

3 月较为平淡，物价处于低位

----3 月份通胀预测

核心内容：

- **通胀继续走低**年后通胀水平预计继续下行，消费不振影响了通胀走势。经济恢复仍然是温和的，在此种情况下，服务类价格的上行也是温和的，商品类价格保持平稳，从而使得 CPI 的价格在上半年保持相对的稳定。而大宗商品类和下游商品类价格的相对稳定，也使得 PPI 在同比上处于持续走低的状态，2022 年 2 季度高涨的大宗商品价格对 CPI 和 PPI 同时产生压制。
- **CPI 和 PPI 环比仍然小幅波动** 3 月份 CPI 和 PPI 继续走低。但无论是 CPI 还是 PPI，现阶段环比均不具备大幅上行或者向下的趋势，CPI 价格会随着季节性而波动，PPI 会随着经济恢复而动，PPI 在 2 季度更受到基数的影响回落。
- **3 月份 CPI 同比增速预计在 0.8%左右** 3 月份 CPI 环比影响约在-0.2%左右，翘尾影响 1.0%，预计 3 月份 CPI 同比增速在 0.8%左右。由于统计上的因素，预计 CPI 环比变化在 0.7%-0.9%左右。2023 年 1 季度 CPI 预计在 1.3%左右，CPI 全年水平预计在 1.4%左右运行。
- **3 月份预计 CPI 环比下降 0.2%左右** 3 月份其他食品价格以跌为主，天气晴好带来食品季节性回落。3 月份综合来看，食品 CPI 预计下行 0.60%，预计拉低 CPI 约 0.18%。3 月份非食品价格变动较弱。旅游、生活服务和其他服务类价格互有涨跌，受到原油价格回升的影响，车用燃料价格回落，整体非食品价格小幅回落。
- **3 月份 PPI 同比增速预计在-2.4%左右** 3 月份 PPI 环比影响约在 0.1%左右，翘尾影响-2.5%，预计 3 月份 PPI 同比增速在-2.4%左右。由于统计上的因素，预计 PPI 环比变化在-2.5%--2.3%左右。PPI 的下跌会延续至 3 季度，全年 PPI 的低点在 2 季度到来。2023 年 1 季度 PPI 预计在-1.5%左右，PPI 全年水平预计在-1.2%左右运行。

分析师

许冬石

☎：(8610) 8357 4134

✉：xudongshi@chinastock.com

分析师登记编码：S0130515030003

目录

一、通胀继续回落.....	3
二、CPI 监测和预算.....	3
(一) CPI 基数水平在 3 月份回落.....	3
(二) 3 月份新涨价因素测算.....	4
(三) 3 月份同比增速回落.....	5
三、PPI 监测和预算.....	6
(一) PPI 基数水平在 3 月份继续回落.....	6
(二) PPI 环比可能小幅上行.....	6
(三) 3 月份 PPI 同比继续回落.....	7

一、通胀继续回落

年后通胀水平预计继续下行，消费不振影响着 CPI 的变动。经济恢复仍然是温和的，在此情况下，服务类价格的上行也是温和的，商品类价格保持平稳，从而使得 CPI 的价格在上半年保持相对的稳定。而大宗商品类和下游商品类价格的相对稳定，也使得 PPI 在同比上处于持续走低的状态，2022 年 2 季度高涨的大宗商品价格对 CPI 和 PPI 同时产生压制。

3 月份 CPI 和 PPI 继续走低，但内部表现不同。3 月份 CPI 翘尾回落，环比下滑。无论是 CPI 还是 PPI，现阶段环比均不具备大幅上行或者向下的趋势，CPI 价格会随着季节性而波动，PPI 会随着经济恢复而动，PPI 在 2 季度更受到基数的影响回落。

3 月份 CPI 翘尾因素为 1.0%，3 月份经测算新涨价因素约拉低物价约 0.2%，四舍五入后 3 月份预计 CPI 同比增长 0.8%。同时考虑到新涨价因素中有一部分很难做出准确估算，其波动区间值为 0.7%-0.9%。

表 1: 3 月份 CPI 变动 (%)

	CPI 同比	CPI 环比	CPI 翘尾	1 季度	全年
2023/01	2.1	0.8	1.3		
2023/02	1.0	-0.5	1.5	1.3	1.4
2023/03	0.8	-0.2	1.0		

资料来源：中国银河证券研究院整理

3 月份 PPI 翘尾因素为-2.5%，3 月份经测算新涨价因素拉高 PPI 约 0.1%，四舍五入后 3 月份预计 PPI 同比回落 2.4%，考虑到未能计算的因素，预计 3 月 PPI 在-2.5%和-2.3%左右波动。

表 2: 3 月份 PPI 变动 (%)

	PPI 同比	PPI 环比	PPI 翘尾	1 季度	全年
2023/01	-0.8	-0.4	-0.4		
2023/02	-1.4	0.0	-1.4	-1.5	-1.2
2023/03	-2.4	0.1	-2.5		

资料来源：中国银河证券研究院整理

二、CPI 监测和预算

(一) CPI 基数水平在 3 月份回落

3 月翘尾因素对 CPI 的影响为 1.0 个百分点，比上月翘尾水平下行 0.5 个百分点，1 季度静态翘尾水平约 1.3%，2023 年静态翘尾预计在 1.0%左右，全年处于较为平缓的水平。

由于 2 月份物价回落，3 月份翘尾水平快速下行。这也是本年度春节期间价格涨幅弱于去年同期的表现。2023 年度 1 月份-2 月份物价水平的上行低于预期，整体消费仍然较为疲软，无法带动价格上行。

3 月和 4 月受到春节后物价回落的影响，翘尾水平也逐步走低。虽然全年来看翘尾较为平稳，但下半年翘尾水平略高于上半年。

图 1: 3 月份 CPI 翘尾水平 1.0%

表 4: 3 月份猪肉价格变动 (%)

	统计局	商务调查肉类	猪肉	牛肉	羊肉	禽类
1月	-5.3	-5.80	-11.80	0.50	-0.10	0.30
2月	-5.9	-5.89	-10.60	-1.40	-1.10	-1.70
3月	-1.6	-1.62	-3.60	-0.20	-0.20	1.10

资料来源: 中国银河证券研究院整理

3 月份其他食品价格以跌为主, 其他食品价格主要参考商务预报的价格变化。可以看到水果、水产品、鸡蛋、粮食价格年后下行, 水产品 and 鸡蛋下降幅度较大, 这是节日后的影响。3 月份综合来看, 食品 CPI 预计下行 0.60%, 预计拉低 CPI 约 0.18%。食品价格下行幅度与上个月相似, 物价并未出现很大的波动。

表 5: 3 月份食品价格变动 (%)

	粮食	肉类	鲜菜	鸡蛋	水产品	水果	食用油	合计
涨幅	-0.20	-1.60	-5.00	2.00	-0.20	3.90	-0.10	
拉动食品CPI	-0.06	-0.31	-0.52	0.05	-0.02	0.25	0.00	-0.60
拉动CPI	-0.01	-0.09	-0.16	0.02	0.00	0.07	0.00	-0.18

资料来源: 中国银河证券研究院整理

图 4: 蔬菜价格变化 (%)

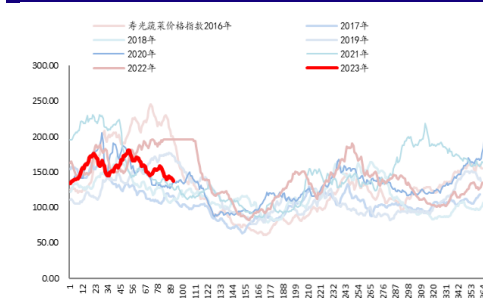
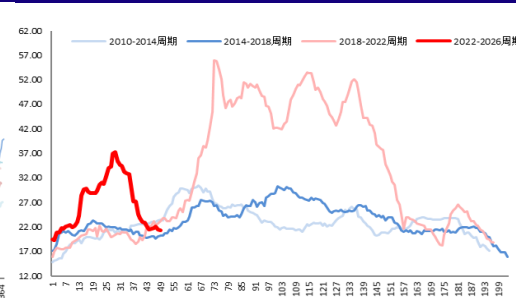


图 5: 猪肉价格变化 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

3 月份非食品价格变动整体以跌为主。旅游、生活服务和其他服务类价格继续下跌, 原油价格继续回落, 车用燃料价格走低, 整体非食品价格小幅回落。

3 月份综合食品价格和非食品价格变动后, 预计 CPI 环比下降 0.2%。

表 6: 3 月份 CPI 变动 (%)

	CPI	食品烟酒	居住	衣着	生活用品及服务	交通和通信	教育文化和娱乐	医疗保健	其他用品和服务
2022/12	0.0	0.4	-0.1	0.1	0.3	-1.4	0.1	0.0	0.4
2023/01	0.8	2.0	0.0	-0.5	0.0	0.2	1.3	0.3	1.1
2023/02	-0.5	-1.3	0.1	-0.3	0.0	-0.5	-0.8	0.2	-0.3
2023/03	-0.2	-0.6	0.1	0.4	0.1	-0.3	-0.4	0.2	-0.2

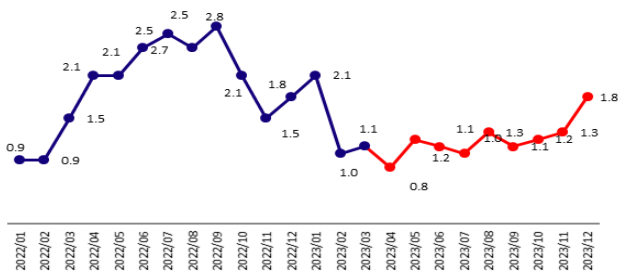
资料来源: 中国银河证券研究院整理

(三) 3 月份同比增速回落

3 月份 CPI 环比影响约在-0.2%左右, 翘尾影响 1.0%, 预计 3 月份 CPI 同比增速在 0.8%左右。由于统计上的因素, 预计 CPI 环比变化在 0.7%-0.9%左右。2023 年 1 季度 CPI 预计在 1.3%左右, CPI 全年水平预计在 1.4%左右运行。

图 6: 3 月份 CPI 同比水平 0.8%

CPI 预期



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

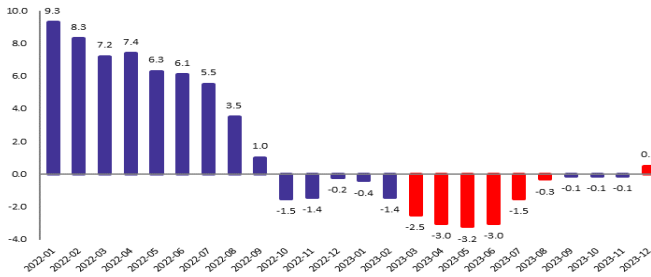
三、PPI 监测和预算

(一) PPI 基数水平在 3 月份继续回落

3 月翘尾因素对 PPI 的影响为-2.5 个百分点, 比上月翘尾水平下行 1.1 个百分点, 1 季度静态翘尾水平约-1.4%, 2023 年静态翘尾预计在-1.3%左右, 翘尾水平在下半年回升。

PPI 翘尾水平低点预计在 5 月份到来, 2022 年俄乌战争所带来的大宗商品价格走高也是在相应的月份, 本年度受到基数水平影响, 翘尾在年中大幅走低。

图 7: 3 月份 PPI 翘尾水平-2.5%



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

(二) PPI 环比可能小幅上行

我国出厂价格受到重工业影响仍然较大, 上中游产品价格影响 PPI 变动更多。首先, 原油相关产品价格在 3 月份下行。原油期货价格 3 月份下行, WTI 价格价格回落 4.6 个百分点。由于发改委成品油价格调降, 带来了山东地炼柴油和汽油价格的回落, 预计 PPI 中石油天然气开采价格回落。其次, 煤炭价格回升, 焦煤和焦炭价格小幅走高, 对未来生产的乐观预期带动了产品价格走高。再次, 铁矿石价格走高, 黑色金属价格上行, 有色金属价格小幅波动, 相抵消对价格小幅上行。可以看到, 上游原材料价格和 中游部分产成品价格支持 PPI 生产资料价格上行。

BDI 价格在 3 月份快速回升，这代表了全球铁矿石、煤炭以及其他商品运输的回暖，对 PPI 小幅利好，对 PPI 有推动的作用。

表 7: 3 月份 PPI 变动 (%)

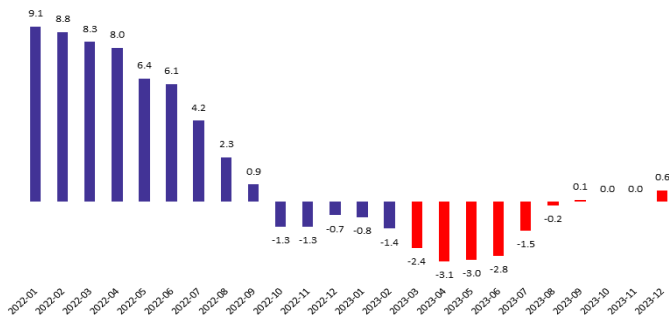
	PPI 环比	BDI	原油			煤炭			铁矿石		钢铁		有色		
			石油天然气开采类	原油 WTI	山东柴油	山东汽油	煤炭开采洗选类	焦煤	焦炭	黑色金属矿采选业	铁矿石	黑色金属冶炼和压延	螺纹钢	有色金属冶炼和压延	铜
2022-11	0.1	-28.4	2.2	-3.3	0.4	-3.0	0.9	2.5	0.5	-2.6	-3.3	-1.9	-1.4	0.7	3.7
2022-12	-0.5	11.9	-8.3	-9.0	-13.0	-6.6	0.8	-8.2	4.6	1.1	14.6	0.4	5.0	1.1	0.3
2023-01	-0.4	-37.5	-5.5	2.2	-3.7	10.3	-0.5	-4.1	-0.9	3.4	5.7	1.5	8.1	0.0	2.4
2023-02	0.0	-27.6	1.7	-1.6	4.3	1.5	-2.2	1.9	1.2	3.9	4.6	1.7	-1.5	1.0	1.8
2023-03	0.1	114.3	-1.7	-4.6	-2.5	-1.0	0.5	1.3	0.3	2.4	3.8	0.6	4.3	-0.2	-0.1

资料来源：中国银河证券研究院整理

(三) 3 月份 PPI 同比继续回落

3 月份 PPI 环比影响约在 0.1% 左右，翘尾影响 -2.5%，预计 3 月份 PPI 同比增速在 -2.4% 左右。由于统计上的因素，预计 PPI 环比变化在 -2.5%--2.3% 左右。PPI 的下跌会延续至 3 季度，全年 PPI 的低点在 2 季度到来。2023 年 1 季度 PPI 预计在 -1.5% 左右，PPI 全年水平预计在 -1.2% 左右运行。

图 8: 3 月份 PPI 同比水平 -2.4%



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

许冬石：宏观经济分析师，英国邓迪大学金融学博士，2010年11月加入中国银河证券研究部，新财富宏观团队成员，主要从事数据分析和预测工作。2014年获得第13届“远见杯”中国经济预测第一名，2015、2016年获得第14、15届“远见杯”中国经济预测第二名。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的具体投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。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。

银河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。银河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。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 tanganling_bj@chinastock.com.cn