅收窄，燃料类同比转降。

**环比来看**，生产者购进价格环比下行 0.7%。其中，燃料、化工、木材类降幅走阔，纺织类降幅收窄。有色金属涨幅收窄。黑色系、半成品、农副产品类均由上月环比上涨转为下跌，分别有 0.4%、0.3%、1.1%下行幅度。建筑类价格增幅走阔，基建复苏景气

传导至上游进程进一步得到验证。

图表 12 工业生产者购进价格环比下行 (%)



资料来源：Wind，华安证券研究所

## 5 风险提示

警惕猪油共振，通胀超预期上行的风险。



**分析师：**颜子琦，华安固收首席分析师，新加坡南洋理工大学金融工程硕士，5年卖方固收研究经验，曾供职于民生证券研究院、华西证券研究所。

**研究助理：**杨佩霖，华安固收研究助理，英国布里斯托大学理学硕士，1年卖方固收研究经验，曾供职于德邦证券研究所。

## 重要声明

### 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下：

### 行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

### 公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至；
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。