

3月CPI同比低位下行，PPI通缩加剧

——2023年3月物价数据点评

王青 李晓峰 冯琳

事件：根据国家统计局公布的数据，2023年3月，CPI同比上涨0.7%，涨幅较上月收窄0.3个百分点；PPI同比下降2.5%，降幅较上月扩大1.1个百分点。

基本观点：3月CPI同比涨幅低位下行，主要原因是当月菜价下跌较快，国际原油价格下行，以及国内汽车“价格战”影响较大。消费修复对物价的影响主要体现在飞机票、宾馆住宿及旅游价格较快上涨方面，但对整体物价水平影响不大。当前物价涨幅偏低，意味着年初以来消费修复力度较为温和，后期政策面促消费空间较大，其中货币政策也有条件向稳增长方向适度发力。3月原油、有色金属价格受海外银行业危机影响整体下跌，国内定价的钢铁、水泥等工业品价格则在基本面修复支撑下有所上涨，涨跌相互抵消后，PPI环比延续持平；但因去年同期基数大幅抬升，当月PPI同比跌幅明显走阔。

展望未来，4月CPI同比有可能进一步回落到0.5%左右，其中蔬菜价格、燃油小汽车价格同比下行仍将成为主要影响因素。在消费修复温和前景下，短期内核心CPI将继续处于1.0%左右的偏低水平。这与当前海外高通胀形成鲜明对比，物价走势将持续成为现阶段国内外宏观经济最大的差异点。PPI方面，受OPEC意外宣布减产影响，4月上旬国际油价反弹力度较大，布油现货价已冲破85美元/桶，预计月均值将高于3月；国内基建持续发力、生产提速叠加经济复苏预期，对国内定价工业品价格有提振作用，但房地产建安投资依然低迷将继续拖累价格上行空间。整体上看，4月PPI环比有望恢复上涨，但高基数因素会继续拖累同比表现，预计4月PPI同比降幅仍将在-2.5%左右。

具体来看：

一、3月CPI同比涨幅低位下行，主要原因是菜价下跌较快，国际原油价格下行，以及国内汽车“价格战”影响较大，同时也意味着当前消费修复力度较为温和，后期政策面促消费空间较大，其中货币政策也有条件向稳增长方向适度发力。

3月CPI同比上涨0.7%，涨幅较上月回落0.3个百分点。3月CPI同比涨幅低位下行，主要原因有三个：一是今年春节后气温上升偏快，带动蔬菜供应量上升，蔬菜价格下行偏快，再加上上年同期菜价基数较高，当月蔬菜价格同比大幅下降11.1%，降幅比上月扩大7.3个百分点。二是国际原油价格走低背景下，3月国内成品油价格下调，加上去年2月俄乌冲突爆发后，国际原油价格大幅冲高，高基数效应明

显，共同导致今年3月汽油和柴油价格同比由升转降；另外，3月汽车价格战开启，燃油小汽车价格同比下降4.5%。

最后，当前居民消费处于修复过程，但修复力度较为温和，消费信心尚待进一步改善。可以看到，2月末居民储蓄存款同比增速达到18.3%，创近十年来新高，表明当前居民储蓄倾向依然偏强，消费意愿较低。这突出表现在扣除波动较大的食品和能源价格后，3月更能反映当前整体物价水平的核心CPI同比也处于0.7%的偏低水平。目前尚未发现消费反弹引发物价较快上涨的迹象。物价是供需平衡的结果，在供给端较为稳定的背景下，CPI、特别是核心CPI涨幅偏低，表明当前消费反弹力度较为温和——社会消费品零售总额等消费同比数据变化更多是受上年同期低基数影响，下一步政策面在促消费方面的空间较大，迫切性也较强。

3月消费修复对价格的推升作用主要体现在与出行相关的服务价格上。其中，当月飞机票和宾馆住宿价格分别环比上涨2.9%和3.5%，同比涨幅则分别高达37.0%和6.1%，旅游价格同比也上涨5.3%。另外，伴随消费修复以及各地持续推进猪肉收储，3月猪肉价格环比降幅明显收窄，同比涨幅则扩大5.7个百分点，达到9.6%。以上对3月CPI走势起到一定支撑作用，但不足以扭转物价整体低迷态势。总体上看，当前物价水平偏低，除了消费反弹力度温和外，也与之前疫情期间宏观政策始终坚持不搞大水漫灌，以及商品和服务供给充分等因素有关。

展望未来，综合考虑4月以来物价高频数据走势，以及上年同期基数变化情况（2022年4月CPI定基指数小幅抬高），我们判断，4月CPI同比还有可能进一步回落至0.5%左右。其中蔬菜、燃油小汽车价格同比下行仍将成为主要影响因素。在消费修复温和前景下，短期内核心CPI将继续处于1.0%左右的偏低水平。这与当前海外高通胀形成鲜明对比，物价走势将继续成为现阶段国内外宏观经济最大的差异点。这意味着短期内无论美联储如何调整货币政策收紧步伐，我国货币政策都有充分条件保持独立性，必要时可在稳增长方向适度发力，3月降准落地在一定程度上印证了这一点。

二、3月原油、有色金属价格受海外银行业危机影响整体下跌，国内定价的钢铁、水泥等工业品价格则在基本面修复支撑下有所上涨，涨跌相互抵消后，PPI环比延续持平；但因去年同期基数大幅抬升，当月PPI同比跌幅明显走阔。

3月PPI环比持平，上月亦为持平，故新涨价因素维持不变，但因去年同期基数走高导致翘尾因素减弱1.1个百分点，当月PPI同比降幅较上月扩大1.1个百分点至-2.5%，表现略低于预期。

3月，上游原材料和工业品价格涨跌互现。一方面，受海外银行业危机导致市场情绪波动影响，3月国际定价的原油、有色金属价格先抑后扬，整体以下跌为主。其中，原油价格在3月中上旬急挫，下旬随

银行业危机缓和、市场情绪好转有所回升，但当月布油现货价月均值仍较上月下跌 4.8%，加之去年同期俄乌冲突导致油价大幅走高，3 月油价同比跌幅较上月扩大 17.9 个百分点至-33.8%。此外，受用煤旺季已过，需求走弱影响，3 月国际、国内煤炭价格整体均弱势运行。在此背景下，3 月，除煤炭开采业 PPI 环比跌幅有所收敛外，国内原油、煤炭、有色金属相关行业 PPI 环比或转为下跌，或涨幅放缓，涨势均不及上月；再加上去年同期基数普遍抬升，3 月相关行业 PPI 同比跌幅普遍走阔。

另一方面，受国内经济景气回升、基建投资保持较快增长支撑，3 月国内定价的钢铁、水泥等工业品价格有所上涨，对 PPI 产生一定支撑。不过，受上年同期基数上行影响，3 月黑色金属相关行业 PPI 同比跌幅仍有所走阔。

另外，值得一提的是，3 月下游生活资料 PPI 环比止跌，但也仅持平于上月，且因基数走高，同比涨幅较上月放缓 0.2 个百分点至 0.9%。这表明，在上游涨价动力减弱，终端消费仅现修复而非报复性反弹，而且在供给充足背景下，下游商品涨价动力不足。这也与当月核心 CPI 涨幅继续低位徘徊相印证。

展望 4 月，国际方面，受 OPEC 意外宣布减产影响，4 月上旬国际油价反弹力度较大，布油现货价已冲破 85 美元/桶，预计月均值将高于 3 月；国内方面，基建持续发力、生产提速叠加经济复苏预期，对国内定价工业品价格有提振作用，但房地产建安投资依然低迷将继续拖累价格上行空间。整体上看，4 月 PPI 环比有望恢复上涨，但高基数因素会继续拖累同比表现，预计 4 月 PPI 同比降幅仍将在-2.5%左右。

权利及免责声明：

本研究报告及相关的信用分析数据、模型、软件、评级结果等所有内容的著作权和其他相关知识产权均归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构及个人未经东方金诚书面授权不得修改、复制、逆向工程、销售、分发、储存、引用或以任何方式传播。

本研究报告中引用的标明出处的公开资料，其合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方/发布方负责，东方金诚对该等资料进行了合理审慎的核查，但不应视为东方金诚对其合法性、真实性、准确性及完整性提供了任何形式的保证。

由于评级预测具有主观性和局限性，东方金诚对于评级预测以及基于评级预测的结论并不保证与实际情况一致，并保留随时予以修正或更新的权利。

本研究报告仅用于为投资人、发行人等授权使用方提供第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资者应审慎使用本研究报告，自行对投资行为和投资结果负责，东方金诚不对其承担任何责任。

本研究报告仅授权东方金诚指定的使用者使用，且该等使用者必须按照授权确定的方式使用，相关引用必须注明来自东方金诚且不得篡改、歪曲或有任何类似性质的修改行为。

未获授权的机构及人士不应获取或以任何方式使用本研究报告，东方金诚对本研究报告的未授权使用、超授权使用和非法使用等不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。