

通胀结构性分化——4月物价数据点评

2023年05月15日

【事项】

- ◆ 据国家统计局数据,2023年4月份,全国居民消费价格同比上涨0.1%,涨幅较3月回落0.6个百分点,环比下降0.1%,降幅较上月收窄0.2个百分点;全国工业生产者出厂价格同比下降3.6%,降幅较上月扩大1.1个百分点,环比持平。

【评论】

- ◆ **食品和能源产品受高基数影响,增速回落较多。**2022年4月份正值国内疫情高峰期,鲜菜、鲜果等食品价格同比增速较高,同时,全球能源产品价格受俄乌冲突影响下被抬升至高位,导致本月食品和能源产品存在高基数效应,拖累整体CPI读数。
- ◆ **核心CPI低位运行,商品与服务分化加剧。**当前国内经济延续复苏节奏,服务业CPI温和回升,对核心CPI的支撑作用增强,拉动物价整体上行;但居民收入预期偏弱,对住房、汽车、装修等大宗商品消费偏谨慎,将限制物价回升幅度。
- ◆ **预计PPI下行周期二季度见底,工业生产有望下半年复苏。**本月PPI降幅进一步扩大,主要受上游原材料及初级工业品加工制造业去年高基数效应影响,翘尾因素拖累明显。往后看,翘尾因素的负向作用将在下半年大幅减小,同时后续国内经济修复叠加稳增长政策发力,有望带动工业生产进一步复苏,新涨价因素对PPI的负向作用趋于减弱,下半年PPI大概率进入上升通道。受此影响,工业企业利润和工业生产有望在下半年得到好转。

【风险提示】

- ◆ 海外经济衰退风险
- ◆ 海外通胀回落偏慢

东方财富证券研究所

证券分析师:曲一平

证书编号:S1160522060001

联系人:陈然

电话:18811464006

相关研究

《外贸保持韧性——4月进出口数据点评》

2023.05.10

《利率进入高位平台期——美联储5月议息会议点评》

2023.05.05

《国内外通胀分化,上游制造业利润承压——3月工业企业利润数据点评》

2023.04.28

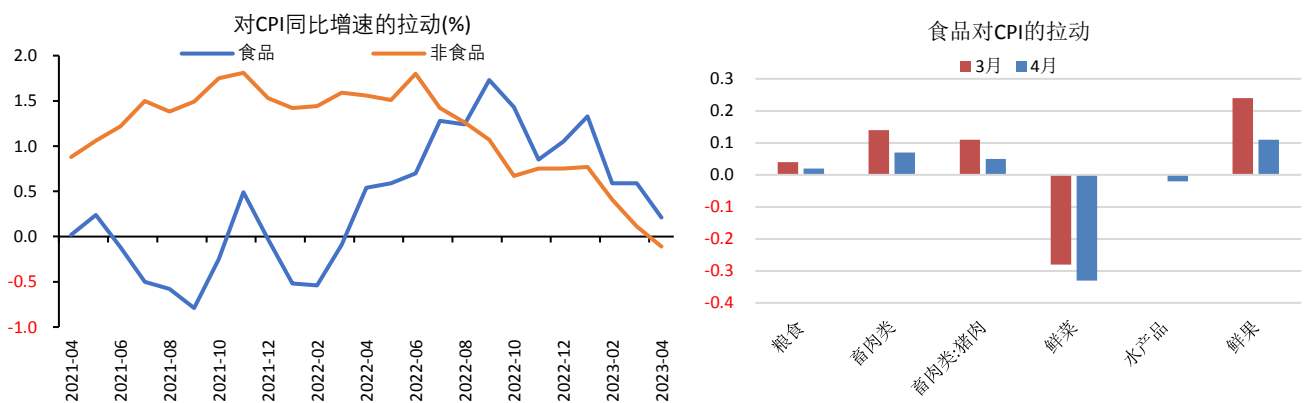
《增长动能由供给端向需求端切换——3月经济增长数据点评》

2023.04.19

1、高基数和需求偏弱致 CPI 增速下行

高基数拖累食品价格增速。2022 年 4 月份正值国内疫情高峰期，鲜菜、鲜果等食品价格同比增速较高，受高基数效应影响，2023 年 4 月鲜菜价格同比降低 13.5%，降幅较 3 月扩大 2.4 个百分点；鲜果价格同比上涨 5.3%，增速较 3 月份回落 6.2 个百分点；4 月食品烟酒对 CPI 同比增速的拉动为 0.21%，较 3 月份低 0.38 个百分点。

图表 1：鲜菜价格回落是 CPI 下行的重要拖累

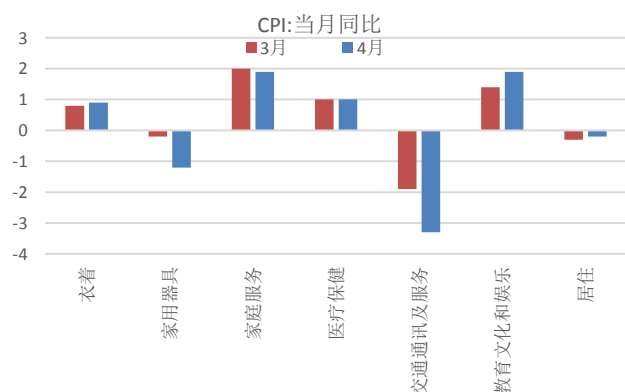


资料来源：Choice 宏观板块，东方财富证券研究所，数据截至 2023 年 4 月

非食品价格分化加剧。一是能源价格持续走弱，4 月交通通讯及服务价格同比下降 3.3%，降幅较 3 月扩大 1.4 个百分点；二是服务价格温和回升，4 月服务 CPI 同比增长 1.0%，较 3 月提高 0.2 个百分点；三是地产商品和服务价格持续负增长，4 月家用器具价格同比降低 1.2%、居住价格同比下降 0.2%。

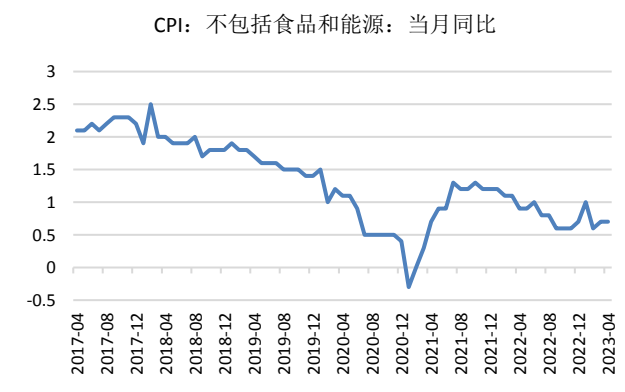
核心 CPI 缓慢回升，预计物价温和修复。4 月除去食品和能源产品等波动较大商品的核心 CPI 同比增长 0.7%，增速与 3 月份持平，继续处在历史低位。当前国内经济延续复苏阶段节奏，服务业修复对核心 CPI 的支撑作用有望进一步增强，拉动物价整体上行；但居民收入预期偏弱，对住房、汽车、装修等大宗商品消费偏谨慎，将限制物价回升幅度，我们预计二季度 CPI 保持在 1%以内，为年内低点。

图表 2：非食品 CPI 分化明显



资料来源：Choice 宏观板块，东方财富证券研究所，数据截至 2023 年 4 月

图表 3：核心 CPI 增速位于历史低位

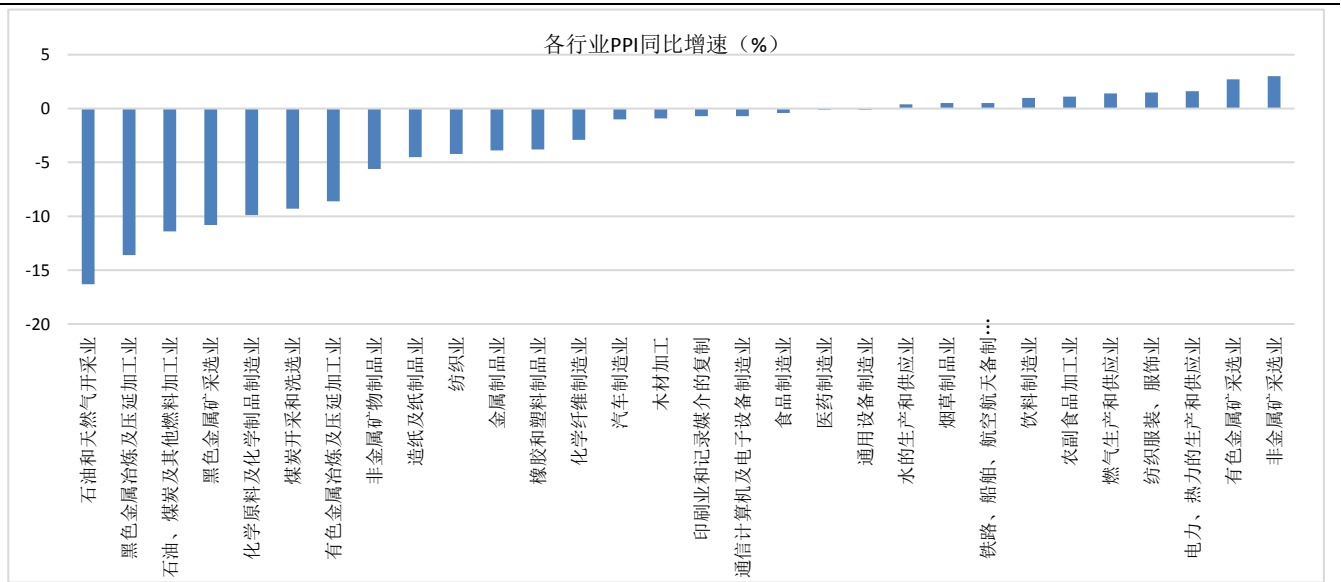


资料来源：Choice 宏观板块，东方财富证券研究所，数据截至 2023 年 4 月

2、预计 PPI 下行周期二季度见底

上游原材料及初级工业品加工制造业对 PPI 拖累明显。4 月份 PPI 降幅较大的主要为上游行业，如石油和天然气开采业同比降低 16.3%，黑色金属冶炼及压延加工业同比降低 13.6%，石油煤炭及其他燃料加工业同比降低 11.4%，黑色金属矿采选业同比降低 10.8%。

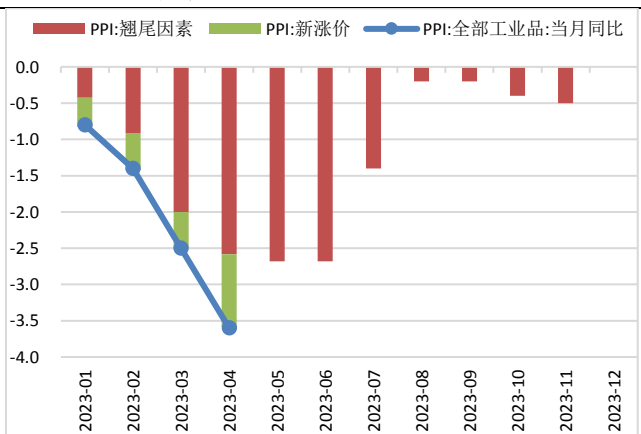
图表 4：2023 年 3 月份各行业 PPI 同比增速



资料来源：Choice 宏观板块，东方财富证券研究所

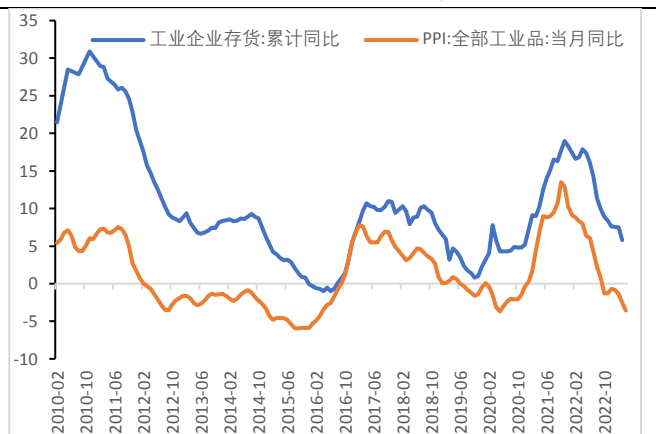
预计短期 PPI 同比降幅维持高位，下半年有望回升。在 4 月份 3.6% 的 PPI 同比降幅中，翘尾影响约为 -2.6 个百分点，新涨价影响约为 -1.0 个百分点。经我们测算，二季度翘尾因素对 PPI 的拖累还将进一步加大，但到了下半年后将大幅减弱。新涨价因素方面，预计后续国内经济修复叠加稳增长政策发力，有望带动工业生产进一步复苏，PPI 环比增速大概率转正，新涨价因素对 PPI 的负向作用趋于减弱。综上，预计短期 PPI 仍处于低位，下半年逐步进入上升通道。

图表 5：上半年 PPI 面临较大负翘尾因素



资料来源：Choice 宏观板块，东方财富证券研究所，数据截至 2023 年 4 月

图表 6：PPI 拐点领先于工业企业库存拐点



资料来源：Choice 宏观板块，东方财富证券研究所，数据截至 2023 年 4 月

PPI 拐点未至，工业企业去库存周期或延续至下半年。历史经验表明，PPI 拐点领先于工业企业库存拐点，当前 PPI 处于深度负区间，工业企业补库存动力仍不足，工业企业利润好转和工业生产全面复苏有待下半年工业品价格修复。

【风险提示】

地缘政治冲突恶化风险
海外通胀回落偏慢

东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师申明：

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，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，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资建议的评级标准：

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。

股票评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

免责声明：

本研究报告由东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究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本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有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，若有必要应寻求专家意见。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投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告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。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。