

3月通胀解读：上涨动能不足，预计物价持续低于预期

核心观点

3月CPI环比-0.3%，同比+0.7%（前值1.0%），低于市场一致预期1.0%，略低于我们预期的0.8%，猪价、油价双双下跌，核心CPI维持弱势。当前调查失业率中枢偏高，需求侧弱修复，供给侧也未出现大量企业破产出清，短期内我国CPI缺乏上行动力。3月PPI环比持平，同比-2.5%，前值-1.4%，低于市场预期-2.3%，更接近我们预期的-2.6%，工业品涨跌互现，整体供需平衡，翘尾因素继续带动PPI同比探底，3月建筑建材如钢材、玻璃、水泥价格小幅上涨，能源价格如原油、煤炭等有所回调。

□ 猪油共跌、核心偏弱，CPI上涨动力不足

3月CPI环比-0.3%，同比+0.7%（前值1.0%），低于市场一致预期1.0%，略低于我们预期的0.8%，猪价、油价双双下跌，核心CPI维持弱势。其一，CPI食品项环比-1.4%，同比涨幅继续收窄，猪价连续四个月回落，菜价季节性回落。其二，3月国际油价回落带动成品油价格下行，CPI交通工具燃料项环比-0.3%。其三，3月核心CPI环比持平，同比0.7%，仍处于较低水平。猪肉方面，3月猪价降幅有所收窄，但我们认为猪价仍处在磨底阶段：1、天气转暖猪肉需求放缓，Q2是猪肉消费淡季；2、虽然23年起能繁母猪开始去化，但生猪存栏依然较多，生猪供应充分；3、豆粕价格大幅回调，猪价缺乏成本端支撑；4、生猪疫情形势总体平稳，目前尚未出现扩大趋势，后续持续关注疫情进展。

□ 经济延续弱修复，核心CPI低位徘徊

3月核心CPI环比持平，同比+0.7%（前值0.6%），仍在低位徘徊。其中，高社交属性类消费需求保持修复趋势，宾馆住宿、机票、服装价格环比分别上涨3.5%、2.9%、0.5%，其他核心CPI组成项表现一般。我们认为，我国较难出现海外国家在疫情放开之后核心CPI大幅上行的情况，更多需要警惕有效需求不足导致的通缩风险：其一，疫情后我国并未进行全面的需求侧刺激，而更加注重保主体工作，服务业供给侧并未出现大量企业破产出清，因此在疫情放开后，需求和供给同步恢复，价格未出现明显反弹；其二，PPI仍处于向下筑底阶段，上游成本回落+终端需求弱复苏的情形下，消费品价格易跌难涨；其三，目前调查失业率中枢较高，收入预期不够稳定，消费需求释放较慢，从CPI房租项持续偏弱中也可以得到一些映射。

□ 工业品涨跌互现，翘尾因素带动PPI同比探底

3月PPI环比持平，同比-2.5%（前值-1.4%），低于市场预期-2.3%，更接近我们预期的-2.6%，工业品涨跌互现，翘尾因素继续带动PPI同比探底。财政前置发力，基建投资保持韧性，国内定价品种价格小幅上涨，其中，钢材价格保持自去年11月以来的上涨趋势，水泥、玻璃价格亦有所回暖，不过3月下旬以来已略显颓势。煤炭方面，23年以来动力煤库存持续去化，价格有逐步企稳的迹象。海外经济延续衰退趋势，叠加海外银行危机导致市场流动性紧张、避险情绪升温，3月原油和有色金属价格回调。

□ 产油大国突发减产，原油价格中枢回升

4月2日，沙特、俄罗斯等9国宣布从5月份开始减产，合计165.7万桶/日，约占到OPEC+总产量4%、全球总产量的1.6%。此轮减产幅度虽与2020年疫情之后的970万桶相差较大，但目前全球原油市场基本处于供需平衡状态，此次减产足以使得原油供应偏紧，油价应声上涨，布油价格从70美元/桶迅速回升到85美元/桶。美国疫后传统能源行业的资本开支不足，新钻油井数量仅恢复至18~19年的七成左右，原油产能遇到瓶颈，短期内无法弥补OPEC+突发减产造

分析师：李超

执业证书号：S1230520030002

lichao1@stocke.com.cn

分析师：张迪

执业证书号：S1230520080001

zhangdi@stocke.com.cn

相关报告

- 1 《就业韧性仍存，但总量紧缩已至尾声——3月美国就业数据传递的信号》 2023.04.08
- 2 《3月外储：预计人民币汇率后续或渐进升值》 2023.04.07
- 3 《拥抱“AI+”，助力长期增长》 2023.04.05

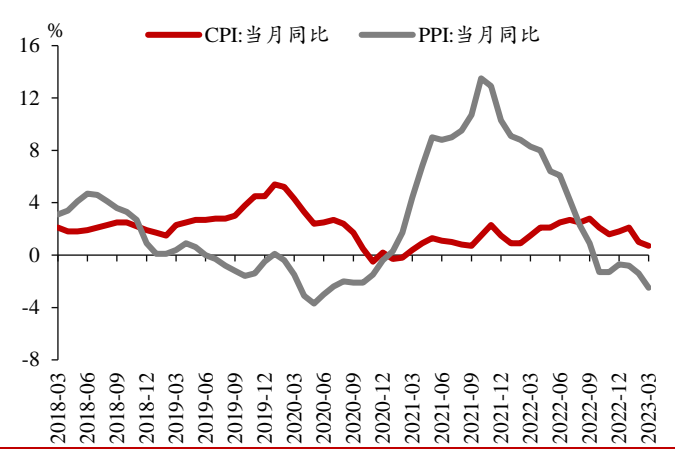
成的供需缺口，我们认为二季度油价将维持在 80~90 美元的区间，后续关注供给侧的进一步动向以及需求侧潜在的超预期复苏。

□ **风险提示**

大国博弈超预期；猪瘟扩散超预期；消费者信心修复不及预期。

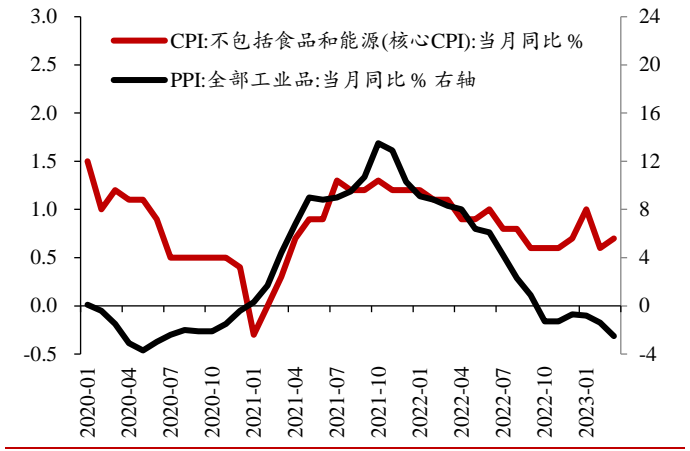
重要图表

图1: CPI涨幅回落, PPI降幅扩大



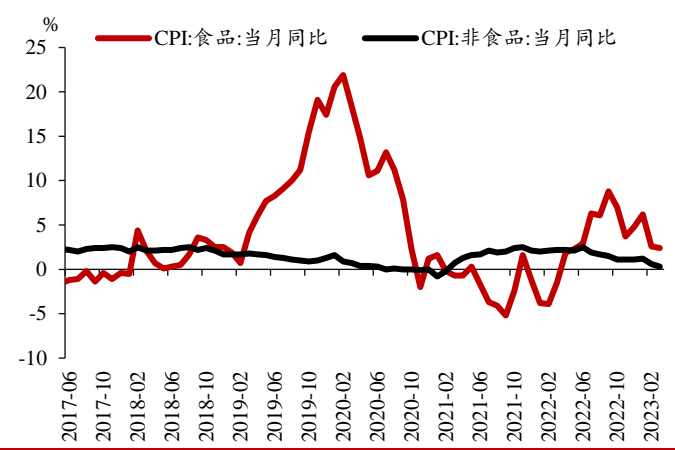
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图2: 核心CPI呈企稳态势



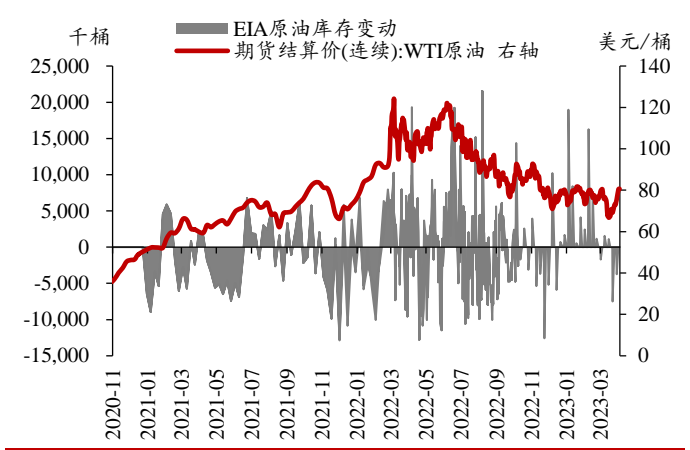
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图3: 食品项同比回落



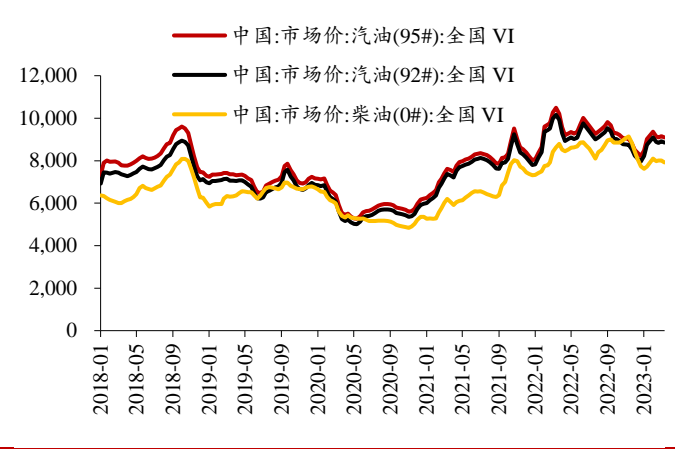
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图4: 原油价格震荡回落



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图5: 3月汽柴油价格回落



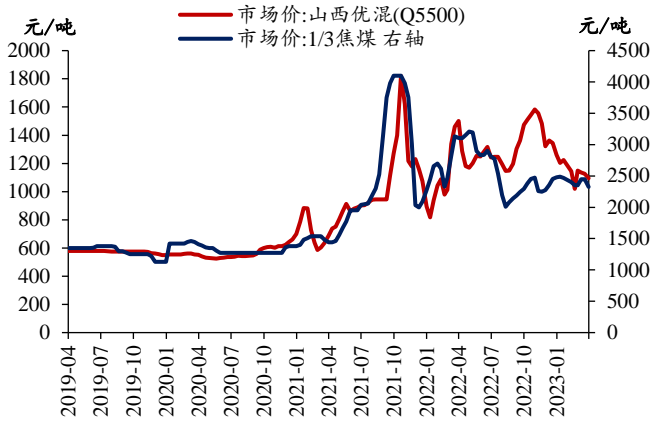
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图6: LME铜价震荡偏弱



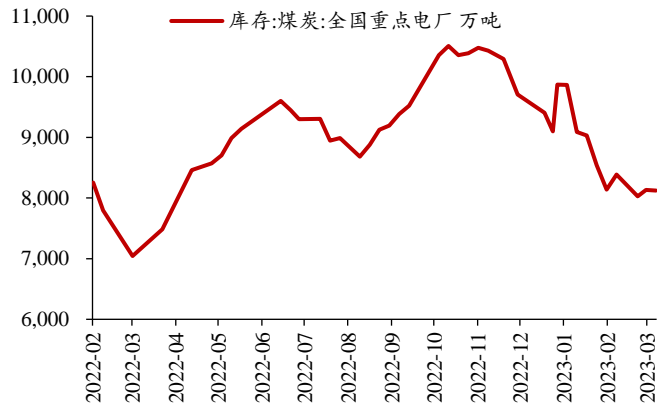
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图7: 煤炭价格企稳



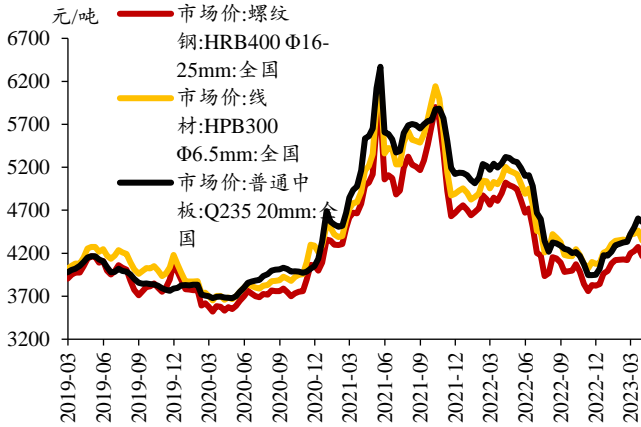
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图8: 电厂处于去库状态



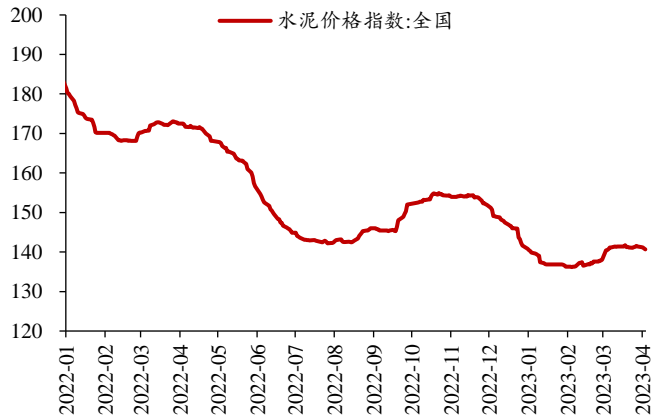
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图9: 钢材价格小幅上涨



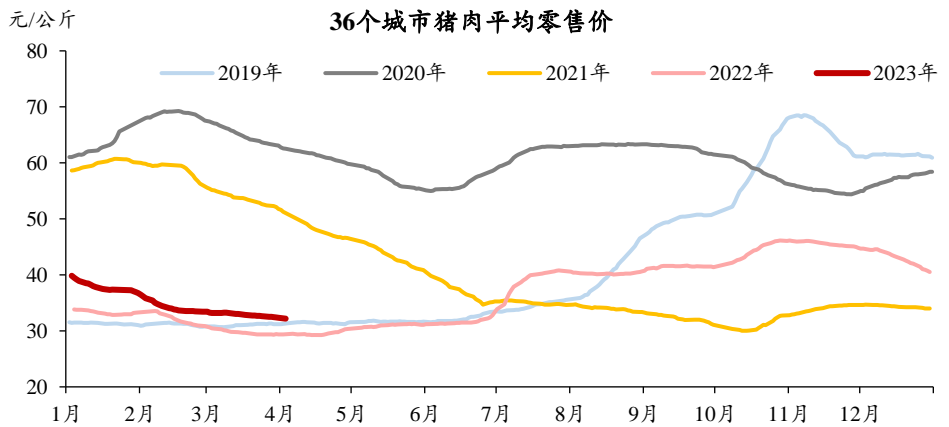
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图10: 水泥价格有所回暖



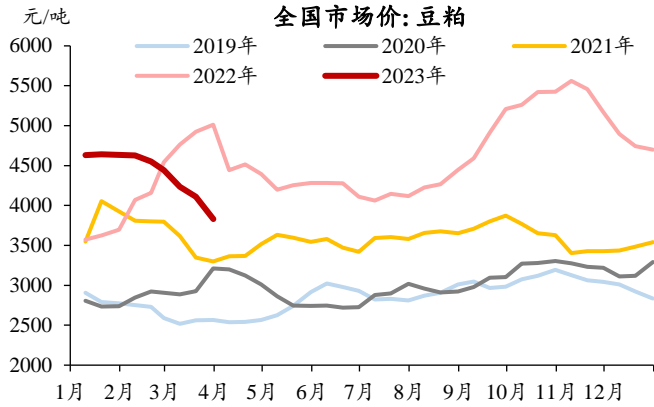
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图11: 3月猪肉价格降幅收窄



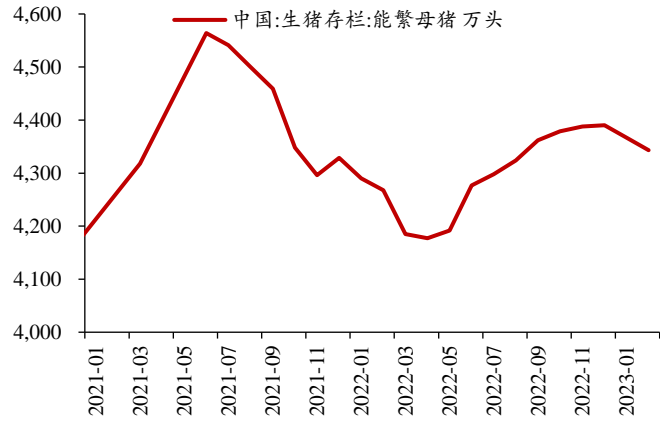
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图12: 3月豆粕价格回落



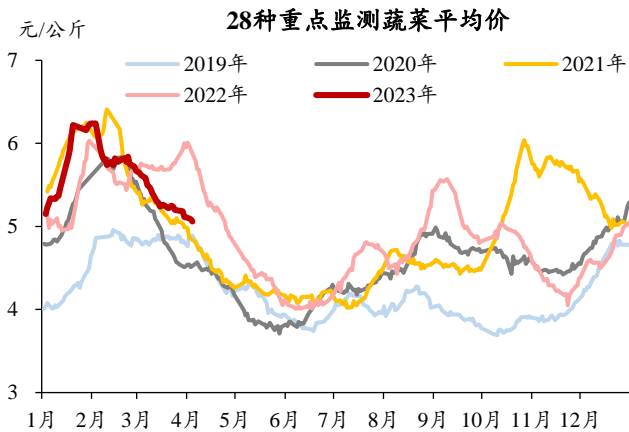
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图13: 今年以来能繁母猪存栏量持续去化



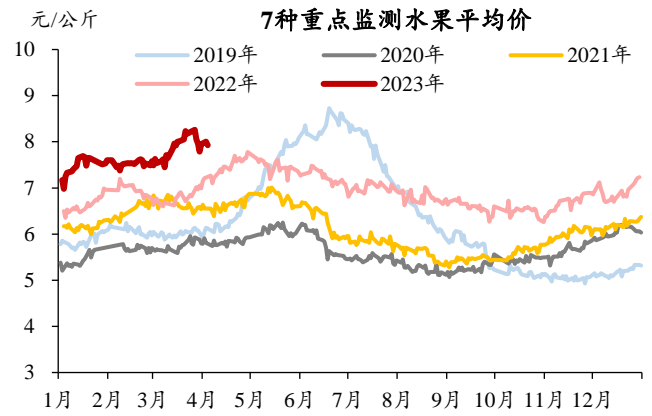
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图14: 3月蔬菜价格季节性回调



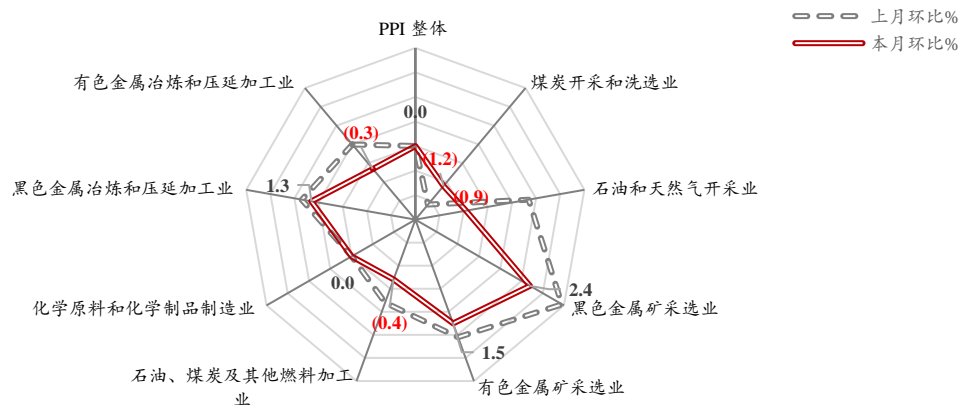
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图15: 3月水果价格上涨



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图16: 石油及天然气开采业出厂价格显著回落



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

风险提示

大国博弈超预期; 猪瘟扩散超预期; 消费者信心修复不及预期。

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。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。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>