

**分析师：周君芝**

执业证号：S0100521100008

电话：15601683648

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

5月11日，统计局公布物价数据，4月PPI同比-3.6%，CPI同比0.1%，分别较前值走低1.1和0.6个百分点。

5月11日，央行公布4月金融数据，4月新增社融1.2万亿，同比多增2729亿元。4月社融余额同比10%，较前值持平；4月M1同比5.3%，较前值走高0.2个百分点；M2同比12.4%，较前值走低0.3个百分点。

### ➤ 虽有预期准备，但4月通胀多个分项走弱，超市场预期。

一季度需求冲高之后，二季度需求归于平淡，经济环比动能较一季度走弱。加上海外经济尚未走完衰退进程，市场对二季度基本面预期偏弱。

目前市场对物价给出一致性判断，不论是工业品还是居民消费品，未来均处弱势。弱预期之下，市场准备好迎接4月PPI和CPI同比较3月下行。

### 令人意外的是4月通胀表现弱于市场预期。

除了服务消费之外，4月通胀均有所走弱。而在所有分项之中，市场最关心的核心通胀，本月环比0.1%，持平于2022年同期。这是一个偏低的读数，毕竟去年4月长三角疫情导致经济走弱。

3月以来工业品价格下跌，3月市场已经完成了强预期向弱预期调整。即便如此，4月PPI同比-3.6%，还是弱于之前市场预期。从结构上看，4月PPI超预期下行主因生活资料价格下行较快。

**核心通胀低位徘徊，生活资料价格下行较快，它描绘的宏观场景是居民支出拮据，收入预期偏弱，居民部门现金流并不乐观。**

### ➤ 中国式通缩有两个层次，比物价通缩更糟糕的是资产负债表萎缩。

自从2月CPI同比走低之后，市场掀起一轮中国式通缩的探讨。单就通胀数据本身而言，市场判断今年1-4月中国处于通缩状态。

**真正的通缩有两个层次，第一个层次是实体物价通缩，第二个层次是金融资产负债收缩。**

就实体物价数据而言，我们的确可以将今年开年以来经济状态定义为物价层面通缩。历史经验表明，PPI同比小于零，CPI同比低于1，这是典型的物价通缩。

但就金融资产负债表而言，一季度金融数据扩张，居民信贷改善，表征私人部门资产负债表较去年有明显改善。

**正因为看到一季度金融扩张，尤其是居民部门信贷改善，我们认为一季度尚不能判断为经济意义上的通缩。**

### 相关研究

1.宏观事件点评：存款利率上限再次下调是什么信号？-2023/05/11

2.美国4月CPI数据点评：美国通胀脱敏-2023/05/11

3.宏观专题研究：直觉与反直觉（七）：出口额与交货值背离的谜底-2023/05/10

4.2023年4月出口数据点评：平庸出口背后的三点疑惑-2023/05/09

5.宏观调研系列之三：广交会下的出口群像-2023/05/08

**这里有一个问题，判断是否通缩，为什么不能简单观察物价，而需要结合金融资产负债表来综合考量？**

因为真正的通缩意味着经济持续低迷。这种低迷并非简单的需求走软，而是一种低利率政策也难刺激需求扩张的状态，“流动性陷阱”就是这种状态的绝佳标注。更为重要的是，通缩并非稳态，需求收缩和预期降温，两者会相呼叠加并形成螺旋循环，从而将经济拖入深度衰退。

现代信用货币体系之下，真正的通缩往往伴随资产负债表损伤。这也是为何资产负债表是否稳定，才是我们判断通缩的内在标准。

**判断经济是否处于通缩状态，物价不是最重要的，重要的是资产负债表能否企稳。换言之，比物价通缩更糟糕的是资产负债表萎缩。**

#### ➤ **4月居民信贷再度同比负增，居民对地产信心仍不足。**

今年一季度社融数据给了市场很多惊喜，除了总量增速反弹之外，重要的是居民信贷显著修复。和一季度居民信贷相应，今年2-3月新房和二手房销售面积明显回升，高峰时期，地产销售面积甚至高于2021年同期水平。

**进入4月，地产销售降温，居民信贷走弱。我们曾经给出测算，当前地产远不能判断为供给过剩，影响当下地产销售的主因在于居民对地产信心不足。**

一个印证指标是去年以来居民存款持续高增，居民部门避险偏好极高。

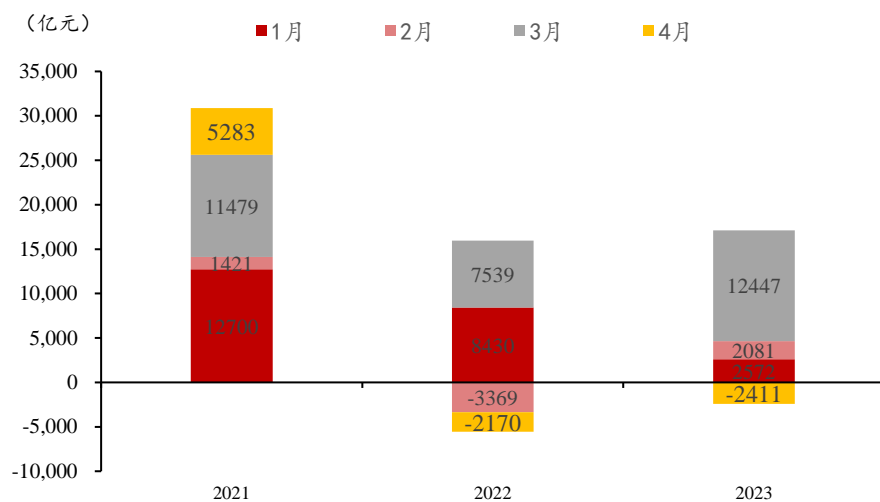
如果地产再度滑向衰退，中国资产负债表难言企稳，货币宽松走不出“流动性陷阱”，刺激政策无法有效撬动私人部门需求，这也是去年中国经历的现实。

虽然今年一季度物价给出的信号并不乐观，但当时数据上远没有到达通缩的状态。4月地产销售下滑，居民信贷同比负增，当前数据上更加接近通缩的状态。

**如何避免一次真正的通缩？关键是修复私人部门的信心。相较一季度交易实际数据，二季度宏观交易关键或许再度回归到政策。**

#### ➤ **风险提示：**地产修复不及预期；海外衰退超预期；国内政策调控超预期。

图1：2021年至2023年1-4月居民信贷表现



资料来源: wind, 民生证券研究院

## 分析师承诺

本报告署名分析师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注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026