



评论意见

分析师 李怀军

证书编号: S1080510120001

电话: 010-63197789

邮箱: lihuaijun@fcsc.com

## 4月物价指数继续走低

2023年5月11日

### 摘要:

- 根据国家统计局5月11日公布的数据,4月CPI同比为0.1%,较3月回落0.6个百分点;PPI同比上涨-3.6%,较3月回落1.1个百分点。而4月PPI与CPI同比之差为-3.7%,较3月回落0.5个百分点。
- 4月CPI环比为-0.1%,其中食品环比为-1.0%,较上月回升0.4个百分点,这与食品价格季节性波动有关,但远低于去年同期0.9%的水平,这是由于鲜菜价格环比大幅度下跌13.5%。因此,受食品价格高基数的影响,4月CPI同比大幅度回落。
- 非食品而言,4月环比为0.1%,较上月回升0.1个百分点;其中服务价格环比为0.3%,较上月回升0.2个百分点。而不包括食品和能源的核心CPI,4月环比为0.1%,较上月回升0.1个百分点;同比为0.7%,与上月持平。
- 从分项看,教育文化娱乐类环比上涨0.5%,其中旅游环比上涨4.6%;其它用品及服务环比上涨1.0%。而交通通讯类环比下跌0.4个百分点,其中交通用燃料环比下跌1.6个百分点,交通工具环比下跌0.9%;其它涨跌幅均不大。
- 从PPI环比看,4月为-0.5%,较上月回落0.5个百分点;其中,生产资料为-0.6%,较上月回落0.6个百分点;生活资料为-0.3%,较上月回落0.3个百分点。无论是同比还是环比,生产资料价格中上中下游同步回落,越是上游回落幅度越大。
- 中美两国通胀水平的差异,可以从产能利用率、失业率、劳动力成本和GDP缺口、地缘政治等四方面进行解释。到今年年底,中美两国的物价水平间的差距将有所收窄,其收窄幅度按PPI同比、CPI同比和核心CPI同比由大到小排序。受高基数和能源价格走势的影响影响,预计今年6月美国CPI同比将降至3.5%左右,核心CPI将降至5%以下。

## 一、受食品价格高基数影响 4 月 CPI 同比大幅回落

根据国家统计局 5 月 11 日公布的数据，4 月 CPI 同比为 0.1%，较 3 月回落 0.6 个百分点；PPI 同比上涨-3.6%，较 3 月回落 1.1 个百分点。而 4 月 PPI 与 CPI 同比之差为-3.7%，较 3 月回落 0.5 个百分点（图 1 所示）。

图 1 2022 年 12 月 PPI 与 CPI 同比之差继续收窄

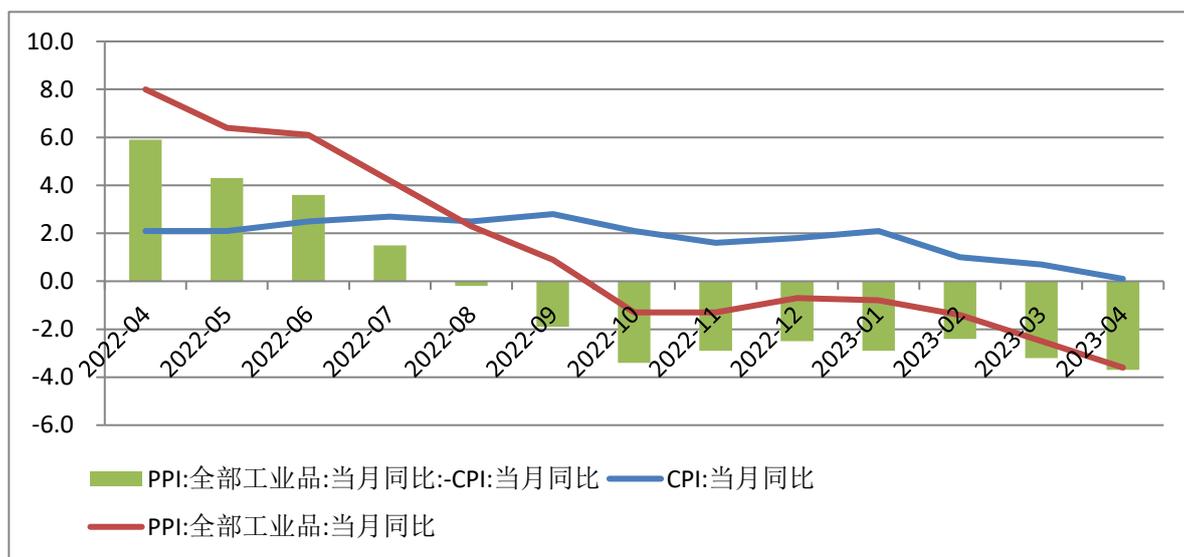
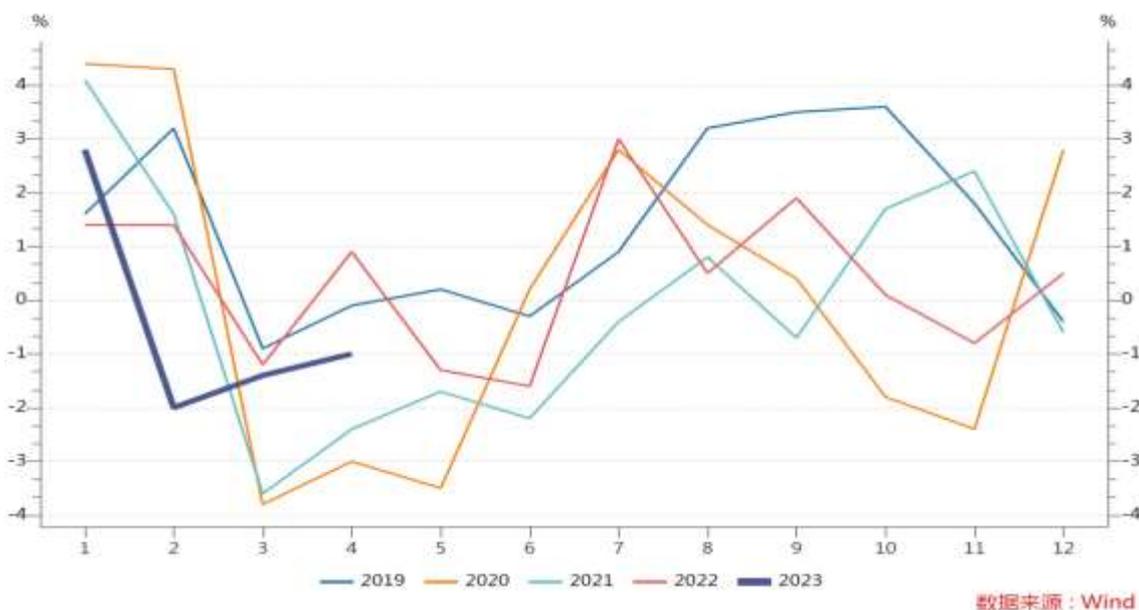


图 2 2022 年 12 月食品价格环比受蔬菜价格的影响而上涨



资料来源：WIND 第一创业整理

4 月 CPI 环比为-0.1%，其中食品环比为-1.0%，较上月回升 0.4 个百分点，这与食品价格季节性波动有关，但远低于去年同期 0.9%的水平（图 2 所示）。具体而言，4 月鲜果价格上涨 5.3%，影响 CPI 上涨 0.11 个百分点；猪肉价格上涨 4%，影响 CPI 上

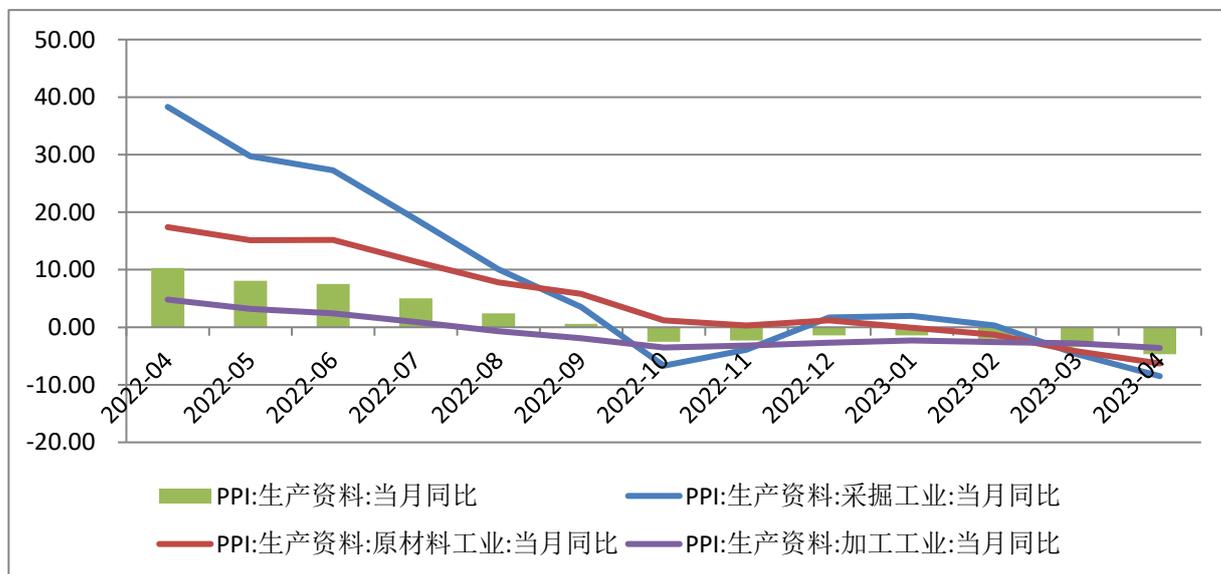
涨 0.05 个百分点；蛋类价格上涨 1.2%，影响 CPI 回升 0.01 个百分点。下跌品种中，蔬菜价格下跌 13.5%，影响 CPI 下跌 0.33 个百分点；水产品价格下跌 0.9%，影响 CPI 下跌 0.02 个百分点。

而就非食品而言，4 月环比为 0.1%，较上月回升 0.1 个百分点；其中服务价格环比为 0.3%，较上月回升 0.2 个百分点。分项看，教育文化娱乐类环比上涨 0.5%，其中旅游环比上涨 4.6%；其它用品及服务环比上涨 1.0%；而交通通讯类环比下跌 0.4 个百分点，其中交通燃料环比下跌 1.6 个百分点，交通工具环比下跌 0.9%；其它涨跌幅均不大。而不包括食品和能源的核心 CPI，4 月环比为 0.1%，较上月回升 0.1 个百分点；同比为 0.7%，与上月持平。

## 二、4 月 PPI 上游采掘价格下跌幅度较大

从同比上看，4 月 PPI 同比为-3.6%，较 3 月回落 1.1 个百分点。其中，生产资料同比为-4.7%，较上月回落 1.3 个百分点；生活资料同比为 0.4%，较上月回落 0.5 个百分点。4 月生产资料中，采掘同比为-8.5%，较上月回落 3.8 个百分点；原材料同比为-6.3%，较上月回落 2.1 个百分点；加工工业为-3.6%，较上月回落 0.8 个百分点（图 3 所示）。

图 3 4 月 PPI 价格同比上游采掘业的回落幅度较大



资料来源：WIND 第一创业整理

从 PPI 环比看，4 月为-0.5%，较上月回落 0.5 个百分点；其中，生产资料为-0.6%，较上月回落 0.6 个百分点；生活资料为-0.3%，较上月回落 0.3 个百分点。4 月生产资料中，采掘价格环比为-2%，较上月回落 1.5 个百分点；原材料价格环比为-0.8%，较上月回落 0.6 个百分点；加工工业价格环比为-0.4%，较上月回落 0.5 个百分点。可见，无论是同比还是环比，生产资料价格中上中下游同步回落，越是上游回落幅

度越大。

表 1 所示，4 月环比跌幅为负的行业有 10 个，其中上游的煤炭开采和洗选业下跌 4%，中游的石油、煤炭及其他燃料加工业下跌 2.3%，化学原料及化学制品制造业环比下跌 1.1%，黑色金属冶炼及压延加工业环比下跌 1%，其它行业下跌幅度较小，均在 1% 以下。而涨幅居前的行业是化学纤维制造业，上涨幅度为 1.1%，其它行业涨幅均较小，均在 1% 以下。

**表 1 4 月 PPI 中生产资料环比构成及其与 3 月的对比**

产业链	4 月	3 月	代表行业	4 月	3 月
采掘（上游）	-2.0	-0.5	石油和天然气开采业	0.5	-0.9
			煤炭开采和洗选业	-4.0	-1.2
			黑色金属矿采选业	-0.1	2.4
			有色金属矿采选业	-0.6	1.5
原材料（中游）	-0.8	-0.2	石油、煤炭及其他燃料加工业	-2.3	-0.4
			化学原料及化学制品制造业	-1.1	0.0
			化学纤维制造业	1.1	0.3
			黑色金属冶炼及压延加工业	-1.0	1.3
			有色金属冶炼及压延加工业	0.2	-0.3
加工（下游）	-0.4	0.1	电力、热力的生产和供应业	-0.2	-0.3
			橡胶和塑料制品业	-0.5	-0.3
			纺织业	-0.1	0.1
			纺织服装、服饰业	0.1	0.0
			汽车制造业	-0.2	-0.1
			金属制品业	0.0	0.0

资料来源：国家统计局 第一创业整理

### 三、中美两国通胀水平迥异的原因探讨

从供给上看，中国23年一季度的产能利用率只有74.3%，比21年二季度78.4%低4.1个百分点；而美国23年3月的产能利用率为79.8%，只比22年4月的80.7%低0.9个百分点（图4所示）。这与疫情期间中美两国的应对措施有密切的关系：中国主要是针对供给方进行减税退费，集中于财政政策；而美国主要是针对需求方进行补贴，集中于货币政策。疫情期间中国供给产业链恢复较快，而美国恢复较慢，疫情过后中美两国产能利用率之差恢复至正常水平，且目前差异进一步扩大至5.5%。

图4 2023年3月中美两国工业产能利用率差异高达5.5%

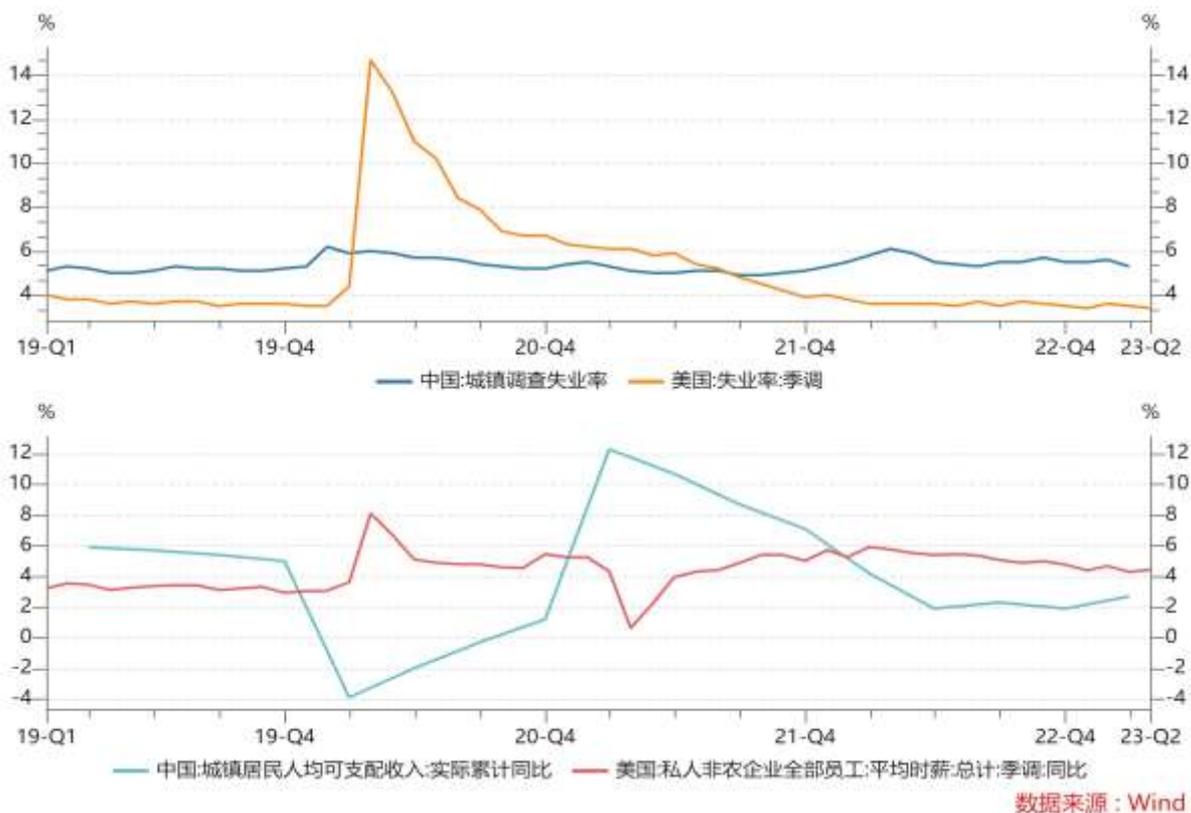


资料来源: WIND 第一创业整理

其次,从劳动力供应看(图5所示),美国4月失业率降至3.4%的历史最低水平;中国城镇调查失业率3月为5.3%,与2020年1月疫情前水平相同,但仍远高于美国。而从劳动力成本看,一季度中国城镇居民可支配收入同比实际增长2.7%,名义增长4.0%;而4月美国私人非农平均周薪同比为4.5%,较上月回升0.2个百分点,疫情发生以来一直保持在较高水平。

究其原因在于,受疫情影响美国部分劳动者因各种原因退出了劳动力市场,4月美国劳动力参与率为62.6%,仍比疫情前20年1月的63.3%低0.7个百分点;由于服务市场的恢复和消费旺盛,普遍劳动者面对多个企业的offer,劳动力成本居高不下。而中国则面临相反的情况,每年毕业的大学生就高达一千万人,年青人(16-24岁)的城镇调查失业率高达19.6%,较上月又上升1.5个百分点,并创出历史新高,就业压力巨大。

图5 中美两国劳动力市场的差异更为明显

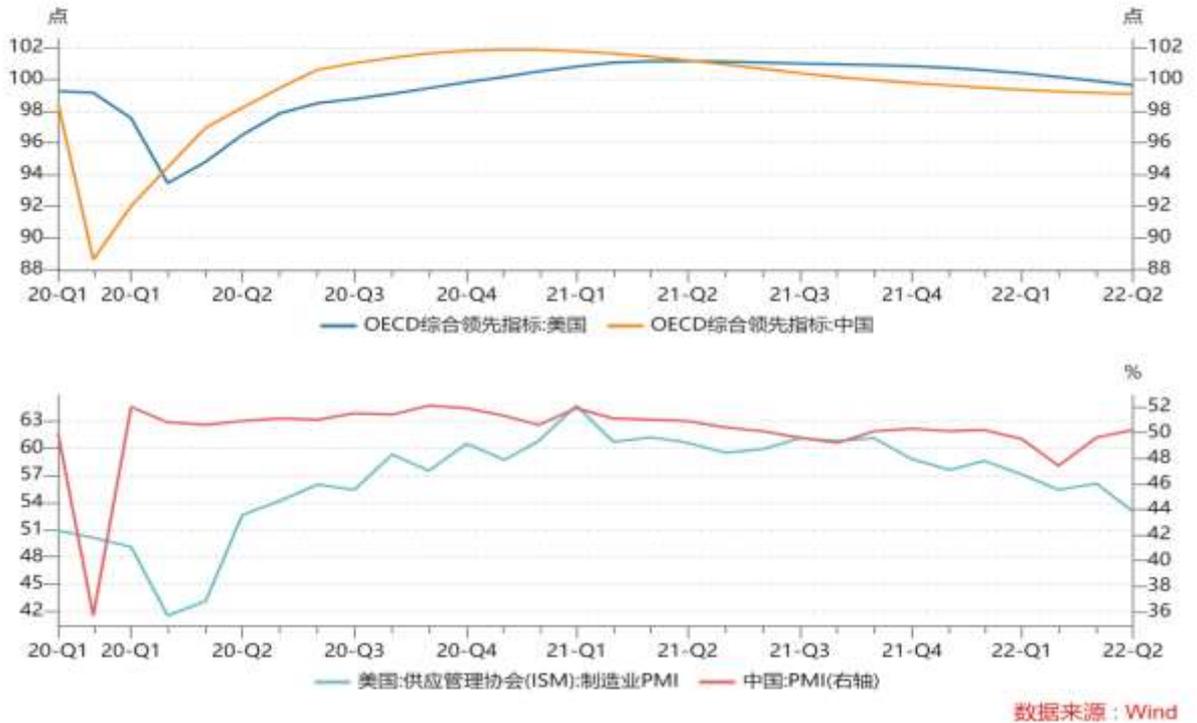


资料来源：WIND 第一创业整理

再次从GDP缺口上看，自次贷危机以来中国经济周期明显领先于美国（图6所示），目前美国经济处于周期顶部附近正在走向衰退，而中国经济则是处于经济周期底部附近正在企稳回升；这导致美国GDP缺口为正而中国GDP缺口为负，中美两国在GDP缺口上的差异导致中美所面临的通胀压力的不同。

最后从地缘政治对产业链的影响看，中美关系恶化对两国物价水平也产生了较为深远的影响。美国为了达到遏制中国发展的目的，主动挑起贸易战，推高了国内物价水平；而且为了减少对中国的依赖，强行中断5G、半导体等行业的产业链循环，在寻找替代品的过程中，很难找到原来物美价廉的产品，导致进口产品价格上升。而中国对美出口增速不断下滑，4月增速为-4.5%，连续9个月为负；虽然对东盟、“金砖”四国以及“一带一路”国家的出口有所上升，但这些国家的购买力显然不能同美国相提并论，产能过剩的压力令PPI同比不断走低。

图6 中国经济周期明显领先于美国



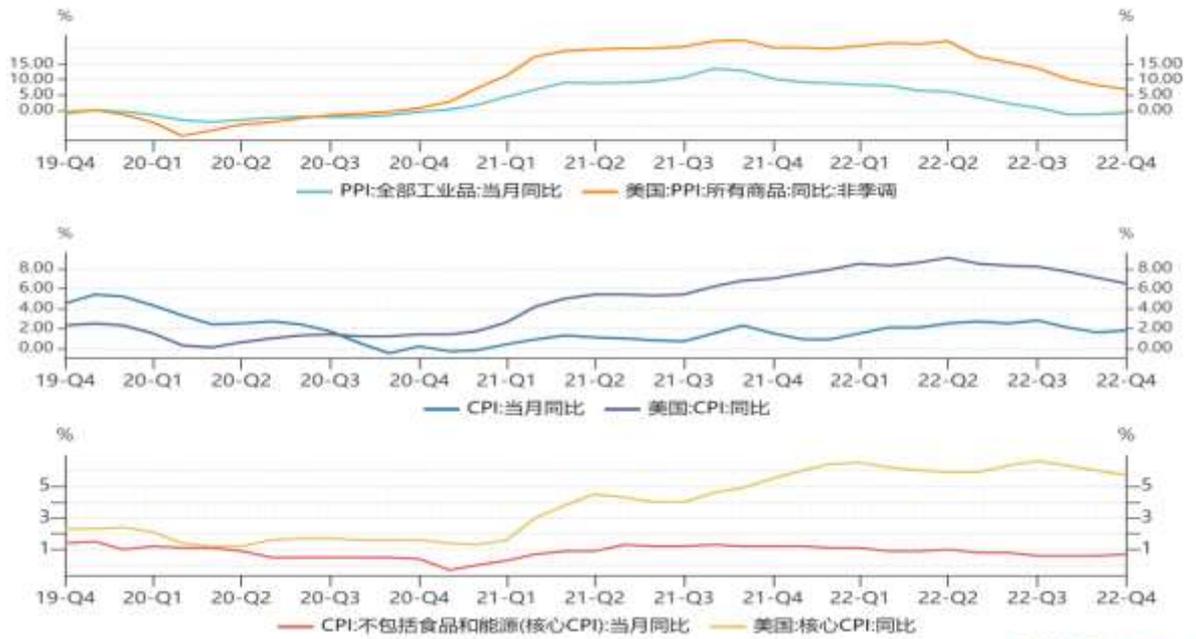
资料来源: WIND 第一创业整理

从历史经验上看(如图7所示),由于PPI同比项目大部分为可贸易品,根据一价定律中美两国的PPI同比必然将接近%;而由于核心CPI同比项目大部分为不可贸易品,因而中美两国核心CPI同比之差最大,且很难收窄;CPI同比项目则位居两者之间。因此,以此进行预测,总体而言,到今年年底,中美两国的物价水平间的差距将有所收窄。

昨晚8点公布4月美国CPI数据。4月美国CPI同比未季调为4.9%,低于预期5.0%和前值5.0%,市场一开始发应积极,美元下降而贵金属上涨。但市场很快意识到4月美国CPI数据并不低。因为:1)季调后的CPI为5.0%,与上月持平,核心CPI分别为5.5%,较上月回落0.1个百分点;但从环比看,CPI为0.4%,较上月高0.3个百分点,核心CPI为0.4%,与上月持平。2)从结构上看,美国交通运输环比为2.1%,较上月0.9%高1.9个百分点,创出22年7月以来的新高。

从另一方面看,美国交通运输环比与能源价格涨跌高度正相关,基于5月国际原油价格已有一定幅度走低,加之去年5月和6月美国CPI环比分别为0.9%和1.2%,核心CPI环比皆为0.6%,基数较高,因而预计今年6月美国CPI同比将降至3.5%左右,核心CPI将降至5%以下。

图7 中美两国通胀水平的对比



数据来源: Wind

资料来源: WIND 第一创业整理

## 重要声明:

第一创业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作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。

本报告的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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后一段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权归本公司所有，未经本公司授权，不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用，否则本公司保留追究法律责任的权利；任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任，因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告，未经授权的任何使用行为都是不当的，都构成对本公司权利的损害，由其本人全权承担责任和后果。市场有风险，投资需谨慎。

## 投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内，股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内，股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 第一创业证券股份有限公司

深圳市福田区福华一路115号投行大厦20楼

TEL:0755-23838888 FAX:0755-25831718

P.R.China:518048 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777

P.R.China:100140

上海市浦东新区世纪大道1229弄1号楼1603——A室

TEL:021-68551658 FAX:021-68551281

P.R.China:200135