

国开证券
CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

通胀短期或将继续低位徘徊

—4月物价数据点评

2023年5月11日

分析师:

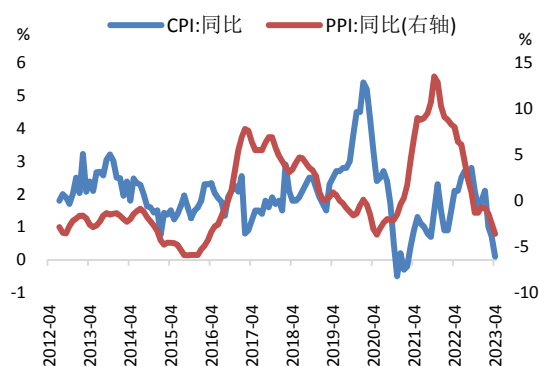
杜征征

执业证书编号: S1380511090001

联系电话: 010-88300843

邮箱: duzhengzheng@gkzq.com.cn

CPI与PPI



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

南华工业品指数



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

相关报告

1.《通胀低于预期 短期或低位徘徊—3月物价数据点评》

内容提要:

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

CPI方面，有几点需要关注：一是基数因素持续拖累CPI同比涨幅，但剔除基数因素后的CPI四年平均增速为1.6%，较3月回落0.1个百分点，再创2018年下半年以来最低。二是总体服务类价格持续反弹但力度低于疫情前，其四年平均增速持平于3月（0.8%），自2022年8月以来一直徘徊在0.8%左右，而疫情前均在2%之上。三是核心CPI低位持平，无论是当月同比还是四年平均增速，仍远低于疫情前，甚至低于今年1月。四是年初以来肉类价格对CPI的拉动趋弱，若未来涨幅进一步放缓则可能对CPI形成拖累。

综合而言，4月CPI、PPI再度双双走弱并低于预期，印证终端需求温和复苏。从CPI看，虽然近期服务业部分领域较快修复，但需求整体温和复苏，叠加2022年高基数效应显现，其涨幅持续低于市场预期。展望未来，2022年5-9月CPI基数走高将拖累其未来走势，若国内需求修复程度不及预期，则CPI短期继续在低位徘徊。从PPI看，翘尾因素、短期库存去化等因素继续拖累其走势，预计二季度继续低位徘徊。维持此前判断，偏弱的CPI与PPI组合将拖累二季度综合物价指数走弱，叠加美联储加息或进入尾声，国内货币政策将相机抉择且存有宽松可能。

风险提示：央行超预期调控，通胀超预期，贸易摩擦升温，金融市场波动加大，经济复苏不及预期，国内外疫情超预期变化，中美关系全面恶化风险，国际经济形势急剧恶化，俄乌冲突升级风险，台海局势不确定性风险，海外黑天鹅事件等。

事件：国家统计局 5 月 11 日公布的数据显示，4 月 CPI 同比 0.1%，预期 0.4%，前值 0.7%；PPI 同比-3.6%，预期-3.3%，前值-2.5%。

点评：4 月 CPI、PPI 再度双双走弱并低于预期，印证终端需求温和复苏。从 CPI 看，虽然近期服务业部分领域较快修复，但需求整体温和复苏，叠加 2022 年高基数效应显现，其涨幅持续低于市场预期。展望未来，2022 年 5-9 月 CPI 基数走高将拖累其未来走势，若国内需求修复程度不及预期，则 CPI 短期继续在低位徘徊。从 PPI 看，翘尾因素、短期库存去化等因素继续拖累其走势，预计二季度继续低位徘徊。维持此前判断，偏弱的 CPI 与 PPI 组合将拖累二季度综合物价指数走弱，叠加美联储加息或进入尾声，国内货币政策将相机抉择且存有宽松可能。

1、基数因素持续拖累 CPI，食品与非食品价格均略弱于季节性，核心 CPI 低位持平

4 月 CPI 同比上涨 0.1%，弱于市场预期（0.4%）。从环比看，4 月 CPI 环比回落 0.1%，与历史（2011-2019 年，下同）同期均值一致。从同比看，食品烟酒类价格同比上涨 0.8%，影响 CPI 上涨约 0.21 个百分点。食品中，鲜果价格上涨 5.3%，影响 CPI 上涨约 0.11 个百分点；畜肉类价格上涨 2.2%，影响 CPI 上涨约 0.07 个百分点，其中猪肉价格上涨 4.0%，影响 CPI 上涨约 0.05 个百分点；蛋类价格上涨 1.2%，影响 CPI 上涨约 0.01 个百分点；粮食价格上涨 1.1%，影响 CPI 上涨约 0.02 个百分点；鲜菜价格下降 13.5%，影响 CPI 下降约 0.33 个百分点；水产品价格下降 0.9%，影响 CPI 下降约 0.02 个百分点。在 4 月 0.1% 的 CPI 同比涨幅中，2022 年价格变动的翘尾影响约为 0.3 个百分点，新涨价影响约为-0.2（3 月为 0）个百分点。

基数因素持续拖累 CPI 同比涨幅。2022 年 1-2 月 CPI 均为 0.9%，3 月 CPI 跳涨至 1.5%，4 月进一步涨至 2.1%。不过，剔除基数因素后的 CPI 四年平均增速为 1.6%，较 3 月回落 0.1 个百分点，再创 2018 年下半年以来最低。

食品价格略弱于季节性表现。4 月食品价格环比回落 1.0%，主因供给增加等，稍弱于历史同期均值（-0.8%）；2-4 月累计回落 4.4%，大幅弱于历史同期均值（增长 0.2%）。

肉类价格连续 5 个月环比回落。4 月肉禽及其制品价格环比回落 1.9%，弱于历史同期均值（-1.2%）；同比上涨 2.2%，为近 10 个月次低。其中，受生猪产能充足、消费淡季等因素影响，猪肉价格环比回落 3.8%，亦弱

于历史同期均值(-2.4%); 同比上涨 4.0%, 较 3 月回落 5.6 个百分点。从同比拉动作用看, 2-4 月肉类(含猪肉)对 CPI 影响仅在 0.05-0.14 个百分点左右徘徊。维持此前判断, 短期猪肉价格或保持低位波动, 下半年受旺季到来、消费逐步修复叠加供给可能回落等影响, 猪肉价格存有上涨可能, 不过 2022 年 5-11 月猪肉价格结束了此前近 1 年的底部徘徊转而持续上行, 基数效应反转或一定程度上拖累未来猪肉价格同比涨幅。

其他食品价格跌多涨少, 粮食价格继续小降。4 月鲜菜和鲜果大量上市, 价格环比分别下降 6.1%和 0.7%, 仅有水产品(0.5%)和奶制品(0.2%)上涨。值得注意的是, 虽然当前包括餐饮业在内的服务业回升显著, 但今年 1-4 月粮食类价格环比变化为-0.2%, 为 2008 年以来最低(此前均为正增长)。对比国际价格, 4 月 FAO 食品价格结束此前 12 连降转而反弹 0.2%。

非食品价格略弱于季节性表现。4 月非食品价格环比增长 0.1%, 稍弱于历史同期均值(0.2%)。分项数据 3 涨 2 平 2 降。其中, 其他用品及服务、教育文化娱乐、医疗保健价格分别上涨 1.0%、0.5%和 0.1%; 居住、生活用品及服务价格均持平; 交通通信、衣着价格分别下降 0.4%和 0.1%。非食品中, 小长假期间出行需求增加, 交通工具租赁费、飞机票、宾馆住宿和旅游价格均有上涨, 涨幅在 4.6-8.1%之间; 受国际原油价格波动影响, 国内汽油和柴油价格均下降 1.7%; 商家降价促销, 燃油小汽车、新能源小汽车和家用器具价格分别下降 1.0%、0.9%和 0.6%。

总体服务类价格持续反弹但力度低于疫情前。4 月服务类价格环比上涨 0.3%, 与历史同期均值一致。同比增长 1.0%, 较 3 月提高 0.2 个百分点; 不过四年平均增速持平于 3 月(0.8%), 自 2022 年 8 月以来一直徘徊在 0.8%左右, 而疫情前均在 2%之上。

核心 CPI 低位持平。4 月除去食品与能源的核心 CPI 同比上涨 0.7%, 与 3 月持平。从四年平均增速角度看, 疫情前在 1.5-2.0%区间波动, 2022 年 9 月跌破 1%, 今年 4 月(0.85%)略高于 3 月(0.82%), 但并未突破今年 1 月高位(0.85%)。

综合而言, 虽然近期服务业部分领域较快修复, 但终端需求整体仍属温和复苏, 叠加 2022 年高基数效应显现, CPI 涨幅持续低于市场预期。展望未来, 2022 年 5-9 月 CPI 基数走高将拖累未来走势, 若国内需求修复程度不及预期, 则 CPI 短期继续在低位徘徊。维持二季度 CPI 为年内最低、下半年有所抬升的判断。

2、PPI 跌幅超预期扩大

受国际大宗商品价格波动、国内外市场需求总体偏弱及较高基数等因素影响，PPI 超预期回落。4 月 PPI 环比持平，同比下降 3.6%，弱于市场预期（下降 3.3%），降幅较 3 月扩大 1.1 个百分点。PPIRM 环比下降 0.7 个百分点，同比降幅则较 2 月扩大 2 个百分点。基数拖累影响增大，在 3 月 3.6% 的 PPI 同比降幅中，2022 年价格变动的翘尾影响约为 -2.6 个百分点，新涨价影响约为 -1.0 个百分点。

生产资料环比再创新低。从环比看，3 月生活资料价格下跌 0.3%，生产资料下跌 0.6%，后者为 2022 年 10 月以来最低。从同比看，4 月生活资料价格上涨 0.4%，较 3 月回落 0.5 个百分点；生产资料价格下降 4.7%，较 3 月回落 1.3 个百分点，近 7 年来仅高于 2020 年 5 月（-5.1%）。

从行业看，石油、煤炭等价格持续下跌，黑色等由涨转跌，有色等止跌转涨。其中，受国际原油价格波动影响，国内石油煤炭及其他燃料加工业价格下降 2.3%，化学原料和化学制品制造业价格下降 1.1%。钢材、水泥等行业供应整体充足，但需求不及预期，黑色金属冶炼和压延加工业价格下降 1.0%，水泥制造价格下降 0.1%。煤炭产能继续释放，加之进口量仍较大，煤炭开采和洗选业价格下降 4.0%。有色金属冶炼和压延加工业价格上涨 0.2%，其中铜冶炼价格上涨 0.3%，铝冶炼价格上涨 0.1%。另外，计算机通信和其他电子设备制造业价格下降 0.7%，汽车制造业价格下降 0.2%；文教工美体育和娱乐用品制造业价格上涨 0.9%，纺织服装服饰业价格上涨 0.1%。

二季度 PPI 或继续低位徘徊。首先，2022 年 5-6 月翘尾（均为 -2.78%）与 4 月（-2.68%）大体相当，虽然 5-6 月基数下行有助于 PPI 同比企稳，但难以推动其大幅上行。其次，从国内需求看，短期基建投资或仍将保持强度有助于支撑工业品价格，但房建新开工力度放缓或一定程度上形成拖累。同时，企业库存仍高，短期或仍以去库存为主，从而拖累工业品需求。再者，2022 年 4-6 月 CRB 指数日均值均在 310 左右的近 10 年高位，虽然今年 4 月 CRB 指数日均值环比反弹 3.4%，但同比仍下降 7.8%。而 5 月前几个交易日 CRB 均值再度回落，或加大拖累 PPI。

风险提示：央行超预期调控，通胀超预期，贸易摩擦升温，金融市场波动加大，经济复苏不及预期，国内外疫情超预期变化，中美关系全面恶化风险，国际经济形势急剧恶化，俄乌冲突升级风险，台海局势不确定性风险，海外黑天鹅事件等。

分析师简介承诺

杜征征：宏观经济分析师，中央财经大学经济学博士，中国社会科学院经济学博士后，2011年加入国开证券研究部，负责宏观经济研究工作。

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注册登记为证券分析师，保证报告所采用的数据均来自合规公开渠道，分析逻辑基于作者的专业与职业理解。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，研究结论不受任何第三方的授意或影响，特此承诺。

国开证券投资评级标准

■ 行业投资评级

强于大市：相对沪深300指数涨幅10%以上；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深300指数跌幅10%以上。

■ 短期股票投资评级

强烈推荐：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅20%以上；

推荐：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

回避：未来六个月内，相对沪深300指数跌幅10%以上。

■ 长期股票投资评级

A：未来三年内，相对于沪深300指数涨幅在20%以上；

B：未来三年内，相对于沪深300指数涨跌幅在20%以内；

C：未来三年内，相对于沪深300指数跌幅在20%以上。

免责声明

国开证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，具有证券投资咨询业务资格。

本报告仅供国开证券股份有限公司（以下简称“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。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。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。

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。本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。本公司及分析师均不会承担因使用报告而产生的任何法律责任。客户（投资者）必须自主决策并自行承担投资风险。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国开证券”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

国开证券研究与发展部

地址：北京市阜成门外大街29号国家开发银行8层