

价格短期低迷，2季度自主平衡，下半年政策有望宽松

2023年4月通胀分析

核心内容：

- **物价4月份继续疲软** 4月份CPI同比0.1%，环比-0.1%，CPI环比继续下行，符合季节性特点。4月份较低的CPI变化显示我国消费仍然较为低迷，尤其是商品类消费的萎靡并未停滞。
- **4月基数水平拉低通胀** CPI环比下跌幅度属于正常范围，4月翘尾水平比上月下行0.7%，2022年4月食品价格反常上行抬高了本年度基数水平。**4月份食品类商品环比下行，非食品类商品价格小幅回升** 整体商品价格中蔬菜下滑速度最快，猪肉仍然低迷，但食品类价格下行幅度仍然属于正常水平范围之内。非食品价格方面小幅上行，生活用品、汽车、车用燃料价格回落，旅游、家庭服务、医药和其他服务类价格上行。**消费品价格下行，服务类价格上行** 服务类价格回升有限，无法带动消费品市场回升。**4月CPI同比保持较低的水平，但核心CPI低位平稳** 核心CPI仍然处于较低的水平，但4月份比3月份并未有明显的收缩。
- **需求疲软拉低商品价格，服务价格继续回升** 4月份终端需求仍然显得疲弱，商品价格下行，服务价格略有回升。猪肉、蔬菜价格继续走低，生活用品、交通工具价格下行，终端需求低迷。总体来讲，4月份CPI的运行显示消费疲软，4月份市场对于通缩的担忧上行。
- **2023年全年处于低通胀水平** 5月份翘尾水平在0.3%，5月份天气继续转暖，食品价格下跌。非食品价格方面，商品可能继续回落，服务价格上行，能源类价格回升。5月份预计CPI环比小幅波动，同比预计在0.2%左右运行。2023年全年物价低位运行，物价可能在4季度回升，预计2季度CPI在0.1%左右运行，全年物价水平在0.5%左右。
- **国内需求减弱对PPI影响加大，2季度是低点** 4月份PPI同比-3.8%，环比走低。PPI生产资料和生活资料均回落，2季度生产淡季价格承压，预计在-3.7%左右，4季度可能回升至-0.3%左右。
- **PPI下半年缓步回升** 国内需求缓慢上行、政策持续支持，带动终端产品价格小幅上行，这种影响更可能在下半年到来。同时基数效应在下半年减弱，PPI自然上行。
- **政策仍然有空间，短期物价低迷并不可怕** 4月份CPI和PPI同时回落，这都显示了终端需求的疲弱。4月生产淡季，上游和下游产品价格仍然以回落为主。居民物价2季度也较为低迷，服务类价格仅有微弱涨势，商品价格回落。但也要注意政策层面仍然留有空间：(1) 1季度超量的信贷和社融资金会带动需求上行；(2) 居民正常需求仍然在缓慢恢复过程中。短期价格低迷也是居民平衡资产负债表、企业平衡生产和库存、商品平衡供给和需求的过程。预计下半年物价会有所好转。

分析师

高明

☎：18510969619

✉：gaoming_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522120001

许冬石

☎：(8610) 8357 4134

✉：xudongshi@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130515030003

詹璐

☎：(86755) 8345 3719

✉：zhanlu@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522110001

研究助理：于金潼

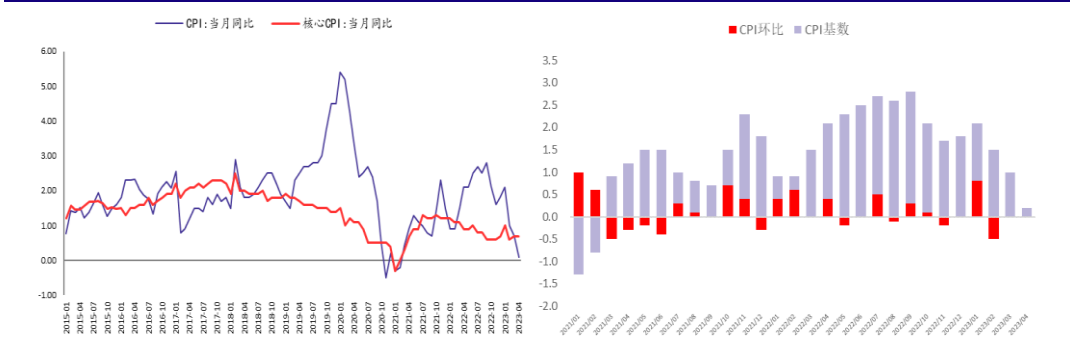
主要风险：经济恢复不及预期的风险，海外市场突发流动性问题的风险

一、物价仍然疲弱，商品类消费低迷

全国居民消费价格同比增速（CPI）环比下行，核心CPI平稳，4月份CPI同比回落。4月份CPI同比增速0.1%，比3月份下行0.6个百分点。4月份CPI环比下行0.1%；其中食品价格环比下行1.0%，非食品价格上涨0.1%。核心CPI同比增速0.7%，环比上行0.1%。

图 1：CPI 同比下行 (%)

图 2：CPI 环比季节性回落 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

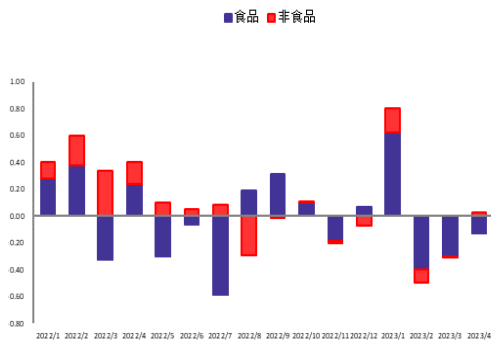
4月份CPI环比回落，符合季节性特点，并且其环比回落的幅度仍然在历史区间范围之内。但4月份同比下滑过快，基数占较大的因素，2022年4月份物价因封控而上行。4月份CPI变化较小，商品价格回落显示我国消费仍然较为低迷，即使服务和旅游价格上行，但整体对价格的贡献度仍然偏低，商品类消费的萎靡并未因服务价格上行而反转。本月通胀变化显示几个特点：

第一，4月份CPI受到基数影响。CPI环比下行0.1%，4月翘尾水平下行0.8%，基数直接拉低了CPI水平。2022年4月份封控所带来而物价的反常上行，使得本年度4月份的基数抬高。

第二，4月份食品类环比下行，非食品类小幅上行。整体商品价格中蔬菜环比下滑速度最快，其他产品价格同样走低。食品类商品走低符合季节性特征，天气转暖带动食品价格回落，猪肉消费仍然低迷，带动畜肉类价格下行，但食品类价格4月份下行幅度属于正常水平范围之内。4月份蔬菜价格下行6.1%，鲜果下行0.7%，鸡蛋下行0.2%，水产品上行0.5%，天气状况较好，商品供应较为充足。4月份猪肉价格继续下行3.8%，猪肉仍然处于供给充足以及需求疲弱的状态，但猪肉价格已经处于底部区域。非食品价格方面总体保持平稳，生活用品、汽车、车用燃料价格回落，旅游、家庭服务、医药和其他服务类价格上行。

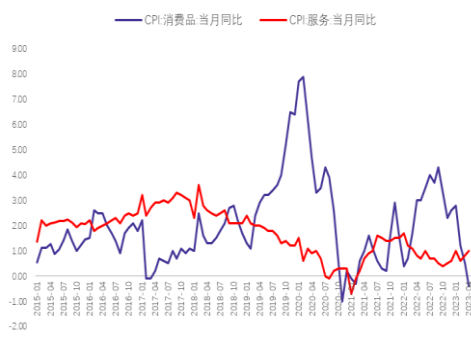
第三，消费品价格下行，服务类价格上行。4月份服务类价格环比上行0.3%，同比上行1.0%，服务类价格小幅回升。消费品价格4月份环比下行0.5%，消费品市场显示出疲软的状态。

图 3：食品和非食品价格对 CPI 的拉动 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 4：食品和非食品价格对 CPI 的拉动 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

第四，4 月 CPI 同比保持较低的水平，但核心 CPI 低位平稳。由于本月物价下行主要由食品和能源价格变动带来的，蔬菜和原油下降对 CPI 有明显的拉低。商品类的价格也较为低迷，交通工具、家庭器具价格低迷，即使旅游、医药和服务价格上行，也无法抵消商品价格的下降。去掉食品和能源的核心 CPI 处于低位，但是与上月持平，4 月份比 3 月份并未有明显的收缩。

表 1：CPI 各部门价格同比变化

近四个月同比 (%)	大类				交通和通信							教育文化和娱乐			
	CPI	食品	非食品	核心 CPI	↓ 交通工具	交通工具用燃料	交通工具使用维修	通信工具	通信服务	邮政服务	↓ 教育服务	旅游			
2023-04	0.1	0.4	0.1	0.7	-3.3	-4.0	-10.4	0.6	-2.3	-0.2	0.2	1.9	1.1	9.1	
2023-03	0.7	2.4	0.3	0.7	-1.9	-3.3	-6.4	0.9	-2.2	-0.2	0.2	1.4	1.1	5.3	
2023-02	1.0	2.6	0.6	0.6	0.1	-1.8	0.5	0.5	-1.2	-0.2	0.1	1.2	1.3	3.0	
2023-01	2.1	6.2	1.2	1.0	2.0	-1.8	5.5	2.6	-0.8	-0.2	0.1	2.4	1.2	11.2	
近四个月同比 (%)	食品烟酒														
	↓ 粮食	食用油	鲜菜	高肉类	猪肉	牛肉	羊肉	禽肉	水产品	蛋类	奶类	鲜果	烟草	酒类	
2023-04	0.8	1.1	4.8	-13.5	2.2	4.0	-1.1	-2.9	0.0	-0.9	1.2	1.1	5.3	1.3	0.9
2023-03	2.1	2.0	5.8	-11.1	4.6	9.6	-0.3	-2.8	0.0	-0.2	7.8	1.1	11.5	1.3	1.1
2023-02	2.1	2.7	6.4	-3.8	1.9	3.9	-1.0	-4.1	0.0	-1.5	7.8	1.5	8.5	1.3	1.5
2023-01	4.7	2.7	6.5	6.7	6.6	11.8	0.9	-3.4	0.0	4.8	8.4	0.9	13.1	1.3	1.3
近四个月同比 (%)	衣着			居住			生活用品及服务			医疗保健			其他用品和服务		
	↓ 服装	加工服务	鞋类	↓ 房租	水电	燃料	↓ 家用器具	家庭服务	↓ 中药	西药	医疗服务				
2023-04	0.9	0.9	0.0	0.8	-0.2	-0.3	-0.2	0.1	-1.2	1.9	1.0	4.1	0.4	1.0	3.5
2023-03	0.8	0.9	0.0	0.5	-0.3	-0.5	-0.1	0.7	-0.2	2.0	1.0	4.1	0.5	0.9	2.5
2023-02	0.7	0.8	0.0	0.1	-0.1	-0.5	0.7	1.4	-0.6	1.9	1.0	4.0	0.4	1.0	2.6
2023-01	0.5	0.6	0.0	0.0	-0.1	-0.6	0.8	1.6	0.5	0.0	0.8	3.8	0.3	0.7	3.1

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

二、需求疲软拉低商品价格，服务价格继续回升

4 月份 CPI 环比回落，整体回落幅度符合历史规律，但由于基数较低，4 月份 CPI 同比回落较大。2023 年 4 月份终端需求仍然显得疲弱，商品价格下行，服务价格略有回升。猪肉、蔬菜价格继续走低，生活用品、交通工具价格下行，终端需求低迷。总体来讲，4 月份 CPI 的运行显示消费疲软，4 月份市场对于通缩的担忧上行。

2023 年 5 月份翘尾水平在 0.3%。5 月份天气继续转暖，蔬菜价格持续下跌，猪肉价格由于供给减少可能小幅回升。非食品价格方面，商品类价格可能继续回落，服务类价格上行，能源类价格回升。5 月份预计 CPI 环比小幅波动，下跌的幅度较小，5 月份同比预计在 0.2% 左右运行。

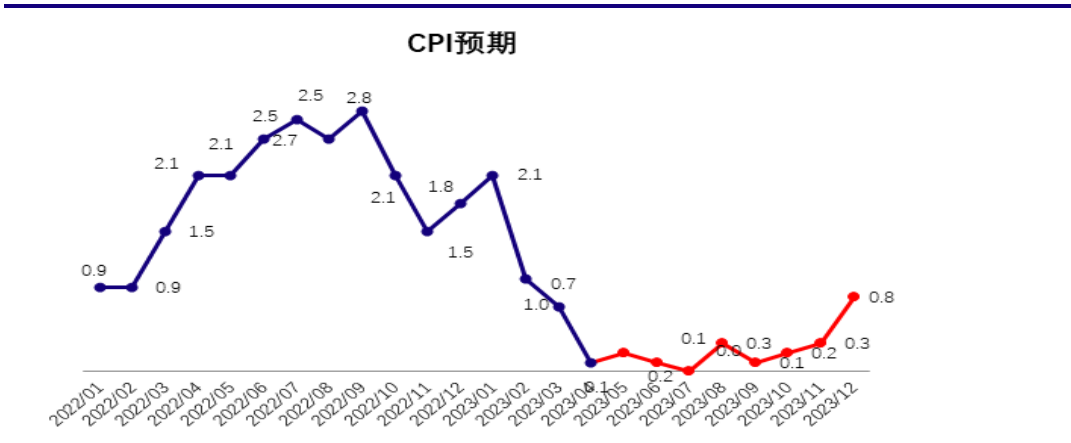
2023 年全年物价低位运行，物价可能在 4 季度回升，预计 2 季度 CPI 在 0.1%左右运行，全年物价水平在 0.5%左右。

2023 年全年处于低通胀水平，商品价格的不振影响了物价运行，而需求的疲软对商品价格的支持有限。从 2023 年 1-4 月份来看：(1) 2023 年基数水平较低；(2) 疫情后收入预期恢复需要时间，需求缓慢回升，供给超过需求，对物价带来冲击；(3) 2023 年 1-4 月份显示服务类价格的恢复也较为缓慢，2023 年很难恢复至疫情前的水平；(4) 房地产仍然处于观察阶段，房价-房租-工资螺旋在 2023 年仍然难以建立，对物价推动有限。

物价可能在 4 季度小幅回升：(1) 央行在观察稳增长的效果，物价的低迷为货币政策开启空间，下半年货币政策仍然有所期待；(2) 1 季度大幅的信贷投放可能会缓慢见效，继而在下半年影响需求。

现阶段，货币政策的效果、需求的恢复速度是关注的重点，但 2 季度的需求恢复偏缓，下半年的物价回升速度也偏缓。但综合来看，2 季度后物价偏弱运行，全年物价可能均处于较低的状态。

图 5：2023 年 CPI 预测 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

三、国内需求减弱对 PPI 影响加大，2 季度是低点

4 月份全国工业生产者出厂价格 (PPI) 同比-3.8%，环比下跌 0.7%。PPI 生产资料和生活资料环比下行；其中生产资料中采掘和原材料价格回落速度较快，而生活资料食品和耐用品价格回落。

4 月份 PPI 环比下行：(1) 国际原油价格 4 月份回升，国内油品相关出厂价格同样小幅上行；布伦特和 WTI 原油期货价格 4 月份分别上行 5.2%和 8.2%；石油和天然气开采业价格上行 0.5%；(2) 煤炭期货价格回落，但煤炭出厂价格大幅走低。煤炭开采和洗选业价格下行 4.0%，4 月份焦煤期货价格下行 15.9%，焦炭价格下行 14.8%；(3) 黑色系价格走高，铁矿石价格回落，下游需求较弱使得钢材价格走低。黑色金属采矿业环比下行 0.1%，黑色压延加工下行 1.0%；(4) 下游价格回落。计算机通讯和电子产品价格下行 0.7%，食品制造业下行 0.2%，农副食品加工价格下行 1.3%，汽车下行 0.2%。

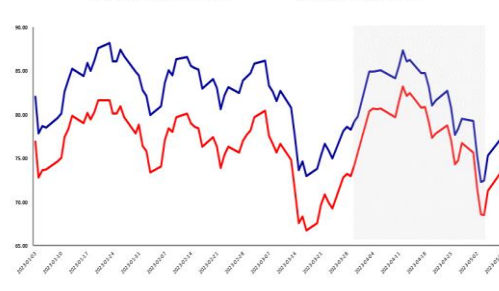
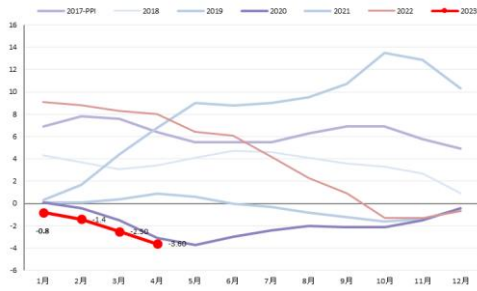
PPI 同比 2023 年可能在-1.7%左右：(1) 2022 年的基数水平较高，侧面拉低了 2023 年 PPI 水平；(2) 2023 年受到全球需求回落的影响，能源价格回落会带动 PPI 下滑。尤其是我国需

求回升速度缓慢，带来了煤炭价格的大幅走低。另一方面，下半年PPI回升：(1) 下游开工稍有好转，黑色系产品价格可能有所回升；(2) 国内需求缓慢上行，国内政策持续支持，带动终端产品价格小幅上行，这种影响更可能在下半年到来。

预计2023年5月份原油和煤炭价格平稳，其他价格弱势，PPI环比仍然回落，5月份PPI同比水平在-3.8%左右。2023年PPI受到基数影响，预计在-1.8%左右。

图6：4月份PPI同比低位运行(%)

图7：原油期货价格(美元/桶)

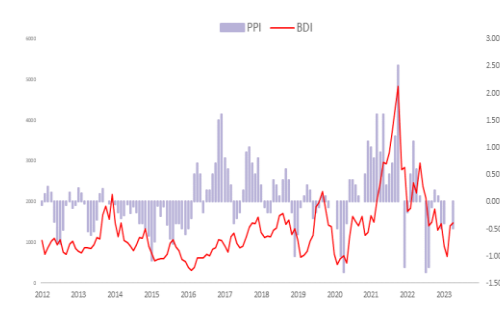


资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图8：焦煤、焦炭、动力煤价格(元/吨)

图9：物流指数平稳(%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

分析师承诺及简介

本人承诺，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本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

高明：宏观经济分析师，中国人民大学国民经济学博士，2015至2017年招商证券与中国人民大学联合培养应用经济学博士后。2018至2022年招商证券宏观分析师；2022年11月加入中国银河证券，重点关注“经济结构—产业政策—资产轮动”的联动分析。

许冬石：宏观经济分析师，英国邓迪大学金融学博士，2010年11月加入中国银河证券研究部，新财富宏观团队成员，主要从事数据分析和预测工作。2014年获得第13届“远见杯”中国经济预测第一名，2015、2016年获得第14、15届“远见杯”中国经济预测第二名。

唐璐：宏观经济分析师，厦门大学工商管理硕士，2022年11月加入中国银河证券研究部。主要从事国内宏观经济研究工作。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%—20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 tanganling_bj@chinastock.com.cn