

2023年05月14日

服务消费恢复是最大亮点——4月通胀数据点评

宏观研究团队

——宏观经济点评

何宁（分析师）

hening@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

事件：4月CPI同比上涨0.1%，预期0.4%，前值0.7%；PPI同比下跌3.6%，预期-3.3%，前值-2.5%。

● CPI同比涨幅下降，服务消费仍是亮点

CPI同比涨幅下降0.6个百分点至0.1%，环比涨幅回升0.2个百分点至-0.1%。

(1) 食品项：供给充足，蔬菜猪肉价格环比延续下行。4月食品项环比降幅收窄，较上月回升0.4个百分点至-1.0%。蔬菜方面，气温回升、生产改善驱动蔬菜价格季节性下行，往后看，5月蔬菜供给将进入旺季，但节假日催化需求上升，蔬菜价格下降速度大概率放缓。猪肉方面，供给充足而需求端处于消费淡季，猪肉价格震荡下行，预计短期内猪价震荡偏弱运行，中长期仍将处于低位区间。

(2) 非食品项：旅游价格带动非食品环比回升。

4月CPI非食品项环比较上月上升0.1个百分点至0.1%。分项看，环比涨幅较上月明显上行的行业有旅游（反映居民出游持续恢复）、交通工具。涨幅较前月明显下降的行业有家用器具、交通工具用燃料等。季节性上看，明显高于季节性的分项是旅游，指向4月居民出行消费高增。明显低于季节性的分项是交通工具与家用器具，体现商家降价促销的影响。值得一提的是，在5月传统服务消费旺季到来前旅游CPI环比已现超季节性高增，指向服务消费需求恢复强劲。

(3) 核心CPI、服务CPI环比继续回升

4月核心CPI同比与前值持平，仍为0.7%，环比较前值回升0.1个百分点至0.1%。结合服务业PMI连续四个月保持在荣枯线以上、CPI服务环比继续回升、BCI指数为58.8%来看，服务消费仍然旺盛，同时服务业供给仍在改善，中小企业保持高景气修复。此外，与上月相同，核心CPI环比弱于季节性，服务CPI环比好于季节性，两者与季节性差异的持续背离或表明：一方面，我国服务业需求端恢复好于供给端；而另一方面，汽车、家具等地产后周期消费乏力拖累实物消费。后续有待稳定和扩大汽车消费等政策的持续提振与居民收入与信心的进一步恢复，推动实物商品消费回暖。

● PPI同环比降幅均扩大，价格传导有所改善

PPI同比降幅扩大1.1个百分点至-3.6%，环比较上月下降0.5个百分点至-0.5%。

(1) 多重复合指标显示，原材料成本下降，价格传导有所改善。

CPI-PPI同比剪刀差扩大，PPI生活资料-生产资料同比增速差扩大；同时，且更接近原料端的采掘工业与原材料工业同比回落幅度更大，下游产品同比涨幅整体小幅回落。以上复合指标指向企业原材料成本压力减小，价格传导改善。

据我们测算的价格传导指数（CTIC指数）来看，3月中下游行业整体价格传导能力较2月有所改善。价格传导较好的有金属制品、电子设备、农副食品加工、纺织、皮革制品、木材加工、橡胶和塑料制品、汽车制造。

(2) 40个工业行业看，供给充足而需求增速放缓，大宗商品跌多涨少。

能源方面，OPEC+自愿减产提振原油价格，带动国内油气开采业产品价格上升，PPI石油和天然气开采环比由负转正；供给端保持宽松而下游需求温和恢复，PPI煤炭开采和洗选业环比降幅扩大。金属方面，供给充足而需求表现不及预期，黑色、非金属矿价格环比下跌；有色金属价格涨跌互现，需求拉动铝价环比回升，而供给扰动缓解带动铜价环比回落，PPI有色金属矿采选业环比由正转负。

● 预计5月CPI同比小幅回升，PPI同比降幅扩大、接近筑底；无需担忧通缩

预测5月CPI环比回升至0.1%左右，CPI同比涨幅扩大至0.4%左右，全年同比下修至0%-1%之间；5月PPI环比可能小幅下行，同比降幅扩大，全年同比下修至-2.3%左右，不过节奏来看，5月PPI同比接近筑底。服务消费恢复是经济最大亮点，不必过度担忧通缩。总体看，PPI较低与海外需求较差、国内地产数据偏弱、高基数等均有关，但不代表经济面临衰退；需要看到，2023年经济的一大支撑亮点在于服务消费，我们提示关注核心CPI，服务消费的高斜率恢复与地产不景气导致的实物消费疲软形成对冲，核心CPI环比仍呈回升态势，预计后续服务消费将维持上行态势，带动核心CPI、服务CPI继续温和回升，无需担忧通缩和衰退问题。

● 风险提示：政策变化超预期；疫情演变超预期。

相关研究报告

《居民降杠杆下的经济新均衡与消费新时代—宏观经济点评》-2023.5.12

《核心通胀黏性或支撑美联储短期不降息——美国4月CPI点评—宏观经济点评》-2023.5.11

《出口增速或将延续“浅回落”——4月进出口数据点评—宏观经济点评》-2023.5.10

目 录

1、 CPI 同比涨幅下降，服务消费仍是亮点	3
1.1、 食品项：供给充足，蔬菜猪肉价格环比延续下行	3
1.2、 非食品项：旅游价格带动非食品环比回升	4
1.3、 核心 CPI、服务 CPI 环比继续回升	4
2、 PPI 同环比降幅均扩大，价格传导有所改善	6
2.1、 多重复合指标显示，原材料成本下降，价格传导有所改善	6
2.2、 供给充足而需求增速放缓，大宗商品跌多涨少	6
3、 后续通胀预测：5 月 CPI 同比小幅回升，PPI 同比降幅扩大、接近筑底	8
3.1、 CPI 预测：预计 5 月 CPI 同比小幅回升	8
3.2、 PPI 预测：预计 5 月 PPI 同比降幅扩大，但接近筑底	8
3.3、 服务消费恢复是经济最大亮点，不必过度担忧通缩	8
4、 风险提示	9

图表目录

图 1： 受同期高基数影响，2023 年 4 月 CPI 同比下滑	3
图 2： 2023 年 4 月食品价格环比降幅收窄	3
图 3： 2023 年 4 月旅游 CPI 环比继续回升	4
图 4： 2023 年 4 月旅游价格环比好于季节性	4
图 5： 2023 年 4 月服务 CPI 同比继续回升	5
图 6： 2023 年 4 月服务业 PMI 与 BCI 指数环比有所回落	5
图 7： 截至 2023 年 3 月行业细项 CTIC 在历史上的分位数	7
图 8： 受 2022 年高基数影响，PPI 同比持续下滑	7
图 9： PPI 重点工业品环比跌多涨少	7
图 10： CPI 和 PPI 预测	9
图 11： CPI-PPI 预测	9

4月CPI同比上涨0.1%，预期0.4%，前值0.7%；PPI同比下跌3.6%，预期-3.3%，前值-2.5%。

1、CPI同比涨幅下降，服务消费仍是亮点

4月CPI同比涨幅下降0.6个百分点至0.1%，环比涨幅回升0.2个百分点至-0.1%。CPI数据显示4月服务消费延续修复趋势，带动非食品CPI环比回升。食品CPI环比仍为负增长，主因蔬菜、猪肉供给较为充足。而核心CPI、服务CPI与季节性差异的背离或表明：一方面，我国服务业需求端恢复好于供给端；而另一方面，汽车、家具等地产后周期消费乏力拖累实物消费，后续有待稳定和扩大汽车消费等政策的持续提振与居民收入与信心的恢复，推动实物商品消费回暖。

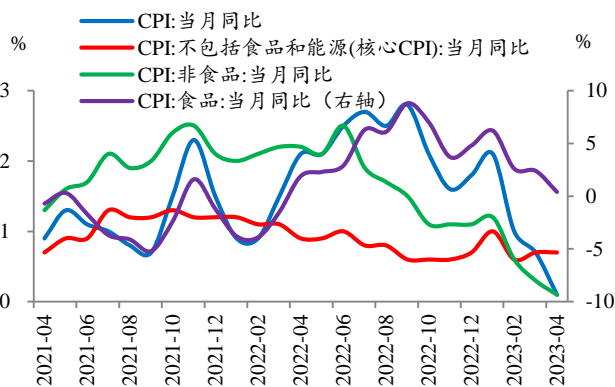
1.1、食品项：供给充足，蔬菜猪肉价格环比延续下行

4月食品项环比降幅收窄，较上月回升0.4个百分点至-1.0%。蛋类、鲜果价格环比由正转负，水产品价格环比由负转正，猪肉、鲜菜价格环比跌幅较上月收窄。

蔬菜方面，随气温回升，蔬菜生产持续改善，价格季节性下行，4月CPI鲜菜环比跌幅较上月收窄1.1个百分点至-6.1%。往后看，5月蔬菜供给将进入旺季，但节假日催化需求上升，蔬菜价格下降速度大概率放缓。高频指标看，截至5月10日的28种重点监测蔬菜平均批发价环比较上月上升0.5%。

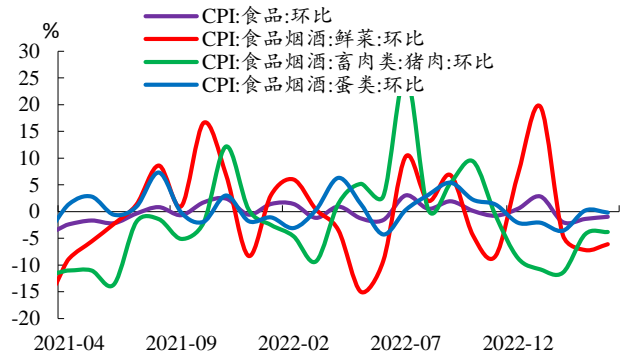
猪肉方面，供给端产能充足而需求端处于消费淡季，猪肉价格震荡下行，4月CPI猪肉环比跌幅收窄0.4个百分点至-3.8%。长期看，能繁母猪存栏量于2022年4月至12月连续上升8个月，中长期供给偏宽；短期看，一方面，上半年供给充裕，猪价仍有下行压力；另一方面，猪肉消费恢复速度偏慢，需求端支撑动能有限。总体看，预计短期内猪价震荡偏弱运行，中长期仍将处于低位区间。

图1：受同期高基数影响，2023年4月CPI同比下滑



数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：2023年4月食品价格环比降幅收窄



数据来源：Wind、开源证券研究所

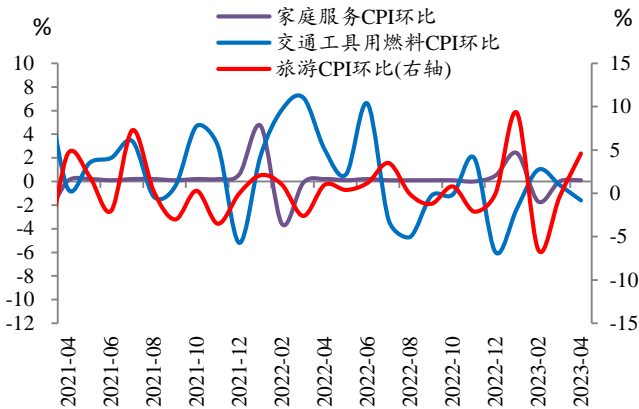
1.2、非食品项：旅游价格带动非食品环比回升

4月CPI非食品项环比较上月上升0.1个百分点至0.1%。分项看，环比回升主要源于旅游价格上行。

(1) 与上月相比，环比涨幅明显上行的行业有旅游（环比由负转正，较上月上升5个百分点至4.6%，反映居民出游持续恢复）、交通工具（环比较上月收窄0.7个百分点至-1.3%）。涨幅较前月明显下降的行业有家用器具（环比由正转负，较上月下降1个百分点至-0.6%）、交通工具用燃料（环比较上月下降1.3个百分点至-1.6%）等。

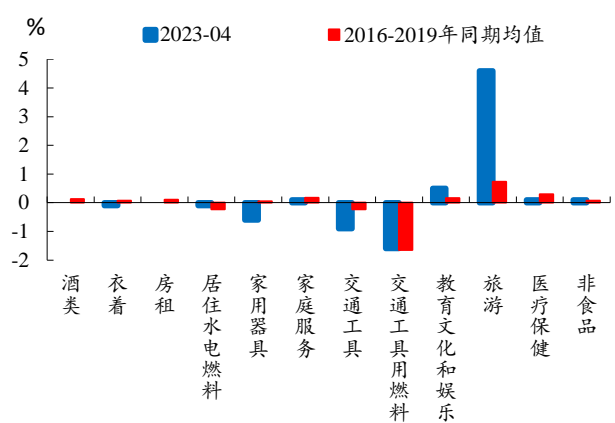
(2) 与环比的季节性规律（指疫情前2016-2019年同期均值，下同）相比，明显高于季节性的分项是旅游，指向4月居民出行消费高增。明显低于季节性的分项是交通工具与家用器具，体现商家降价促销影响。值得一提的是，在5月传统服务消费旺季到来前旅游CPI环比已现超季节性高增，反映服务消费需求恢复强劲。

图3：2023年4月旅游CPI环比继续回升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：2023年4月旅游价格环比好于季节性

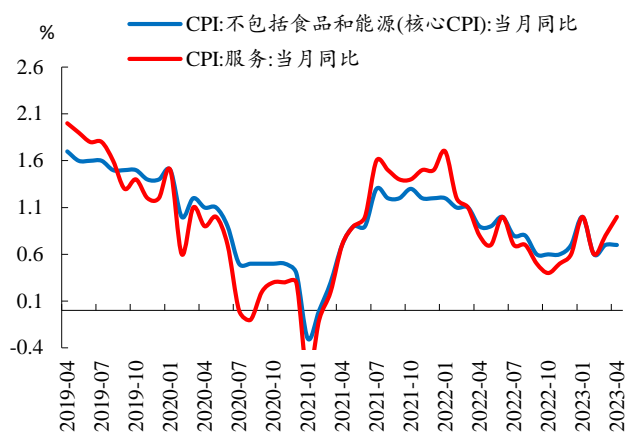


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.3、核心CPI、服务CPI环比继续回升

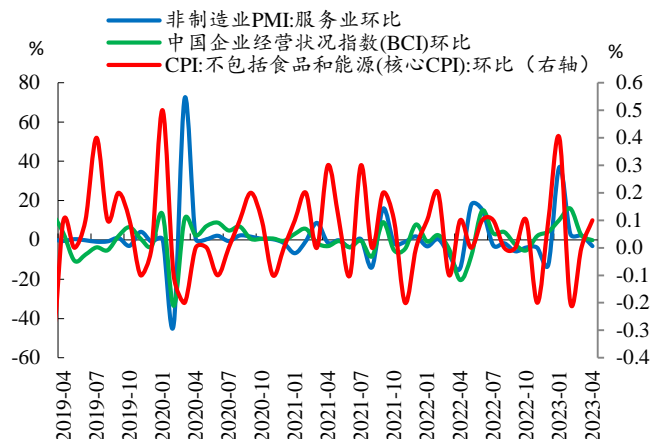
4月剔除食品和能源的核心CPI同比与前值持平，仍为0.7%，环比较前值回升0.1个百分点至0.1%。结合服务业PMI连续四个月保持在荣枯线以上，CPI服务环比继续回升0.2个百分点至0.3%，中国企业经营状况指数(BCI)略降0.1个百分点至58.8%来看，服务消费仍然旺盛，同时服务业供给仍在改善，中小企业保持高景气修复。此外，与上月相同，核心CPI环比弱于季节性，服务CPI环比好于季节性，两者与季节性差异的持续背离或表明：一方面，我国服务业需求端恢复好于供给端；而另一方面，汽车、家具等地产后周期消费乏力拖累实物消费。后续有待稳定和扩大汽车消费等政策的持续提振与居民收入与信心的进一步恢复，推动实物商品消费回暖。

图5：2023年4月服务CPI同比继续回升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：2023年4月服务业PMI与BCI指数环比有所回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

2、PPI 同环比降幅均扩大，价格传导有所改善

4 月 PPI 同比降幅扩大 1.1 个百分点至-3.6%，环比较上月下降 0.5 个百分点至-0.5%。

2.1、多重复合指标显示，原材料成本下降，价格传导有所改善

(1) CPI-PPI 同比剪刀差扩大，4 月较前值上升 0.5 个百分点至 3.7%，指向上游价格回落带来成本下降。PPI 生活资料-生产资料同比增速差扩大 0.8 个百分点至 5.1%；PPI-PPIRM 同比由负转正，较上月回升 0.9 个百分点至 0.2%；同时，受 2022 年同期高基数影响，上游的采掘工业、原材料工业、加工工业同比涨幅较前值回落，且更接近原料端的采掘工业与原材料工业同比回落幅度更大，下游产品同比涨幅整体小幅回落。综合以上复合指标，若以同比为衡量基准，上游原材料成本下降速度快于下游消费品，企业原材料成本压力持续减小，价格传导有所改善。

(2) 根据我们测算的价格传导指数（CTIC 指数）来看，中下游行业价格传导较上月整体有所改善，但仍有一部分行业价格传导受阻。截至 3 月，价格传导较好的有金属制品、电子设备、农副食品加工、纺织、皮革制品、木材加工、橡胶和塑料制品、汽车制造。其余中下游行业则价格传导仍然存在一定梗阻。

2.2、供给充足而需求增速放缓，大宗商品跌多涨少

(1) 能源方面，OPEC+自愿减产提振原油价格，带动国内油气开采业产品价格上升，PPI 石油和天然气开采环比由负转正；供给端保持宽松而下游需求增速放缓，PPI 煤炭开采和洗选业环比降幅扩大。

4 月 OPEC+宣布自愿减产，提振国际原油价格，布伦特原油期货价格 4 月环比回升 5.5%，WTI 原油期货环比回升 8.3%，带动国内油气开采业产品价格上升。PPI 石油和天然气开采业环比由负转正，较上月上升 1.4 个百分点至 0.5%，而受传导时间与调价机制影响，PPI 石油加工环比降幅较上月有所扩大。

煤炭价格环比继续回落。动力煤方面，经济修复较为温和，工业端需求增速放缓，供给端保供基调未变，叠加进口量保持高位，秦皇岛动力末煤 4 月期货价格环比下降 8.4%，预计后续需求平稳增长，供给保持宽松，供需双强下价格将震荡运行；焦煤方面，供给端维持宽松，需求端下游铁水见顶预期对价格形成压制。总体看，PPI 煤炭开采和洗选业环比降幅较上月扩大 2.8 个百分点至-4.0%。

(2) 金属方面，供给充足而需求表现不及预期，黑色、非金属矿价格环比下跌；有色金属价格涨跌互现，线缆行业需求回升带动铝价环比回升，而供给扰动缓解带动铜价环比回落，PPI 有色金属矿采选业环比由正转负。

黑色方面，供给端产能充足而需求端表现平淡，螺纹钢价格持续下跌，PPI 黑色金属矿采选业环比由正转负，较上月下降 2.5 个百分点至-0.1%，PPI 黑色金属冶炼及压延加工业环比由正转负，较上月下降 2.3 个百分点至-1%。

有色方面，美国经济衰退忧虑有所回升，国内基建表现较好但制造业恢复速度偏慢，拉美铜矿供应扰动缓解，铝线缆行业受终端电网需求带动，开工回升，云南地区延续限产影响铝材供给，有色价格涨跌互现，国际铜月均期货价环比回落 0.3%，铝月均期货价环比回升 1.5%，PPI 有色金属矿采选业环比较上月下降 2.1 个百分点至

-0.6%，PPI 有色金属冶炼及压延加工业环比上月回升 0.5 个百分点至 0.2%。

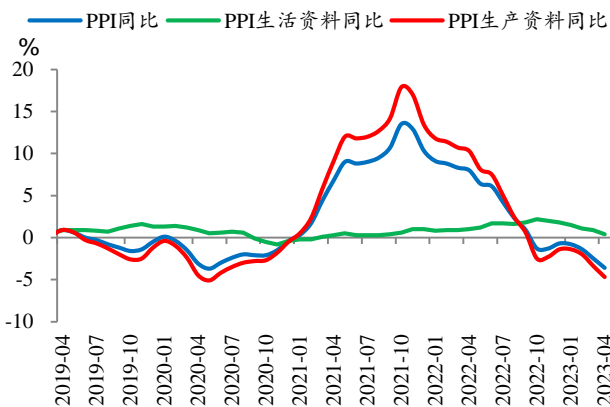
非金属矿方面，成本端煤炭价格持续下行，需求表现疲软，4 月水泥价格回落，带动 PPI 非金属矿物制品业环比上月下降 0.1 个百分点至 -0.1%。

图7：截至 2023 年 3 月行业细项 CTIC 在历史上的分位数

历史分位数 (2003年以来)	2022-01	2022-02	2022-03	2022-04	2022-05	2022-06	2022-07	2022-08	2022-09	2022-10	2022-11	2022-12	2023-01	2023-02	2023-03	迷你图
煤炭开采和洗选产品	68.60%	65.80%	73.20%	74.60%	72.20%	70.60%	73.30%	76.70%	84.40%	77.80%	65.00%	26.50%	2.40%	2.40%	19.60%	
石油和天然气开采产品	71.30%	74.40%	81.40%	81.90%	84.10%	87.20%	88.50%	92.40%	95.70%	98.30%	99.50%	0.40%	1.60%	44.40%	83.10%	
黑色金属矿采选产品	8.00%	7.90%	7.80%	12.30%	1.50%	1.40%	94.10%	88.40%	87.10%	81.60%	80.50%	91.70%	85.10%	68.00%	51.30%	
有色金属矿采选产品	50.00%	52.30%	54.60%	55.30%	54.50%	44.70%	42.60%	42.00%	44.20%	87.30%	94.40%	90.40%	95.90%	98.60%	6.50%	
非金属矿采选产品	46.00%	46.30%	45.20%	43.30%	46.10%	48.00%	57.60%	67.00%	87.80%	96.60%	97.90%	95.00%	99.10%	2.40%	5.30%	
石油、煤炭及其他燃料加工业	64.70%	56.70%	53.40%	70.80%	60.20%	51.40%	53.80%	48.50%	43.60%	32.20%	35.00%	73.80%	95.40%	4.50%	22.10%	
化学原料及化学制品制造业	61.20%	53.90%	28.10%	21.50%	24.20%	25.30%	22.00%	7.20%	5.70%	98.50%	93.00%	97.20%	90.50%	89.30%	80.20%	
化学纤维制造业	12.90%	9.50%	4.60%	4.60%	10.60%	11.90%	11.70%	8.60%	28.50%	47.80%	70.80%	73.90%	62.10%	16.00%	18.40%	
非金属矿物制品业	61.70%	60.60%	57.70%	48.40%	44.00%	34.80%	36.40%	35.40%	3.30%	97.40%	97.50%	97.90%	97.10%	96.70%	93.00%	
黑色金属冶炼及压延加工业	53.20%	44.40%	29.60%	24.60%	15.10%	5.90%	95.50%	91.30%	92.80%	92.90%	94.40%	95.80%	93.20%	92.00%	67.10%	
有色金属冶炼及压延加工业	48.30%	49.20%	40.60%	24.60%	16.60%	14.90%	10.20%	4.30%	95.70%	91.50%	91.60%	93.10%	90.50%	89.30%	84.20%	
废弃资源和废旧材料回收加工业	51.90%	51.60%	51.40%	50.20%	48.00%	47.30%	0.40%	95.30%	90.60%	81.30%	77.30%	78.80%	75.60%	73.00%	68.60%	
电力、热力生产和供应	66.90%	72.70%	69.30%	70.80%	81.60%	84.20%	86.40%	93.60%	96.20%	97.90%	97.00%	95.80%	93.80%	94.60%	0.80%	
燃气生产和供应	64.70%	64.00%	73.20%	78.90%	79.40%	77.80%	80.50%	82.20%	82.30%	89.50%	90.80%	82.10%	95.00%	0.40%	12.70%	
水的生产和供应	35.60%	33.70%	35.30%	35.60%	35.00%	32.70%	34.70%	38.80%	39.40%	41.40%	47.50%	69.20%	16.90%	23.00%	28.20%	
金属制品	91.30%	90.00%	91.80%	92.20%	94.80%	95.70%	3.30%	16.00%	23.90%	29.20%	52.50%	71.30%	74.70%	81.80%	77.00%	
通用设备制造业	72.90%	72.30%	70.90%	67.20%	81.70%	83.40%	96.00%	11.60%	16.10%	20.60%	20.40%	22.50%	29.80%	25.90%	23.50%	
专用设备制造业	79.50%	75.60%	78.20%	80.00%	82.50%	88.10%	96.00%	13.90%	18.40%	31.20%	23.40%	27.00%	41.00%	27.40%	41.10%	
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	78.20%	84.40%	88.30%	89.20%	94.80%	96.10%	97.40%	98.70%	7.90%	13.30%	12.00%	5.80%	9.90%	13.10%	22.90%	
电气机械及器材制造业	72.60%	74.00%	76.20%	76.80%	79.00%	80.40%	86.80%	97.80%	1.20%	5.00%	4.10%	2.90%	6.10%	9.00%	11.40%	
计算机、通信和其他电子设备制造业	25.20%	25.90%	23.70%	21.80%	23.50%	25.10%	20.30%	5.00%	0.40%	92.80%	78.30%	74.20%	2.80%	30.00%	20.90%	
仪器仪表	75.60%	74.40%	68.10%	75.10%	82.90%	88.00%	90.20%	94.00%	99.50%	1.20%	0.40%	99.50%	2.00%	4.90%	5.70%	
其他制造产品	41.20%	43.90%	49.00%	46.80%	50.40%	57.30%	61.70%	88.70%	99.00%	4.60%	9.20%	7.30%	13.30%	15.90%	25.00%	
金属制品、机械和设备修理服务	33.60%	30.80%	32.20%	29.60%	66.60%	77.90%	91.40%	95.30%	2.30%	12.20%	9.80%	5.20%	8.20%	13.30%	16.90%	
农副食品加工业	14.50%	12.60%	21.80%	40.00%	45.40%	53.70%	57.30%	60.80%	62.80%	67.60%	69.40%	68.40%	70.20%	73.30%	84.20%	
食品制造业	88.70%	93.60%	87.50%	61.50%	56.00%	50.70%	45.50%	43.40%	38.50%	36.60%	33.30%	26.00%	21.60%	1.30%	1.30%	
酒、饮料和精制茶制造业	17.70%	14.20%	20.30%	24.60%	24.20%	23.80%	17.60%	39.10%	44.20%	63.30%	75.00%	78.00%	87.80%	90.60%	1.30%	
烟草制品	66.10%	66.80%	67.10%	67.60%	65.10%	61.10%	64.70%	71.00%	71.40%	77.40%	4.10%	12.30%	2.70%	6.60%	14.40%	
纺织业	69.10%	70.50%	76.70%	76.30%	71.30%	68.00%	70.70%	72.50%	47.40%	36.80%	73.30%	86.70%	90.00%	92.50%	83.10%	
纺织服装服饰业	27.40%	26.90%	20.30%	23.00%	36.30%	70.10%	76.40%	89.80%	94.20%	98.50%	4.10%	4.10%	8.10%	9.30%	9.20%	
皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业	41.90%	41.20%	35.90%	26.10%	31.80%	47.70%	50.00%	68.10%	74.20%	77.40%	88.80%	89.00%	90.50%	96.00%	98.60%	
木材加工和木、竹、藤、棕、草制品业	58.00%	57.10%	64.00%	64.60%	66.60%	64.10%	63.20%	78.20%	85.70%	2.80%	41.60%	36.90%	68.90%	80.00%	69.70%	
家具	48.30%	52.30%	50.00%	50.70%	72.70%	82.00%	83.80%	86.90%	95.70%	4.20%	11.10%	13.60%	17.50%	18.60%	18.40%	
造纸和纸制品	17.70%	9.50%	7.80%	9.20%	7.50%	8.90%	14.70%	20.20%	5.70%	16.90%	34.70%	39.70%	35.10%	37.30%	39.40%	
印刷和记录媒介复制业	77.40%	79.30%	82.80%	81.50%	66.60%	79.10%	79.40%	86.90%	94.20%	2.80%	11.10%	17.80%	37.80%	58.60%	34.20%	
文体、工美、体育和娱乐用品制造业	72.50%	77.70%	87.50%	86.10%	87.80%	92.50%	92.60%	95.60%	98.50%	21.10%	22.20%	15.00%	18.90%	26.60%	32.80%	
医药制造业	40.30%	46.00%	46.80%	46.10%	45.40%	49.20%	50.00%	49.20%	55.70%	12.60%	58.30%	54.70%	9.40%	34.60%	44.70%	
橡胶和塑料制品业	38.70%	38.00%	34.30%	29.20%	28.70%	25.30%	20.50%	11.50%	10.00%	92.90%	94.40%	94.50%	94.50%	92.00%	89.40%	
汽车制造业	50.00%	57.10%	62.50%	63.00%	63.60%	58.20%	70.50%	33.30%	61.40%	50.70%	63.80%	65.70%	67.50%	72.00%	71.00%	

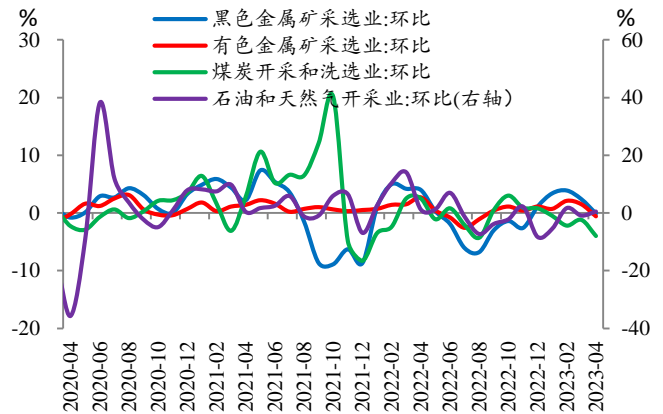
数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：受 2022 年高基数影响，PPI 同比持续下滑



数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：PPI 重点工业品环比跌多涨少



数据来源：Wind、开源证券研究所

3、后续通胀预测:5月CPI同比小幅回升,PPI同比降幅扩大、接近筑底

3.1、CPI预测:预计5月CPI同比小幅回升

高频数据看,截至5月11日农产品批发价格200指数较上月总体有所下滑,环比回落2.0%,蔬菜价格仍处于下行区间,猪肉价格底部震荡,未来食品CPI或将小幅下降;国内节后供给端修复速度较快,消费需求将随经济回暖而继续恢复,非食品暂按略高于季节性(2016-2019年同期均值)假设,考虑成品油价格5月的调整,初步预测5月CPI环比回升至0.1%左右,带动CPI同比涨幅回升至0.4%左右。再往后,蔬菜价格将回落至正常区间,猪价上半年难有大幅上涨,下游接触性服务消费需求持续修复,核心通胀将继续温和回升,非食品消费表现可能与季节性相似,后续CPI同比预计先下后上,受基数因素等影响,全年预测我们下修至0%-1%之间。

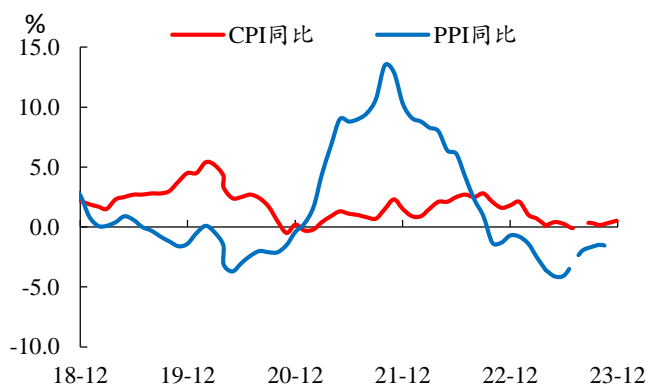
3.2、PPI预测:预计5月PPI同比降幅扩大,但接近筑底

高频数据看,5月上旬大宗商品价格有所下滑,截至5月11日的南华工业品指数较上月环比下滑5.6%,截至5月10日的CRB现货指数环比较上月下滑0.5%,而国内动力煤价格较4月继续降低,以此推断5月PPI环比下行(目前预测环比-0.5%),叠加2022年同期基数较高,预计PPI同比降幅扩大(目前预测同比-4.1%)。往后看,受高基数影响,全年PPI同比可能整体处于通缩区间,全年同比下修至-2.3%左右。不过,国内疫情达峰后经济修复,基建端有望持续形成实物工作量,需求持续回升,因此PPI通缩幅度预计不大,从趋势上看,5月PPI同比应会筑底。

3.3、服务消费恢复是经济最大亮点,不必过度担忧通缩

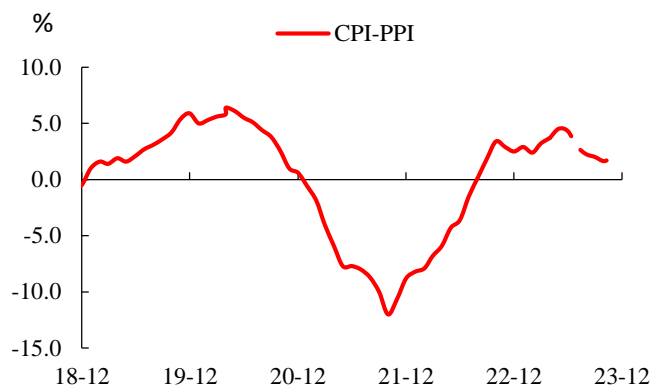
拆分来看,当前海外需求衰退、国内煤炭供给约束放松、2022年同期大宗商品价格高企与华东疫情导致的高基数、猪价处于下行周期对我国当前CPI、PPI影响较大:海外需求衰退导致当前原油、铁矿石、煤炭等大宗商品价格下行,国内保供政策则放松了煤炭供给端约束,且进口煤炭数量大幅抬升,而2022年海外大宗价格高企、华东疫情分别导致同期PPI、食品与必需品CPI基数较高,多方面因素叠加,导致当前总体CPI、PPI同比数据较低。总体看,PPI较低与海外需求较差、国内地产数据偏弱、高基数等均有关,但不代表经济面临衰退;需要看到,2023年经济的一大支撑亮点在于服务消费,我们提示关注核心CPI,服务消费的高斜率恢复与地产不景气导致的实物消费疲软形成对冲,核心CPI环比仍呈回升态势,预计后续服务消费将维持上行态势,带动核心CPI、服务CPI继续温和回升,无需担忧通缩和衰退问题。

图10: CPI和PPI预测



数据来源: Wind、开源证券研究所 虚线表示预测值

图11: CPI-PPI预测



数据来源: Wind、开源证券研究所 虚线表示预测值

4、风险提示

政策变化超预期; 疫情演变超预期。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

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。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。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。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，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。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn