

证券研究报告

宏观研究

专题报告

解运亮 宏观首席分析师
执业编号: S1500521040002
联系电话: 010-83326858
邮箱: xieyunliang@cindasc.com

麦麟玥 宏观研究助理
邮箱: mailinyue@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

低通胀下，后续货币政策或仍有宽松空间

2023年4月12日

- **油价下跌或掩盖了核心通胀的上行。**3月国内消费者物价呈现出整体CPI和核心CPI的分化。我们认为CPI表现弱的主因不是核心通胀，相反，核心通胀仍在上升，3月的油价下行或掩盖了核心通胀的上升。第一，食品项贡献并没有明显走弱，整体CPI的走弱主要是非食品项贡献明显减弱。3月整体CPI涨幅回落的部分超过八成均来自于非食品项贡献的走弱。第二，不可忽视的是核心通胀在上行，我们认为当前经济温和复苏的态势没有发生变化。食品项贡献小幅回落，主要是鲜菜价格季节性走弱，而猪肉价格虽继续窄幅震荡，但并未对CPI形成明显拖累。除了总体CPI和核心CPI发生分化外，消费品和服务CPI的走势也产生了分化。其中，工业消费品价格下降主要受能源和汽车价格下降影响。
- **受海外风波和翘尾因素影响，PPI同比降幅扩大。**3月PPI环比继续持平，而同比降幅继续扩大，PPI的下行压力主要来自生产资料价格的拖累。一是海外风险事件压制大宗商品的价格。受海外银行业风波的影响，3月中旬时全球大宗商品价格震荡回调，原油价格有所下跌，导致和石油相关的产业链价格也受到影响。二是去年俄乌冲突带来翘尾因素的影响，PPI同比降幅扩大。分行业看，黑色金属、有色金属矿采选业价格环比明显上涨，石油、天然气开采、煤炭开采和洗选行业价格下跌幅度较大。1) 财政前置发力明显，基建开工保持高景气度。基建投资保持韧性，国内定价品种钢材、水泥等价格小幅上涨，对PPI形成一定支撑。2) 气温回升下采暖用煤需求减少导致煤炭相关行业价格下行。
- **低通胀下，后续货币政策或仍有宽松空间。**目前来看，经济还在温和复苏，CPI和PPI都比市场预期略低，我们预计整个二季度的物价水平处于较低位置，年内通胀大概率也无忧。一是油价同比增速对通胀的压制可能延续至Q2末，二是整个Q2猪价对CPI或缺乏推力。此外，从经济形势上看，当前经济恢复正处于关键期，我们认为恢复和扩大消费依旧要摆在优先位置，通胀温和或为政策腾挪了空间。尽管今年3月底央行降准已正式落地，但对于后续的货币政策上，我们认为进一步宽松的可能性依旧存在。因此，在今年经济修复阶段，我们认为不必过度担心货币政策收紧的风险，货币政策宽松的时间窗口仍在。而今年降准释放的流动性有望助力融资需求企稳回升，进而有望支撑A股的企稳上行。建议关注可选消费弹性较大的板块，也要重点关注4月政治局会议对年内经济工作做出的进一步部署和释放的政策信号。
- **风险因素：**地缘政治风险，国际油价上涨超预期等。

目录

一、油价下跌或掩盖了核心通胀的上行.....	3
二、受海外风波和翘尾因素影响，PPI 同比降幅扩大.....	6
三、低通胀下，后续货币政策或仍有宽松空间.....	8
风险因素.....	8

图目录

图 1: 3 月 CPI 和核心 CPI 同比增速表现分化.....	3
图 2: 3 月总体 CPI 同比变动主要由非食品项引起.....	4
图 3: 3 月猪肉平均批发价依旧窄幅震荡.....	4
图 4: 受银行业危机影响，原油价格明显下跌.....	5
图 5: 分项上，交通通信项 CPI 同比涨幅回落较多.....	5
图 6: 3 月消费品和服务 CPI 同比表现也出现分化.....	6
图 7: 3 月 PPI 同比降幅走阔.....	7
图 8: 3 月 PPI 同比基数是年内高点.....	7

一、油价下跌或掩盖了核心通胀的上行

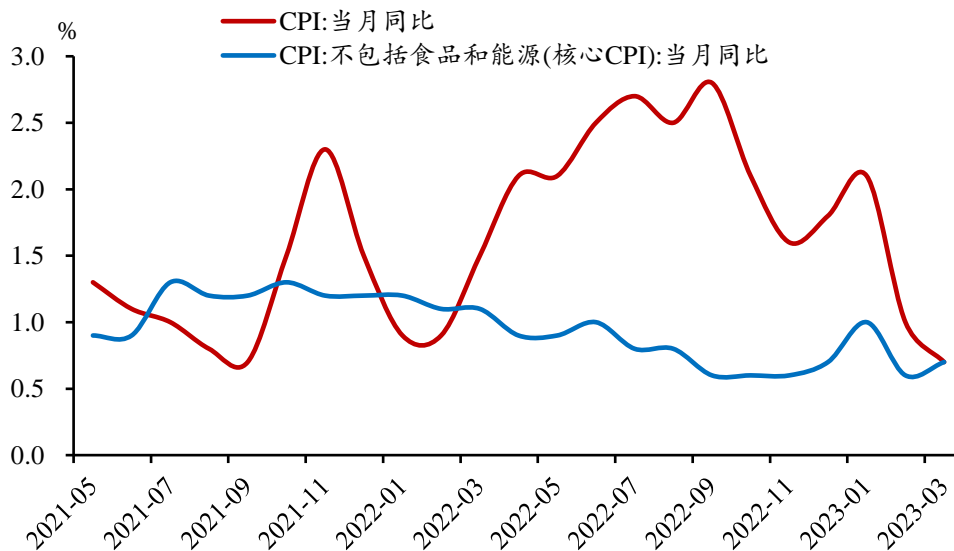
3月CPI为0.7%，不及市场预期的1.0%，国内消费者物价呈现出整体CPI和核心CPI的分化。我们认为CPI表现弱的主因不是核心通胀，相反，核心通胀仍在上升，当前经济温和复苏的态势没有发生变化，而油价下行或掩盖了核心通胀的上升。

整体CPI和核心CPI分化，在看到整体CPI继续回落低于“1”的同时，也不能忽视核心通胀在上行。

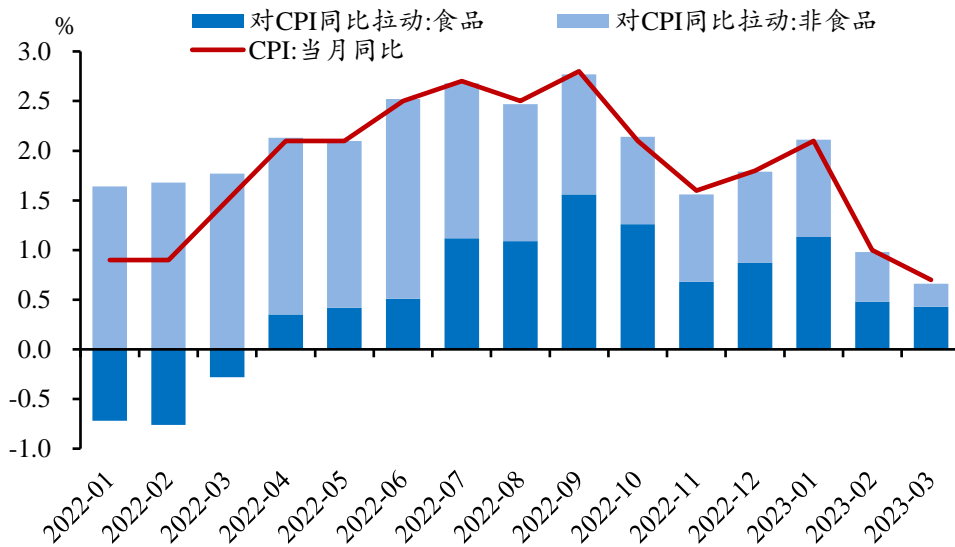
第一，食品项贡献并没有明显走弱，整体CPI的走弱主要源于非食品项贡献明显减弱。3月CPI同比涨幅回落0.3个百分点至0.7%，但3月CPI的回落与2月略有不同，3月CPI回落并不存在食品项贡献走弱这一拖累，整体CPI涨幅回落的部分超过八成均来自于非食品项贡献的走弱。

第二，不可忽视的是核心通胀在上行，我们认为当前经济温和复苏的态势没有发生变化。3月核心CPI同比涨幅继续上升至0.7%。今年以来，我国核心CPI同比涨幅波动较大，1月核心CPI升至1.0%后，2月回落至0.6%，这其中春节错位的影响。在看到整体CPI回落时，不要忽视核心CPI同比上行，我们认为经济温和复苏的态势并未发生变化。

图 1：3月CPI和核心CPI同比增速表现分化



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

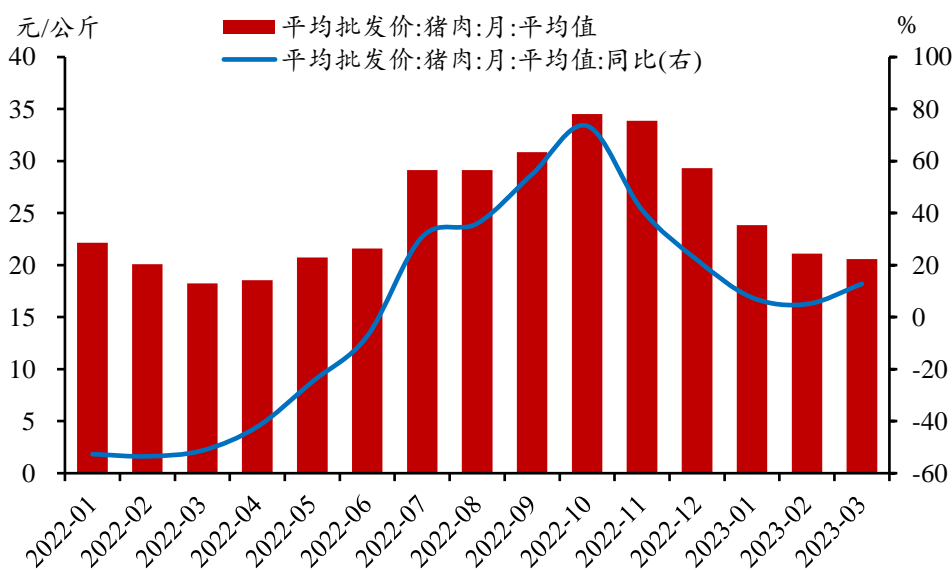
图 2：3 月总体 CPI 同比变动主要由非食品项引起


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

食品项贡献小幅回落，主要是鲜菜价格季节性走弱，而猪肉价格虽继续窄幅震荡，但并未对 CPI 形成明显拖累。

1) 鲜菜对食品 CPI 的影响由贡献转向拖累主要是受季节性因素驱动。3 月蔬菜进入生产旺季，市场供应充足，推动蔬菜价格持续回落。农业部数据显示，今年 3 月我国 28 种重点监测蔬菜的平均批发价格环比变化为-8.77%，较 2 月回落了 11.72 个百分点。我们认为其变动主要由供给端影响，3 月较为充足的光照和适宜气温有利于蔬菜生长，从而使得蔬菜价格快速下降。历史数据显示，蔬菜价格季节性下降趋势通常维持至 5 月底，我们预计鲜菜对食品 CPI 的环比拖累或将持续两个月。

2) 猪肉对食品项 CPI 的同比贡献增多主要是去年同期低基数的影响。3 月猪肉价格震荡偏弱，较 2 月无明显变化，但其对食品项 CPI 的同比贡献却明显增加，我们认为主要原因还是去年基数较低。今年 3 月猪肉也面临供应充足和需求转弱两方面压力。在需求侧，随着 3 月以来气温逐步回升，猪肉逐步进入消费淡季，或导致猪价弱势行情延续。

图 3：3 月猪肉平均批发价依旧窄幅震荡


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

油价拖累了 CPI 的同比涨幅，或掩盖了核心 CPI 的上行。今年 3 月的油价基数本来就高，再加上受到海外风险因素的影响，布伦特原油价格出现明显下跌。3 月国内成品油价格也经历两次调整，3 月 17 日起汽、柴油分别下调 100 和 95 元/吨，3 月 31 日起汽、柴油价格又下调一次。整个 3 月的汽、柴油价格同比均由涨转降，国内汽油和柴油同比下跌，拖累了交通通信项 CPI 的同比表现，尤其是交通工具用燃料分项。

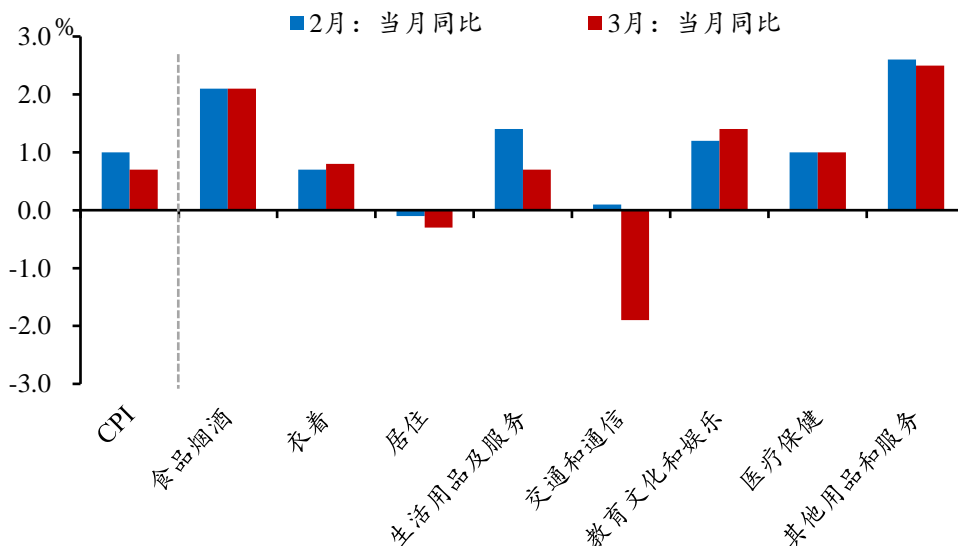
本轮油价下跌的核心导火索是发酵于欧美的银行业风波。3 月中旬以来，在欧美主要经济体激进加息的背景下，硅谷银行(SVB)和签名银行(Signature Bank)相继倒闭，之后瑞信银行和第一共和银行又接连陷入困境。在一系列风险事件集中爆发后，市场担忧银行危机影响美国金融以及流动性体系稳定，引发全球经济衰退，进而削弱石油需求。受此影响，资金基于恐慌情绪流入黄金等避险资产，而石油等风险资产遭抛售，油价下跌。

图 4：受银行业危机影响，原油价格明显下跌



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 5：分项上，交通通信项 CPI 同比涨幅回落较多



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

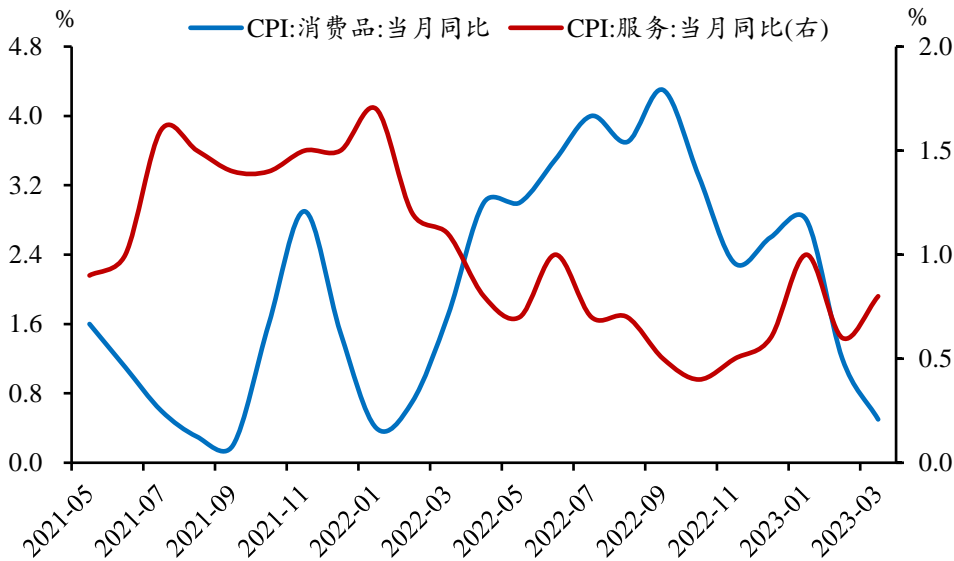
除了总体 CPI 和核心 CPI 发生分化外，消费品和服务 CPI 的走势也产生了分化。

1) 消费品价格同比涨幅继续回落至 0.5%，而工业消费品价格由 2 月上涨 0.5% 转为下降 0.8%，主要受能源和汽

车价格下降影响，其中汽油和柴油价格分别下降 6.6%和 7.3%，燃油小汽车价格下降 4.5%。

2) 服务价格上涨 0.8%，涨幅比 2 月扩大 0.2 个百分点，其中飞机票、宾馆住宿、交通工具租赁费、旅游价格分别上涨 37.0%、6.1%、5.9%和 5.3%，涨幅均有扩大。

图 6：3 月消费品和服务 CPI 同比表现也出现分化



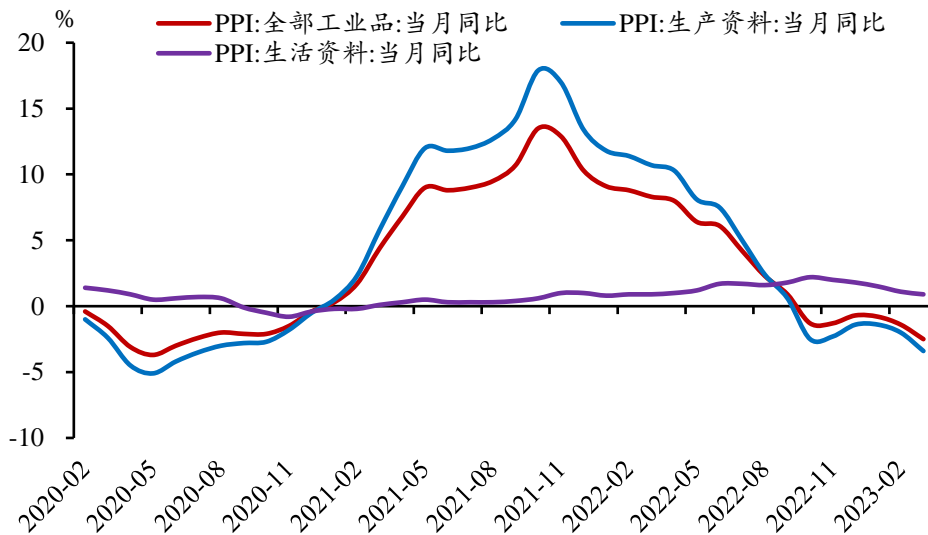
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

二、受海外风波和翘尾因素影响，PPI 同比降幅扩大

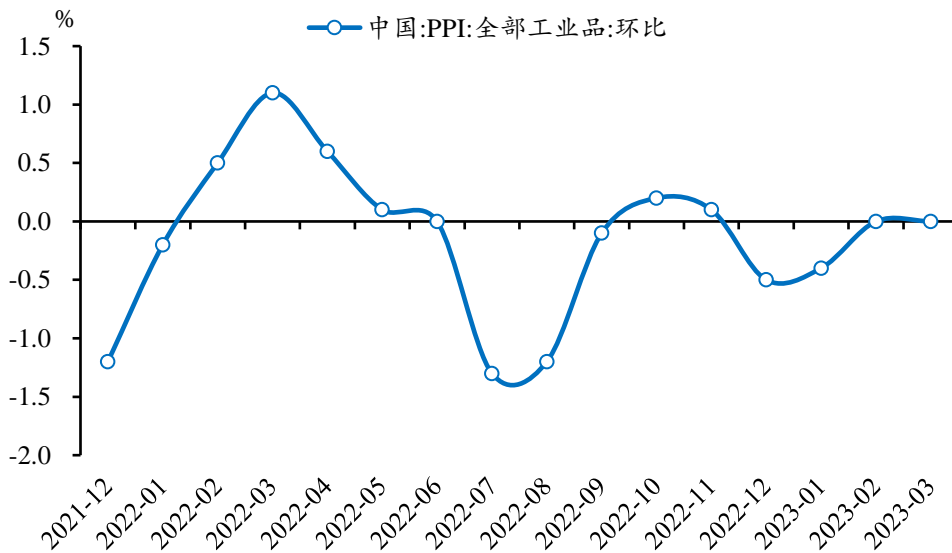
3 月 PPI 环比继续持平，而同比增速继续回落至-2.5%。其中，生活资料价格同比增速降低至 0.9%；生产资料价格同比增速回落至-3.4%。PPI 的下行压力主要来自生产资料价格的拖累。

一是海外风险事件压制大宗商品的价格。受海外银行业风波的影响，3 月中旬时全球大宗商品价格震荡回调，原油价格有所下跌，一度创 2022 年 1 月以来新低（见图 4），导致和石油相关的产业链价格也受到影响。

二是去年俄乌冲突带来翘尾因素的影响，PPI 同比降幅扩大。PPI 同比由 2 月的-1.4%进一步回落到-2.5%，降幅继续扩大也有基数继续走高的影响。去年俄乌冲突导致布伦特原油价格一度突破 130 美元/桶的高位（见图 4），根据统计局数据，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，2 月为-0.9 个百分点；新涨价影响约为-0.5 个百分点，与 2 月相同。

图 7：3 月 PPI 同比降幅走阔


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 8：3 月 PPI 同比基数是年内高点


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

分行业看，黑色金属、有色金属矿采选业价格环比明显上涨，石油、天然气开采、煤炭开采和洗选行业价格下跌幅度较大。

1) 基建投资保持韧性，国内定价品种钢材、水泥等价格小幅上涨，对 PPI 形成一定支撑。财政前置发力明显，基建开工保持高景气度，叠加铁矿石价格小幅上涨，螺纹钢、线材等钢材价格保持去年 11 月中旬以来的上涨态势。国内生产和市场需求持续改善，重点项目加快推进，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%。

2) 气温回升下采暖用煤需求减少导致煤炭相关行业价格下行。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%。

三、低通胀下，后续货币政策或仍有宽松空间

我们预计二季度整体通胀仍处于较低水平。目前来看，CPI和PPI都比市场预期略低，受油价的拖累，3月CPI已经跌破“1”，我们预计整个二季度的物价水平也处于较低位置，年内通胀大概率也无忧。一方面是因为油价同比增速对通胀的压制可能延续至Q2，另一方面是Q2猪价对CPI或缺乏推力。

低通胀下，后续货币政策或仍有宽松空间。从经济形势上看，当前经济恢复正处于关键期，我们认为恢复和扩大消费依旧要摆在优先位置。低通胀下，后续货币政策或仍有宽松空间。尽管今年3月底央行降准已正式落地，但对于后续的货币政策上，我们认为进一步宽松的可能性依旧存在。因此，在今年经济修复阶段，我们认为不必过度担心货币政策收紧的风险，货币政策宽松的时间窗口仍未关闭。而今年降准释放的流动性有望助力融资需求企稳回升，进而有望支撑A股的企稳上行。建议关注可选消费弹性较大的板块，也要重点关注4月政治局会议对年内经济工作做出的进一步部署和释放的政策信号。

风险因素

地缘政治风险，国际油价上涨超预期等。

研究团队简介

解运亮，信达证券首席宏观分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学汉青研究院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。首届“21世纪最佳预警研究报告”得主。

麦麟玥，信达证券宏观研究助理。中山大学管科硕士，2022年7月加入信达证券研究所，从事宏观经济研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanguiyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	李佳	13552992413	lijia1@cindasc.com
华北区销售	赵岚琦	15690170171	zhaolanqi@cindasc.com
华北区销售	张澜夕	18810718214	zhanglanxi@cindasc.com
华北区销售	王哲毓	18735667112	wangzheyu@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jjali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华东区销售	王赫然	15942898375	wangheran@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	caijing1@cindasc.com
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com
华南区销售	宋王飞逸	15308134748	songwangfeiyi@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券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。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在 ±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。