

2023年04月12日

不必过度担忧通胀或通缩——3月通胀数据点评

宏观研究团队

——宏观经济点评

何宁（分析师）

hening@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

事件：3月CPI同比上涨0.7%，预期1.0%，前值1.0%；PPI同比下跌2.5%，预期-2.3%，前值-1.4%。

● CPI同比涨幅下降，服务消费带动核心CPI环比回升

CPI同比涨幅下降0.3个百分点至0.7%，环比涨幅回升0.2个百分点至-0.3%。

(1) **食品项：**猪价下行速度放缓带动食品环比降幅收窄。3月食品项环比降幅收窄，较上月回升0.6个百分点至-1.4%。蔬菜方面，气温加速回升带动蔬菜供给增加，3月CPI鲜菜环比较上月下降2.8个百分点至-7.2%；猪肉方面，供给面偏宽，二次育肥补栏消化部分生猪供给，价格下行速度放缓，3月CPI猪肉环比跌幅收窄7.2个百分点至-4.2%；往后看，预计菜价将继续季节性下行、猪价将维持底部震荡。

(2) **非食品项：**服务消费价格带动非食品环比回升。3月CPI非食品项环比较上月回升0.2个百分点至0%。分项看，环比涨幅较前月明显上升的行业有旅游、家庭服务、交通工具使用和维修等，环比涨幅较前月明显下降的行业有交通工具、交通工具用燃料（国内汽油价格下调影响）等。季节性上看，明显高于季节性的分项有旅游、交通工具使用和维修，反映居民出行与经济生产活动超季节性改善，人流物流持续增加。明显低于季节性的分项是交通工具用燃料与交通工具，反映国内成品油价格下调与车企降价的影响。需要注意的是，家庭服务价格环比回升，为防疫优化以来首次明显好于季节性，指向居民消费信心有所回暖。

(3) **服务CPI、核心CPI环比回升。**3月核心CPI同比较前值回升0.1个百分点至0.7%，环比较前值回升0.2个百分点至0%。结合服务业PMI连续三个月回升、CPI服务环比由负转正、BCI指数继续上升来看，服务消费需求修复、服务业供给持续改善、中小企业景气度恢复。此外，核心CPI、服务CPI环比与季节性差异的背离或表明：一方面，我国服务业的需求端恢复可能好于供给端；另一方面，疫后供给端生产活动的快速修复则对实物消费价格形成压制。

● PPI同比降幅扩大，环比持平，价格传导有所改善

PPI同比降幅扩大1.1个百分点至-2.5%，环比涨幅与上月持平，同为0%。

(1) **多重复合指标显示，原材料成本下降，价格传导有所改善。**CPI-PPI同比剪刀差扩大，PPI生活资料-生产资料同比增速差扩大；同时，上游的采掘工业、原材料工业、加工工业同比涨幅较前值回落，下游产品价格同比涨幅变化方向各有不同。以上复合指标指向价格传导有所改善。

据我们测算的价格传导指数（CTIC指数）来看，中下游行业价格传导能力整体有所提升。价格传导较好的有金属制品、电子设备、农副食品加工、酒饮料和精制茶制造、纺织、皮革制品、木材加工、造纸、印刷、橡胶塑料制品、汽车制品。

(2) **40个工业行业看，海外银行业危机提升避险情绪，大宗商品跌多涨少。**能源方面，欧美央行为抗击通胀持续加息，部分银行爆发流动性危机加剧市场衰退预期，3月油价下行，PPI石化产业链环比由正转负；春季供暖用煤需求下滑，供给端进口澳煤到港量明显提升，进一步削弱煤价上涨动力，PPI煤炭开采和洗选业环比继续下降。金属方面，海外风险事件提升市场避险情绪，同时需求端缺乏更强刺激，削弱价格上涨动力，黑色、有色金属行业价格环比涨幅有所下滑；非金属矿价格因供给端错峰生产，复工后需求回暖，库存降低，水泥价格见底回升。

● 预计4月CPI同比涨幅收窄、PPI同比降幅扩大；不必过度担忧通胀或通缩

预测4月CPI环比回升至0%左右，CPI同比涨幅收窄，全年同比下修至0%-1%之间；4月PPI环比可能小幅下行，同比降幅扩大，全年同比下修至-1.5%左右。市场从2022年底以来高度担忧防疫优化后高通胀，而近期对通缩的担忧情绪有所升温。我们认为，这两种担忧都没有必要。我们持续提示2023年是典型复苏。一方面，疫后消费复苏对服务CPI和核心CPI构成支撑；同时基建高增也将对PPI形成一定支撑。因此不必过度悲观。另一方面，与海外相比，中国防疫优化后的劳动力市场没有出现失衡，反而是复工人流好于消费人流，叠加猪价价格下行，通胀也难大幅走高。一个典型的情形可能是经济稳步修复、供需均改善、价格平稳、核心CPI和服务CPI结构性上行。因此，权益方面，我们持续提示疫后修复、服务CPI温和回升驱动的服务消费；债市收益率存在一定上行压力。

● **风险提示：**政策变化超预期；疫情演变超预期。

相关研究报告

《稳步扩大对外开放——宏观周报》

-2023.4.9

《就业市场韧性或助推美联储5月继续加息——美国3月非农就业数据点评——宏观经济点评》-2023.4.8

《消费不弱——兼评3月PMI数据——宏观经济点评》-2023.3.31

目 录

| | |
|---|---|
| 1、 CPI 同比涨幅下降，服务消费带动核心 CPI 环比回升 | 3 |
| 1.1、 食品项：猪价下行速度放缓带动食品环比降幅收窄 | 3 |
| 1.2、 非食品项：服务消费带动非食品环比回升 | 4 |
| 1.3、 服务 CPI、核心 CPI 环比回升 | 4 |
| 2、 PPI 同比降幅扩大、环比持平，价格传导有所改善 | 6 |
| 2.1、 多重复合指标显示，原材料成本下降，价格传导有所改善 | 6 |
| 2.2、 海外银行业危机提升避险情绪，大宗商品跌多涨少 | 6 |
| 3、 后续通胀预测：4 月 CPI 同比小幅下行、PPI 同比降幅扩大；不必过度担忧通胀或通缩 | 8 |
| 3.1、 CPI 预测：预计 4 月 CPI 同比小幅下行 | 8 |
| 3.2、 PPI 预测：预计 PPI 同比降幅扩大 | 8 |
| 3.3、 不必过度担忧通胀或通缩 | 8 |
| 4、 风险提示 | 9 |

图表目录

| | |
|--|---|
| 图 1： 受同期高基数影响，2023 年 3 月 CPI 同比下滑 | 3 |
| 图 2： 2023 年 3 月食品价格环比整体回升 | 3 |
| 图 3： 2023 年 3 月服务消费 CPI 环比回升 | 4 |
| 图 4： 旅游、家庭服务等服务类价格环比好于季节性 | 4 |
| 图 5： 2023 年 3 月服务 CPI 与核心 CPI 同比回升 | 5 |
| 图 6： 服务业供给与中小企业景气度继续改善 | 5 |
| 图 7： 截至 2023 年 2 月行业细项 CTIC 在历史上的分位数 | 7 |
| 图 8： 受 2022 年高基数影响，PPI 同比持续下滑 | 7 |
| 图 9： PPI 重点工业品环比跌多涨少 | 7 |
| 图 10： CPI 和 PPI 预测 | 9 |
| 图 11： CPI-PPI 预测 | 9 |

3月CPI同比上涨0.7%，预期1.0%，前值1%；PPI同比下跌2.5%，预期-2.3%，前值-1.4%。

1、CPI同比涨幅下降，服务消费带动核心CPI环比回升

3月CPI同比涨幅下降0.3个百分点至0.7%，环比涨幅回升0.2个百分点至-0.3%。CPI数据显示3月服务消费修复带动非食品CPI环比回升，服务业景气度持续改善。食品CPI环比降幅收窄，其中蔬菜受气温回暖影响，供给加速改善，价格处于季节性下行区间。猪肉维持供强需弱状态，价格环比下降。进入春季后居民出行消费回暖带动服务CPI与服务业PMI持续回升，而核心CPI、服务CPI与季节性差异的背离或表明供给端工业生产活动的快速修复对实物消费价格形成压制。

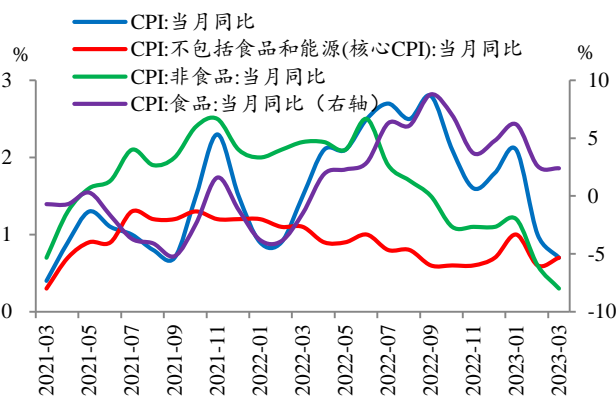
1.1、食品项：猪价下行速度放缓带动食品环比降幅收窄

3月食品项环比降幅收窄，较上月回升0.6个百分点至-1.4%。鲜菜价格环比跌幅较上月扩大，猪肉价格环比跌幅较上月收窄，鲜果、水产品、蛋类价格环比涨幅均较上月回升。

蔬菜方面，3月气温高于往年加快蔬菜生长速度，蔬菜生产持续改善，叠加节后需求平淡，蔬菜价格处于季节性下行区间，3月CPI鲜菜环比跌幅扩大，较上月下降2.8个百分点至-7.2%，环比下降幅度大于季节性(指疫情前同为1月春节的年份，即2012年、2014年、2017年同期均值)。往后看，随着气温持续回升，蔬菜生产供应继续增加，蔬菜价格大概率延续下行趋势。高频指标看，截至4月10日的28种重点监测蔬菜平均批发价环比较上月下跌5.7%。

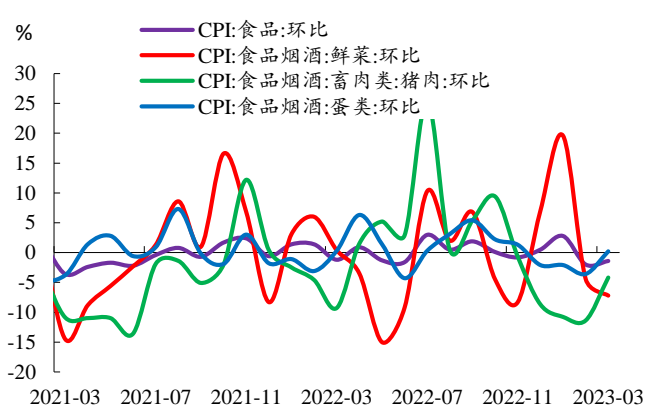
猪肉方面，消费处于淡季，供给端养殖出栏节奏有所加快，猪肉价格处于底部区间震荡下行，但下行速度有所放缓，3月CPI猪肉环比跌幅收窄7.2个百分点至-4.2%。长期看，能繁母猪存栏量于2022年4月至12月连续上升8个月，中长期供给偏宽；短期看，一方面，一季度市场二次育肥补栏将导致二季度生猪供给释放加快，出栏价格具有一定下行压力；另一方面，当前处于传统肉类消费淡季，需求端支撑动能有限。总体看，预计短期内猪价震荡偏弱运行，中长期仍将处于低位区间。

图1：受同期高基数影响，2023年3月CPI同比下滑



数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：2023年3月食品价格环比整体回升



数据来源：Wind、开源证券研究所

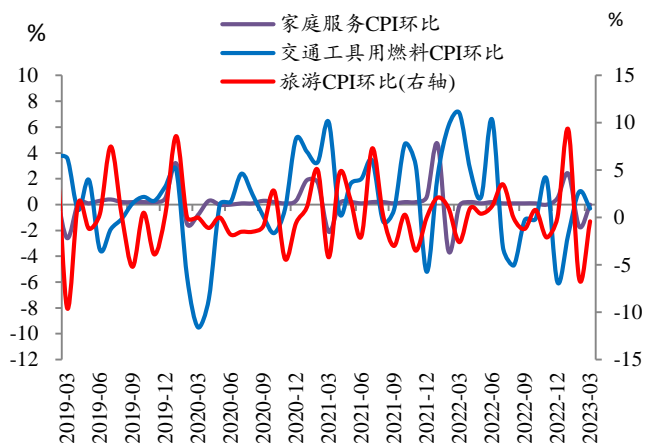
1.2、非食品项：服务消费带动非食品环比回升

3月CPI非食品项环比较上月回升0.2个百分点至0%。分项看，环比回升主要源于旅游、家庭服务等接触性服务价格回升。

(1) 与上月相比，环比涨幅明显上行的行业有旅游（环比跌幅收窄，上升6.1个百分点至-0.4%，反映春季居民出游消费增加）、家庭服务（环比较上月回升1.7个百分点至0%）、交通工具使用和维修（物流人流持续回暖）。涨幅较前月明显下降的行业有交通工具（环比较上月下降1.5个百分点至-1.6%）、交通工具用燃料（国内汽油价格下调影响）等。

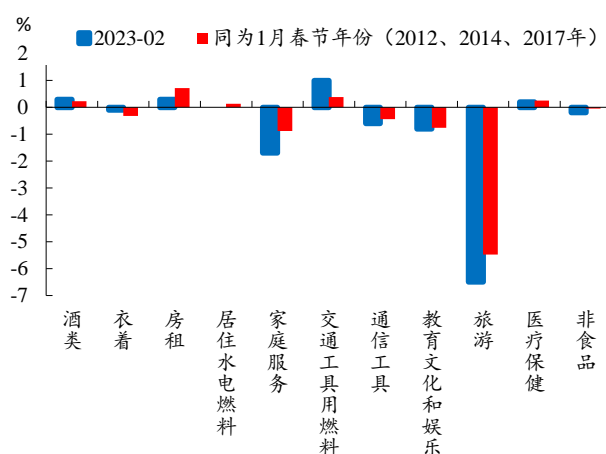
(2) 与环比的季节性规律（指疫情前同为1月春节的年份，即2012年、2014年、2017年同期均值，下同）相比，明显高于季节性的分项是旅游、交通工具使用和维修，反映3月居民出行与经济生产活动继续改善，人流物流持续增加。明显低于季节性的分项是交通工具用燃料与交通工具，反映国内成品油价格下调与车企降价的影响。需要注意的是，家庭服务价格3月环比回升，防疫优化以来首次好于季节性，指向居民消费信心有所回暖；此外，医疗保健弱于季节性，指向疫情影响下降。

图3：2023年3月服务消费CPI环比回升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：旅游、家庭服务等服务类价格环比好于季节性

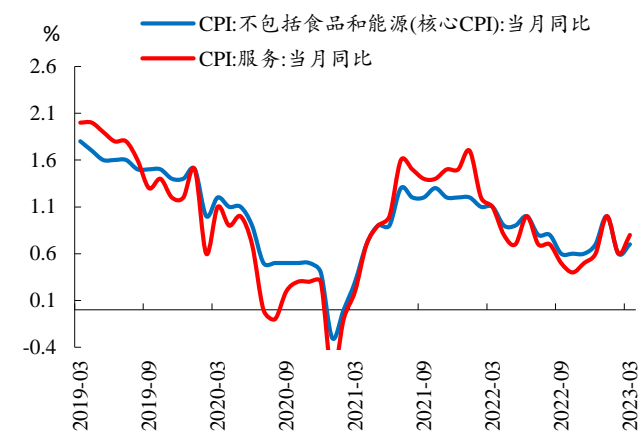


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.3、服务CPI、核心CPI环比回升

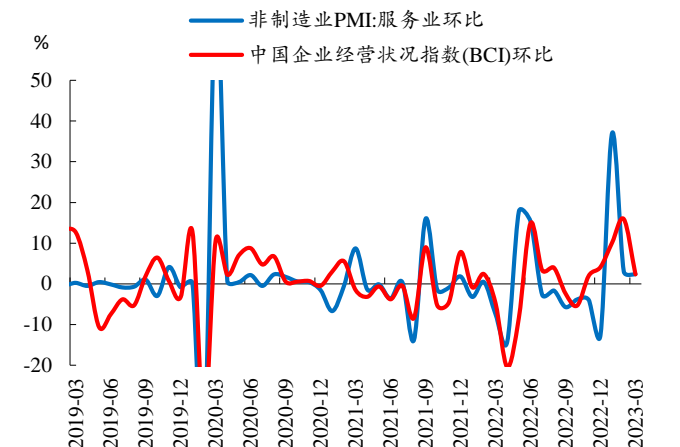
3月剔除食品和能源的核心CPI同比较前值回升0.1个百分点至0.7%，环比较前值回升0.2个百分点至0%。结合服务业PMI上升1.3个百分点至56.9%、连续三个月回升，CPI服务环比由负转正、回升0.5个百分点至1%，中国企业经营状况指数（BCI）上升1.3个百分点至58.9%来看，服务消费需求修复，同时服务业供给持续改善，中小企业景气度恢复。此外，核心CPI环比弱于季节性，服务CPI环比好于季节性，两者与季节性差异的背离或表明一方面，我国服务业需求端恢复可能好于供给端；而另一方面，总体上看，疫后供给端生产活动的快速修复对实物消费价格形成压制。

图5: 2023年3月服务CPI与核心CPI同比回升



数据来源: Wind、开源证券研究所

图6: 服务业供给与中小企业景气度继续改善



数据来源: Wind、开源证券研究所

2、PPI 同比降幅扩大、环比持平，价格传导有所改善

3 月 PPI 同比降幅扩大 1.1 个百分点至-2.5%，环比涨幅与上月持平，同为 0%。

2.1、多重复合指标显示，原材料成本下降，价格传导有所改善

(1) CPI-PPI 同比剪刀差扩大，3 月较前值回升 0.8 个百分点至 3.2%，指向上游价格回落带来成本下降。PPI 生活资料-生产资料同比增速差扩大 1.2 个百分点至 4.3%；PPI-PPIRM 同比负缺口较上月收窄 0.2 个百分点至-0.7%；同时，受 2022 年同期高基数影响，上游的采掘工业、原材料工业、加工工业同比涨幅较前值回落，且更接近原料端的采掘工业与原材料工业同比回落幅度更大，下游产品同比涨幅变化方向则有所不同，衣着类同比涨幅上升，食品与一般日用品同比涨幅回落、而耐用消费品同比涨幅与上月持平。综合以上复合指标，若以同比为衡量基准，上游原材料成本下降，价格传导有所改善。

(2) 根据我们测算的价格传导指数 (CTIC 指数) 来看，中下游行业价格传导能力整体有所提升，但仍有相当一部分行业传导受阻。截至 2 月，价格传导较好的有金属制品、电子设备、农副食品加工、酒、饮料和精制茶制造、纺织、皮革制品、木材加工、造纸、印刷、橡胶和塑料制品、汽车制品。其余中下游行业则价格传导仍然存在较大梗阻。

2.2、海外银行业危机提升避险情绪，大宗商品跌多涨少

(1) 能源方面，欧美央行为抗击通胀持续加息，部分银行爆发流动性危机加剧市场衰退预期，3 月国际油价较 2 月下行，国内成品油价下调，PPI 石化产业链环比由正转负；进入春季供暖用煤需求下滑，供给端进口澳煤到港量明显提升，进一步削弱煤价上涨动力，PPI 煤炭开采和洗选业环比继续下降。

3 月海外欧美央行为抗击通胀持续加息，部分银行爆发流动性危机加剧市场衰退预期，国际原油价格回落，布伦特原油期货价格 3 月环比下降 5.7%，WTI 原油期货环比下降 4.6%。而我国 3 月成品油价下调，带动国内石化产业链产品价格降低。PPI 石油和天然气开采业、石油加工行业价格环比由正转负，化学纤维行业价格环比涨幅收窄。

煤炭价格环比继续回落。动力煤方面，需求端受气温回升影响，供暖用煤需求下滑，工业端需求温和增加，供给端进口澳煤到港量明显增加，动力煤 3 月期货价格环比上涨 0.2%，预计后续需求端发电需求平稳提升，供给端进口量上升，供需双强下价格将震荡运行；焦煤方面，下游钢材现货价格回落，钢厂库存维持合理水平下原材料补库需求谨慎，供需格局向宽松转换下现货市场情绪走弱。总体看，PPI 煤炭开采和洗选业环比降幅收窄 1 个百分点至-1.2%。

(2) 金属方面，海外风险事件提升市场避险情绪，同时基本面需求缺乏更强刺激，削弱价格上涨动力，黑色、有色金属行业价格环比涨幅均有所下滑；非金属矿价格因供给端错峰生产，叠加开复工需求回暖下库存降低，水泥价格见底回升。整体看，当前宏观情绪驱动价格下行。

黑色方面，受海外银行业流动性危机影响，市场避险情绪提升，螺纹钢减仓下跌，同时螺纹价格在覆盖电炉成本后在需求端缺乏更强的消费刺激，上涨动力趋缓，

PPI 黑色金属矿采选业环比涨幅收窄 1.5 个百分点至 2.4%，黑色金属冶炼及压延加工业环比收窄 0.4 个百分点至 1.3%。

有色方面，受欧美银行风险事件影响，市场避险情绪升温，宏观情绪带动有色价格下行，国际铜月均期货价环比回落 0.5%，铝月均期货价环比回落 1.7%，国内 PPI 有色金属矿采选业环比涨幅收窄 0.6 个百分点至 1.5%，有色金属冶炼及压延加工业环比由正转负，下降 1.3 个百分点至 -0.3%。

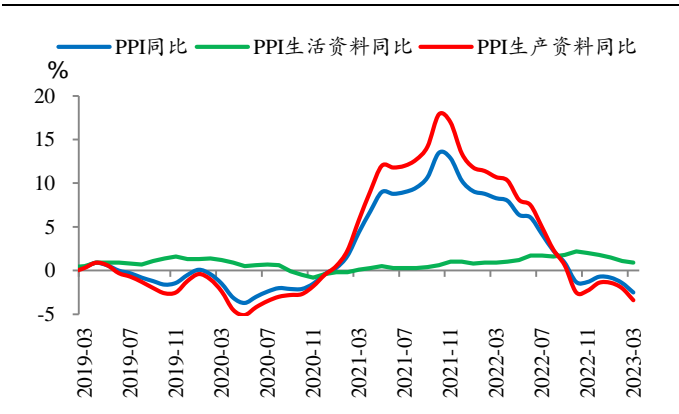
非金属矿方面，供给端错峰生产下库存下降，下游工地开复工带动水泥需求回暖，3 月水泥价格见底回升，带动 PPI 非金属矿物制品业环比涨幅上升 0.7 个百分点至 0%。

图7：截至 2023 年 2 月行业细项 CTIC 在历史上的分位数

| 各行业的数值自身历史分位数 (2003年以来) | 2022-01 | 2022-02 | 2022-03 | 2022-04 | 2022-05 | 2022-06 | 2022-07 | 2022-08 | 2022-09 | 2022-10 | 2022-11 | 2022-12 | 2023-01 | 2023-02 | 趋势图 |
|-------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|-----|
| 煤炭开采和洗选产品 | 68.60% | 65.80% | 73.20% | 74.80% | 72.20% | 70.80% | 73.30% | 76.70% | 84.40% | 77.80% | 65.00% | 26.50% | 2.40% | 2.40% | |
| 石油和天然气开采产品 | 71.30% | 74.40% | 81.40% | 81.90% | 84.10% | 87.20% | 88.50% | 92.40% | 95.70% | 98.30% | 99.50% | 0.40% | 1.60% | 44.40% | |
| 黑色金属矿采选产品 | 8.00% | 7.90% | 7.80% | 12.30% | 1.50% | 1.40% | 94.10% | 88.40% | 87.10% | 81.60% | 80.50% | 91.70% | 85.10% | 68.00% | |
| 有色金属矿采选产品 | 50.00% | 52.30% | 54.60% | 55.30% | 54.50% | 44.70% | 42.60% | 42.00% | 44.20% | 87.30% | 94.40% | 90.40% | 95.90% | 98.60% | |
| 非金属矿采选产品 | 46.00% | 46.30% | 45.20% | 43.30% | 46.10% | 48.00% | 57.60% | 67.00% | 87.80% | 96.60% | 97.90% | 95.00% | 99.10% | 2.40% | |
| 石油、煤炭及其他燃料加工业 | 64.70% | 56.70% | 53.40% | 70.80% | 60.20% | 51.40% | 53.80% | 48.50% | 43.60% | 32.20% | 35.00% | 73.80% | 95.40% | 4.50% | |
| 化学原料及化学制品制造业 | 61.20% | 53.90% | 28.10% | 21.50% | 24.20% | 25.30% | 22.00% | 7.20% | 5.70% | 98.50% | 93.00% | 97.20% | 90.50% | 89.30% | |
| 化学纤维制造业 | 12.90% | 9.50% | 4.60% | 4.60% | 10.60% | 11.90% | 11.70% | 8.60% | 28.50% | 47.80% | 70.80% | 73.90% | 62.10% | 18.00% | |
| 非金属矿物制品业 | 61.70% | 60.60% | 57.70% | 48.40% | 44.00% | 34.80% | 36.40% | 35.40% | 3.30% | 97.40% | 97.50% | 97.90% | 97.10% | 96.70% | |
| 黑色金属冶炼及压延加工业 | 53.20% | 44.40% | 29.60% | 24.60% | 15.10% | 5.90% | 95.50% | 91.30% | 92.80% | 92.90% | 94.40% | 95.80% | 93.20% | 92.00% | |
| 有色金属冶炼及压延加工业 | 48.30% | 49.20% | 40.60% | 24.60% | 16.60% | 14.90% | 10.20% | 4.30% | 95.70% | 91.50% | 91.60% | 93.10% | 90.50% | 89.30% | |
| 废弃资源和废旧材料回收加工业 | 51.90% | 51.60% | 51.40% | 50.20% | 48.00% | 47.30% | 0.40% | 95.30% | 90.60% | 81.30% | 77.30% | 78.80% | 75.60% | 73.00% | |
| 电力、热力生产和供应 | 66.90% | 72.70% | 69.30% | 70.80% | 81.60% | 84.20% | 86.40% | 93.60% | 96.20% | 97.90% | 97.00% | 95.80% | 93.80% | 94.60% | |
| 燃气生产和供应 | 64.70% | 64.00% | 73.20% | 78.90% | 79.40% | 77.80% | 80.50% | 82.20% | 82.30% | 89.50% | 90.80% | 82.10% | 95.00% | 0.40% | |
| 水的生产和供应 | 35.60% | 33.70% | 35.30% | 35.60% | 35.00% | 32.70% | 34.70% | 38.80% | 39.40% | 41.40% | 47.50% | 69.20% | 16.90% | 23.00% | |
| 金属制品 | 91.30% | 90.00% | 91.80% | 92.20% | 94.80% | 95.70% | 3.30% | 16.00% | 23.90% | 29.20% | 52.50% | 71.30% | 74.70% | 81.80% | |
| 通用设备制造业 | 72.90% | 72.30% | 70.90% | 67.20% | 81.70% | 83.40% | 96.00% | 11.60% | 16.10% | 20.60% | 20.40% | 22.50% | 29.80% | 25.90% | |
| 专用设备制造业 | 79.50% | 75.60% | 78.20% | 80.00% | 82.50% | 88.10% | 96.00% | 13.90% | 18.40% | 31.20% | 23.40% | 27.00% | 41.00% | 27.40% | |
| 铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业 | 78.20% | 84.40% | 88.30% | 89.20% | 94.80% | 96.10% | 97.40% | 98.70% | 7.90% | 13.30% | 12.00% | 5.80% | 9.90% | 13.10% | |
| 电气机械及器材制造业 | 72.60% | 74.00% | 76.20% | 76.80% | 79.00% | 80.40% | 86.80% | 97.80% | 1.20% | 5.00% | 4.10% | 2.90% | 6.10% | 9.00% | |
| 计算机、通信和其他电子设备制造业 | 25.20% | 28.90% | 23.70% | 21.80% | 23.50% | 25.10% | 20.30% | 5.00% | 0.40% | 92.80% | 78.30% | 74.20% | 2.80% | 30.00% | |
| 仪器仪表 | 75.60% | 74.40% | 68.10% | 75.10% | 82.90% | 88.00% | 90.20% | 94.00% | 99.50% | 1.20% | 0.40% | 99.50% | 2.00% | 4.90% | |
| 其他制造业 | 41.20% | 43.90% | 49.00% | 46.80% | 50.40% | 57.30% | 61.70% | 88.70% | 99.00% | 4.60% | 9.20% | 7.30% | 13.30% | 15.90% | |
| 金属制品、机械和设备修理服务 | 33.60% | 30.80% | 32.20% | 29.60% | 66.60% | 77.90% | 91.40% | 95.30% | 2.30% | 12.20% | 9.80% | 5.20% | 8.20% | 13.30% | |
| 农副食品加工业 | 14.50% | 12.60% | 21.80% | 40.00% | 45.40% | 53.70% | 57.30% | 60.80% | 62.80% | 67.60% | 69.40% | 68.40% | 70.20% | 73.30% | |
| 食品制造业 | 88.70% | 93.60% | 87.50% | 61.50% | 56.00% | 50.70% | 45.50% | 43.40% | 38.50% | 36.60% | 33.30% | 26.00% | 21.60% | 1.30% | |
| 酒、饮料和精制茶制造业 | 17.70% | 14.20% | 20.30% | 24.60% | 24.20% | 23.80% | 17.60% | 39.10% | 44.20% | 63.30% | 75.00% | 78.00% | 87.80% | 90.60% | |
| 烟草制品 | 66.10% | 66.60% | 67.10% | 67.60% | 65.10% | 61.10% | 64.70% | 71.00% | 71.40% | 77.40% | 4.10% | 12.30% | 2.70% | 6.60% | |
| 纺织业 | 69.10% | 70.50% | 76.70% | 76.30% | 71.30% | 68.00% | 70.70% | 72.50% | 47.40% | 36.80% | 73.30% | 86.70% | 90.00% | 92.50% | |
| 纺织服装服饰 | 27.40% | 26.90% | 20.30% | 23.00% | 36.30% | 70.10% | 76.40% | 89.80% | 94.20% | 98.50% | 4.10% | 4.10% | 8.10% | 9.30% | |
| 皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业 | 41.90% | 41.20% | 35.90% | 26.10% | 31.80% | 47.70% | 50.00% | 68.10% | 74.20% | 77.40% | 88.80% | 89.00% | 90.50% | 96.00% | |
| 木材加工和木、竹、藤、棕、草制品业 | 58.00% | 57.10% | 64.00% | 64.60% | 66.60% | 64.10% | 63.20% | 78.20% | 85.70% | 2.80% | 41.60% | 36.90% | 68.90% | 80.00% | |
| 家具 | 48.30% | 52.30% | 50.00% | 50.70% | 72.70% | 82.00% | 83.80% | 86.90% | 95.70% | 4.20% | 11.10% | 13.60% | 17.50% | 18.60% | |
| 造纸和纸制品 | 17.70% | 9.50% | 7.80% | 9.20% | 7.50% | 8.90% | 14.70% | 20.20% | 5.70% | 16.90% | 34.70% | 39.70% | 35.10% | 37.30% | |
| 印刷和记录媒介复制业 | 77.40% | 79.30% | 82.80% | 81.50% | 66.60% | 79.10% | 79.40% | 86.90% | 94.20% | 2.80% | 11.10% | 17.80% | 37.80% | 58.60% | |
| 文教、工美、体育和娱乐用品制造业 | 72.50% | 77.70% | 87.50% | 86.10% | 87.80% | 92.50% | 92.60% | 95.60% | 98.50% | 21.10% | 22.20% | 15.00% | 18.90% | 26.60% | |
| 医药制造业 | 40.30% | 46.00% | 46.80% | 46.10% | 45.40% | 49.20% | 50.00% | 49.20% | 55.70% | 12.60% | 58.30% | 54.70% | 9.40% | 34.60% | |
| 橡胶和塑料制品业 | 38.70% | 38.00% | 34.30% | 29.20% | 28.70% | 25.30% | 20.50% | 11.50% | 10.00% | 92.90% | 94.40% | 94.50% | 94.50% | 92.00% | |
| 汽车制造业 | 50.00% | 57.10% | 62.50% | 63.00% | 63.60% | 58.20% | 70.50% | 33.30% | 61.40% | 50.70% | 63.80% | 65.70% | 67.50% | 72.00% | |

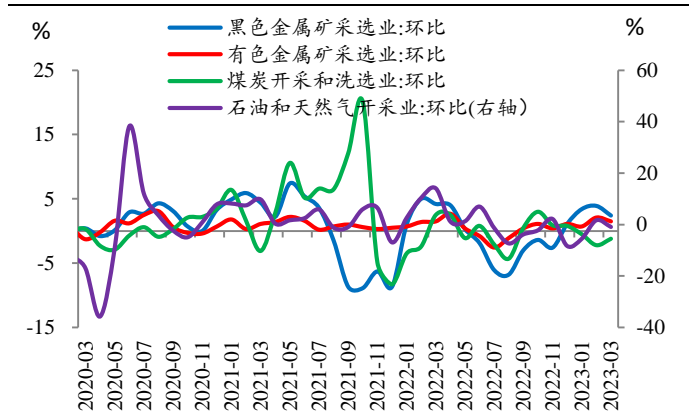
数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：受 2022 年高基数影响，PPI 同比持续下滑



数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：PPI 重点工业品环比跌多涨少



数据来源：Wind、开源证券研究所

3、后续通胀预测:4月CPI同比小幅下行、PPI同比降幅扩大;

不必过度担忧通胀或通缩

3.1、CPI预测:预计4月CPI同比小幅下行

高频数据看,截至4月10日农产品批发价格200指数较上月总体有所下滑,环比回落2.2%,蔬菜价格仍处于下行区间,猪肉价格底部震荡,未来食品CPI或将小幅下降;国内节后供给端修复速度较快,消费需求将随经济回暖而继续恢复,非食品暂按略高于季节性(疫情前同为1月春节的2012、2014、2017年)假设,考虑成品油价格4月的调整,初步预测4月CPI环比回升至0%左右,带动CPI同比涨幅收窄。再往后,预计蔬菜价格将回落至正常区间,猪价半年内难有大幅上涨,下游接触性服务消费需求持续修复,核心通胀后续将温和回升,非食品消费表现可能与季节性相似,疫后劳动力结构性失衡而导致的通胀风险不大,后续CPI同比预计先下后上,受基数因素等影响,全年预测我们下修至0%-1%之间。

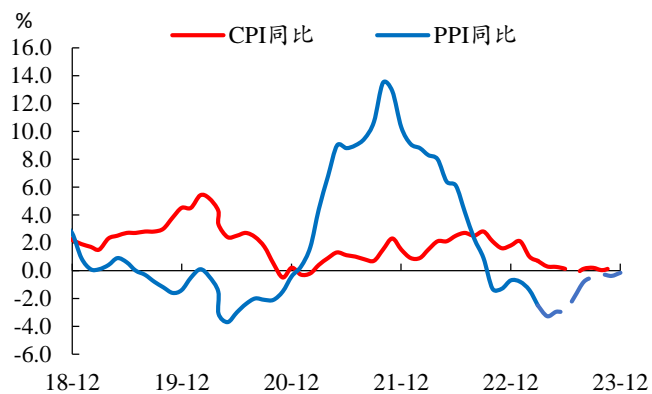
3.2、PPI预测:预计PPI同比降幅扩大

高频数据看,4月上旬大宗商品价格高位震荡,截至4月10日的南华工业品指数与CRB现货指数环比与上月基本持平,而国内动力煤价格较3月有所降低,以此推断4月PPI环比可能小幅下行,叠加2022年同期基数较高,预计PPI同比降幅扩大。往后看,受高基数影响,上半年PPI同比可能整体处于通缩区间。不过,国内疫情达峰后经济修复,基建端有望持续形成实物工作量,需求持续回升,因此PPI通缩幅度预计不大,全年同比下修至-1.5%左右。

3.3、不必过度担忧通胀或通缩

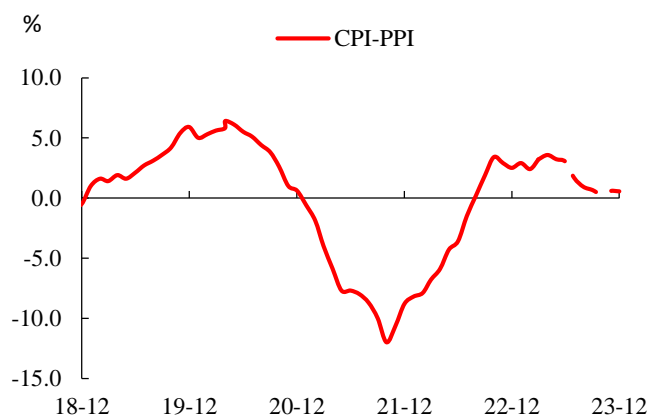
市场从2022年底以来高度担忧防疫优化后CPI高通胀,而近期担忧通缩的情绪有所升温。我们认为,这两种担忧都没有必要。我们持续提示2023年是典型复苏,经济和通胀数据也正朝着这个方向在演绎。一方面,疫后经济逐步修复,劳动力供给提升将带动就业、居民收入改善,从而推动消费复苏,对服务CPI和核心CPI构成支撑;同时,基建高增也将对PPI形成一定支撑。CPI和PPI的走低或受海外需求回落、国内猪价回落等影响,同时也受高基数影响,因此不必过度悲观。另一方面,与海外相比,中国防疫优化后的劳动力市场没有出现失衡,反而是复工人流好于消费人流,春节后进城务工人员数大幅高于节前返乡人数,叠加猪油价格的下行,通胀也难大幅走高。一个典型的情形可能是经济稳步修复,供需均改善,价格平稳,核心CPI和服务CPI结构性上行。因此,权益方面,我们持续提示疫后修复、服务CPI温和回升驱动的服务消费;债市收益率存在一定的上行压力。

图10: CPI 和 PPI 预测



数据来源: Wind、开源证券研究所

图11: CPI-PPI 预测



数据来源: Wind、开源证券研究所

4、风险提示

政策变化超预期; 疫情演变超预期。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

| | 评级 | 说明 |
|------|------------------|-------------------------|
| 证券评级 | 买入（Buy） | 预计相对强于市场表现 20% 以上； |
| | 增持（outperform） | 预计相对强于市场表现 5%~20%； |
| | 中性（Neutral） | 预计相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动； |
| | 减持（underperform） | 预计相对弱于市场表现 5% 以下。 |
| 行业评级 | 看好（overweight） | 预计行业超越整体市场表现； |
| | 中性（Neutral） | 预计行业与整体市场表现基本持平； |
| | 看淡（underperform） | 预计行业弱于整体市场表现。 |

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

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。本报告所载的资料、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金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn