

通胀持续回落带来的隐忧

——4月通胀数据点评

2023年05月11日

- **事件：**4月CPI同比下跌0.6个百分点至0.1%，市场预期0.4%，环比-0.1%；PPI同比-3.6%，前值-2.5%，环比-0.5%。
- **CPI食品项为负向拉动，核心CPI持平，服务项持续上行。**国内五一和清明节对消费有一定刺激作用，第二波疫情对线下消费影响相对有限，线下消费、出行需求回温，推动服务项价格保持增长。部分受能源价格回落影响，消费品同环比下行。
- **食品项的肉、蛋类价格继续下行，蔬菜、水果供给充足，粮油价格增速放缓。**猪肉供应端依然相对充裕，能繁母猪去化偏慢，猪肉进入需求淡季，4月猪肉价格由涨转跌，猪粮比价也降至5以下。蔬菜、水果同环比季节性下行，粮食、食用油、酒类价格同比也小幅下行，仅奶类、烟草同比与上月持平。
- **非食品项中，交通工具燃料同环比跌幅最大，旅游同环比增速明显抬升。**4月国际原油价格由涨转跌，国内也下调了成品油价格。汽车行业价格延续调整，交通工具分项同比继续下行。五一带动飞机票、宾馆住宿、旅游和交通工具租赁费价格涨幅较大。医疗保健价格保持平稳。房租分项跌幅收窄，除去基数作用外，就业尚未迎来显著好转，毕业季到来有望给房租分项带来一定拉升。
- **PPI同比下行趋势延续，原材料工业下行速度快于加工工业，采掘工业跌幅依然领跑。**生产资料中，采掘工业、原材料、加工工业价格同比均继续放缓，生活资料中，仅衣着类同比增速与上月持平，其他分项同、环比增速均小幅回落。
- **原油产业链价格持续回落，有色、黑色金属继续下行，下游制造业价格同比整体回落。**受到国际油价由涨转跌影响，我国原油相关产业链价格也在持续回落。煤炭需求进入季节性淡季，煤炭开采和洗选业同比下行幅度最大。房地产新开工、施工增速依然处于低位，房地产产业链上游需求偏弱。下游汽车制造、铁路船舶等运输设备制造业同比放缓，计算机、通信等电子设备制造增速回落，人工智能相关概念尚未有效带动相关行业生产和价格的增长。
- **CPI短期上行驱动仍弱，基数作用下，PPI或逐步探底回升。**我国居民防御性出行尚未得到明显释放，居民出行数据修复，但消费水平依然弱于疫情前2019年的表现。蔬菜价格季节性回落，猪肉产能去化慢，食品项驱动偏弱。海外需求回落下，部分工业品价格难以大幅上行，但随着PPI高基数作用逐步减弱，PPI预期在二季度迎来反弹拐点。
- **风险因素：**地缘政治带动原油等价格涨幅超预期，居民消费修复弱于预期，海外经济衰退幅度超预期。

分析师：于天旭

执业证书编号：S0270522110001

电话：17717422697

邮箱：yutx@wlzq.com.cn

相关研究

工业企业利润缓步修复，行业格局逐步转换
经济仍处复苏前期，消费支撑作用加强
需求偏弱，我国会有通缩压力吗？

正文目录

事件.....	3
1、CPI 食品、原油分项为主要负向拉动，服务项持续上行.....	3
2、PPI 持续下行，上游原材料跌幅领跑.....	5
3、总结与展望.....	7
4、风险提示.....	8

图表目录

图表 1: CPI 同比增速持续下探 (%)	3
图表 2: 食品项环比延续负增(%).....	3
图表 3: 服务项价格持续上行，核心 CPI 持平 (%)	4
图表 4: 住户存款增速放缓，仍有释放消费潜力 (%)	4
图表 5: 猪价继续下行，猪粮比价跌至 5 以下(元/公斤).....	4
图表 6: 能繁母猪存栏去化速度较慢(万头, %).....	4
图表 7: 蔬菜 4 月季节性回落 (元/公斤).....	5
图表 8: 水果价格增速回落 (元/公斤)	5
图表 9: CPI 燃料相关分项持续回落 (%)	5
图表 10: 服务、租赁分项上行，就业缓步修复 (%).....	5
图表 11: PPI 同比增速延续回落 (%)	6
图表 12: 加工工业 - 原材料工业价差继续上行 (%).....	6
图表 13: 采矿业回落，能源类跌幅仍大(%).....	7
图表 14: PPI - CPI 剪刀差持续走阔 (%).....	7
图表 15: PPI 同比仍处回落阶段 (%).....	7
图表 16: 发电量增速仍未修复 (%).....	7

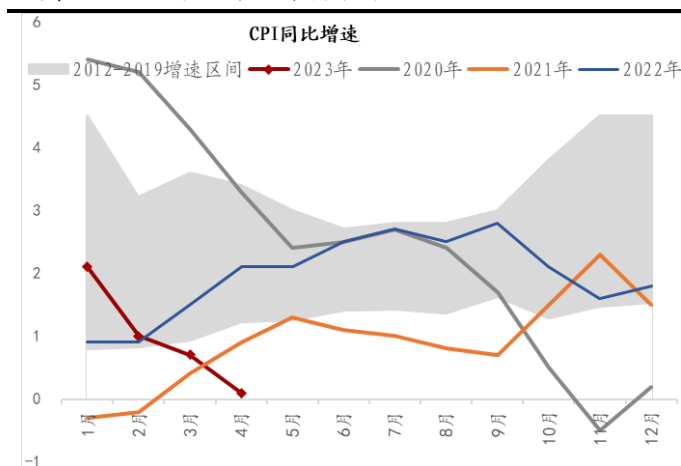
事件

2023年4月，CPI同比增速0.1%（市场预期0.4%），较上月回落0.6个百分点，环比增速-0.1%，前值-0.3%，1-4月CPI累计同比1%；PPI同比增速-3.6%（市场预期-3.3%），较上月回落1.1个百分点，环比增速-0.5%，前值0%，1-4月PPI累计同比-2.1%。

1、CPI 食品、原油分项为主要负向拉动，服务项持续上行

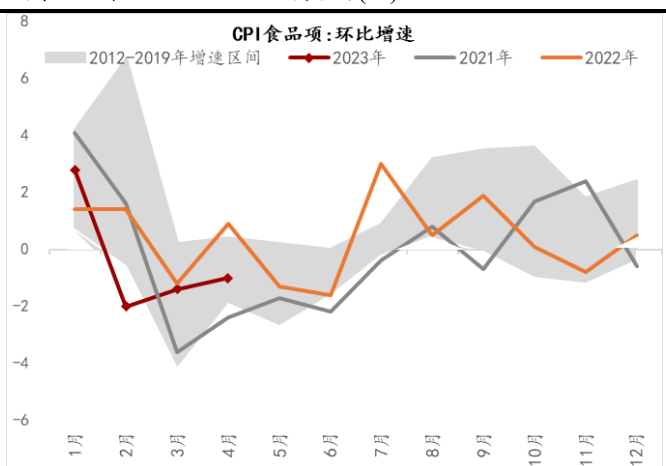
CPI同比延续下行，环比保持负增，食品项、非食品项通胀同比继续回落，非食品项环比转为正增。4月CPI同比增速较上月继续下探0.6个百分点至0.1%，环比增速由上月-0.3%变为-0.1%。CPI食品项同比增速由3月的2.4%回落至0.4%，环比由上月的-1.4%变动为-1%；非食品项同比由0.3%小幅下行至0.1%，环比由上月的0%上行至0.1%。

图表1: CPI同比增速持续下探(%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表2: 食品项环比延续负增(%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

核心CPI持平，服务项保持增长，消费品增速延续下跌。国内五一假期和清明节对线下消费有一定刺激作用，第二波疫情对线下消费影响相对有限，线下消费、出行需求回温，推动服务项价格保持增长。核心CPI同比增速持平于0.7%，环比0.1%，上月环比增速为0%。CPI服务项同比较3月继续小幅上行0.2个百分点至1%，环比0.3%，前值0.1%；消费品同比则继续回落0.9个百分点至-0.4%，部分受能源价格回落较多影响，环比-0.5%，环比增速与上月持平。

图表3: 服务项价格持续上行, 核心CPI持平 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表4: 住户存款增速放缓, 仍有释放消费潜力 (%)



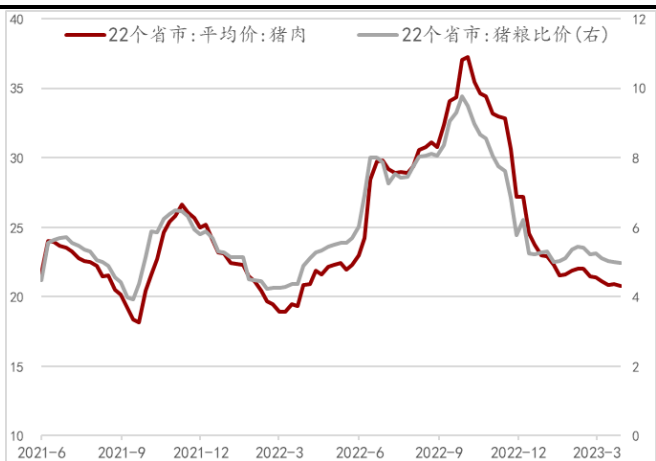
资料来源: Wind, 万联证券研究所

食品项价格同比增速继续回落, 蔬菜、水果供给充足, 肉、蛋类价格回落, 粮油价格增速放缓。猪肉价格同比增速大幅回落, 牛羊肉、水产品同比跌幅收窄, 蔬菜价格同环比保持季节性下行, 鲜果价格同比增速回落, 环比增速转负。粮食、食用油、酒类价格同、环比增速放缓, 仅奶类、烟草同比增速与上月持平。CPI食品项同比增速由3月的2.4%下跌为0.4%, 环比由上月的-1.4%变动为-1%。

畜肉类价格环比保持负增, 同比继续放缓, 猪价上涨动能有限。猪粮比价在4月下旬已经降至5:1以下, 随节后猪肉进入需求淡季, 且能繁母猪去化速度偏慢, 猪肉价格持续下探。当前供给压力和需求偏弱的影响下, 猪价大幅上涨的动力相对有限。

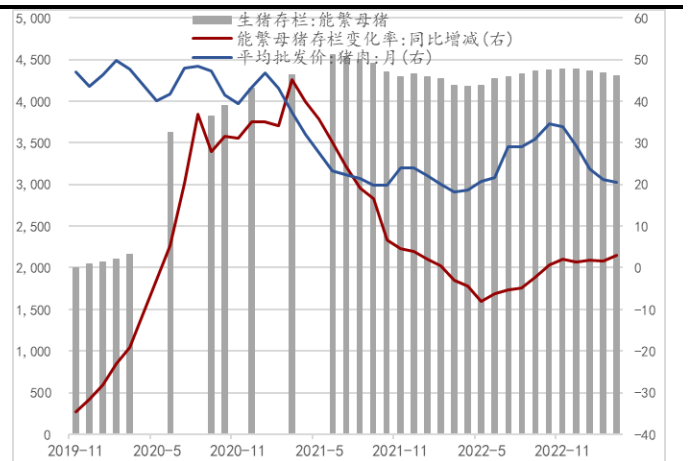
从CPI食品具体分项来看, 4月, 猪肉价格同比下跌5.6个百分点至4%, 环比增速由上月的-4.2%收窄至-3.8%; 猪肉的替代品牛、羊肉同比增速分别由上月的-0.3%、-2.8%下行至-1.1%、-2.9%, 蛋类同比增速回落6.6个百分点至1.2%, 环比-0.2%。鲜菜价格同比继续回落2.4个百分点至-13.5%, 下降速度有所放缓, 环比-6.1%; 鲜果价格同比下跌6.2个百分点至5.3%, 环比-0.7%。粮食、食用油、水产品、烟草、酒类同比增速分别由3月的2%、5.8%、-0.2%、1.3%、1.1%变动为1.1%、4.8%、-0.9%、1.3%、0.9%。

图表5: 猪价继续下行, 猪粮比价跌至5以下(元/公斤)



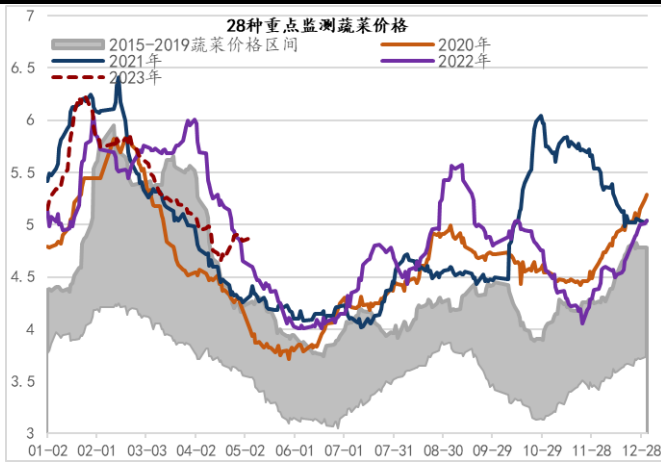
资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表6: 能繁母猪存栏去化速度较慢(万头, %)



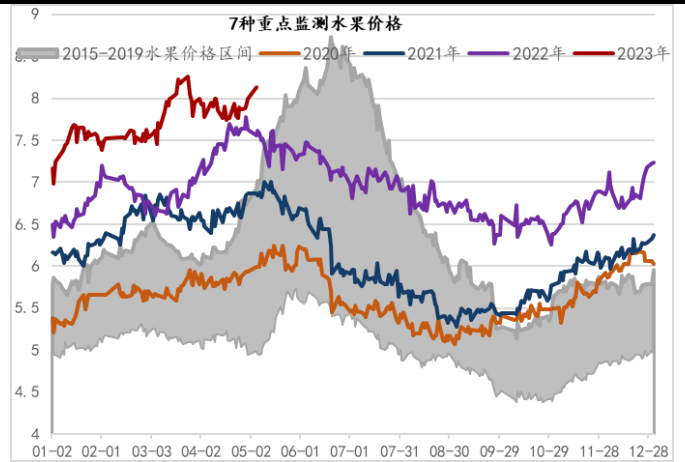
资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表7: 蔬菜4月季节性回落 (元/公斤)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

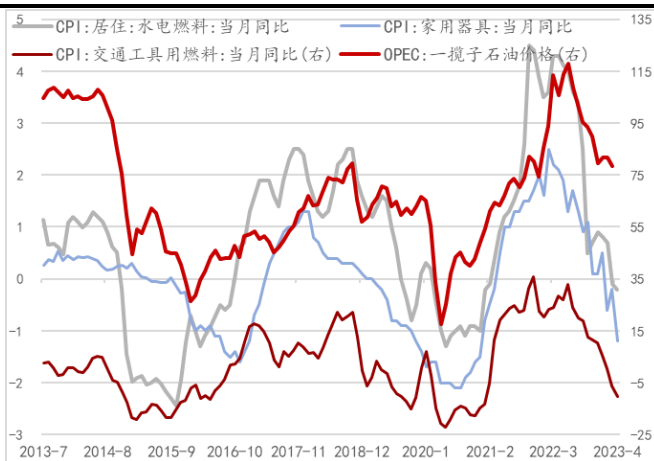
图表8: 水果价格增速回落 (元/公斤)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

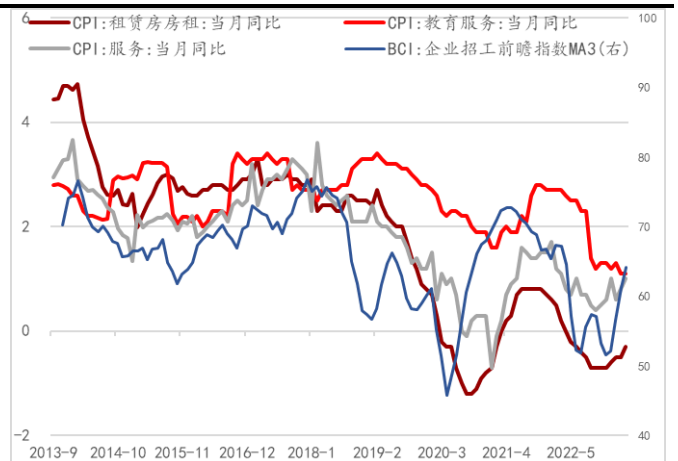
非食品项中，交通工具燃料同、环比跌幅最大，旅游同环比增速明显抬升。地缘政治影响下，4月国际原油价格由涨转跌，国内也下调了成品油价格，交通工具用燃料分项同环比增速显著回落，跌幅依然是最大的，同比增速由-6.4%降至-10.4%，环比也降至-1.6%。汽车行业价格延续调整，交通工具分项同比增速由-3.3%降至-4%，环比由-1.6%上行为-0.9%。服务项中，旅游分项同环比显著转好，同比由5.3%上行至9.1%，环比由-0.4%上行至4.6%，4月的清明、五一假期带来消费场景的释放，并且疫情过后，居民出行意愿好转，五一期间旅游人数大涨，飞机票、宾馆住宿、旅游和交通工具租赁费价格涨幅较大。医疗保健价格保持平稳，同比增速连续3个月持平于1%。房租价格同比由-0.5%上行为-0.3%，除去去年同期增速较3月放缓的基数作用外，就业依然未迎来显著好转，随着应届生毕业季的到来，房租分项有望边际上行。

图表9: CPI燃料相关分项持续回落 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表10: 服务、租赁分项上行，就业缓步修复 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

2、PPI 持续下行,原材料跌幅领跑

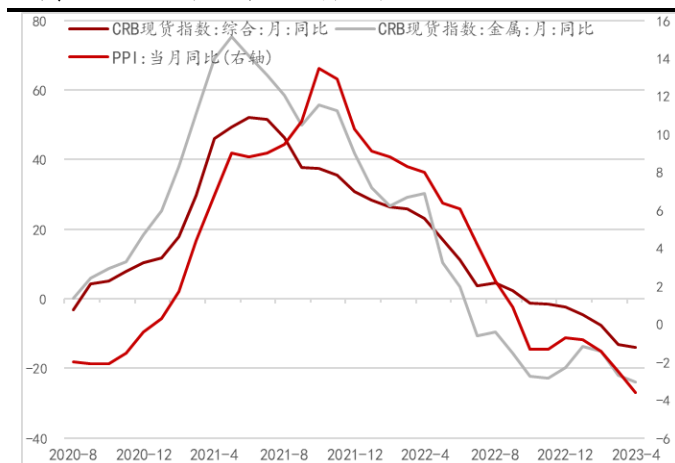
PPI 同比下行趋势延续，原材料工业下行速度快于加工工业，采掘工业跌幅依然领

跑。生产资料中，采掘工业、原材料、加工工业价格同比均继续放缓，采掘工业下行幅度相对最大，环比也均为负增，采掘工业环比下行速度最快。生活资料中，仅衣着类同比增速与上月持平，其他分项同、环比增速均小幅回落。原材料工业和加工工业剪刀差转正后继续上行。工业企业成本压力边际减轻。

从PPIRM来看，工业生产者购进价格同比由-1.8%回落为-3.8%。PPIRM分项中，黑色金属材料、建筑材料、农副产品类购进价格环比转负，房地产新开工和施工端依然偏弱，燃料、动力类环比下行速度最快，其次为化工原料类。

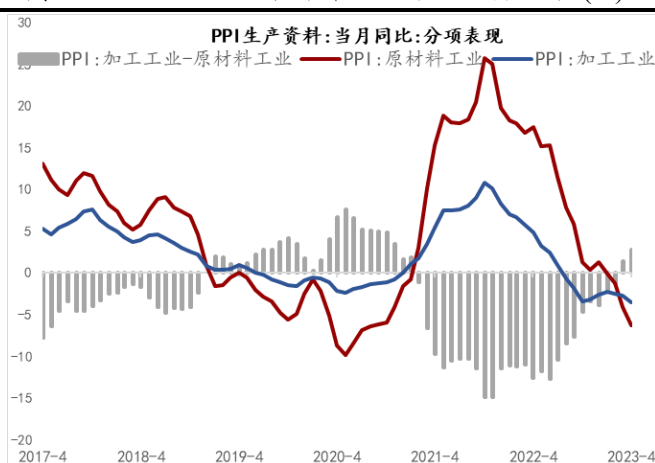
具体数据来看，PPI同比-3.6%，较上月回落1.1个百分点，环比增速-0.5%，前值0%。PPI生产资料同比继续回落1.3个百分点至-4.7%，其中，采掘工业、原材料工业和加工工业同比分别由3月的-4.7%、-4.2%、-2.8%下行至-8.5%、-6.3%和-3.6%，各项同比均在下行，环比增速也均有所下滑。PPI生活资料同比回落0.5个百分点至0.4%，环比增速-0.3%，前值0%；其中，食品类、耐用消费品类同、环比均回落，衣着类同比持平于上月的2%，一般日用品类同比由0.5%小幅回落为0.4%。

图表11: PPI同比增速延续回落 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表12: 加工工业 - 原材料工业价差继续上行 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

煤炭开采和洗选业同比下行幅度最大，能源产业链跌幅整体靠前，石油、天然气、黑色金属、有色金属采选业同比增速均回落。受到国际油价由涨转跌影响，我国原油相关产业链价格也在持续回落，化学制品价格也明显回落，但原油价格走势未来仍有不确定性。天气回暖，煤炭需求季节性回落，且煤炭进口不弱，煤炭价格持续回落。

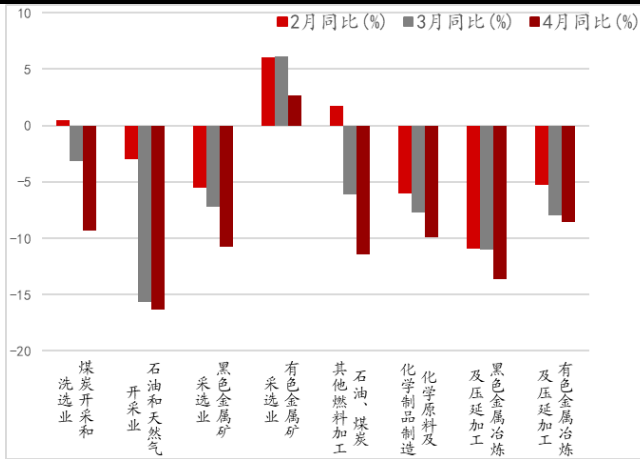
黑色金属、有色金属冶炼及压延工业同比继续下探，黑色金属加工环比转负，有色金属加工环比转正。从黑色、有色金属采选和加工业来看，当前我国房地产新开工、施工增速依然处于低位，房地产产业链上游需求偏弱。三四线城市地产销售依然疲弱，一二线城市销售有所好转，销售的持续性和稳定性仍有待修复，向房地产投资的传导也需要时间来消化。

下游制造业价格同比整体回落，幅度小于上游，燃气生产和供应业同环比增速明显放缓。中游通用设备制造业同比持平于-0.1%，环比由-0.1%上行0%；下游汽车制造同比回落0.1个pct至-1%，环比由-0.1%回落为-0.2%，铁路、船舶等运输设备制造业同比回落0.2个百分点；计算机、通信等电子设备制造业同比回落为-0.70%，环比由0.4%回落为-0.7%，人工智能相关概念尚未有效带动相关行业生产和价格的增长。整体中下游行业价格大幅上涨、下跌难度较大，但下降、波动幅度小于上游，加工、制造企业成本压力相对减轻。电力、热力的生产和供应业同环比小幅下降，

燃气生产和供应业同比回落依然相对较快。

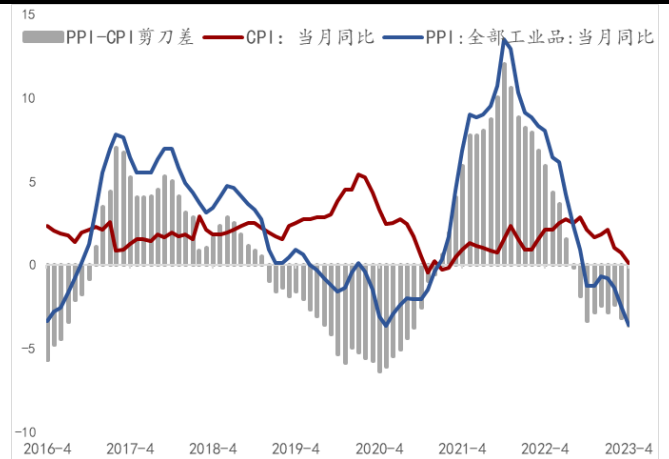
PPI-CPI剪刀差继续下行走阔。PPI保持下行，且下行幅度超出市场预期，CPI同比濒临“零点”。当前我国实际需求不足的问题依然存在，海外需求回落周期下，也影响部分工业品价格回落。

图表13: 采矿业回落, 能源类跌幅仍大(%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表14: PPI-CPI剪刀差持续走阔(%)

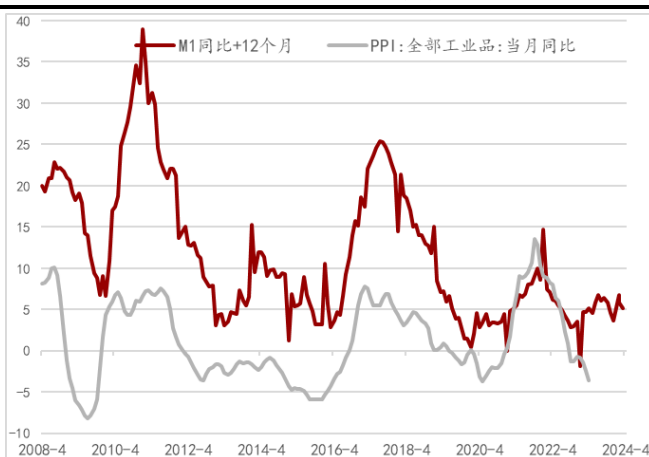


资料来源: Wind, 万联证券研究所

3、总结与展望

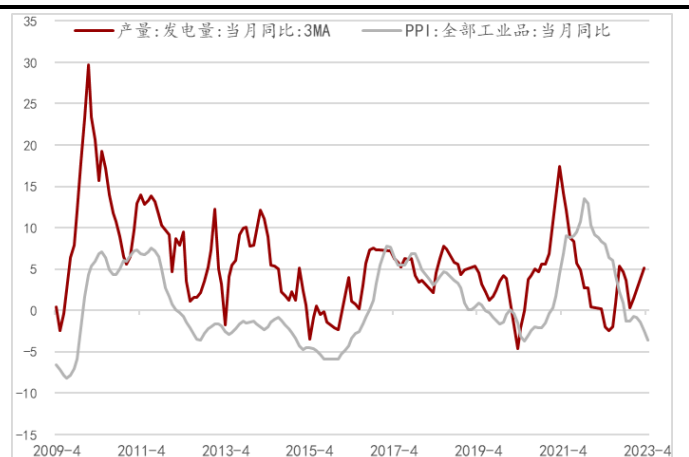
CPI短期上行驱动仍弱，基数作用下，PPI或逐步探底回升。我国居民消费尚未完全修复，消费者消费更加谨慎，防御性储蓄尚未得到明显释放，五一假期出行带动服务项上涨，但居民消费水平弱于疫情前2019年表现，消费的可持续性仍需关注居民就业和消费信心的修复。食品项中，猪肉产能去化速度较慢，叠加二季度为消费淡季，上涨幅度预期有限，蔬菜仍处季节性回落通道，食品项价格驱动偏弱。地缘政治影响下，原油价格仍有一定不确定性，海外需求回落下，部分工业品价格难以大幅上行，但随着PPI高基数作用逐步减弱，PPI预期在二季度迎来反弹拐点。

图表15: PPI同比仍处回落阶段(%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表16: 发电量增速仍未修复(%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

4、风险提示

地缘政治带动原油等价格涨幅超预期，居民消费修复弱于预期，海外经济衰退幅度超预期。

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

免责声明

万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中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、财务顾问或类似的金融服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司认为可靠且已公开的信息撰写，本公司力求但不保证这些信息的准确性及完整性，也不保证文中的观点或陈述不会发生任何变更。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。分析师任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告的版权仅为本公司所有，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、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的引起法律后果和造成我公司经济损失的概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳福田区深南大道2007号金地中心

广州天河区珠江东路11号高德置地广场