

价格信号折射需求疲软

——4月通胀数据点评

报告摘要

证券分析师：尤春野

电话：021-58502206

E-MAIL: youcy@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190522030002

CPI 中商品与服务的分化延续。4月CPI同比相比上月收窄0.6个百分点至0.1%，为2021年3月以来的最低值，低于市场预期。**结构上依然是“商品通缩，服务通胀”。**年初以来CPI持续超预期下行，反映出当前中国经济的核心矛盾是需求不足。本月CPI同比涨幅回落的原因主要有以下几点：**第一，高基数效应。**去年4月份由于上海等重要省市的疫情导致物流阻塞、部分地区物价大涨，导致当月通胀涨幅远高于正常季节性，也造成了今年4月CPI面临高基数效应。这一效应在5月之后会有所缓解。**第二，猪油共振向下。**4月食品价格环比下降1.0%，一方面猪肉产能相对充足但消费需求不高，4月猪价持续偏弱运行。另一方面，4月份鲜菜鲜果市场供应增加，价格双双下行。油价下跌也导致相关消费品价格疲软。3月国际原油价格下降较多，对国内相关消费品有滞后性影响。**第三，服务类消费价格涨幅扩大，但未能对冲商品通缩的压力。**4月服务价格同比扩大0.2个百分点至1.0%，环比上涨0.3%。是本月通胀同比正增长的主要支撑。与服务消费联系紧密的核心CPI则环比3月上涨0.1%，同比则保持0.7%的正增长。但是服务价格在中国CPI中的权重小于商品，加之其本身涨幅也不算很大，未能扭转CPI整体向下的趋势。

上游PPI压力更大。4月PPI同比下降3.6%，降幅超出市场预期，自2022年10月以来已经连续7个月处于同比收缩区间，环比则下降0.5个百分点。本月PPI的通缩状态由多重因素引起，既有基数原因，也有大宗商品价格波动的影响，此外随积压订单逐步释放，国内生产正回归常态化，对生产资料的需求相对疲软，相关工业品价格上行受阻。大类来看，生活资料价格较生产资料更具韧性。前者同比保持正增，环比降幅也小于后者。**即越靠近下游的行业，其通缩压力越小，这是当前经济结构中“下游消费相对强，而上游生产较弱”的写照。**具体行业方面，高基数下煤炭开采和洗选、石油和天然气开采、石油煤炭及其他燃料加工业同比下降明显。国内施工需求不及预期，对建材类工业品的价格提振有限。

需求明显不足，政策需要加力。4月CPI及PPI均不及预期，其根本原因仍在于当前经济中总需求不足。一方面，外需正处于下滑的趋势之中，输入性通胀的压力也在逐步减缓。另一方面，国内需求复苏相对

较慢，对价格的支撑力不足。4月份的PMI数据、通胀数据和金融数据均指向这一点。这可能会导致市场进行阶段性的通缩交易，主题型和成长型的板块相对占优。但我们认为持续通缩的可能性并不大。二季度经济的阶段性回落是由于一季度需求报复性释放的效应在消退，但居民就业和收入所驱动的内生动力复苏仍在持续，中国经济难以陷入“二次衰退”。二季度可能是经济环比动能的低点，而后随着服务业复苏带来的就业和收入效应传导到终端消费，通胀将会再度回升。4月政治局会议给出了较为平稳的政策定调，但随着4月份经济尤其是需求端的全面走弱，我们认为刺激总需求的政策还会继续推出，以巩固经济复苏的趋势。

风险提示：1.政策力度不及预期。2.地缘政治风险。

目录

1. 数据	5
2. CPI 中商品与服务的分化延续	5
3. 上游 PPI 压力更大	6
4. 需求明显不足，政策需要加力	7

图表目录

图表 1: CPI 同比涨幅回落.....	5
图表 2: 核心 CPI 环比小幅上行.....	6
图表 3: 服务与商品价格走势分化.....	6
图表 4: PPI 超预期下行.....	7

1. 数据

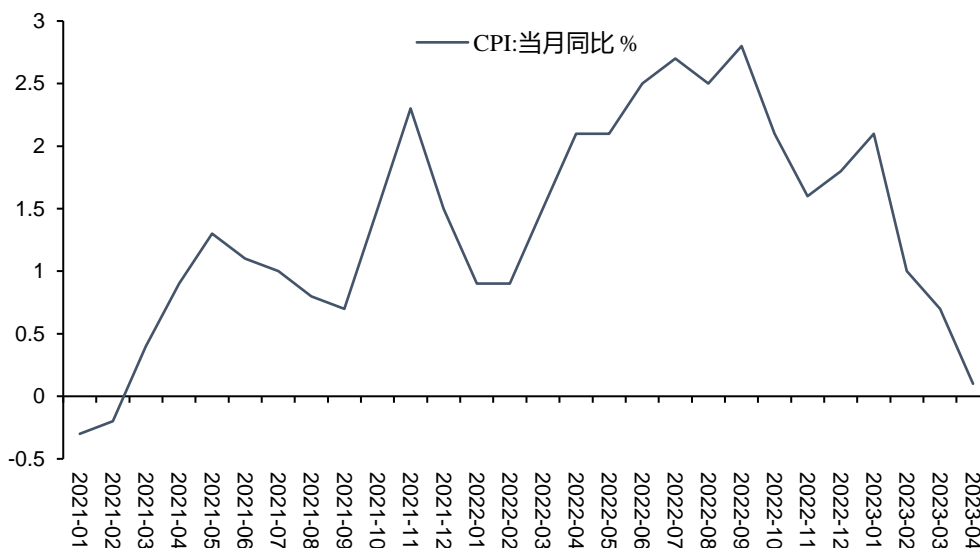
中国4月CPI同比上涨0.1%，市场预期（Wind）上涨0.4%，前值上涨0.7%。

中国4月PPI同比下降3.6%，市场预期下降3.3%，前值下降2.5%。

2. CPI中商品与服务的分化延续

4月CPI同比相比上月收窄0.6个百分点至0.1%，为2021年3月以来的最低值，低于市场预期。结构上依然是“商品通缩，服务通胀”。消费品CPI同比下降0.4%，服务CPI同比上涨1%。年初以来CPI持续超预期下行，反映出当前中国经济的核心矛盾是需求不足。

图表1：CPI同比涨幅回落



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

本月CPI同比涨幅回落的原因主要有以下几点：

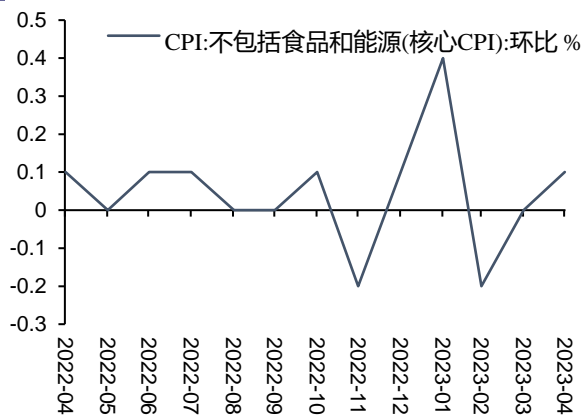
第一，高基数效应。去年4月份由于上海等重要省市的疫情导致物流阻塞、部分地区物价大涨，导致当月通胀涨幅远高于正常季节性，也造成了今年4月CPI面临高基数效应。这一效应在5月之后会有所缓解。

第二，猪油共振向下。4月食品价格环比下降1.0%，同比涨幅比上月回落2.0个百分点至0.4%，影响CPI上涨约0.07个百分点。一方面猪肉产能相对充足但消费需求不高，其价格上行缺乏动能，4月猪价持续偏弱运行，环比下降3.8%，同比涨幅也由9.6%收窄至4.0%，对CPI同比拉动由上个月0.11个百分点下降到0.05个百分点。另一方面，4月份鲜菜鲜果市场供应增加，价格双双下行，分别环比下降6.1%和0.7%，鲜菜同比降幅扩大至13.5个百分点，拉低CPI约0.33个百分点（前值拉低近0.28个百分点）。鲜果价格同比涨幅大幅回落，由11.5%降至5.3%，对CPI同比的拉动较上月收敛0.13个百分点左右。油价下跌也导致相关消费品价格疲软。3月国际原油价格下降较多，对国内相关消费品有滞后性影响。4月交通和通信分项价格受其影响，同比增速进一步下滑至-3.3%（前值-1.9%），拉低CPI同比约0.37个百分点。

(3月拉低约0.21个百分点)，环比下降0.4%，降幅与3月份持平。细分项来看，交通工具用燃料同比降幅扩大最为明显，由-6.4%下降至-10.4%；其环比降幅也最大，较上月下降1.6个百分点。

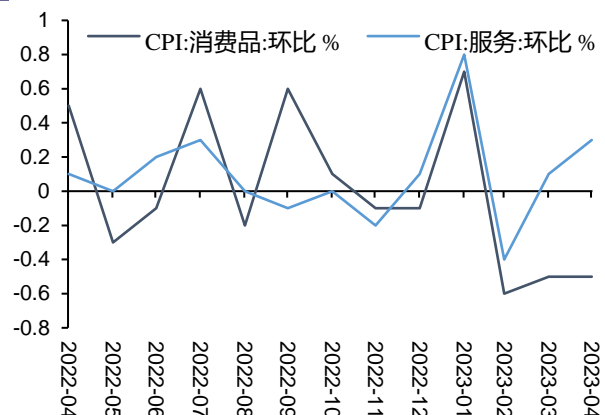
第三，服务类消费价格涨幅扩大，但未能对冲商品通缩的压力。4月服务价格同比扩大0.2个百分点至1.0%，环比上涨0.3%。是本月通胀同比正增长的主要支撑。与服务消费联系紧密的核心CPI则环比3月上漲0.1%，同比则保持0.7%的正增长。具体分项来看，机票、住宿及交通工具租赁等出行服务同比涨幅及环比表现均较佳，或受“五一”假期居民出行需求旺盛的拉动。但是服务价格在中国CPI中的权重小于商品，加之其本身涨幅也不算很大，未能扭转CPI整体向下的趋势。

图表 2：核心 CPI 环比小幅上行



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

图表 3：服务与商品价格走势分化



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

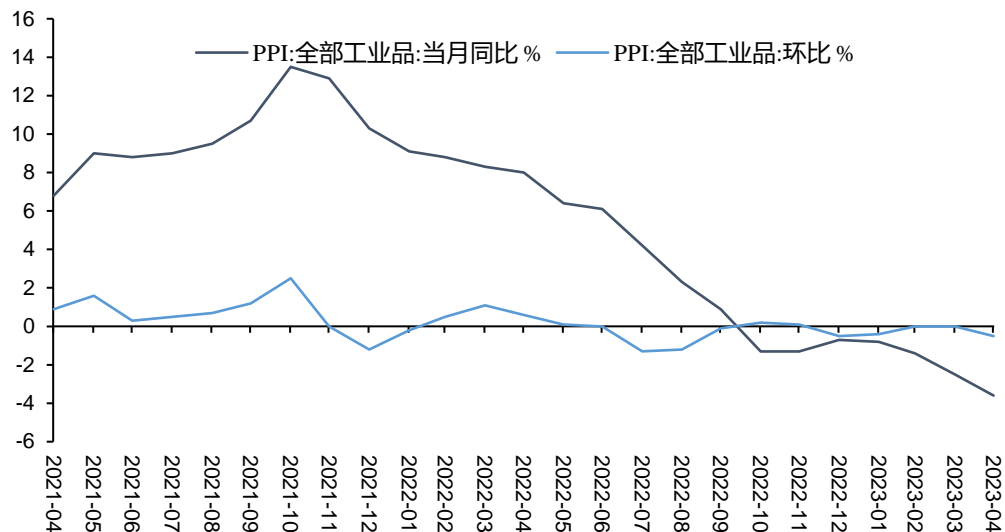
3. 上游 PPI 压力更大

4月PPI同比下降3.6%，降幅超出市场预期，自2022年10月以来已经连续7个月处于同比收缩区间，环比则下降0.5个百分点。本月PPI的通缩状态由多重因素引起，既有基数原因（翘尾因素影响当月同比约-2.6个百分点，前值-2.0个百分点），也有大宗商品价格波动的影响，此外随积压订单逐步释放，国内生产正回归常态化，对生产资料的需求相对疲软，相关工业品价格上行受阻。

大类来看，生活资料价格较生产资料更具韧性。前者同比保持正增，环比降幅也小于后者。即越靠近下游的行业，其通缩压力越小，这是当前经济结构中“下游消费相对强，而上游生产更弱”的写照。生产资料中采掘及原材料工业价格下行相对明显，分别同比下降8.5%、6.3%，环比跌幅则均有所扩大且下降程度大于加工工业，这一方面是由于去年煤炭以及原油等上游商品价格冲高带来了较高的基数，另一方面本月大宗商品价格的波动也带动上游相关行业PPI的边际下行。

具体行业方面，高基数下煤炭开采和洗选、石油和天然气开采、石油煤炭及其他燃料加工业同比下降明显。黑色金属矿采选、冶炼压延加工同比降幅均达两位数，同时黑色金属冶炼和压延加工、水泥制造价格环比则分别下降1.0%、0.1%，国内施工需求不及预期，对建材类工业品的价格提振有限。

图表 4: PPI 超预期下行



资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

4. 需求明显不足，政策需要加力

4月CPI及PPI均不及预期，其根本原因仍在于当前经济中总需求不足。一方面，外需正处于下滑的趋势之中，输入性通胀的压力也在逐步减缓。另一方面，国内需求复苏相对较慢，对价格的支撑力不足。4月份的PMI数据、通胀数据和金融数据均指向这一点。这可能会导致市场进行阶段性的通缩交易，主题型和成长型的板块相对占优。但我们认为持续通缩的可能性并不大。二季度经济的阶段性回落是由于一季度需求报复性释放的效应在消退，但居民就业和收入所驱动的内生动力复苏仍在持续，中国经济难以陷入“二次衰退”。二季度可能是经济环比动能的低点，而后随着服务业复苏带来的就业和收入效应传导到终端消费，通胀将会再度回升。4月政治局会议给出了较为平稳的政策定调，但随着4月份经济尤其是需求端的全面走弱，我们认为刺激总需求的政策还会继续推出，以巩固经济复苏的趋势。

风险提示: 1.政策力度不及预期。2.地缘政治风险。

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	常新宇	13269957563	changxy@tpyzq.com
华北销售	佟宇婷	13522888135	tongyt@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华东销售	胡亦真	17267491601	huyz@tpyzq.com
华东销售	李昕蔚	18846036786	lixw@tpyzq.com
华东销售	周许奕	021-58502206	zhouxuyi@tpyzq.com
华东销售	张国锋	18616165006	zhanggf@tpyzq.com
华东销售	胡平	13122990430	huping@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhaf1@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	陈宇	17742876221	cheny@tpyzq.com
华南销售	李艳文	13728975701	liyw@tpyzq.com
华南销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有经营证券期货业务许可证，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。