

结构性因素导致弱通胀——4月价格数据点评

报告发布日期

2023年05月12日

研究结论

事件：5月11日统计局公布最新价格数据，4月CPI同比0.1%，前值0.7%，环比-0.1%，前值-0.3%；PPI同比-3.6%，前值-2.5%，环比-0.5%，前值0%。

- **猪、油价格仍对通胀走势起决定性作用，4月猪、油价格继续走弱，导致两项通胀指标再度不及市场预期，CPI同比0.1%，低于Wind一致预期0.4%，PPI同比-3.6%，低于Wind一致预期-3.3%。同时，消费持续修复，带动出行链和服务类价格继续上涨，当前疲弱的通胀指数更多地指向结构性因素，而非经济动能走弱导致的“类通缩”。**
- **CPI的主要拖累项依然是食品和能源价格**，食品项同比涨幅下降了2个百分点，除了猪价同比持续走弱外，鲜菜价格同比大幅下降13.5%，但鲜菜价格波动的持续性一般都偏短期；油价下跌叠加高基数导致交通工具用燃料价格同比下降10.4%。
- **工业消费品价格一方面受高波动的油价影响，另一方面也反映了PPI向CPI的传导，4月工业消费品价格同比下降1.5%，已连续两个月同比负增。**工业消费品中回落较多的主要是能源价格，汽油和柴油价格分别同比下降10.6%和11.5%，降幅分别扩大4.0和4.2个百分点。此外，截至4月PPI已连续7个月同比负增长，工业消费品价格走弱也是PPI向CPI传导的体现。
- **厂家促销对通胀也构成拖累。**4月汽车“降价潮”持续演绎，厂家降价促销导致燃油小汽车、新能源小汽车和家用器具价格分别环比下降1.0%（前值-1.9%，下同）、0.9%和0.6%，其中汽车价格的环比降幅已有所收窄。2020年疫情以来，经济多数时间都呈现强生产、弱消费的格局，尽管当前消费需求逐步回暖，但购买力的恢复程度可能还不及生产的扩张幅度，从而导致部分终端消费品降价，也印证了消费者对于价格较为敏感。“五一”旅游数据是另一个印证：虽然需求强势复苏、但购买力恢复偏弱，期间出游人次按可比口径恢复至2019年同期的119%，而国内旅游收入只恢复至2019年同期的101%。
- **“五一”假期促进了旅游需求的集中释放，4月出行链和旅游等服务消费的价格已经有所体现。**4月服务价格同比上涨1%（0.8%），其中出行类服务的涨幅尤为显著，飞机票、宾馆住宿、旅游和交通工具租赁费价格涨幅在7.2%—28.7%之间。
- **PPI同比连续7个月负增，具体来看：**1）油价等全球大宗商品价格同比走弱是最主要的拖累，石油和天然气开采业同比降幅扩大至-16.3%，而油价的高基数将延续至年中，继续构成PPI的压力；2）由内需定价的黑色、有色相关行业价格环比普遍转为下行，反映当前工业需求一般；3）中下游价格普遍偏弱，计算机通信和其他电子设备制造业价格同比下降0.7%（0%），汽车制造业价格下降1.0%（-0.9%）。
- **排除高基数、“输入性通缩”的影响后，通胀指标反映了本轮修复的一些特点：一是服务消费引领复苏，对应于服务价格强势上行，但商品消费相对偏弱，导致服务CPI和消费品CPI走势分化，核心CPI并未如预期一样走高；二是工业生产的快速回补告一段落，4月制造业PMI回落至荣枯线以下，同期中下游工业品价格下行。往后看，PPI已经度过基数压力最大的阶段，后续同比走势有望企稳；CPI仍将呈现结构性分化，即猪价和油价同比继续下行（5月36个城市猪肉平均零售价同比下降0.4%（截至5/9），布伦特原油价格同比下降31.7%（截至5/10））、消费品价格偏弱、服务价格继续稳中有升。平稳偏低的通胀数据有利于稳增长政策环境的持续，政策发力空间依然存在。**

风险提示

- 疫情反弹导致总需求超预期回落；
- 地缘冲突演绎超预期，导致原油等大宗商品价格再度转涨。

证券分析师

陈至奕 021-63325888*6044
chenzhiyi@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860519090001

陈玮 chenwei3@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860522080003

王仲尧 021-63325888*3267
wangzhongyao1@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860518050001
香港证监会牌照：BQJ932

联系人

孙国翔 sunguoxiang@orientsec.com.cn

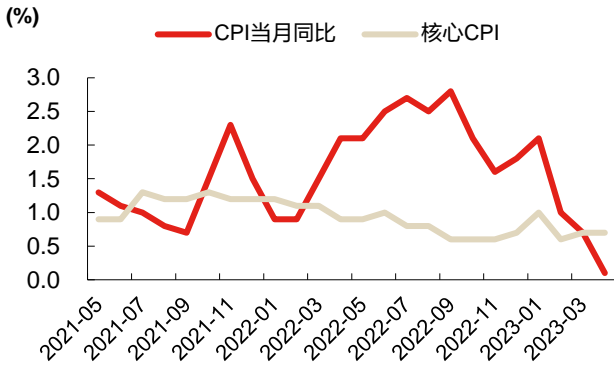
相关报告

多数商场节后降温明显——扩大内需周观察 2023-05-09

当下出口有哪些新线索？ 2023-05-08

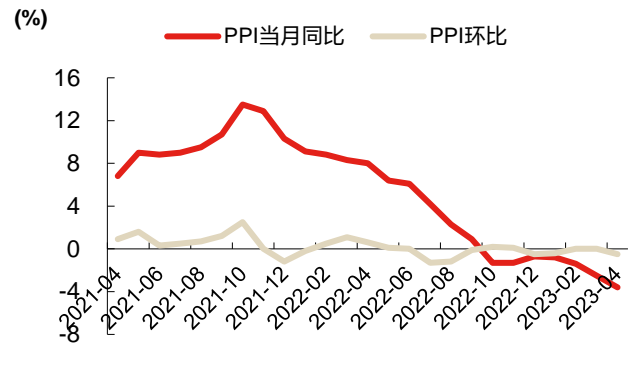
淄博现象背后还有哪些消费细节？ 2023-05-05

图 1：CPI 同比回落



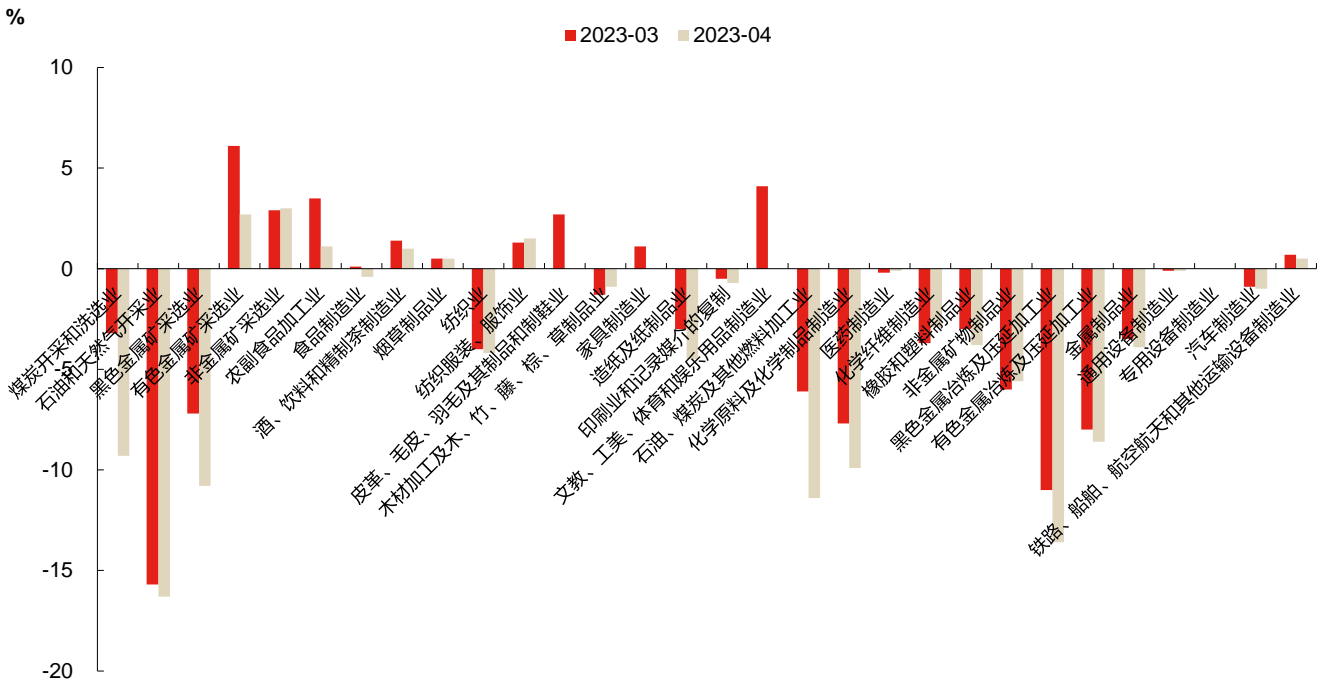
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 2：PPI 同比处于谷底



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 3：分行业 PPI 同比



数据来源：Wind，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本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。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本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证券研究报告。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证券研究报告之外，绝大多数证券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协议授权，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。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。