

通缩风险上行

——2023 年 3 月中国物价数据点评

CPI 通胀显著低于市场预期。虽然关键分项价格走势基本符合季节性，代表内需的核心通胀环比亦现小幅修复，但幅度仍不及市场预期。结构特征有五：一是猪肉价格环比跌幅大幅收窄；二是蔬菜价格环比跌幅走阔，但符合季节性特征；三是核心通胀环比增速在服务分项带动下小幅反弹至季节性上沿位置，旅游和家庭服务是主要贡献项；四是核心商品价格在汽车价格拖累下表现疲弱；五是交通工具用燃料价格在国际油价驱动下转跌。若猪价持续探底且核心通胀水平未见进一步修复，二季度 CPI 通胀将向 0 逼近，不排除发生短暂通缩。

PPI 通胀基本符合市场预期，在去年同期基数快速走高影响下快速下行。从产业链看，上游商品价格通缩但下游需求温和扩张；从分项看，黑色、有色价格受基建、地产开工持续支撑，石油价格在国际油价带动下回落，煤炭价格则在保供稳价和季节变化双重影响下下行。受去年同期基数进一步走高影响，PPI 通胀将于二季度在-3.0%附近探底，年内或持续为负。

一、CPI 通胀：跌至 1.0% 以下

3 月 CPI 同比增速 0.7%（市场预期 1.0%），较前值下行 0.4pct。环比增速-0.3%，较前值回升 0.2pct；核心 CPI 同比增速 0.7%，较前值下行 0.1pct。环比增速 0，较前值回升 0.2pct。食品项通胀较前值回落 0.2pct 至 2.4%，对 CPI 通胀的拉动较前值回落 0.1pct 至 0.4pct；环比增速提升 0.6pct 至-1.4%；非食品项通胀较前值回落 0.3pct 至 0.3%，对 CPI 通胀的拉动较前值回落 0.25pct 至 0.25pct；环比较前值上行 0.2pct 至 0。

猪肉和鲜菜是本月食品价格主要拖累项，猪肉价格环比跌幅收窄至 4.2%，符合猪周期走势；鲜菜价格环比跌幅走阔至 7.2%，符合季节性



特征。鲜果、鸡蛋、羊肉、牛肉价格环比涨幅小幅强于季节性，粮食、食用油则小幅低于季节性，奶类、水产品符合季节性特征。

核心通胀环比增速小幅强于季节性，主因在服务环比增速修复至季节性上沿位置 **0.1%**，指向服务业需求已在扩张中。家庭服务、旅游和邮递服务价格环比增速均超出季节性水平，是服务通胀修复的主要贡献项。核心商品价格则在汽车价格拖累下表现疲弱，衣着、家用器具、药品等分项本月价格增速均符合或小幅强于季节性，但交通工具价格环比大跌 **1.6%**，汽车库存高企导致的价格战是主要原因。国际油价转跌，交通工具用燃料项环比增速下行 **1.3pct** 至 **-0.3%**。

二、PPI 通胀：上游商品价格通缩，下游需求温和扩张

3 月 PPI 同比增速 **-2.5%**（市场预期 **-2.3%**），较前值下行 **1.1pct**。环比增速 **0**，持平前值；生产资料 PPI 同比增速 **-3.4%**，较前值下行 **1.4pct**。环比增速 **0**，较前值回落 **0.1pct**；生活资料 PPI 同比增速 **0.9%**，较前值下行 **0.2pct**。环比增速 **0**，较前值上行 **0.3pct**。

从产业链看，上中下游 PPI 同比格局由递减转为递增，环比格局亦转为递增，上游环比跌幅走阔，中游环比转负，下游则环比转正，指向上游商品价格通缩但下游需求温和扩张。

分行业看，主要分项仅有色采选同比为正，煤炭采选、黑色采选、石油天然气开采同比均为负值，主因在去年同期基数偏高。黑色采选和有色采选环比涨幅略超对应大宗商品价格涨幅，指向基建、地产开工修复对上游价格持续构成支撑。石油天然气开采环比走势符合国际油价走势。保供稳价叠加季节变化，煤炭采选在煤价带动下环比下跌。

三、前瞻：CPI 通胀低位徘徊，PPI 通胀底部初现

3 月 CPI-PPI 通胀剪刀差走阔至 **3.2pct**，PPI 通胀在基数影响下下跌较快。预计二季度 CPI-PPI 通胀剪刀差基本走平，下游利润持续改善。

前瞻地看，2023 年上半年 CPI 通胀或将持续低于 1.0%，核心 CPI 环比动能中枢则将逐步超出季节性水平。PPI 通胀大概率于二季度触底，底部约为 -3.0%。环比增速则将保持在 0.1% 附近。

(作者：谭卓 王天程)

附录

图 1：核心 CPI 环比增速位于季节性上沿位置

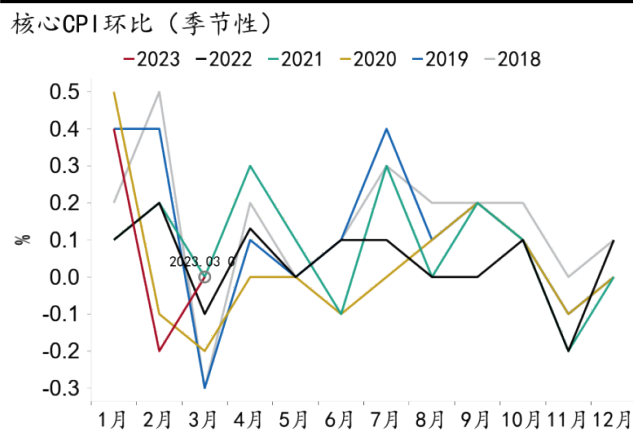


图 2：CPI 通胀跌至 0.7%

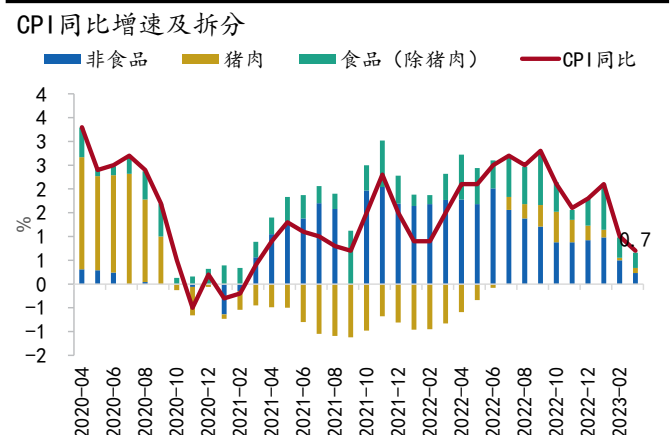


图 3：猪价跌幅收窄

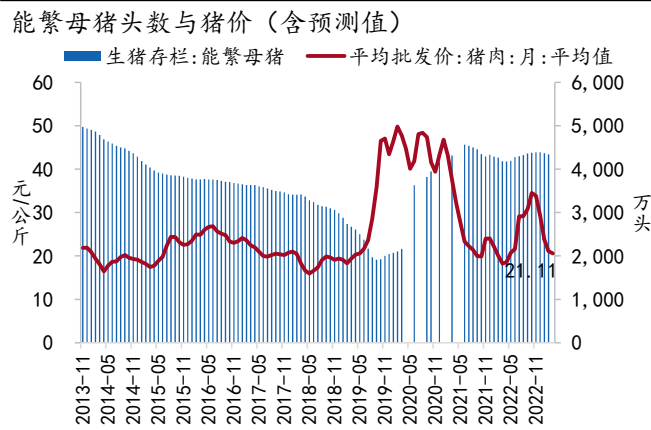


图 4：鲜菜、猪肉价格双双下行

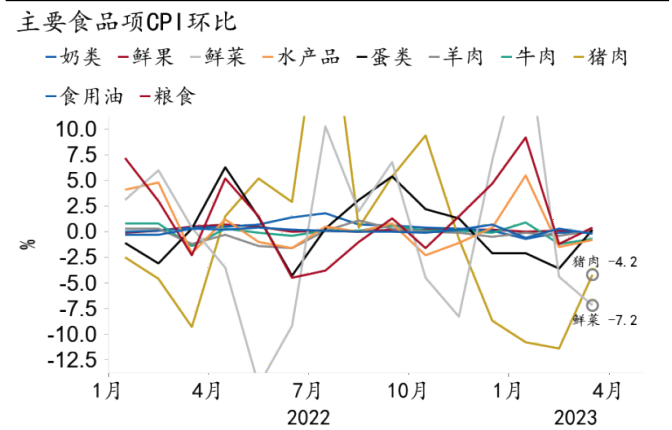




图 5: 主要非食品项价格环比振幅趋弱

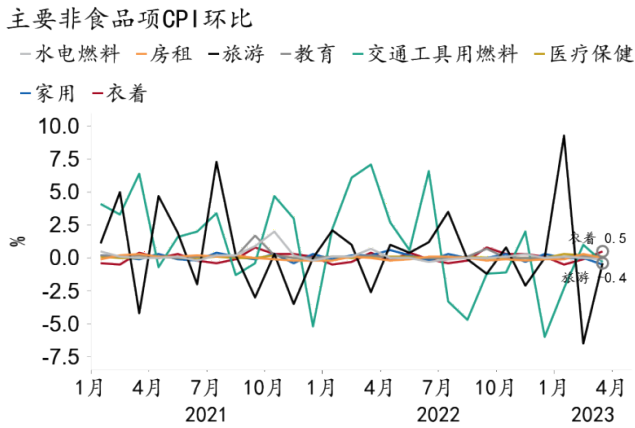


图 6: PPI 通胀跌至-2.5%

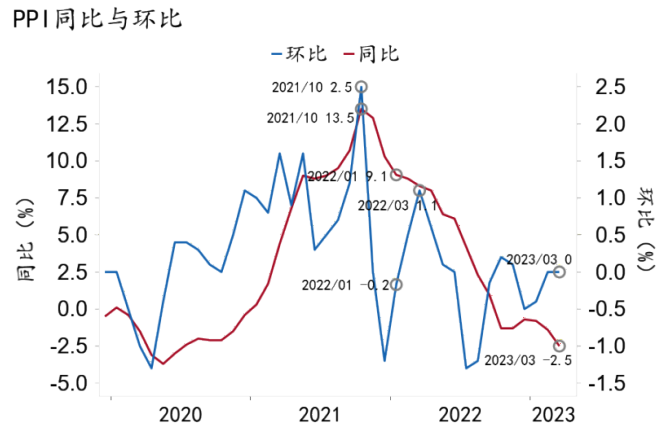


图 7: 上游 PPI 通胀转负

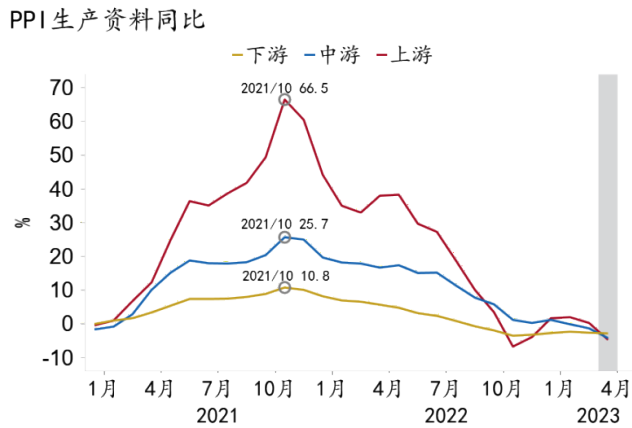


图 8: 原油项 PPI 通胀快速下行

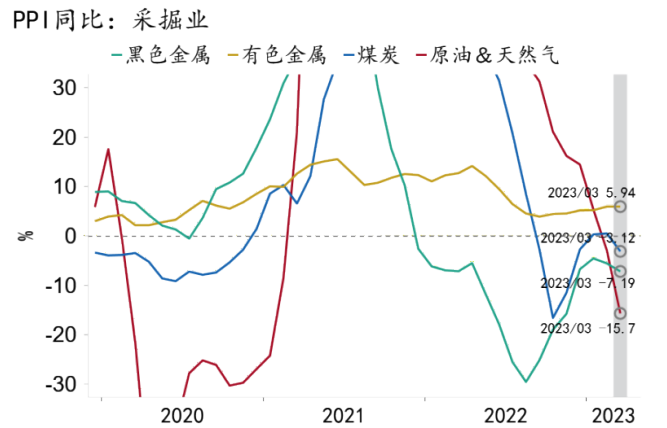


图 9: 主要大宗商品价格跌多涨少

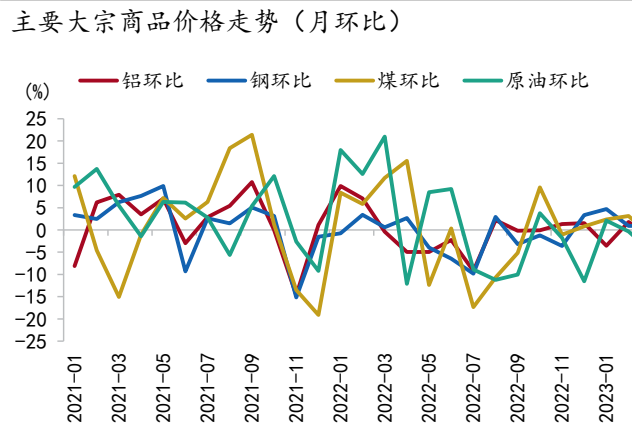


图 10: CPI-PPI 通胀剪刀差小幅走阔

