

# 宏观与金融研究

中国民生银行研究院

2023年5月11日

## 【数据点评】

### 类通缩势头加剧，政策宜适时加力

#### 【内容摘要】

4月CPI同比上涨0.1%，较3月回落0.6个百分点，弱于市场预期。环比下降0.1%，其中，猪肉价格继续下跌，以及鲜菜鲜果大量上市，带动食品价格走弱。国际油价走弱导致能源价格环比降幅扩大。

核心CPI环比上涨0.1%，高于上月的0，但弱于历史均值。核心CPI的拖累因素，包括耐用消费品价格下降、居住类价格滞涨以及衣着价格意外下降等，出行需求上升推动旅游等价格涨幅扩大成为为数不多的支撑因素。

4月PPI同比-3.6%，降幅扩大1.1个百分点。环比降幅由0扩大至-0.5%。生产资料和生活资料价格均环比下降且降幅扩大。国际大宗商品价格走势偏弱，以及内外部需求不足，导致PPI继续走弱。

总体来看，当前物价虽未进入典型的通缩区间，但确实面临着“类通缩”压力，主要原因在于经济度过疫情修复阶段之后面临“内生动力不强，需求仍然不足”状况。如果要推动经济运行持续好转、内生动力持续增强，就需适时适度加大政策宽松力度。

温彬 民生银行首席经济学家

民生银行研究院院长

王静文 中国宏观经济研究

张丽云 货币政策与流动性研究

应习文 国际宏观经济研究

孙莹 财政政策研究

李鑫 外汇商品研究

杨美超 外资外贸研究

韩思达 资产配置研究

联系人：孙莹

电话：010-58560666-6473

邮件：sunying16@cmbc.com.cn

# 类通缩势头加剧，政策宜适时加力

温彬 王静文

4 月 CPI、PPI 同比涨幅均弱于市场预期，“类通缩”势头加剧。除了受国际大宗商品走势偏弱影响外，内生动力不强和需求仍然不足是关键因素。下一阶段，物价大体仍保持低位，需适时适度加大政策宽松力度。

## 一、CPI 同比涨幅回落至 2.1%，弱于市场预期

4 月 CPI 同比上涨 0.1%，较 3 月回落 0.6 个百分点，创 2021 年 3 月以来最低水平，弱于市场预期。环比下降 0.1%，降幅较上月收窄 0.2 个百分点，基本符合季节规律。具体来看：

**4 月食品价格环比下降 1.0%**。进入 4 月之后，鲜菜、鲜果大量上市，肉类消费进入淡季，食品价格通常会出现回落，近 10 年来 4 月食品价格平均环比下降 1.0%。4 月猪肉价格在前期产能充足的情况下继续保持弱势，虽然临近五一价格有所企稳，但全月依然环比下降 3.8%，降幅较上月收窄 0.4 个百分点。由于天气晴好供给充足，鲜菜和鲜果大量上市，价格分别环比下降 6.1% 和 0.7%。

**4 月能源价格降幅扩大**。4 月以来，CRB 指数以回落为主，特别是原油价格月中起跌不休，已抹去月初 OPEC+ 国家意外

宣布集体减产后的所有涨幅。受此影响，4月交通燃料项目环比下降1.6%，降幅较上月扩大1.3个百分点，也大于过去10年的平均降幅-0.9%。

**4月核心CPI表现偏弱。**核心CPI环比上涨0.1%，高于上月的0，但弱于近10年来同期的平均涨幅0.2%。同比涨幅持平于0.7%，仍处于历史10%分位的偏低位置。核心CPI的拖累因素至少包括以下三项：

一是耐用消费品价格走弱。4月家庭器具价格环比下降0.6%，今年以来首次出现环比下降；通信工具价格环比下降0.4%，降幅较上月扩大0.3个百分点；商家继续降价促销，交通工具价格环比-0.9%，但降幅较上月收窄0.7个百分点。三项耐用消费品价格涨幅均弱于历史同期平均水平。

二是居住服务价格弱于历史均值。4月居住价格和租赁房租价格均环比持平，而近10年均值为上涨0.1%。4月房地产在积压需求释放殆尽之后明显走弱，再加上就业形势仍显疲弱，相当程度上制约了居住价格上行。

三是衣着价格意外下降。4月衣着价格环比下降0.1%。从历史来看，春装上市往往会推升衣着价格，近10年4月衣着环比平均上涨0.2%，但今年却出现环比下降。

与此同时，非居住类服务价格成为核心CPI为数不多的支撑。五一假期前夕旅游、娱乐、餐饮、住宿类需求保持旺盛。4月旅游价格环比上涨4.6%，大幅高于历史平均1.4%的涨幅。

总体来看，补偿性出行需求较强推动服务价格上涨，成为核心 CPI 环比上涨的主要支撑因素，除此之外的其他项目大多走弱。这与“五一”假期期间出行人数较 2019 年增长 19%，但旅游收入仅增长 0.7% 的情况一致，都是内需不足的折射。

图 1: CPI 同比

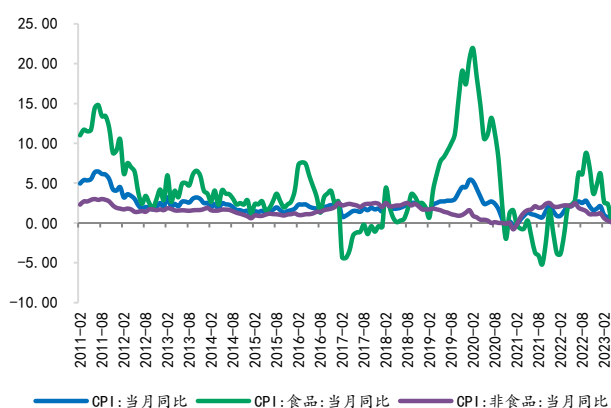


图 2: CPI 环比

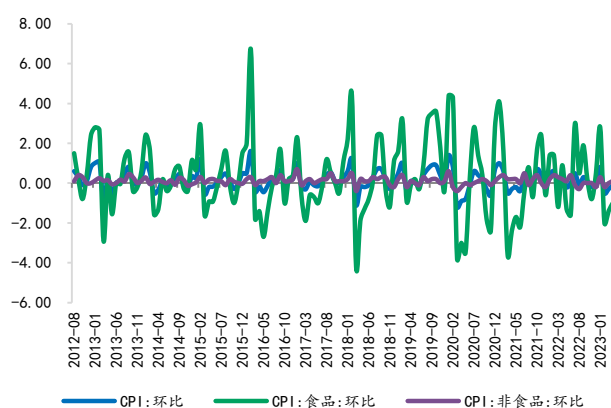


图 3: 三大耐用品环比降幅

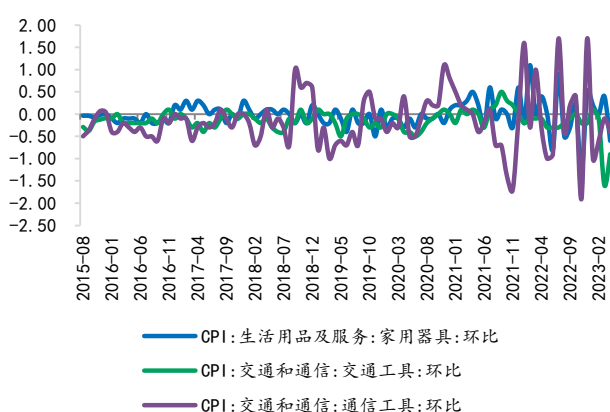
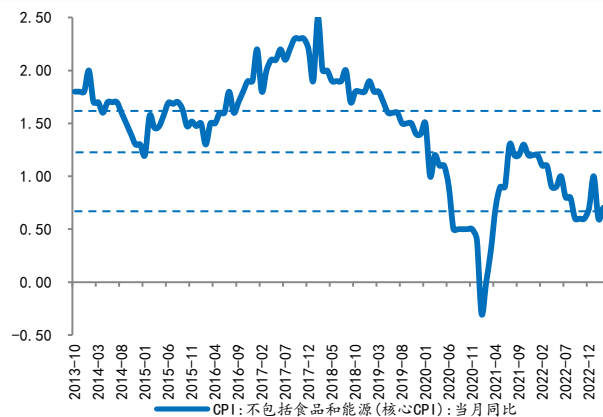


图 4: 核心 CPI 同比涨幅



数据来源: wind。

## 二、PPI 同比-3.6%，环比-0.5%，弱于市场预期

4 月 PPI 同比跌幅扩大 1.1 个百分点至-3.6%，弱于市场预期，环比下降 0.5%，降幅较上月扩大 0.5 个百分点。其中生产资料 PPI 环比增速由零转为-0.6%，生活资料环比增速由零转为 0.3%，

均弱于历史均值。

4月国际大宗商品价格走势偏弱，此前的“输入型通胀”继续向“输入型通缩”转化，对生产资料价格拖累较大。与此同时，内外部需求均现走弱迹象，则对生活资料形成拖累。

分行业看，上游采掘、原材料和水电燃气板块PPI环比表现继续走弱。上游三大板块的15个子行业中，10个子行业PPI环比增速下行，平均涨幅由3月的0.12%转为-0.65%。

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-2.3%，弱于上月的-0.4%；煤炭产能继续释放，加上进口量较大，煤炭开采和洗选业价格下降4.0%，弱于上月的-1.2%。钢材、水泥等行业供应整体充足，但地产基建需求不及预期，黑色金属冶炼和压延加工业价格-1.0%，而上月为上涨1.3%。

中下游制造板块PPI环比跌幅扩大，显示中下游制造业需求亦在走弱。4月中游制造板块4个子行业的PPI环比增速由0.1%下降至-0.3%；下游制造板块11个子行业平均环比增速由上月的-0.1%下降至-0.3%。

图 5：PPI 同比

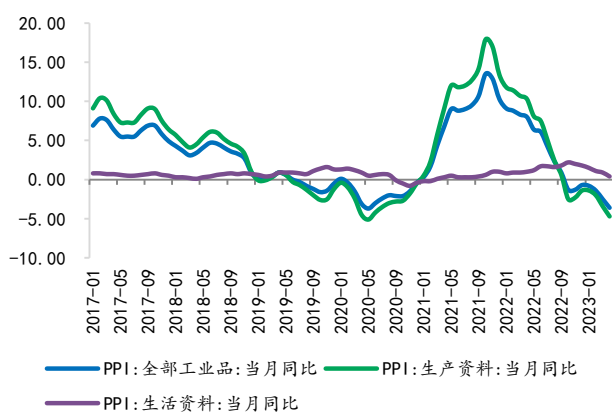


图 6：PPI 环比

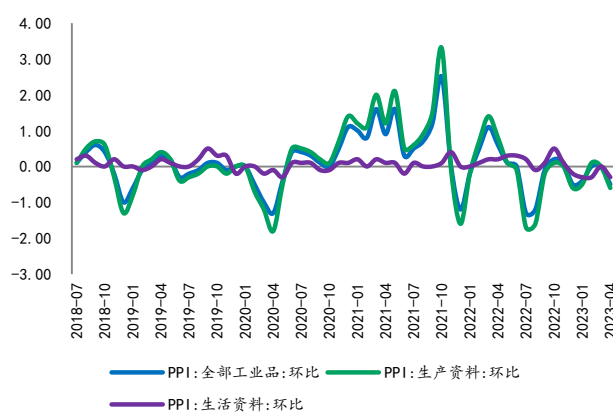
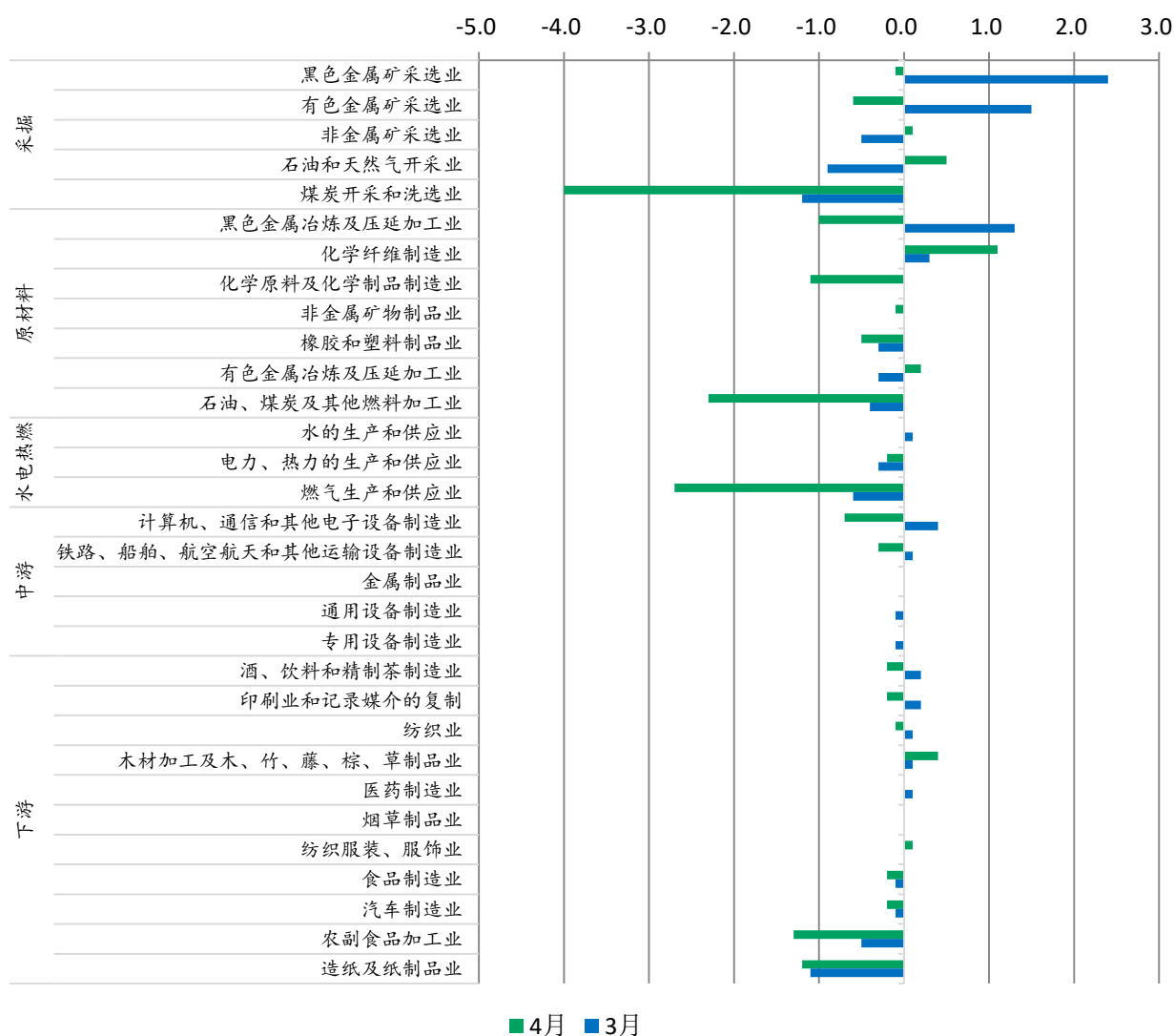


图 7：PPI 各行业环比增速



数据来源：wind。

### 三、下一阶段物价与政策展望

1-4 月以来，CPI 同比涨幅逐月收窄，持续低于市场预期。展望下一阶段，由于食品价格大体稳定、输入型通胀压力继续减弱、核心 CPI 回升偏慢，再加上下半年翘尾因素低于上半年，今年后半段 CPI 仍将保持在低位水平，预计上半年 CPI 同比上涨 0.8%，全年约为 1.3% 左右。

前 4 个月 PPI 同比降幅也在不断扩大，已降至 2020 年 6 月以来最低水平。由于国际大宗商品价格回落以及国内需求端支撑不足，预计二季度 PPI 同比涨幅将持续回落。下半年随着翘尾因素逐渐回升以及国内经济企稳，PPI 单月同比降幅有望收窄。预计上半年累计同比-2.2%，全年累计同比-2.0%。

总体来看，当前物价虽未进入典型的通缩区间，但确实面临着“类通缩”压力，主要原因在于经济度过疫情修复阶段之后面临着“内生动力不强，需求仍然不足”状况。如果要推动经济运行持续好转、内生动力持续增强，就需适时适度加大政策宽松力度。

考虑到美联储加息已近终点，货币政策受到的外部掣肘减弱，可择机降准甚至降息，以推动内需回稳。财政政策则需加大支出力度、加快支出进度，尽快形成基建实物工作量，巩固经济复苏势头。此外，还应继续落实落细“两个毫不动摇”，全面深化改革、扩大高水平对外开放等政策，切实提振市场主体信心。

## 近期研究成果

1. 2023 年展望系列之一：霾开雾散，冬尽春来——中国经济展望（2022 年 12 月 26 日）
2. 2023 年展望系列之二：通胀未散，衰退已近——全球经济展望（2022 年 12 月 27 日）
3. 12 月 PMI 降至低点，但触底迹象已经显现（2023 年 1 月 3 日）
4. GDP 好于预期，内需现企稳迹象（2023 年 1 月 17 日）
5. 1 月 PMI 大幅反弹，内需推动经济回升（2023 年 1 月 31 日）
6. 复苏成色上升，2 月 PMI 继续向好（2023 年 3 月 1 日）
7. 经济如期复苏，关注三大短板（2023 年 3 月 15 日）
8. 经济进入温和复苏时段（2023 年 3 月 31 日）
9. 4·28 政治局会议的新动向（2023 年 4 月 29 日）
10. 需求不足成为主要掣肘（2023 年 4 月 30 日）
11. 2023 年二季度展望之一：内生动力有待增强——中国经济展望（2023 年 5 月 5 日）
12. 2023 年二季度展望之二：旧趋势的尾声与新趋势的序曲——全球经济展望（2023 年 5 月 8 日）

### 声明

本报告所采用的基础数据和信息均来自市场公开信息，所载的资料、数据、意见及预测结果仅反映发布本报告当时的情况，相应数据资料可能随时间被修正、调整或更新。

本报告知识产权归中国民生银行所有，任何对报告内容进行的复制、转载，均需注明来源，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

本报告中的所有信息仅供研究讨论或参考之用，所表述的意见并不构成对任何人、任何机构的投资或政策决策。

如对报告有任何意见或建议，欢迎发送邮件至：[yjy@cmbc.com.cn](mailto:yjy@cmbc.com.cn)

欢迎扫描二维码加入中国民生银行研究院公众账号“民银研究”（见右图）

