

经济弱复苏的价格映射 ——2023年4月物价数据解读

分析师：张德礼

执业证书编号：S0740523040001

研究助理：刘雅丽

邮箱：liuyl04@zts.com.cn

相关报告

要点

2023年4月，中国CPI同比为0.1%，预期0.4%，较上月回落0.6个百分点；环比为-0.1%，跌幅较上月收窄0.2个百分点。4月PPI同比为-3.6%，预期-3.3%，较上月回落1.1个百分点；环比从上月的0%降至-0.5%。

- **耐用品降价去库存，旅游支撑核心CPI。**4月CPI同比大幅回落，一是因去年同期的高基数；二是因今年4月CPI新涨价为-0.2%，是2017年以来的首次为负。重点分项中，4月CPI食品项环比不弱，国际油价下跌带动相关分项的环比降至2014年以来同期的次低。4月核心CPI同比0.7%，和上月持平；环比0.1%，仅略低于前3年同期的均值0.2%，但这主要是由五一假期带来的出行高景气在支撑，4月房租仍显低迷。汽车、家电等耐用品降价促销，和制造业PMI显示的企业主动去库存一致。
- **工业品中上游降价更多，中下游成本压力或缓解。**产业链视角看，上、中、下游价格的降幅依次收窄。其中，加工工业PPI环比降至-0.4%，加工工业多是出口依赖度较高的行业，PPI环比下降或表明出口进一步走弱。价格走势的差异，可能源于消费延续弱修复，而当前房地产新开工低迷拖累黑色商品价格。上游行业降价幅度相对更大，有助于缓解中下游行业的生产经营压力。
- **往后看，CPI方面**，从高频数据看5月CPI环比可能转正，同比小幅回升。高基数下7月CPI同比再度走低，有可能转负，此后开始回升，年底升至1.5%左右；**PPI方面**，终端需求不足，预计今年5-6月同比可能进一步走低，低基数下7月开始回升，但年内转正的概率较低。
- **4月物价数据是中国经济弱复苏，且复苏非对称的映射。**耐用品降价去库存，房租延续低迷，黑色商品降价幅度最大或表明地产新开工仍然低迷，内需仅靠假期带动出行、旅游等相关服务业高景气在支撑，不过五一节后机票、酒店价格明显降价。疫情期间居民资产负债表受损，预计后续服务业将延续缓慢修复，出口下行压力进一步显现后，经济复苏斜率或将进一步放缓，稳增长仍需政策呵护。
- **风险提示：政策变动，经济恢复不及预期。**

内容目录

1. 耐用品降价去库存，旅游支撑核心 CPI..... - 4 -
2. 上游降价更多，中下游成本压力或缓解 - 5 -

图表目录

图表 1: 今年 4 月 CPI 新涨价, 是 2017 年以来首次为负.....	- 4 -
图表 2: 近两个月各层级城市的房租环比.....	- 5 -
图表 3: 近两个月的分行业 PPI 环比.....	- 6 -

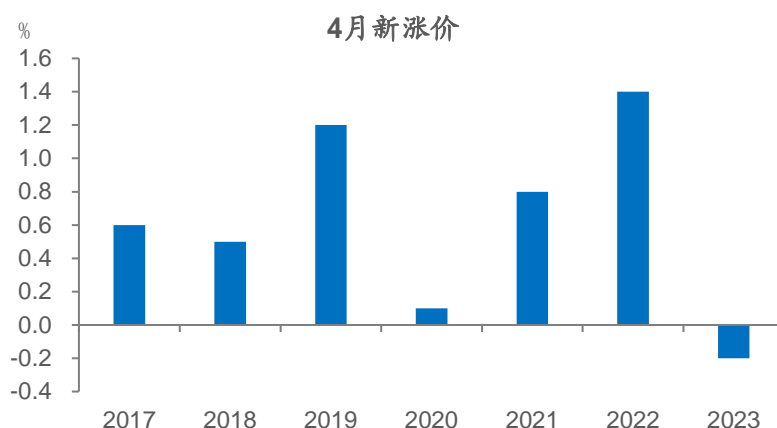
2023年4月，中国CPI和PPI的同比都进一步回落，且均低于市场预期。物价作为供、需共同作用的结果，映射出中国经济恢复偏弱的同时，亦呈现复苏非对称的特征。

1. 耐用品降价去库存，旅游支撑核心CPI

2023年4月，中国CPI同比0.1%，低于市场的预期值0.4%，较上月回落0.6个百分点；环比-0.1%，跌幅较上月收窄0.2个百分点。

4月CPI同比大幅回落，一是因高基数，2022年4月全国CPI环比为0.4%，是2005年以来的同期新高，和长三角地区疫情推动CPI环比超季节性上涨有关；二是今年4月CPI新涨价为-0.2%，是2017年以来同期新涨价首次为负。

图表 1: 今年4月CPI新涨价，是2017年以来首次为负



来源：WIND，中泰证券研究所

重点分项中，4月CPI食品项的环比不弱。食品出现季节性降价，今年4月环比为-1.0%，高于2020年(-3.0%)和2021年(-2.4%)的同期水平。各食品分项价格环比涨少跌多，其中猪肉和蔬菜分别环比下降3.8%、6.1%。往后看，猪肉因供给充裕、消费进入淡季，短期涨价压力较小；近期江南和华南地区降雨增多，关注降水对鲜菜、鲜果价格的扰动。

国际油价下跌带动CPI相关分项走弱。3月布伦特原油均价环比下跌5.2%，滞后体现在4月国内成品油价格中，汽油和柴油的均价分别下跌1.7%。4月CPI交通工具用燃料项环比下跌1.6%，处于2014年以来同期的次低位。

4月核心CPI同比0.7%，和上月持平；环比0.1%，仅略低于前3年同期的均值0.2%，但这主要是由五一假期带来的出行高景气在支撑。

汽车、家电等耐用品降价促销，和制造业PMI显示的企业主动去库存一致。根据国家统计局数据，因商家降价促销，4月燃油小汽车、新能源小汽车和家用器具分别降价1.0%、0.9%和0.6%。体现在CPI环比上，4月交通工具项环比-0.9%，降幅虽较上月收窄，但环比增速仍处2011年有统计以来次低位；家用器具项环比-0.6%，为2011年以来同期最低值。

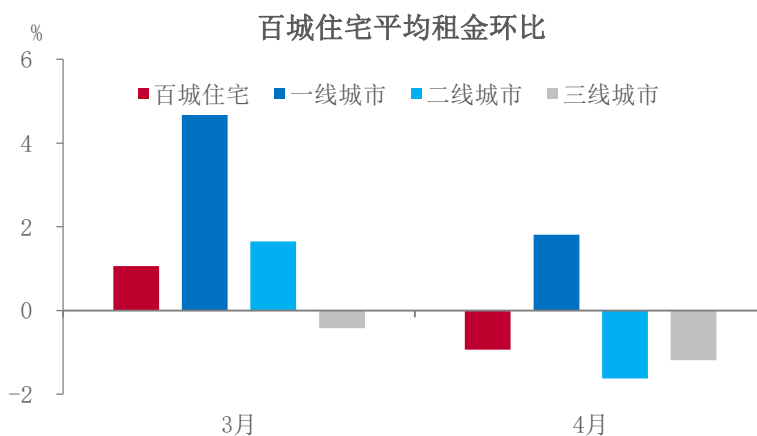
往后看，近期针对部分RDE试验报告结果为“仅检测”等轻型汽车国六b车型，给予半年销售过渡期，预计汽车价格战将缓和，对CPI耐用消费品的拖累减弱。保交楼要求下竣工加快，装修需求有望缓解家具家电的降价压力。

服务是4月中国核心CPI环比的主要支撑。其4月环比为0.3%，和前五年的同期均值持平。重点服务分项中，出行类涨价明显，房租价格持平。

出行方面，4月CPI旅游项环比4.6%，和历年同期相比仅低于2021年的4.7%（同样也是因五一假期旅游恢复较好）。今年五一假期开始放假的时间较早，加之出行人次高，提前订票使得4月的CPI旅游项即开始体现假期影响。根据国家统计局，小长假期间出行需求增加，交通工具租赁费、飞机票、宾馆住宿和旅游价格均有上涨，涨幅在4.6%—8.1%之间。

房租方面，环比连续两个月持平，处于2014年以来的同期低位，仅高于疫情冲击下的2022年4月。一是因就业市场低迷，4月制造业和非制造业的PMI从业人员指数均在荣枯线以下并回落。二是受房地产市场景气度低的传导，这也体现在各层级城市租金的变化上。和2023年3月相比，4月一线城市的租金环比涨幅放缓，二线城市的租金环比转负，三线城市的租金环比跌幅扩大。

图表2：近两个月各层级城市的房租环比



来源：WIND，中泰证券研究所

2. 上游降价更多，中下游成本压力或缓解

2023年4月，中国PPI同比-3.6%，低于预期的-3.3%，较上月回落1.1个百分点；环比从上月的0%下滑至-0.5%，处于近10年同期的次低值，仅高于2020年同期。

产业链视角看，上、中、下游价格的降幅依次收窄。4月生产资料和生活资料的PPI环比分别为-0.6%、-0.3%。生产资料内部，4月采掘工业、原材料工业和加工工业的环比，分别为-2.0%、-0.8%和-0.4%，亦呈现越靠近上游价格跌幅越大的特征。其中，加工工业多是出口依赖度较高的行业，PPI环比下降或表明出口进一步走弱。

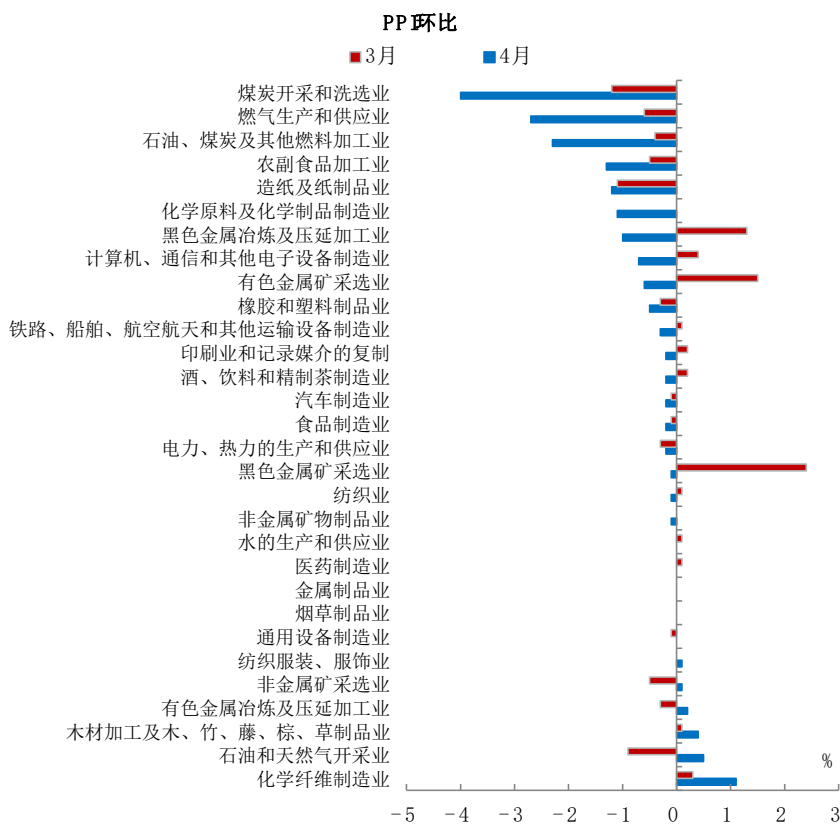
我们认为，产业链上、中、下游行业价格走势的差异，源于消费延续弱修复，而当前房地产新开工低迷拖累黑色商品价格。

上游行业降价幅度相对更大，有助于缓解中下游行业的生产经营压力。从2023年3月的工业企业利润数据看，工业企业每百元营收的成本高位上行。各行业中，农副食品加工、化纤、电力热力、木材加工、纺织、计算机电子和汽车

等中下游行业每百元营收的成本较高，采矿和原材料行业价格降价幅度更大，有望缓解中下游行业的成本压力。

看各行业的 PPI 环比，值得关注的：一是，石油和天然气开采行业 PPI 环比由降转涨，且环比涨幅在所有行业中居前，主要因 OPEC+减产导致的国际油价上涨；二是，木材、有色金属行业的 PPI 环比涨幅较大，可能和地产竣工加快后装修需求上升有关；三是，黑色系产品价格环比降幅较大，其中煤炭产能释放、扩大进口，加之 4 月属于需求淡季，煤炭开采和洗选业 PPI 环比下降 4.0%，领跌其他行业。而钢铁行业 PPI 环比从 1.3%降至-1.0%，或映射出 4 月房地产新开工仍显低迷。

图表 3：近两个月的分行业 PPI 环比



来源：WIND，中泰证券研究所

往后看，CPI 方面，高频数据显示 5 月上旬猪肉、鲜菜和鲜果的价格均有上涨，汽车价格战将缓和，5 月 CPI 环比可能转正，同比小幅回升。高基数下 7 月 CPI 同比再度走低，有可能转负，此后开始回升，年底升至 1.5%左右；**PPI 方面**，终端需求不足，预计今年 5-6 月同比可能进一步走低，低基数下 7 月开始回升，但年内转正的概率较低。

4 月物价数据是中国经济弱复苏，且复苏非对称的映射。耐用品降价去库存，房租延续低迷，黑色商品降价幅度最大或表明地产新开工仍然低迷，内需仅靠出行、旅游相关的服务业高景气支撑，但五一节后机票、酒店价格明显降价。疫情期间居民资产负债表受损，预计后续服务业将延续缓慢修复，出口下行压力进一步显现后，经济复苏斜率或将进一步放缓，稳增长仍需政策呵护。

风险提示：政策变动，经济恢复不及预期。

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，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，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。