

文 | 明明 彭阳 章立聪 周成华

4月核心CPI同比上涨0.7%，环比处于历史低位，CPI涨幅回落反映内需尚未充分恢复，PPI延续通缩说明工业需求仍不足。正如4月政治局会议所指出的，当前我国经济运行好转主要是恢复性的，内生动力还不强，需求仍然不足。在此经济环境下，疏通宏观政策传导机制，恢复和扩大需求既是经济持续回升向好的关键所在，也是提振通胀水平的关键因素。宏观和政策环境对债市仍偏向利好。

4月核心CPI环比上涨0.1%，低于历史上正常年份4月的环比增速，与2020年及2022年疫情冲击较大时的水平相近。

自国家统计局2013年开始公布核心CPI数据以来，过去11年间仅出现过4次4月份核心CPI环比增速等于或者低于0.1%的情况，包括2020年、2022年以及今年，其中2020年以及2022年均为疫情冲击较为严重的年份，说明今年4月核心CPI环比的表现较弱，低于同样为复苏之年的2021年（0.3%）。

核心CPI偏弱背后反映出的是消费需求略显不足，商品及服务消费的复苏都难言强劲。

商品消费方面，虽然限额以上企业零售恢复较好，但限额以下的企业和个体工商户零售金额增长偏慢。据我们估算，今年1-2月限额以下社会消费品零售总额较2019年同期的年化增速为3.5%，3月份仅小幅回升至3.6%，反映出居民消费能力和消费信心仍然偏弱。服务消费的复苏虽然好于商品消费，但客单价有所下降。经文旅部数据中心测算，今年五一期间，国内旅游出游人次恢复至2019年同期的119.09%，但旅游收入仅恢复至2019年同期的100.66%。

PPI延续通缩意味着工业品存在供过于求的特征，工业需求景气偏弱。

4月份PPI同比下降3.6%，环比由上月持平转为下降0.5%。这一特征在实体经济中体现在工业增加值、制造业PMI以及工业企业利润三个指标：第一，3月工业增加值同比增速为3.9%，不及疫情前水平。3月工业增加值环比增长0.12%，与上月基本持平，显著低于疫情前2017-2019年同期的水平。第二，4月制造业PMI为49.2%，比上月下降2.7个百分点，低于荣枯线，制造业市场景气度回落。第三，在“量”“价”等多重因素的共同影响下，工业企业利润延续较大降幅。

通胀数据偏弱的背后也反映了金融向实体的传导效率有所下降。

宽松的货币政策有助于推升经济增长和通胀，去年底央行也曾一度担心较高的M2增长可能在疫情防控平稳转段后带来通胀压力。然而近期公布的数据显示，M2增

速与名义GDP增速的剪刀差、M2增速与M1增速的剪刀差仍在扩大，一季度天量信贷对经济增长和通胀的刺激效果也在一定程度上低于市场预期。导致上述两个现象的原因是：

一、银行体系大量低息贷款流入国有企业，超过了企业的投资和经营活动需要。部分资金滞留在金融体系内以空转套利为目的，推动金融市场广谱利率持续下行，却未流入实体经济，未能对经济需求和通胀起到实质性的刺激效果。

二、居民部门储蓄倾向上升，贷款意愿下降，倾向于提前还贷降低杠杆。企业部门的部分贷款也以借新还旧，降低财务成本为目的。

▮ 债市策略：

4月CPI同比延续回落，PPI同比延续通缩，国内物价阶段性低位运行，消费、工业需求仍偏弱。4月政治局会议指出，当前我国经济运行好转主要是恢复性的，内生动力还不强，需求仍然不足，基本面弱修复的格局进一步明确。对债市而言，低通胀环境提供了一定的宽货币空间，货币政策的宽松预期将成为未来几个月市场博弈的重点，货币政策的节奏也将决定利率节奏。预计长债利率将以偏强震荡为主，但10年期国债收益率降至2.7%以下的低位水平后，波动或有所增大。

▮ 风险因素：

国内政策力度变化；经济复苏不及预期；居民消费能力及意愿恢复不及预期。

本文源自券商研报精选