

# 2023年4月物价点评

## 宏观经济点评

证券研究报告

### 宏观经济组

分析师：赵伟（执业 S1130521120002）  
 zhaow@gjzq.com.cn

分析师：杨飞（执业 S1130521120001）  
 yang\_fei@gjzq.com.cn

分析师：马洁莹（执业 S1130522080007）  
 majieying@gjzq.com.cn

## 通缩是个伪命题

### 事件：

5月11日，统计局公布4月物价数据：CPI同比上涨0.1%，预期0.4%，前值0.7%；PPI同比下降3.6%，预期降3.3%，前值降2.5%。

### CPI低位并非通缩，内部结构分化、与终端需求相关的服务业延续涨价

物价作为经济表现的滞后指标，在经济复苏早期多表现相对低迷、实属常态。传统周期下，经济的周期性波动，主要由需求端驱动，物价作为经济的滞后指标，表现出明显的周期性波动。经验显示，CPI等物价指标，与经济走势大体类似，一般滞后经济表现2个季度左右；经济复苏早期，CPI同比表现一度相对低迷，例如，2015年初、2017年初CPI同比在1%以下的低位徘徊。

**当前CPI低位、主要缘于供给端影响和外需拖累部分商品价格回落等。**年初以来，CPI同比持续回落至4月的0.1%，拖累主要来自于食品和非食品中的商品、不完全由需求主导。其中，猪肉、鲜菜供给充足，价格回落成为拖累食品同比自年初的6.2%回落至4月的0.4%；非食品中，原油等国际定价的大宗商品价格回落，带动交通工具用燃料等分项环比延续低于季节性，部分耐用品价格回落也有拖累、与相关原材料成本压力缓解等有关。

**需求修复较早的领域、线下消费相关的商品和服务，在价格上已有连续体现。**终端需求回暖在4月CPI中进一步凸显，其中，CPI服务同比、CPI其他商品服务同比自年初以来明显回升、分别至4月的3.5%和1%。终端需求回暖带动部分中上游行业涨价，在PPI中亦有体现，例如，文教娱乐制造业价格环比上涨0.9%。

**重申观点：CPI或已见底，后续或逐步回升。**线下消费活动持续改善等或带动内生动能逐步增强，对价格的支撑仍在逐步显现。叠加基数贡献、及部分商品价格回落拖累逐步放缓等，CPI或于4月见底回升（详情参见《内生动能增强，经济可以更“乐观”些》、《CPI何以持续低迷？》）。

### 常规跟踪：CPI涨幅回落，生产资料拖累PPI低预期、原油链等拖累延续

**基数拖累CPI回落，与线下消费相关服务业延续结构性涨价。**4月，CPI同比涨幅回落0.6个百分点至0.1%，其中，翘尾因素较上月回落0.4个百分点至0.4%，环比降幅收窄0.2个百分点至-0.1%；核心CPI同比持平于0.7%。分项中，食品环比降幅收窄0.4个百分点至-1%，主因鲜果大量上市拖累相关分项环比维持6.1%的低位、而猪肉价格环比降幅有所收窄；非食品环比由平转涨至0.1%，与线下消费直接相关的旅游、其他商品服务项环比超季节性。

**PPI回落主因生产资料拖累，生活资料韧性延续。**4月，PPI同比降幅扩大1.1个百分点至-3.6%，环比由平转降至-0.5%。大类环比中，生产资料由平转降至-0.6%，采掘拖累明显、原材料和加工工业亦有走弱；生活资料环比走平、上月为-0.3%，除食品外环比延续回落外，衣着、一般日用品环比由负转正，耐用消费品降幅收窄。

**分行业来看，原油等上游原材料链条相关价格回落，与线下消费相关的中下游行业价格回升。**4月，多数行业环比价格回落、上游原材料链条尤其明显。煤炭开采、石油加工、燃气供应环比延续回落、降幅均在1.9个百分点以上，汽车制造、通信制造等部分中下游制造业价格有所回落，但文教娱乐制品等靠近终端制造业价格有所回升、环比上涨0.9%。

### 风险提示

猪价大幅反弹，疫情反复。

## 内容目录

1、通缩是个伪命题.....	3
2、常规跟踪：CPI 涨幅回落，生产资料拖累 PPI 低预期、原油链等拖累延续.....	4
风险提示.....	6

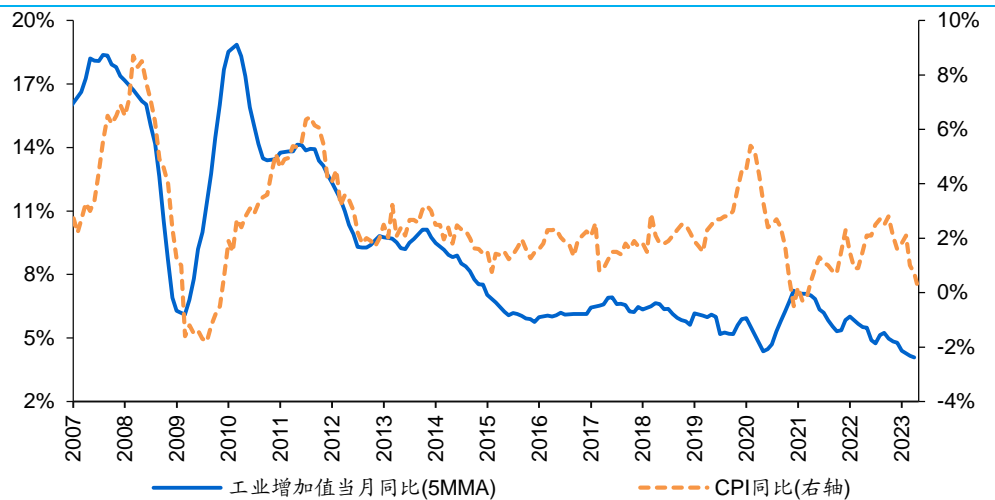
## 图表目录

图表 1：经济复苏早期，物价表现多相对低迷、实属常态.....	3
图表 2：猪价回落带动压制 CPI 回升弹性.....	3
图表 3：原材料涨价回落带动部分非食品商品价格下跌.....	3
图表 4：线下消费相关的服务业延续涨价.....	4
图表 5：服务分项环比大幅超季节性.....	4
图表 6：4 月，CPI 同比回落至 0.1%.....	4
图表 7：CPI 回落受基数影响明显.....	4
图表 8：食品中，鲜菜环比拖累明显、猪肉拖累收窄.....	5
图表 9：非食品中，文教娱、其他项环比明显上涨.....	5
图表 10：4 月，PPI 同比降幅扩大至-3.6%.....	5
图表 11：大类环比中，生产资料拖累明显.....	5
图表 12：分行业来看，原油等上游原材料链条相关价格回落.....	6

## 1、通缩是个伪命题

物价作为经济表现的滞后指标，在经济复苏早期多表现相对低迷、实属常态。传统周期下，经济的周期性波动，主要由需求端驱动，物价作为经济的滞后指标，表现出明显的周期性波动。经验显示，CPI等物价指标，与经济走势大体类似，一般滞后经济表现2个季度左右；经济复苏早期，CPI同比表现一度相对低迷，例如，2015年初、2017年初CPI同比在1%以下的低位徘徊。

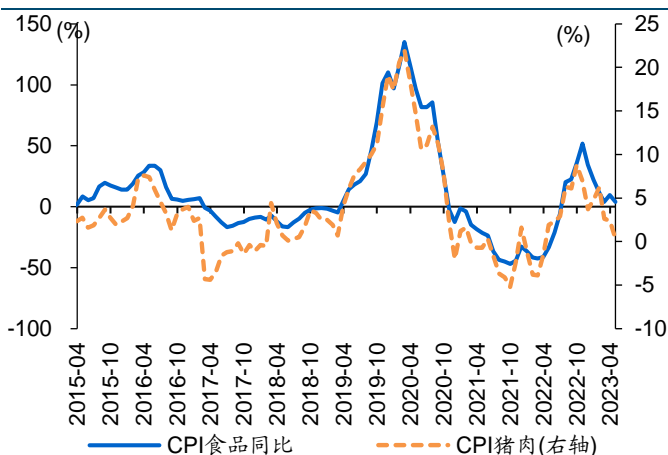
图表 1：经济复苏早期，物价表现多相对低迷、实属常态



来源：Wind、国金证券研究所

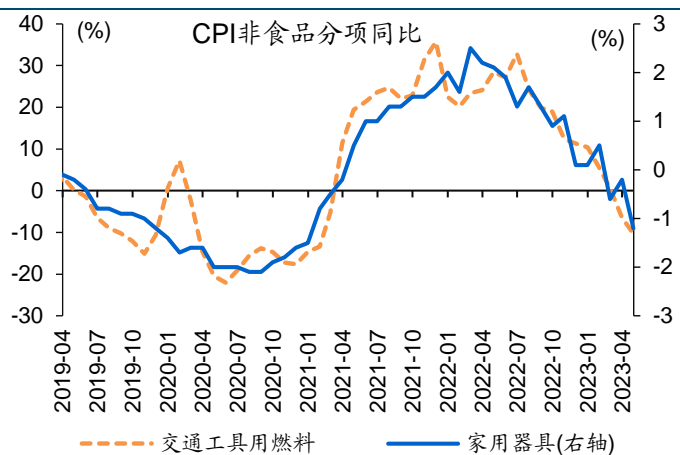
当前CPI低位、主要缘于供给端影响和外需拖累部分商品价格回落等。年初以来，CPI同比持续回落至4月的0.1%，拖累主要来自于食品和非食品中的商品、不完全由需求主导。其中，猪肉、鲜菜供给充足，价格回落成为拖累食品同比自年初的6.2%回落至4月的0.4%；非食品中，原油等国际定价的大宗商品价格回落，带动交通工具用燃料等分项环比延续低于季节性，部分耐用品价格回落也有拖累、与相关原材料成本压力缓解等有关。

图表 2：猪价回落带动压制CPI回升弹性



来源：Wind、国金证券研究所

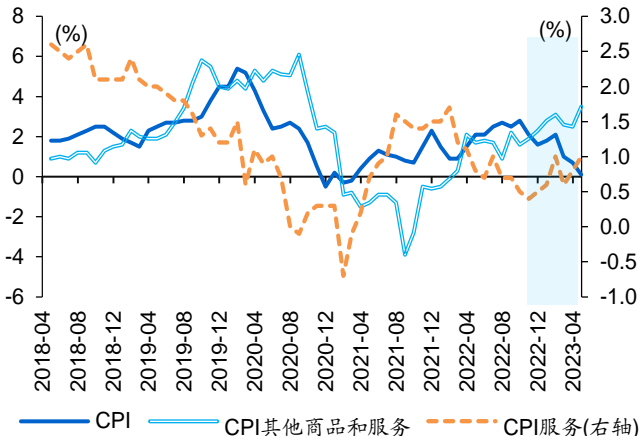
图表 3：原材料涨价回落带动部分非食品商品价格下跌



来源：Wind、国金证券研究所

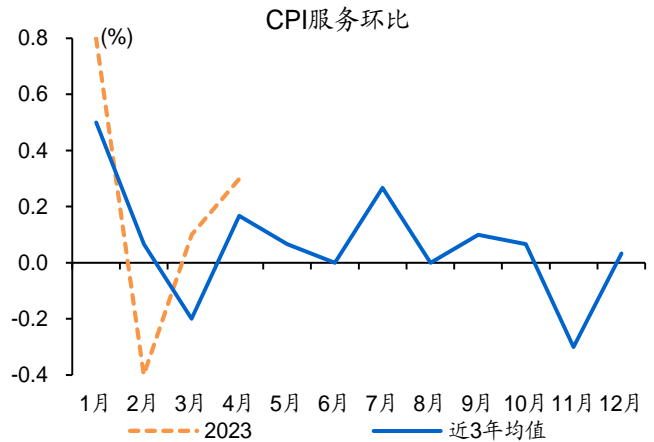
需求修复较早的领域、线下消费相关的商品和服务，在价格上已有连续体现。终端需求回暖在4月CPI中进一步凸显，其中，CPI服务同比、CPI其他商品服务同比自年初以来明显回升、分别至4月的3.5%和1%。终端需求回暖带动部分中上游行业涨价，在PPI中亦有体现，例如，文教职制造业价格环比上涨0.9%。

图表 4：线下消费相关的服务业延续涨价



来源：Wind、国金证券研究所

图表 5：服务分项环比大幅超季节性



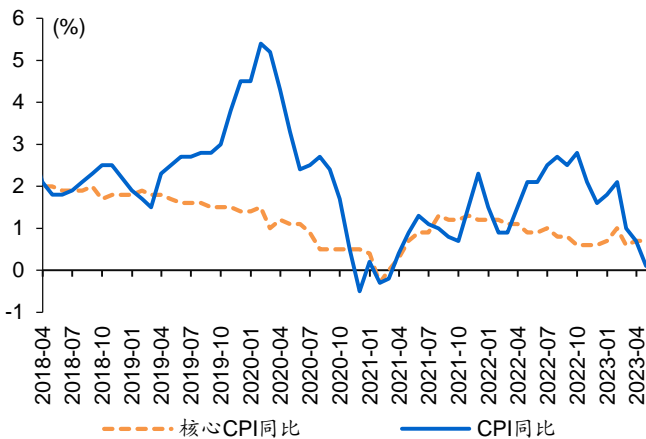
来源：Wind、国金证券研究所

**重申观点：CPI 或已见底，后续或逐步回升。**线下消费活动持续改善等或带动内生动能逐步增强，对价格的支撑仍在逐步显现。叠加基数贡献、及部分商品价格回落拖累逐步放缓等，CPI 或于4月见底回升（详情参见《内生动能增强，经济可以更“乐观”些》、《CPI 何以持续低迷？》）。

## 2、常规跟踪：CPI 涨幅回落，生产资料拖累 PPI 低预期、原油链等拖累延续

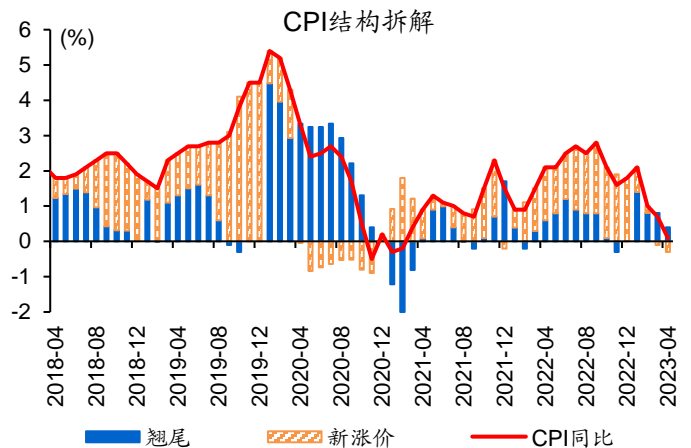
**CPI 涨幅明显回落、主因基数拖累明显。**4月，CPI 同比涨幅回落0.6个百分点至0.1%、低于预期的0.4%，其中，翘尾因素较上月回落0.4个百分点至0.4%；环比降幅收窄0.2个百分点至-0.1%；核心CPI 同比持平于0.7%。分项环比中，食品环比降幅收窄0.4个百分点至-1%，非食品环比由平转涨至0.1%。

图表 6：4月，CPI 同比回落至 0.1%



来源：Wind、国金证券研究所

图表 7：CPI 回落受基数影响明显

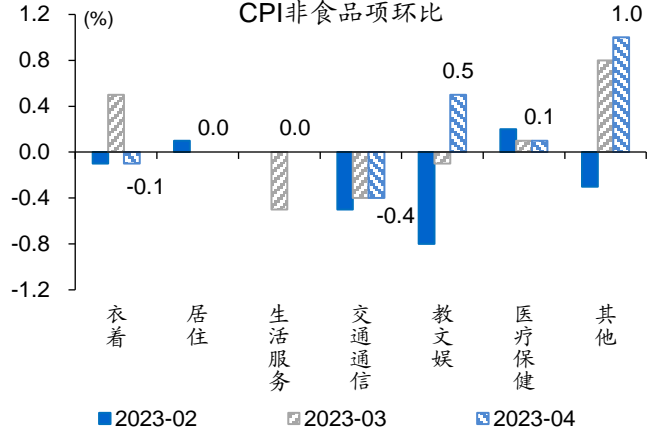
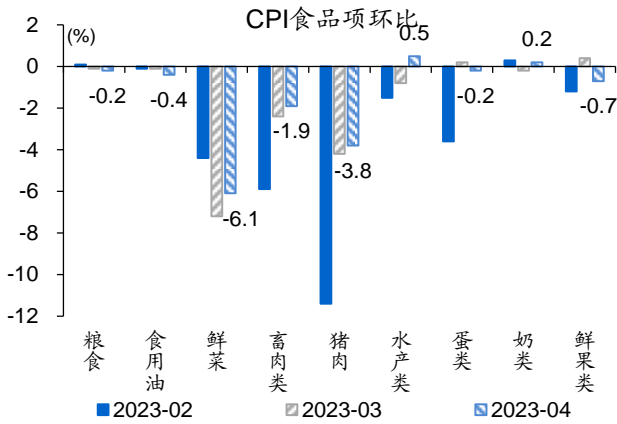


来源：Wind、国金证券研究所

细分项中，鲜菜环比拖累明显，猪肉环比降幅收窄，文教娱等服务项涨价延续。食品环比中，鲜菜和鲜果大量上市，价格分别下降6.1%和0.7%；生猪产能充足，叠加消费淡季影响，猪肉价格下降3.8%、降幅收窄0.4个百分点。非食品环比中，原油价格回落拖累CPI交通通信项环比延续低位、-0.4%，文教娱、其他商品服务环比明显上涨，分别较上月变动0.6和0.2个百分点至0.5%和1%。

图表 8：食品中，鲜菜环比拖累明显、猪肉拖累收窄

图表 9：非食品中，文教娱、其他项环比明显上涨



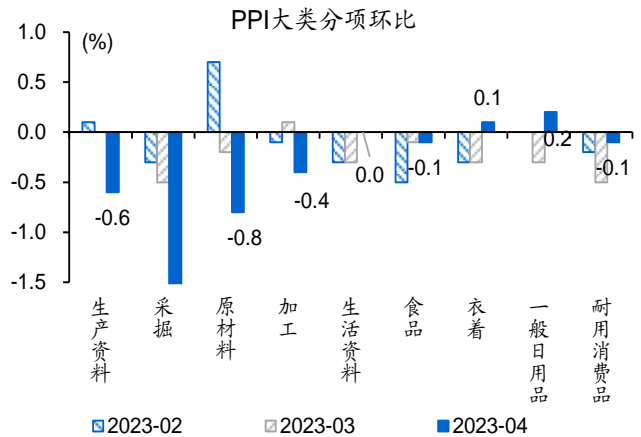
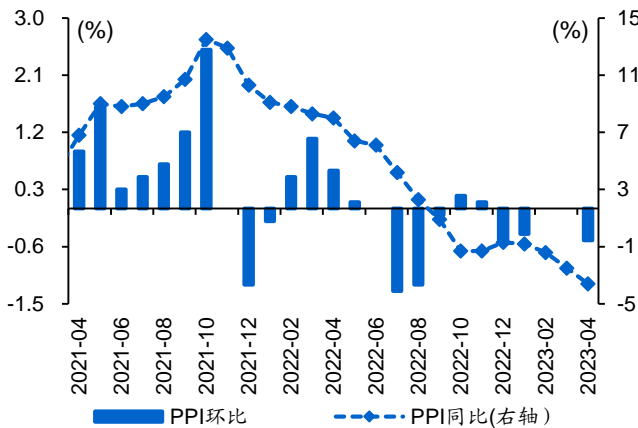
来源：Wind、国金证券研究所

来源：Wind、国金证券研究所

PPI 回落主因生产资料拖累，生活资料韧性延续。4月，PPI 同比降幅扩大 1.1 个百分点至-3.6%，环比由平转降至-0.5%。大类环比中，生产资料由平转降至-0.6%，采掘拖累明显、原材料和加工工业亦有走弱；生活资料环比走平、上月为-0.3%，除食品外环比延续回落外，衣着、一般日用品环比由负转正，耐用消费品降幅收窄。

图表 10：4月，PPI 同比降幅扩大至-3.6%

图表 11：大类环比中，生产资料拖累明显

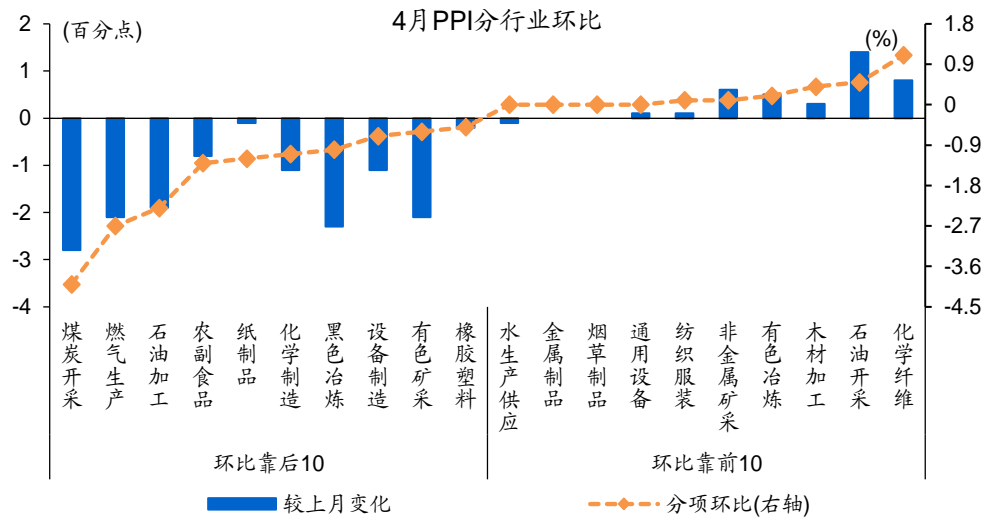


来源：Wind、国金证券研究所

来源：Wind、国金证券研究所

分行业来看，原油等上游原材料链条相关价格回落，与线下消费相关的中下游行业价格回升。4月，多数行业环比价格回落、上游原材料链条尤其明显。煤炭开采、石油加工、燃气供应环比延续回落、降幅均在1.9个百分点以上，汽车制造、通信制造等部分中下游制造业价格有所回落，但文教娱制品等靠近终端制造业价格有所回升、环比上涨0.9%。

图表 12: 分行业来看, 原油等上游原材料链条相关价格回落



来源: Wind、国金证券研究所

### 风险提示

- 1、猪价大幅反弹。能繁母猪产能去化速度超预期。
- 2、疫情反复。国内疫情反复, 对项目开工、线下活动等抑制加强。

**特别声明：**

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402