

核心观点

韦志超

首席经济学家

SAC 执证编号：S0110520110004

weizhichao@sczq.com.cn

电话：86-10-81152692

黄煜阳

研究助理

huangyuyang@sczq.com.cn

电话：86-10-81152672

相关研究

- 4月外贸数据点评：出口继续显韧性，一带一路有支撑
- 宏观经济周报：关于2023年国债收益率的探讨
- 宏观经济周报：五一火爆的背后，内忧外患仍存

- 4月CPI继续走弱，症结在于消费品价格低迷。消费品价格中，非食品价格对总体价格依然形成拖累，但食品价格拖累更甚。消费品价格的弱势同样压制了核心CPI的反弹，而服务价格的复苏对核心CPI有所支撑，对冲之后核心CPI略微企稳。
- 非食品价格弱，食品价格更甚。4月CPI同比增速继续下探，CPI、食品CPI、非食品CPI同比分别为0.1%、0.4%、0.1%，较前值分别下降0.6、2.0和0.2个百分点。粗略估计，若食品价格环比恢复到2016-2022年均值，则2023年1-4月CPI环比累计求和将回升约1个百分点。
- 消费品价格拖累，服务价格有支撑。核心CPI略微企稳，同比为0.7%，与前值持平。核心CPI环比1-4月累计求和已好于2020年同期，与2022年同期持平。服务CPI对核心CPI形成支撑，2023年核心CPI环比1-4月累计求和为0.8%，与疫情前均值0.9%相差无几，对核心CPI造成拖累的主要是消费品，其中交通工具和生活器具4月环比均明显低于季节性均值水平。
- PPI继续下降。PPI同比为-3.6%，较前值下降1.1个百分点。同比降幅扩大，主要是由于上年同期石油、黑色金属等行业基数高，以及近期需求偏弱。其中，生产资料价格同比为-4.7%，较前值下降1.3个百分点；生活资料价格同比为0.4%，较前值下降0.5个百分点。从环比看，PPI由上月持平转为下降0.5%。其中，生产资料价格由上月持平转为下降0.6%；生活资料价格由上月持平转为下降0.3%。
- 后市展望。4月物价数据低于市场预期，反映内需较弱的信息此前已被市场捕捉，因此，市场反应平淡。往后看，内需的修复尚需时日，物价的低迷为货币政策宽松打开了空间，流动性短期内不会收紧。

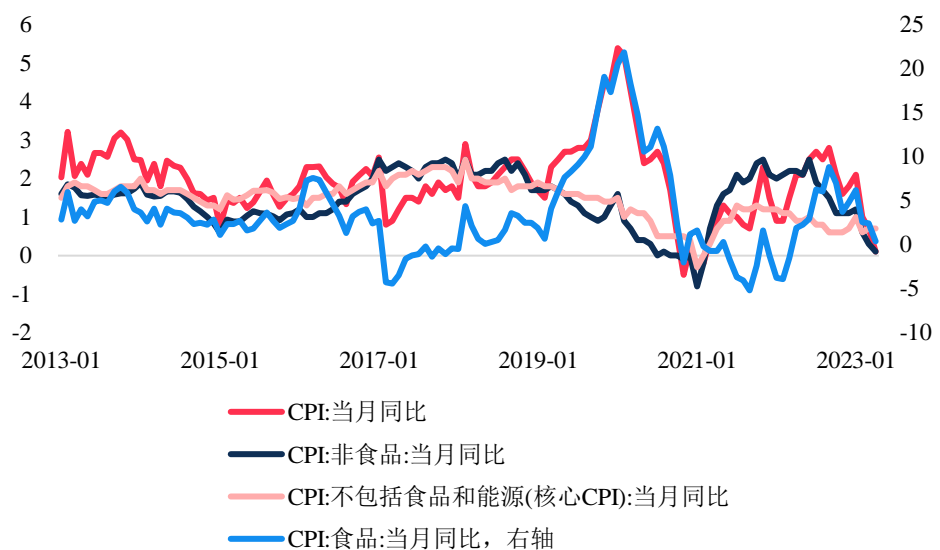
风险提示：疫情发展超预期；政策不及预期；海外扰动超预期

4月消费者价格指数继续走弱，症结在于消费品价格的低迷，消费品价格中，非食品价格对总体价格依然形成拖累，但食品价格拖累更甚。消费品价格的弱势同样压制了核心CPI的反弹，而服务价格的复苏对核心CPI有所支撑，对冲之后核心CPI略微企稳。

1 非食品价格弱，食品价格更甚

4月CPI同比增速继续下探，CPI、食品CPI、非食品CPI同比分别为0.1%、0.4%、0.1%，较前值分别下降0.6、2.0和0.2个百分点。核心CPI同比为0.7%，与前值持平。

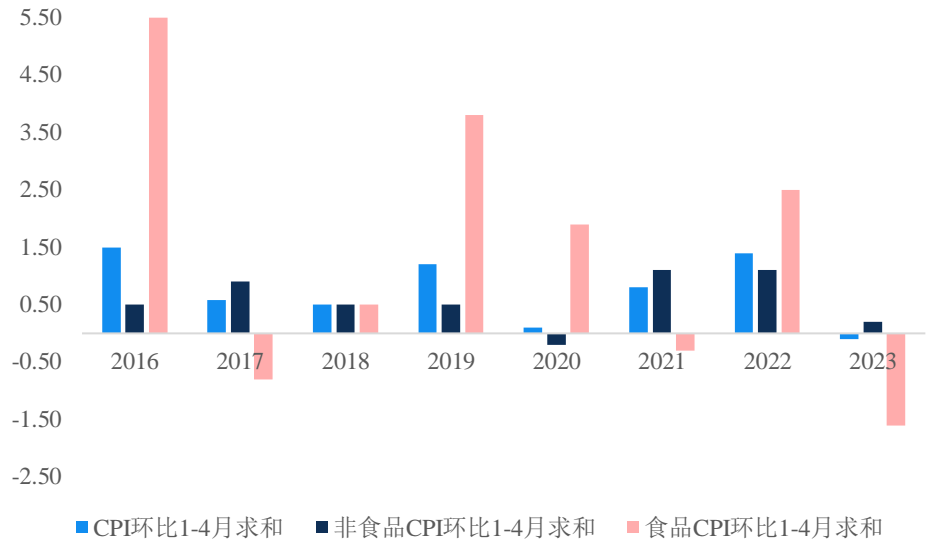
图1：CPI同比弱（%）



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

从环比看，非食品价格和食品价格均弱，特别是食品价格，1-4月食品价格环比求和，2016-2022年均值为1.9%，2023年为-1.6%，2023年1-4月的值大幅弱于2016-2022年同期水平。食品项占CPI权重约为30%，粗略估计，若食品价格环比恢复到2016-2022年均值，则2023年1-4月CPI环比求和将回升约1个百分点。

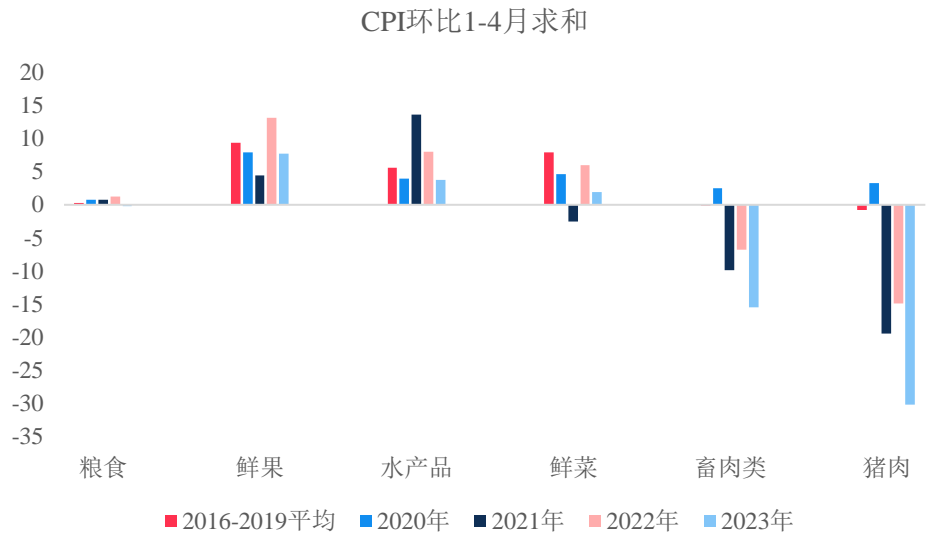
图 2: CPI 环比弱 (%)



资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

具体到食品价格分项, 将 2023 年 1-4 月环比累计求和与 2016-2019 年同期均值进行比较, 大类如畜肉、鲜菜、水产品、鲜果价格 2023 年 1-4 月环比之和均弱于 2016-2019 年同期均值, 畜肉类价格 2023 年 1-4 月环比累计和甚至小于 2020 年同期水平, 其中猪肉是重要拖累项。

图 3: 食品 CPI 环比分项 1-4 月求和 (%)



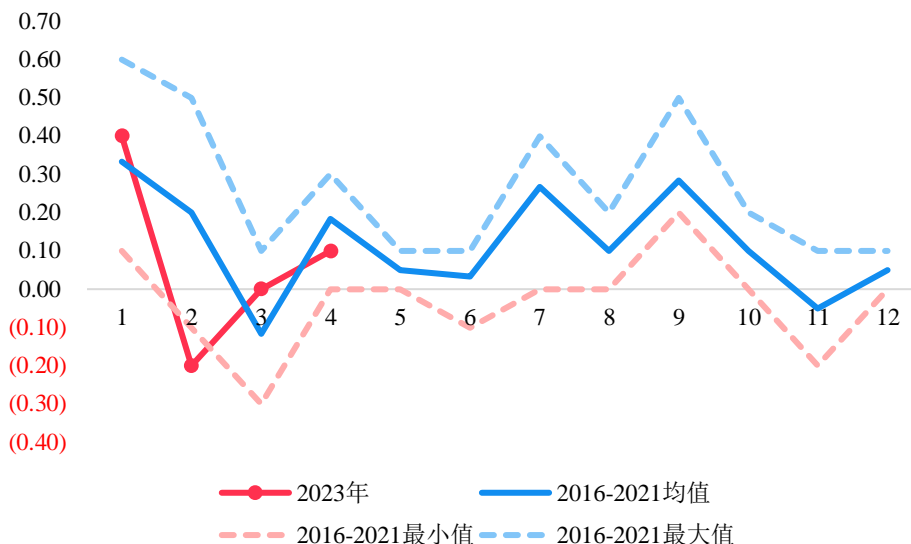
资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

2 消费品价格拖累, 服务价格有支撑

核心 CPI 亦不强, 略微企稳。核心 CPI 环比 4 月依然低于季节性均值, 但 1-4 月环

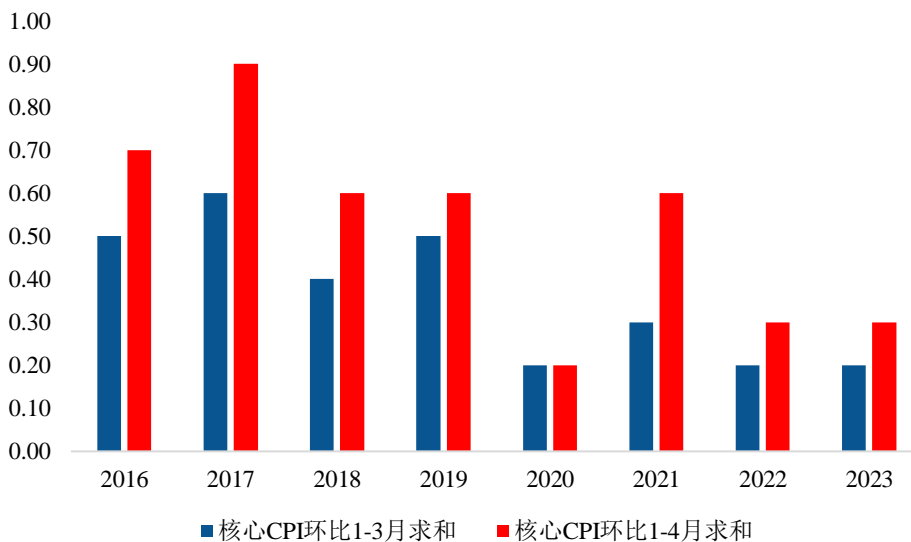
比累计已好于 2020 年同期，继续与 2022 年同期持平。

图 4：核心 CPI 环比季节性 (%)



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

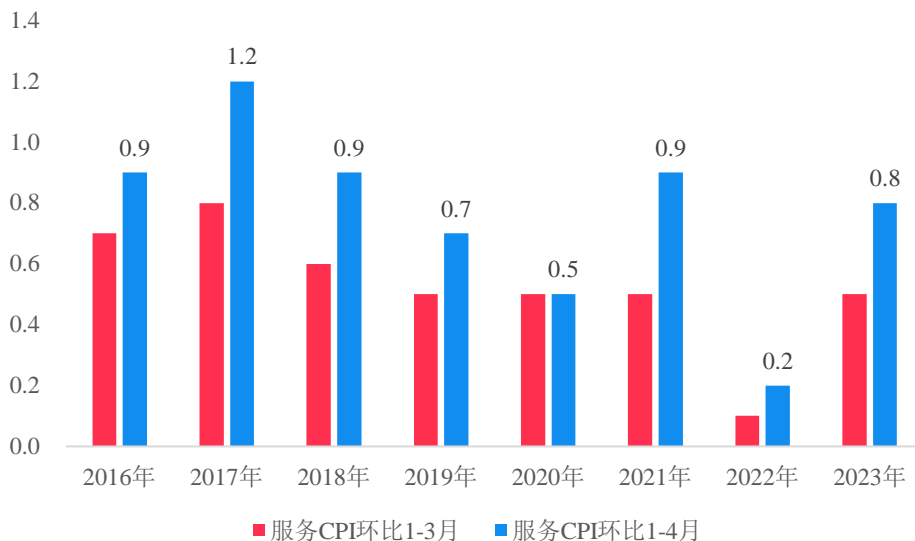
图 5：核心 CPI 略企稳 (%)



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

服务 CPI 对核心 CPI 形成支撑，虽然房租仍有拖累，但其他服务价格足以弥补。2023 年核心 CPI 环比 1-4 月累计求和为 0.8%，与疫情前均值 0.9% 相差无几，对核心 CPI 造成拖累的主要是消费品价格。

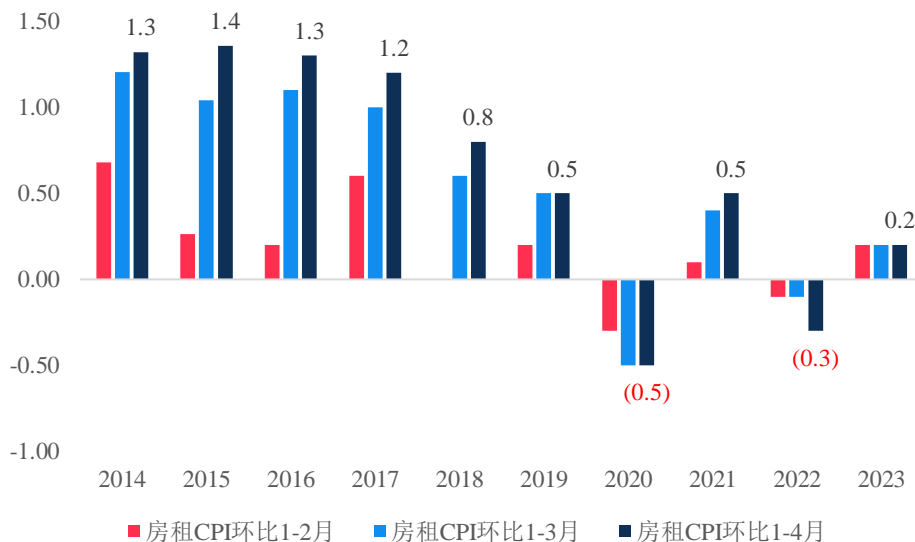
图 6：服务 CPI 环比累计求和（%）



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

服务价格分项中，房租的疲弱没有明显变化，房租 CPI 环比 2023 年 1-4 月累计求和为 0.2%，比 2014-2019 同期均值低 0.8 个百分点。

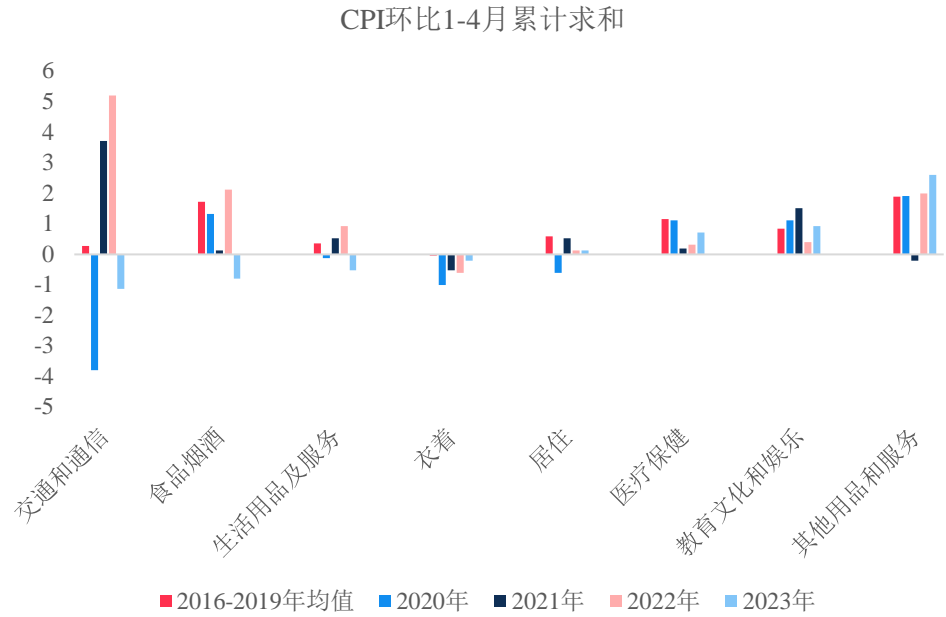
图 7：房租拉低核心 CPI 环比（%）



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

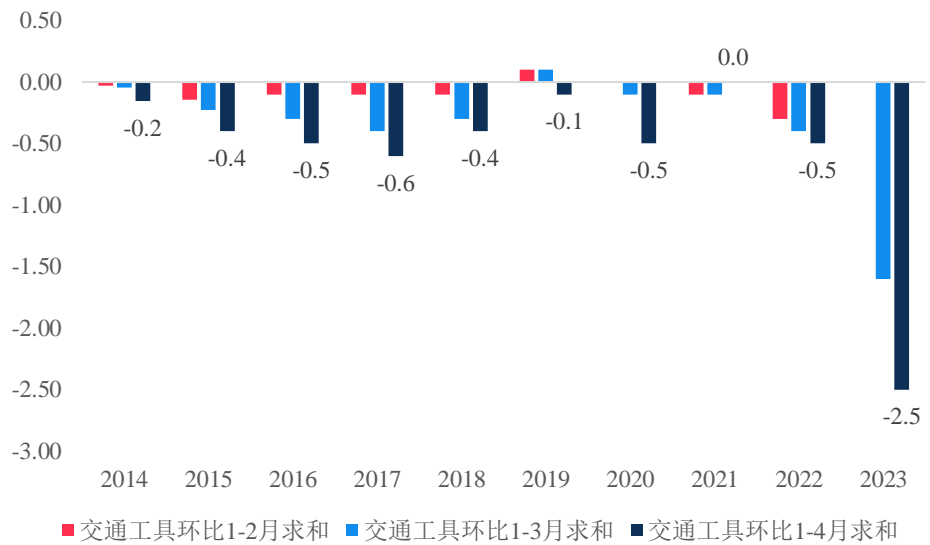
观察 CPI 的 8 大分项，拉低核心 CPI 的是交通和通信、生活用品，交通工具和生活器具价格 4 月环比均明显低于季节性均值水平。

图 8: CPI 环比 1-4 月累计求和 (%)



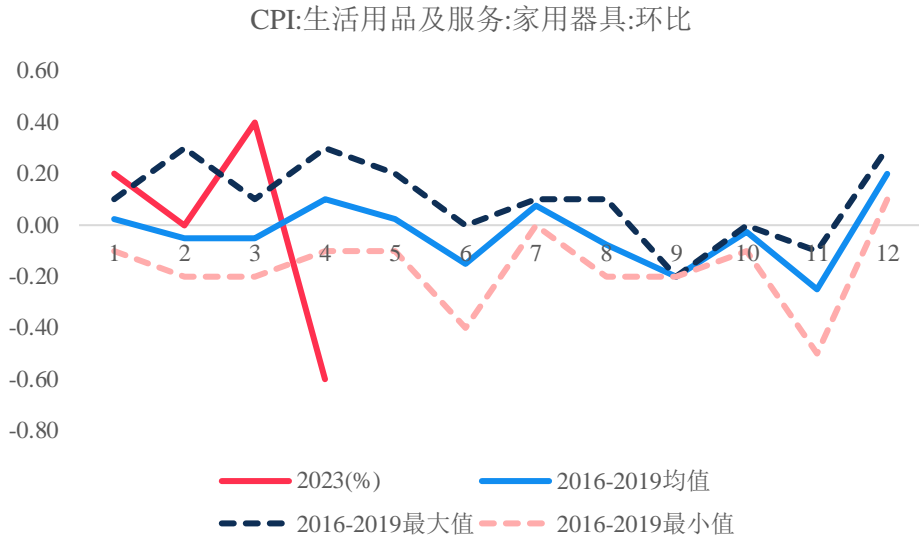
资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

图 9: 交通工具拉低核心 CPI 环比 (%)



资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

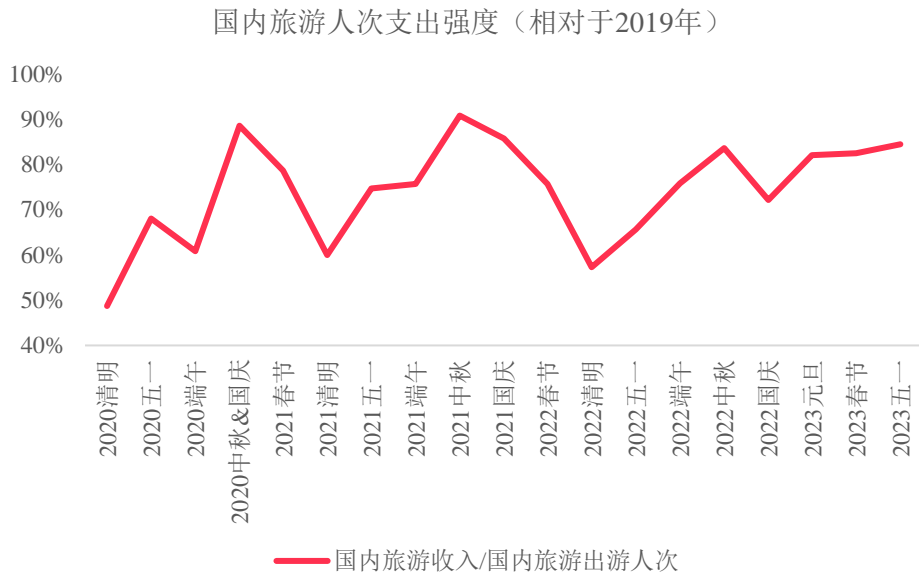
图 10：家用器具环比大幅弱于季节性均值（%）



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

内需不振是核心 CPI 较弱的重要原因。需求低迷从国内旅游消费情况可见一斑，虽然居民名义收入每年增加，但 2023 年五一国内旅游人次支出强度仍然只恢复到 2019 年的 84.5%。

图 11：内需不振



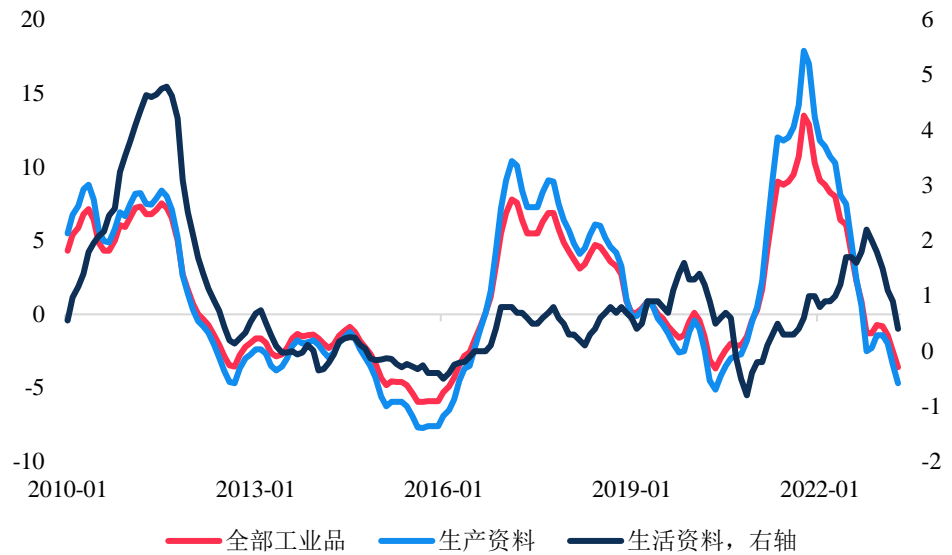
资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

3 PPI 继续下降

2023 年 4 月，PPI 同比为-3.6%，较前值下降 1.1 个百分点。同比降幅扩大，主要

是由于上年同期石油、黑色金属等行业基数高，以及近期国内外需求偏弱。其中，生产资料价格同比为-4.7%，较前值下降 1.3 个百分点；生活资料价格同比为 0.4%，较前值下降 0.5 个百分点。

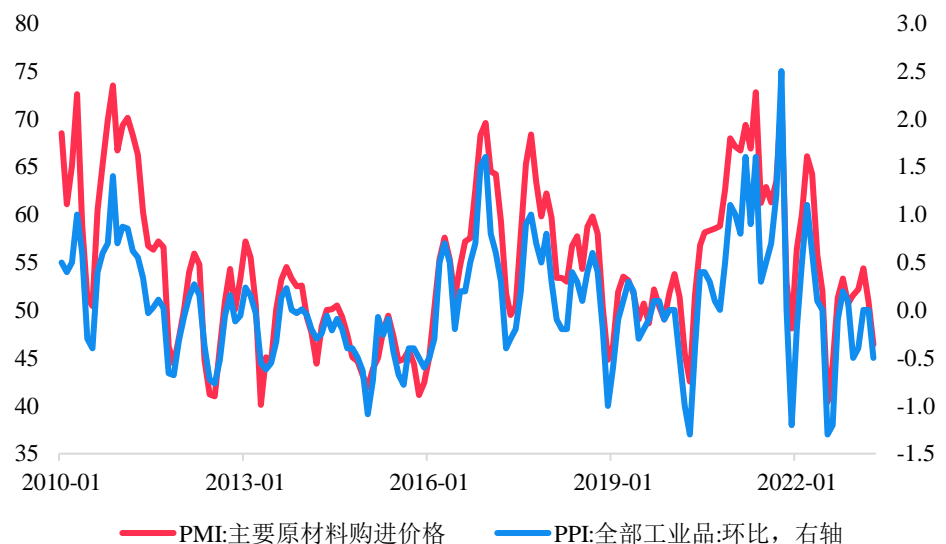
图 12: PPI 同比继续走弱 (%)



资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

从环比看，PPI 由上月持平转为下降 0.5%。其中，生产资料价格由上月持平转为下降 0.6%；生活资料价格由上月持平转为下降 0.3%。

图 13: PPI 环比下降 (%)

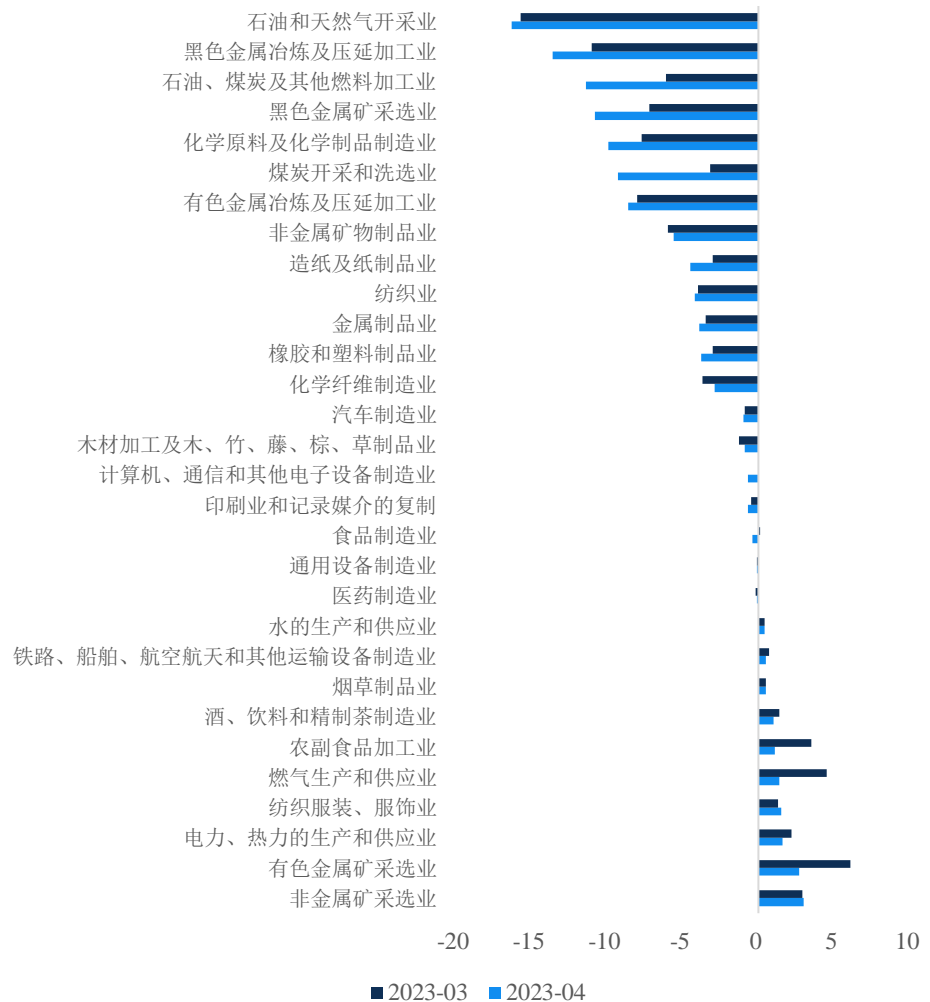


资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

主要行业中，石油和天然气开采业价格下降 16.3%，降幅扩大 0.6 个百分点；黑色

金属冶炼和压延加工业价格下降 13.6%，降幅扩大 2.6 个百分点；煤炭开采和洗选业价格下降 9.3%，降幅扩大 6.1 个百分点；有色金属冶炼和压延加工业价格下降 8.6%，降幅扩大 0.6 个百分点。

图 14：分行业 PPI 同比 (%)



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

4 后市展望

4 月物价数据低于市场预期，反映内需较弱的信息此前已被市场捕捉，因此，市场反应平淡。往后看，内需的修复尚需时日，物价指数的低迷为货币政策宽松打开了空间，流动性短期内大概率不会收紧。

风险提示：疫情发展超预期；政策不及预期；海外扰动超预期

分析师简介

韦志超，首创证券首席经济学家，董事总经理。美国布朗大学经济学博士。曾在国泰君安、华夏基金及安信证券担任宏观负责人。2020年11月加入首创证券研究发展部。

黄煜阳，研究助理，北京大学经济学硕士，2021年7月加入首创证券研究发展部。

分析师声明

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，作者将对报告的内容和观点负责。

免责声明

本报告由首创证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，首创证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

首创证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。首创证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。首创证券的自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级

以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准

	评级	说明
股票投资评级	买入	相对沪深300指数涨幅15%以上
	增持	相对沪深300指数涨幅5%-15%之间
	中性	相对沪深300指数涨幅-5%-5%之间
	减持	相对沪深300指数跌幅5%以上
行业投资评级	看好	行业超越整体市场表现
	中性	行业与整体市场表现基本持平
	看淡	行业弱于整体市场表现