

2023年04月11日

证券分析师

刘思佳 S0630516080002
liusj@longone.com.cn

证券分析师

胡少华 S0630516090002
hush@longone.com.cn

联系人

高旗胜
gqs@longone.com.cn

基数影响较大，通胀明显回落

——国内观察：2023年3月通胀数据

投资要点

- **事件**：4月11日，统计局发布3月通胀数据。3月，CPI当月同比0.7%，前值1%；环比-0.3%，前值-0.5%。PPI当月同比-2.5%，前值-1.4%；环比0%，前值0%。
- **核心观点**：总的来看，四季度前CPI基数会继续走高，猪价可能难有明显的正向贡献，相较于CPI的表现，我们认为更应关注核心通胀回升的节奏，后者反映的是实体需求恢复的斜率。而从目前的现状来看，仍需要政策端发力。PPI在二季度基数回落后，可能会逐步由负转正，这也意味着从方向上来看，企业盈利见底回升的确定性相对较强。
- **CPI环比略超季节性**。3月CPI环比-0.3%，略高于近5年均值-0.48%，较上月回升0.2个百分点，主要由于食品中肉类价格的小幅上升抵消了一部分鲜菜下跌带来的影响。
- **食品价格回落**。3月CPI食品价格同比2.4%，前值2.6%；环比-1.4%，高于近5年均值-2.2%。食品中，由于天气转暖，鲜菜上市量增加，鲜菜价格环比同比均大幅下降，环比-7.2%，同比-11.1%，前值分别为-3.8%和-4.4%。受存栏量较为充裕及消费需求回落影响，猪肉价格结束了2月中旬以来的小幅反弹，继续保持弱势，猪肉价格环比-4.2%，降幅收窄7.2个百分点。
- **核心CPI回升**。3月，扣除食品和能源价格的核心CPI同比0.7%，前值0.6%。核心CPI环比0%，较2月上升0.2个百分点，前值-0.2%，高于近5年均值-0.12%。虽然核心通胀略超季节性，但环比零增长显示出需求恢复的斜率仍然不高。
- **非食品价格表现分化**。3月CPI非食品价格同比0.3%，前值0.6%，环比0%，前值-0.2%。出行需求持续恢复，宾馆住宿和飞机票价格环比分别上涨3.5%和2.9%；春装换季上新，服装价格环比上涨0.5%；车企降价促销，燃油小汽车价格环比下降1.9%。从七大类分项来看，生活用品及服务、交通和通信、居住、其他用品和服务同比涨幅回落；教育文化和娱乐、衣着涨幅较上月有所扩大；医疗保健持平。
- **高基数下PPI延续回落**。PPI同比回落，主要受上年同期基数较高影响；PPI环比0%，前值0%，短周期内国内外经济周期的错位对驱动工业品价格的主因，主要体现在钢铁、水泥价格的上涨，以及石油、有色价格的下跌。生产资料价格环比0%，较上月回落0.1个百分点；生活资料价格环比0%，较上月回落0.3个百分点。分行业来看，黑色金属冶炼和压延加工业环比1.3%，石油和天然气开采业环比-0.9%，有色金属冶炼和压延加工业环比-0.3%，煤炭开采和洗选业环比-1.2%。
- **风险提示**：政策落地不及预期，海外局势变化超预期。

正文目录

1. CPI 增速回落	4
2. 高基数下 PPI 延续回落.....	5
3. 核心观点	6
4. 风险提示	6

图表目录

图 1 CPI 当月同比, %.....	4
图 2 CPI 环比季节性规律, %	4
图 3 鲜菜价格环比季节性规律, %.....	4
图 4 猪肉价格周平均, 元/千克	4
图 5 CPI 八大类当月同比, %.....	5
图 6 核心 CPI 当月同比, %.....	5
图 7 核心 CPI 环比季节性规律, %	5
图 8 PPI 当月同比, %	6
图 9 PPI:生产和生活资料类环比, %, %	6
图 10 黑色金属、有色金属冶炼和压延加工业环比, %.....	6
图 11 煤炭开采和洗选业环比, %.....	6

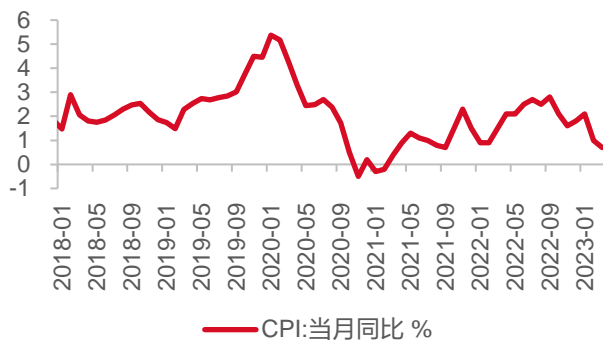
1.CPI 增速回落

CPI 环比略超季节性。3 月 CPI 环比-0.3%，略高于近 5 年均值-0.48%，较上月回升 0.2 个百分点，主要由于食品中肉类价格的小幅上升抵消了一部分鲜菜下跌带来的影响。

食品价格回落。3 月 CPI 食品价格同比 2.4%，前值 2.6%；环比-1.4%，高于近 5 年均值-2.2%。食品中，由于天气转暖，鲜菜上市量增加，鲜菜价格环比同比均大幅下降，环比-7.2%，同比-11.1%，前值分别为-3.8%和-4.4%。受存栏量较为充裕及消费需求回落影响，猪肉价格结束了 2 月中旬以来的小幅反弹，继续保持弱势，猪肉价格环比-4.2%，降幅收窄 7.2 个百分点。

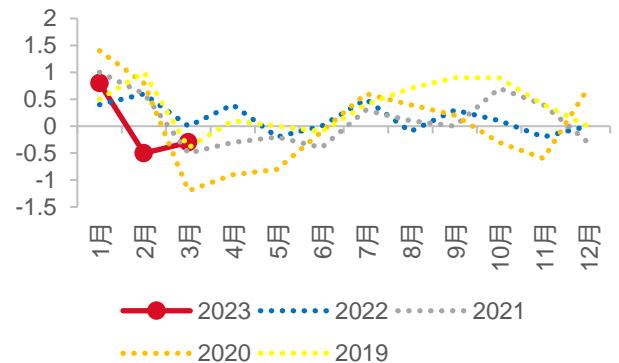
非食品价格表现分化。3 月 CPI 非食品价格同比 0.3%，前值 0.6%，环比 0%，前值-0.2%。出行需求持续恢复，宾馆住宿和飞机票价格环比分别上涨 3.5% 和 2.9%；春装换季上新，服装价格环比上涨 0.5%；车企降价促销，燃油小汽车价格环比下降 1.9%。从七大类分项来看，生活用品及服务、交通和通信、居住、其他用品和服务同比涨幅回落；教育文化和娱乐、衣着涨幅较上月有所扩大；医疗保健持平。

图1 CPI 当月同比，%



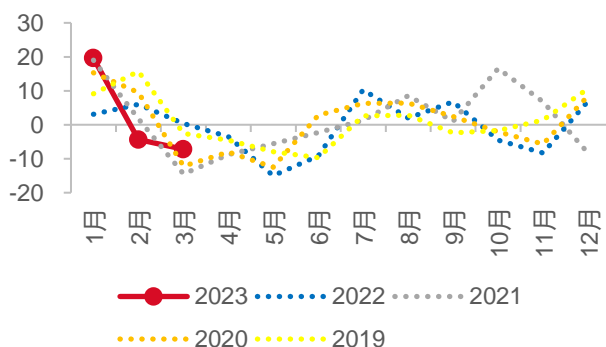
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图2 CPI 环比季节性规律，%



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图3 鲜菜价格环比季节性规律，%



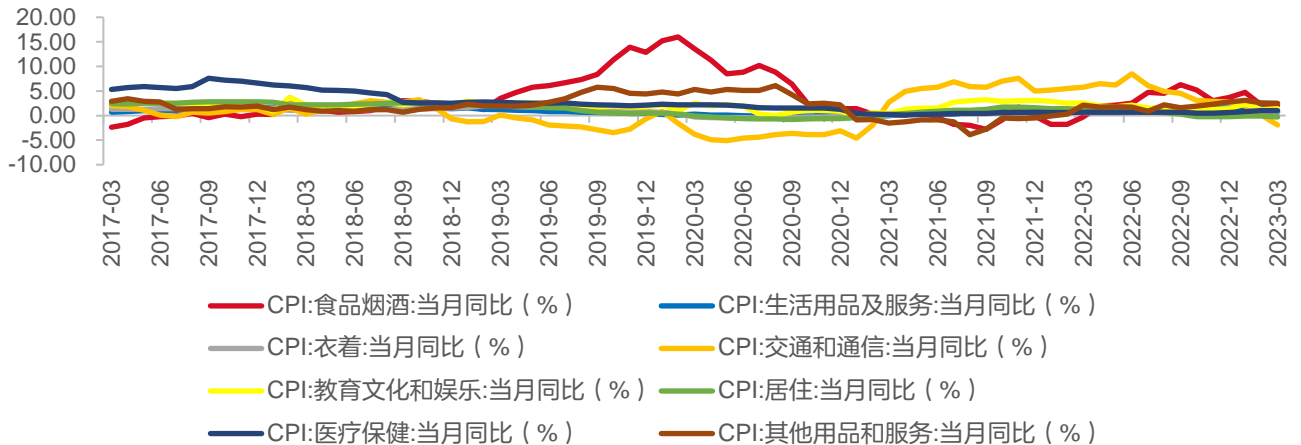
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图4 猪肉价格周平均，元/千克



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图5 CPI八大类当月同比, %



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

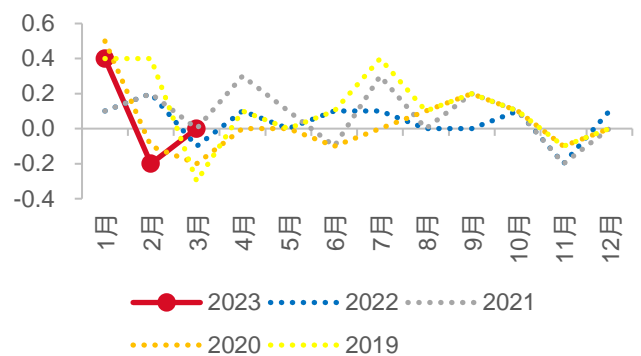
核心CPI回升。3月，扣除食品和能源价格的核心CPI同比0.7%，前值0.6%。核心CPI环比0%，较2月上升0.2个百分点，前值-0.2%，高于近5年均值-0.12%。虽然核心通胀略超季节性，但环比零增长显示出需求恢复的斜率仍然不高。

图6 核心CPI当月同比, %



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图7 核心CPI环比季节性规律, %

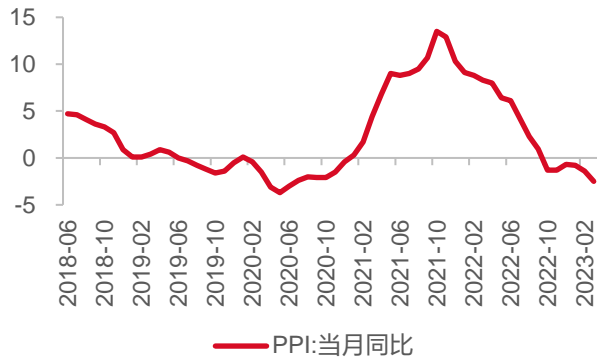


资料来源：国家统计局，东海证券研究所

2.高基数下 PPI 延续回落

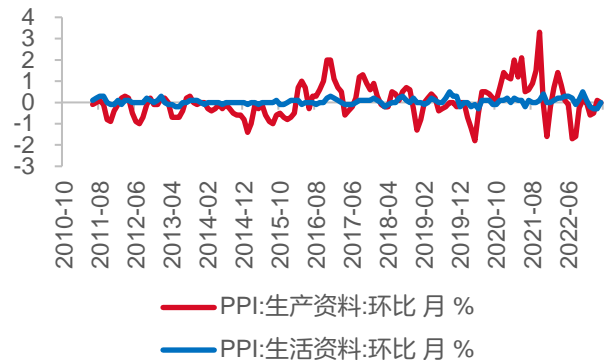
高基数下PPI延续回落。PPI同比回落，主要受上年同期基数较高影响；PPI环比0%，前值0%，短周期内国内外经济周期的错位对驱动工业品价格的主因，主要体现在钢铁、水泥价格的上涨，以及石油、有色价格的下跌。生产资料价格环比0%，较上月回落0.1个百分点；生活资料价格环比0%，较上月回落0.3个百分点。分行业来看，黑色金属冶炼和压延加工业环比1.3%，石油和天然气开采业环比-0.9%，有色金属冶炼和压延加工业环比-0.3%，煤炭开采和洗选业环比-1.2%。

图8 PPI 当月同比, %



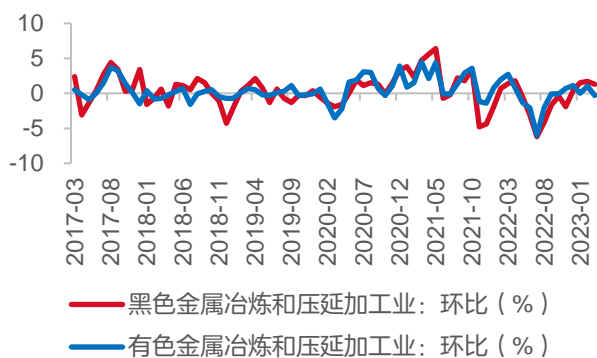
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图9 PPI:生产和生活资料类环比, %, %



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图10 黑色金属、有色金属冶炼和压延加工业环比, %



资料来源：同花顺，东海证券研究所

图11 煤炭开采和洗选业环比, %



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

3.核心观点

总的来看，2022 年四季度前 CPI 基数会继续走高，猪价可能难有明显的正向贡献，相较于 CPI 的表现，我们认为更应关注核心通胀回升的节奏，后者反映的是实体需求恢复的斜率。而从目前的现状来看，仍需要政策端发力。PPI 在二季度基数回落后，可能会逐步由负转正，这也意味着从方向上来看，企业盈利见底回升的确定性相对较强。

4.风险提示

政策落地不及预期，可能导致市场信心不足，影响经济的修复。

海外局势变化超预期，如海外货币政策超预期紧缩而导致全球经济衰退。

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

二、分析师声明:

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师,具备专业胜任能力,保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑,采用合法合规的数据信息,审慎提出研究结论,独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论,不受任何第三方的授意或影响,其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来,均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明:

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料,但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断,并不代表东海证券股份有限公司,或任何其附属或联营公司的立场,本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致,敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下,本公司的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,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下,本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议,任何形式的保证证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效,本公司亦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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有,未经本公司书面授权,任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明:

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构,已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者,参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构,注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址:上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 电话:(8621) 20333619
 传真:(8621) 50585608
 邮编:200215

北京 东海证券研究所

地址:北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 电话:(8610) 59707105
 传真:(8610) 59707100
 邮编:100089