

输入性通缩的有限发酵：3月物价数据印象

报告要点：

● 原油价格开始拖累 CPI 的表现：

1) 3月CPI同比+0.7%，前值+1%，增速继续下行，一方面，核心CPI同比增速逆势提高0.1pcts，另一方面，CPI的食品项同比增速的回落比非食品项同比增速的回落要更小；我们把这两个特征合起来理解的话，不难得出的结论是，能源价格是CPI的主要拖累项；

2) 从布伦特原油期货结算价来看，3月价格同比-26.1%，降幅较2月的-9.6%显著扩大，这与CPI相关分项的表现相一致。

● 其实 OPEC 减产也未必能开启一轮原油价格的上涨，最多能让原油价格缓下来：

1) OPEC+在本月初的集中减产会拉低全球原油供应约1.6%，这个幅度会使得全球供应增长线跌破需求线，原油的供需缺口重新扩张；

2) 但从供需缺口看，这个扩张的过程应该偏缓，这会导致原油价格不会转势；

3) 但全球收缩信用的局面暂时没有改变，因此，原油上涨的这个必要条件尚未达成。

● 往后看，PPI 的下行还是会有有限传导到 CPI，但绝不是 CPI 的主导项：

1) PPI 传导到 CPI 的前提是成本的有效转嫁，但当前中游或中游以下的行业大多已经充分竞争，成本转嫁起来相对缓慢和困难；

2) 照此来看，PPI 对 CPI 影响相对最多的也就是直接可以应用于消费领域的能源，但油价后续一旦缓下来，也不会成为 CPI 的一个主要压力。

● 那么，按照成分法分析，后续 CPI 也许不存在太强的趋势，除了原油之外，当前生猪的产业化导致猪肉价格波动半径明显收缩，至少在可视区间来看，猪肉价格再次发生大涨大跌的概率不大。

● PPI 同比继续走低，主要是由于生产资料特别是上游原材料的价格下跌所导致，我们一定要关注的一点是：过去美欧的加息现在可能还没完全 price-in 到当前的商品市场中来。

● 那么，后续 PPI 可能会下滑至-5%附近：

1) 去年开始的外围货币收紧导致全球货币增速大幅下降，对大宗商品的金融属性带来明显压制，根据全球 M2 推测，后续 PPI 仍有下行空间；

2) 即使美国、欧元区等主要经济体从今年下半年开启降息，PPI 的下行也最快在今年年底才能止住；这就意味着，在今年绝大部分时间里，PPI 仍是下行的，这会对经济名义增长率造成拖累。

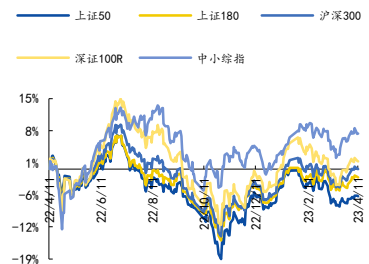
● PPI 这一轮外生性下行可能会造成相当显著的蝴蝶效应，一则 PPI 的下行会给经济名义增长率造成压力，导致当前经济上，复苏和通缩的特征同时存在，甚至今年的名义增长率不及去年；二则在通缩压力未解除的前提下，我们去赌风险偏好反转有些操之过急，当前在一级配置上，纯债资产仍然在一个高性价比的状态。

风险提示：疫情反复超预期，地缘政治冲突超预期。

主要数据：

上证综指：	3313.57
深圳成指：	11877.15
沪深300：	4100.15
中小盘指：	4293.35
创业板指：	2439.40

主要市场走势图



资料来源：Wind

相关研究报告

《我们重视的和我们忽视的：我们仍然走在货币宽松的大道上》2023.04.10

《黄金价格存在变数》2023.04.07

报告作者

分析师 孟子君
执业证书编号 S0020521120001
邮箱 mengzijun@gyzq.com.cn
电话 021-51097188

分析师 杨为敦
执业证书编号 S0020521060001
邮箱 yangweidun@gyzq.com.cn
电话 021-51097188

投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内, 行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

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, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺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操守和专业能力, 本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中华人民共和国内地(香港、澳门、台湾除外)发布, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下, 本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责声明

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188