

2023年3月物价数据点评

理性看待价格“类通缩”

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号
S1060520090001
ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

张璐 投资咨询资格编号
S1060522100001
ZHANGLU150@pingan.com.cn

常艺馨 投资咨询资格编号
S1060522080003
CHANGYIXIN050@pingan.com.cn



事项：

2023年3月CPI同比0.7%，PPI同比为-2.5%。

平安观点：

- **3月CPI同比增速继续下行，低于市场预期。**我们以春节月为基准，以更好衡量CPI相对季节性规律的变化，3月CPI环比增速基本符合季节性规律。CPI同比下行的原因主要在于去年同期俄乌冲突升级，推升CPI基数；新涨价因素则受到汽车行业价格战打响、就业形势疲弱和国际油价调整的拖累。**第一，核心CPI表现不强。1) 核心CPI的拖累在于汽车行业价格战打响，交通工具项目环比大跌；房地产周期仍在低位运行，就业形势疲弱在一定程度上制约居住服务价格的上行，使其表现弱于季节性规律。2) 核心CPI的支撑在于衣着、家用器具、通信工具三项工业消费品的价格稳中有升；服务（非居住类）需求回暖，带动价格进一步恢复。第二，能源价格稳中有降。**3月以来，布伦特原油期货价格呈V型走势，月度价格中枢下跌4.7%。国内成品油价格调整相对滞后，交通工具用燃料CPI环比跌幅仅为0.3%。**第三，食品价格环比表现略强于季节性，或受外出用餐需求增加的推升。**CPI食品分项环比为-1.4%，略高于季节性规律（2016至2021年春节后第二个月的历史均值为-1.92%）。鲜果、鸡蛋和羊肉价格环比均上涨，而季节性规律为环比下跌；猪肉、牛肉、鲜菜和水产品价格虽有下跌，但跌幅弱于季节性规律。
- **3月PPI环比持平上月，但因基数抬升，同比跌幅扩大。**3月PPI同比跌幅走阔1.1个百分点，至-2.5%。2月、3月的PPI环比增速均为零值，但不同板块间的价格势能转换。一方面，上游采掘、原材料和水电燃气板块PPI环比涨幅收窄，主要受能源价格下行的拖累。不过，钢铁（黑色金属加工）、水泥（非金属矿物制品）等产品的价格继续上涨，一定程度上受到基建地产的终端需求的支撑。另一方面，中下游制造板块PPI环比跌幅收窄，与CPI工业消费品（扣除能源、交通工具）的价格表现相印证，**或表明中下游制造业需求处于修复通道。**
- **3月物价数据弱于市场预期，CPI同比增速降至历史偏低分位。**数据公布后，国债期货高开高走，表明市场对“通缩”的担忧加剧。我们认为，**应理性看待二季度国内物价数据的“类通缩”表现。**一方面，海外输入性因素的扰动较强。去年二季度俄乌冲突升级“输入通胀”，而今年二季度海外经济下行风险加剧“输入通缩”，对我国物价读数造成扰动。另一方面，房地产和就业形势偏弱、汽车行业“去库存”，反映出内需处于低位，一定程度上抑制国内物价表现，**但也要看到，服务业（非居住）、中下游制造业价格在边际修复，表明国内需求仍处修复通道。**我们预计，二季度CPI同比增速低位运行、PPI持续处于收缩区间，可为政策发力创造较好的环境；国内物价的“类通缩”是暂时性的，下半年物价基数走低、内生需求有望滞后回升，国内物价的同比读数将自低位逐步回升。

一、CPI 同比增速低于预期

3月CPI同比增速继续下行，低于市场预期。2023年3月CPI同比增速为0.7%，较2月下0.3个百分点；剔除食品和能源的核心CPI同比增速小幅提升至0.7%。多数年份的春节在2月，3月为春节后次月，CPI环比增速往往依季节性较快下行。但2023年的3月为春节后的第二个月，为更好衡量环比意义上的CPI增速水平，我们以春节月为基准观察季节性规律，将2023年3月数据与往年春节后第二个月的数据相比较。3月CPI环比增速-0.3%，基本符合季节性规律（2016至2021年春节后第二个月的历史均值水平为-0.35%）；但去年同期俄乌冲突升级，使CPI基数走高。同时，汽车行业价格战打响、就业形势疲弱和国际油价调整对CPI中的新涨价因素构成一定拖累。具体地：

➤ 第一，核心CPI表现不强，受汽车行业价格战拖累，且居住服务价格较弱。

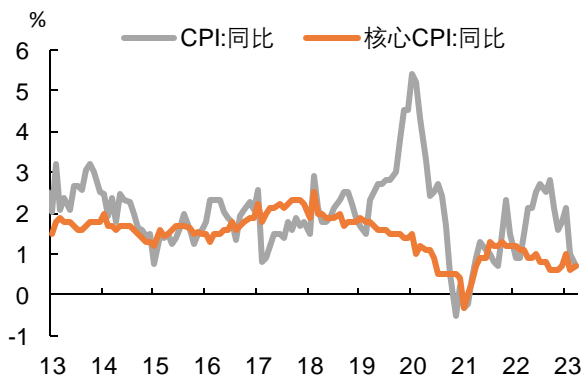
1) 核心CPI的拖累因素在于：一是，汽车行业价格战打响，交通工具项目环比大跌。我们估算，交通工具分项在CPI中的权重约3.1%，在核心CPI中的权重约4%。2023年3月，汽车行业价格战打响，统计局数据解读公布的燃油小汽车价格环比下降1.9%，CPI交通工具（指购买各种非经营用交通工具的支出，包括乘用车、摩托车、电动自行车、自行车等）分项环比下降1.6%，创有统计以来的单月最大跌幅，对当月CPI、核心CPI环比增速的拖累分别约为0.05个百分点、0.06个百分点。二是，居住服务价格环比持平，弱于季节性规律。3月CPI居住、CPI租赁住房房租分项环比持平，而季节性规律为环比上行。当前房地产周期仍在低位运行，就业形势疲弱一定程度上制约了居住服务价格的上行（2023年3月制造业及非制造业PMI从业人员指数均较前值下行）。

2) 核心CPI的支撑因素在于：一是，除交通工具、能源之外的工业消费品价格表现稳中有升，CPI衣着、CPI家用器具、CPI通信工具等分项的环比表现略强于季节性规律，这与PPI消费制造板块环比增速的企稳相一致。二是，服务（非居住类）需求在持续恢复，邮递服务、家庭服务、交通工具使用维修等CPI强于季节性。

➤ 第二，能源价格稳中有降，对CPI构成一定拖累。2022年3月以来，布伦特原油期货价格呈V型走势，月度价格中枢下跌4.7%。但国内成品油价格调整相对滞后，汽、柴油价格仅在3月18日小幅下调，交通工具用燃料CPI环比跌幅仅0.3%。

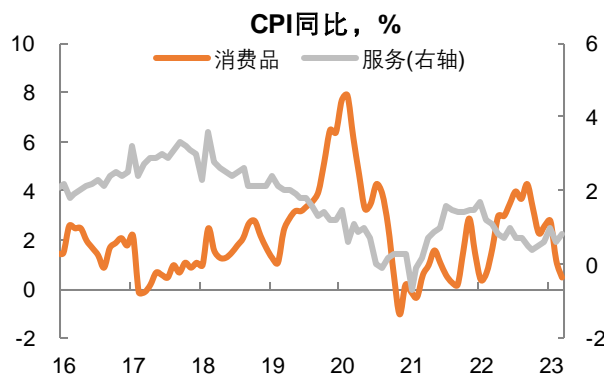
➤ 第三，食品价格环比表现略强于季节性，或受外出用餐需求增加的推升。CPI食品分项环比为-1.4%，略高于季节性规律（2016至2021年春节后第二个月的历史均值为-1.92%）。CPI食品中，鲜果、鸡蛋和羊肉价格环比均上涨，而季节性规律为环比下跌；猪肉、牛肉、鲜菜和水产品价格虽有下跌，但跌幅弱于季节性规律。

图表1 2023年2月CPI同比增速下行，核心CPI微升



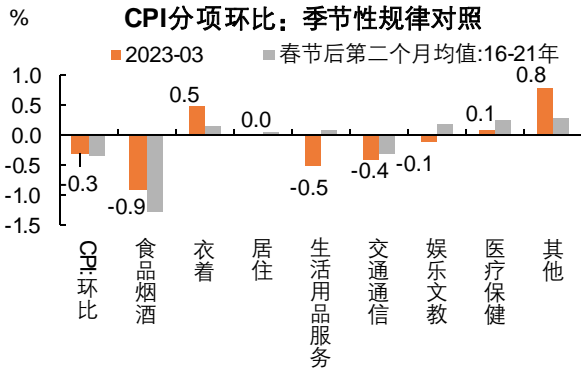
资料来源:Wind, 平安证券研究所

图表2 2023年3月CPI消费品项目同比增速较快下行



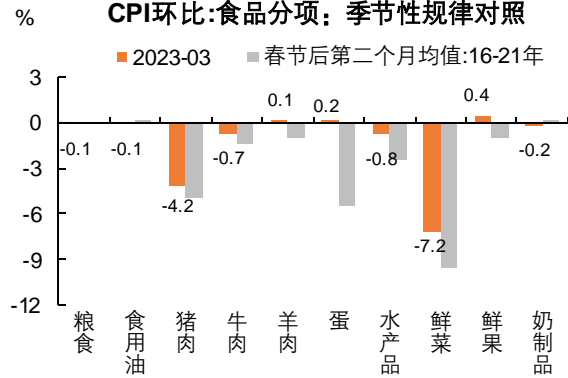
资料来源:Wind, 平安证券研究所

图表3 2023年3月CPI环比增速符合季节性规律



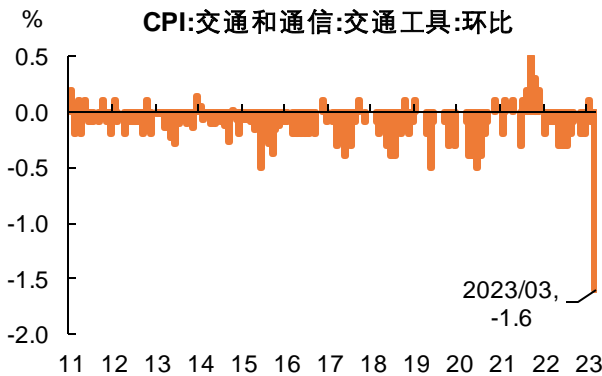
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表4 2023年3月CPI食品分项环比强于季节性规律



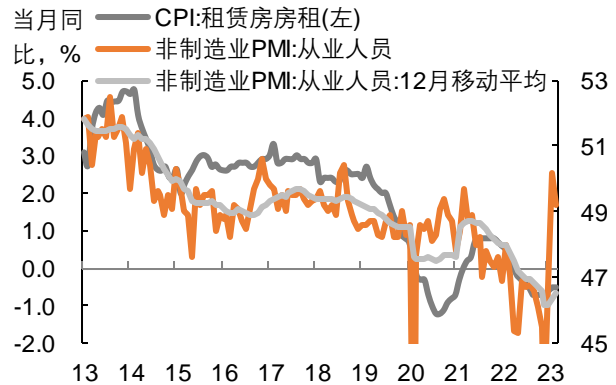
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表5 受汽车价格战影响，3月交通工具CPI环比大跌



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表6 就业景气度水平制约CPI房租分项修复力度



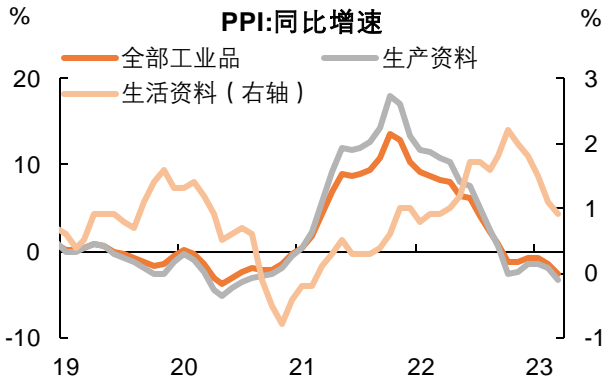
资料来源: Wind, 平安证券研究所

二、PPI 环比增速持平

2023年3月PPI环比持平上月，但因基数抬升，同比跌幅扩大。3月PPI同比跌幅走阔1.1个百分点，至-2.5%。2月、3月的PPI环比增速均为零值。其中，生产资料PPI的环比增速由小幅上涨转为零值，生活资料PPI的环比增速由显著下跌转为零值。分行业看，不同板块间的价格势能转换。

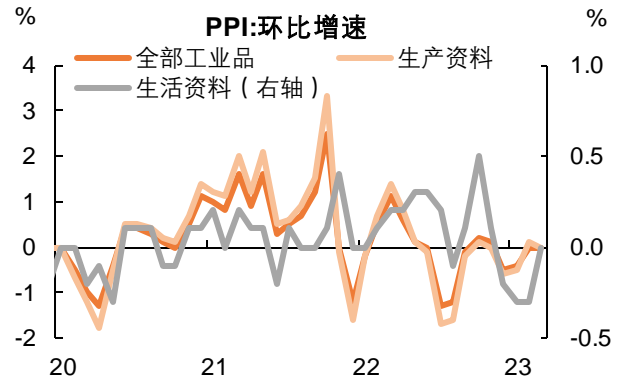
- 一方面，上游采掘、原材料和水电燃气板块PPI环比表现由强转弱。2023年3月，上游采掘、原材料板块和水电燃气板块15个子行业中，有12个子行业PPI环比增速上行，平均涨幅由2月的0.73%收窄至3月的0.07%。能源价格下行是上游板块的主要拖累所在，煤炭开采和洗选业、石油和天然气开采业，石油煤炭及其他燃料加工业行业价格环比下跌。基建地产的终端需求仍有一定支撑，黑色金属冶炼及压延加工业、非金属矿物制品业、化学纤维制造业价格稳中有升。
- 另一方面，中下游制造板块PPI环比跌幅收窄，表明中下游制造业需求处于修复通道。2023年3月，中游制造板块4个子行业的PPI环比增速均上行，环比增速的均值提升了0.4个百分点；下游制造板块11个子行业中，有5个PPI环比增速上行，平均跌幅收窄0.1个百分点。

图表7 2023年3月PPI同比跌幅有所扩大



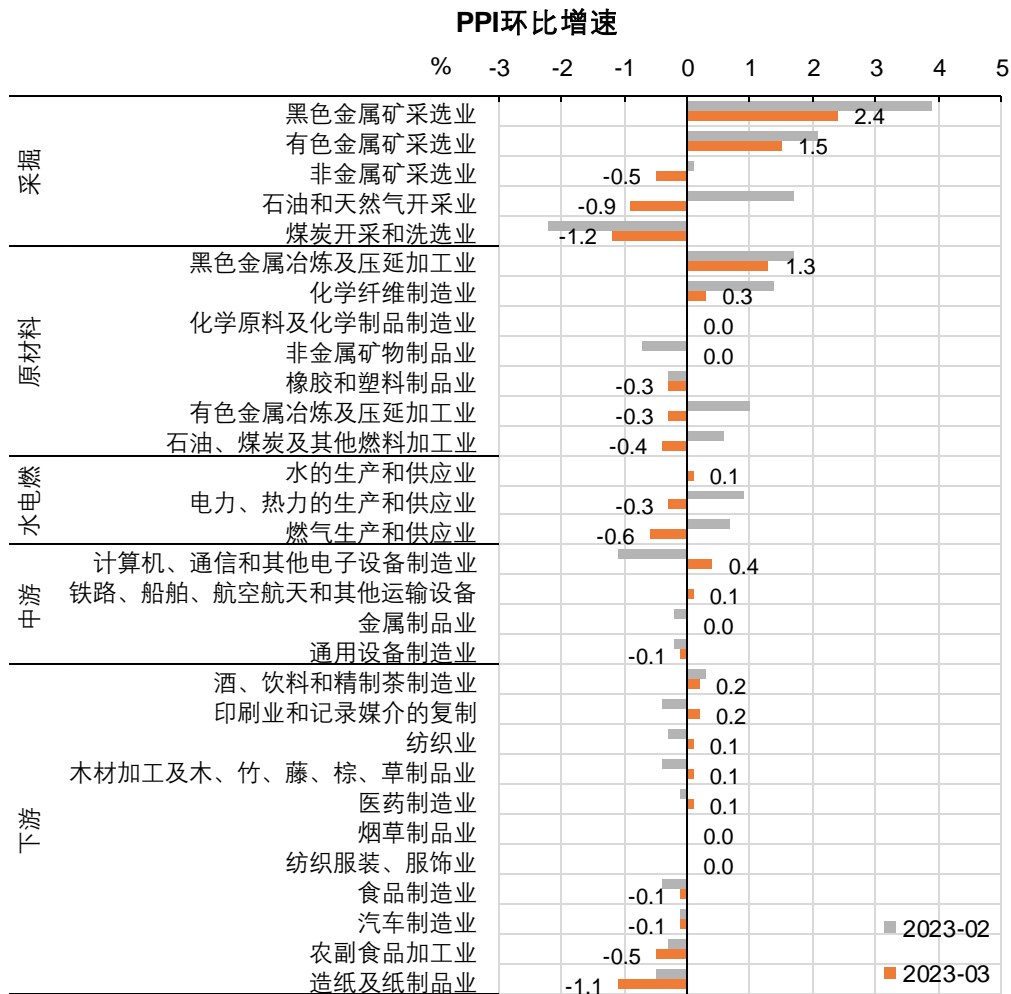
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表8 2023年3月PPI生产资料、生活资料环比持平



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表9 2023年3月中下游制造板块的PPI环比增速有所改善



资料来源: wind, 平安证券研究所

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2023 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼
邮编：200120

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 16 层
邮编：100033