

# 当下或是通胀的年内低点

## ——3月物价数据分析

### 事件概述

2023年4月11日，国家统计局公布2023年3月份CPI与PPI数据。CPI同比0.7%，预期值1.0%，前值1.0%；PPI同比-2.5%，预期值-2.3%，前值-1.4%；核心CPI同比0.7%，较上月回升0.1个百分点。

### 投资观点

3月CPI同比有所回落，低于市场预期，主要是受食品中的鲜菜、猪肉价格回落影响，并不意味着需求修复的趋势在变差，这点从非食品分项中的住宿、机票以及服装等明显回升也可验证，核心CPI较上月也回升0.1个百分点。而PPI同比降幅扩大，则是国际油价、大宗价格回落带动国内石油、有色价格回落以及气温回升采暖用煤需求减少带动的煤炭价格回落影响。

往后看，随着需求的平稳修复，叠加中央储备冻猪肉收储干预，猪肉价格可能会在二季度逐步企稳回升；服务消费价格也会随着居民收入的改善以及五一、端午假期的到来而逐步修复，进而带动CPI温和上行，当下或是通胀的年内低点。

#### ▸ 3月CPI环比收窄、同比回落

3月CPI环比-0.3%，降幅较上月收窄0.2个百分点，食品分项降幅收窄，非食品分项由降转平是主要原因，从过去5年走势来看，3月CPI环比基本符合季节性特征。

食品价格方面，环比下降1.4%，降幅较上月收窄0.6个百分点，影响CPI下降约0.27个百分点。猪肉降幅收窄，鲜果、蛋类环比由降转涨是主要原因。

猪肉价格环比下降4.2%，降幅较上月收窄7.2个百分点，也是自去年12月以来首次收窄至-5%以内。自今年2月初国家启动中央储备猪肉收储以来，生猪价格有止跌迹象，22省市猪肉平均价格在21元/公斤附近，预计二季度随着前期压栏生猪的逐步消化，以及生猪消费逐渐由淡季转向旺季，生猪价格或将逐步企稳回升。

鲜菜环比下降7.2%，降幅较上月扩大2.8个百分点，影响CPI下降约0.17个百分点，是3月CPI的主要拖累项。主要原因是随着天气转暖，蔬菜大量上市，供应较为充裕，从季节性角度来看，蔬菜价格的回落可能要持续到6月，后续随着全国洪涝灾害天气的出现，蔬菜生产、运输可能会受到一定影响，价格逐步回升。

除猪肉、鲜菜之外的其他食品分项整体较为稳定，粮食、食用油、鲜果、鸡蛋、禽肉类，涨跌幅在-0.1%—0.4%之间。

非食品价格方面，环比由上月下降0.2%转为持平。其中随着出行需求持续恢复，宾馆住宿和飞机票价格分别上涨3.5%和2.9%；另外春装换季上新，服装价格上涨0.5%；车企降价促销，燃油小汽车价格下降1.9%。后续随着五一、端午等节假日的临近，非食品价格可能会进一步回升。

同比方面，3月CPI上涨0.7%，涨幅较上月回落0.3个百分点。分项来看，食品价格上涨2.4%，涨幅比上月回落0.2个百分点，影响CPI上涨约0.43个百分点。非食品价格上涨0.3%，涨幅比上月回落0.3个百分点，影响CPI上涨约0.23个百分点。从翘尾和新涨价角度来看，本月CPI涨幅全部由翘尾因素贡献，新涨价影响约为0。

扣除食品和能源价格的核心CPI同比0.7%，涨幅较上月扩大0.1个百分点，后续随着服务消费的进一步修复，核心CPI也会呈现温和上涨态势。

#### ▸ 3月PPI环比持平、同比下降

3月PPI环比继续持平，生产资料与生活资料均持平。

具体来看，3月生产资料价格环比由上月上涨0.1%转为持平。生产资料有三条线索：

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

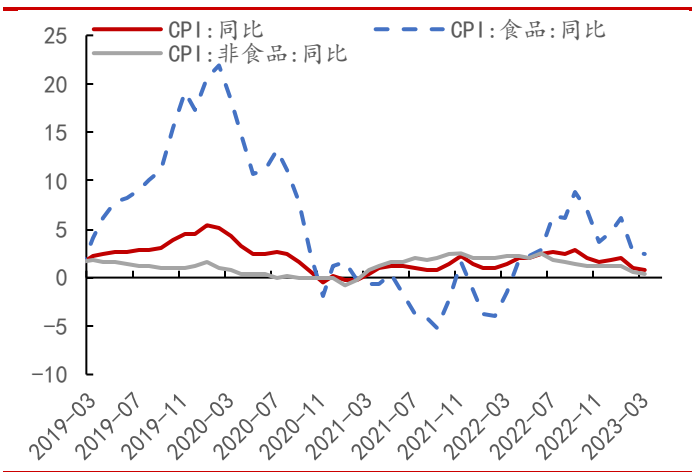
其一，受国内重点项目加快推进，实物工作量逐步显现影响，钢材、水泥等行业价格有所上涨，其中黑色金属冶炼和压延加工业、水泥制造价格均上涨 1.3%；

其二，受国际输入性因素带动，国内石油、有色金属相关行业价格下行，其中石油和天然气开采业价格下降 0.9%，石油煤炭及其他燃料加工业价格下降 0.4%，有色金属冶炼和压延加工业价格下降 0.3%。

其三，受气温回升等季节因素影响，用煤需求有所减少，煤炭开采和洗选业价格下降 1.2%。此外，计算机通信和其他电子设备制造业价格由上月下降 1.1%转为上涨 0.4%。

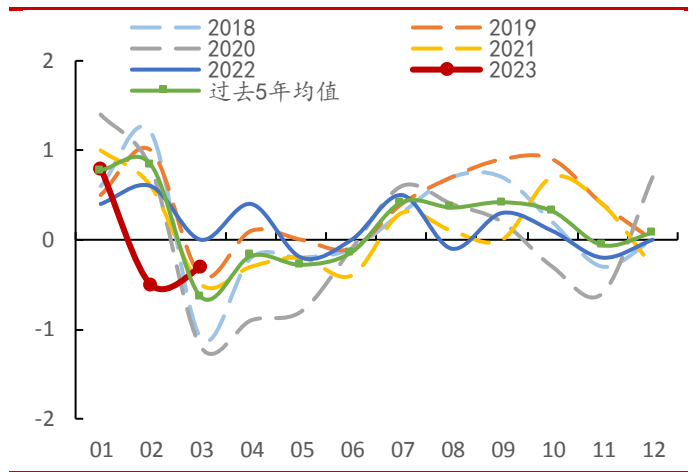
同比方面，3月 PPI 同比下降 2.5%，降幅较上月扩大 1.1 个百分点。其中，生产资料价格下降 3.4%，降幅扩大 1.4 个百分点。生活资料价格上涨 0.9%，涨幅回落 0.2 个百分点。在 3 月份 2.5% 的 PPI 同比降幅中，上年价格变动的翘尾影响约为 -2.0 个百分点，上月为 -0.9 个百分点；新涨价影响约为 -0.5 个百分点，与上月相同。

图 1 CPI 及主要分项同比变动 (%)



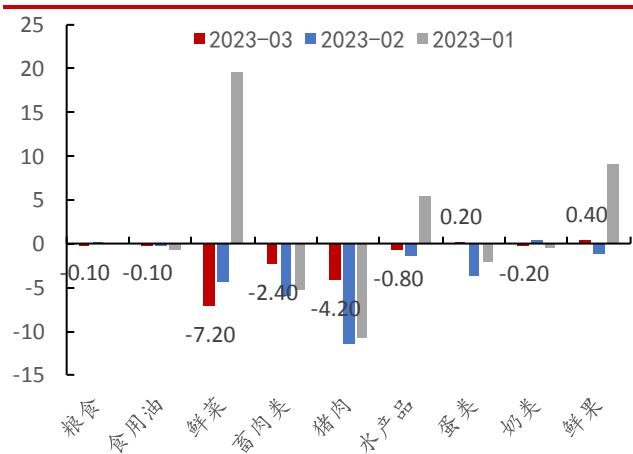
资料来源：WIND，华西证券研究所

图 2 CPI 环比季节性变动 (%)



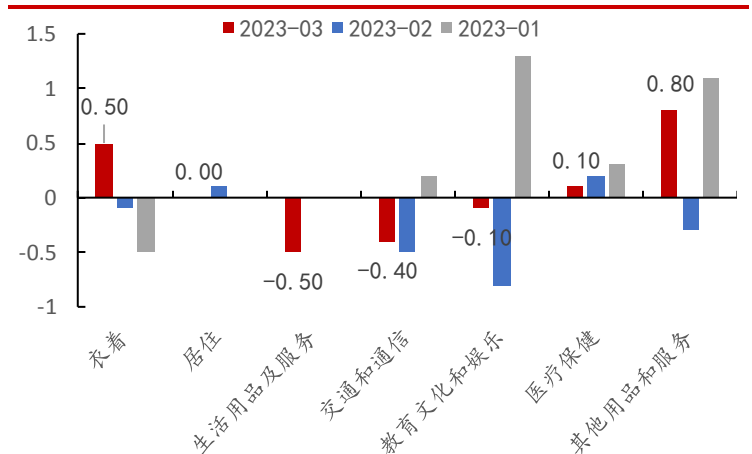
资料来源：WIND，华西证券研究所

图 3 食品分项环比变动 (%)



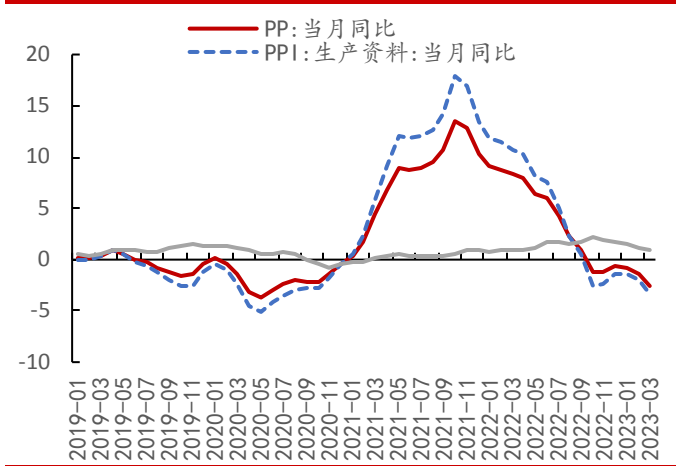
资料来源：WIND，华西证券研究所

图 4 非食品分项环比变动 (%)



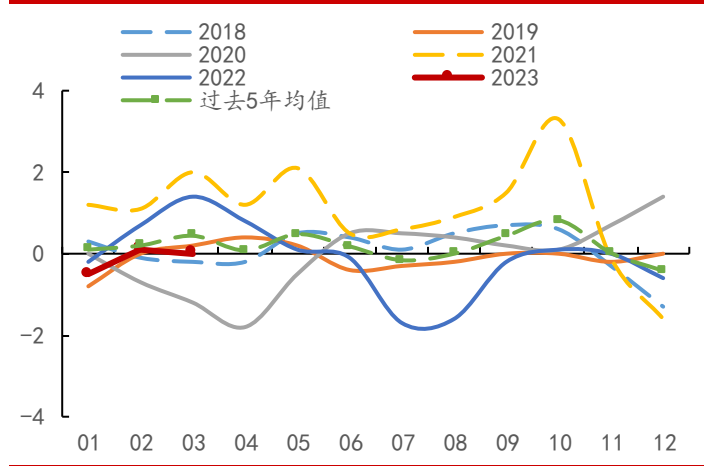
资料来源：WIND，华西证券研究所

图 5 PPI 及主要分项同比变动 (%)



资料来源: WIND, 华西证券研究所

图 6 PPI 生产资料环比季节性变动 (%)



资料来源: WIND, 华西证券研究所

**风险提示**

经济活动超预期变化。

**宏观首席分析师: 孙付**

邮箱: sunfu@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520050004

联系电话: 021-50380388

**宏观研究助理: 丁俊菘**

邮箱: dingjs@hx168.com.cn

联系电话: 021-50380388

### 分析师与研究助理简介

孙付，毕业于复旦大学世界经济系，华西宏观首席分析师，专注于经济增长、货币政策与利率研究，完成“蜕变时期：杠杆风险与增长动能研究”和“逆风侵袭：冲击与周期叠加”两部宏观经济研究专著，诸多成果被“金融市场研究”、“新财富”等收录刊发。

丁俊菘，复旦大学经济学博士，2021年7月加入华西证券研究所，专注于就业、通胀以及流动性等方面的研究，在《金融研究》、《财经科学》、《Grow and Change》等一流期刊发表学术论文多篇。

### 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，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，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。