

# 通胀映射消费复苏冷热不均

## 事件点评

### ——通胀数据简析（2023.3）

#### 投资要点

- ◆ **CPI 消费品走弱、服务上行，PPI 走低主要由生产资料而非生活资料驱动，映射商品和服务消费复苏冷热不均格局。** 3月CPI同比0.7%，基数走高背景下小幅回落0.3个百分点，核心通胀回升0.1个百分点至0.7%，整体趋势稳定。CPI消费品、服务同比分别为0.5%、0.8%，一降一升凸显地产竣工偏弱压制商品消费偏好，疫情缓解带动服务消费复苏稳健的冷热不均格局。PPI跌幅扩大至-2.5%，主要由生产资料所驱动的结构显示能源供给充足产业链韧性提升和商品消费偏冷的现状。
- ◆ **食品供给充足需求稳定，春节前后价格超跌后3月普遍企稳。** 3月食品CPI同比2.4%较2月小幅回落，环比-1.4%则价格趋稳。3月畜肉(-2.4%)、鲜菜(-7.2%)、鲜果(0.4%)等三大主要食品分项环比均高于季节性水平1-2个百分点，显示3月以来食品供给较为充足的同时作为主要必需消费品的食品在需求端维持了疫情以来的稳定趋势。近期市场对非洲猪瘟可能再度缓解猪肉供给过剩的局面有一定预期，未来数月预计食品价格环比稍高于季节性，同比增速有望趋稳。
- ◆ **地产竣工周期见底、补贴结束定价混乱抑制汽车等可选商品消费，疫情趋于结束服务消费复苏稳中向好，CPI消费品、服务冷热不均加剧。** 3月核心CPI同比回升0.1%主要源于服务CPI价格改善，其中租赁房租同比仍处偏弱区间，其他服务同比测算上行0.3个百分点至1.2%，后者环涨0.1%也稍强于季节涨幅，显示年初以来交运餐饮旅游文娱等服务消费复苏节奏稳中向好。扣除交通工具用燃料后的工业消费品CPI同比测算大幅下降0.6个百分点至0.0%，交通工具同比跌幅大幅扩大1.5个百分点至-3.3%，与汽车等可选商品消费走低的趋势一致。
- ◆ **PPI跌幅扩大主因国内外能源供给保障充足和高基数的共同影响，生活资料跌幅持平侧面凸显可选商品消费恢复动能较弱。** 年初以来煤炭及全球原油供给整体充足，3月煤炭开采洗选业PPI环跌-1.2%；石油和天然气开采小幅环跌-0.9%，能源价格下跌和高基数叠加，抵消了钢铁价格上涨的影响。生产资料同比跌幅扩大1.4个百分点至-3.4%是PPI走低的主要原因，而生活资料同比仅小幅回落0.2个百分点至0.9%、耐用消费品持平于-0.2%，均侧面凸显工业消费品CPI的单边走弱更显需求复苏的单薄。
- ◆ **疫情和地产周期处于不同阶段、叠加居民收入预期等中期因素，造就我国复苏之年起始消费结构就明显呈现商品偏弱、服务稳中向好的格局。** 考虑地产需求3月以来环比降温，二季度趋势尚不明朗有回落风险，宏观政策全年稳增长主要抓手或仍在稳定相对较高的基建投资增速、以增加中低收入群体就业岗位和改善其收入预期的逻辑上。这一方面可能意味着全年商品消费CPI偏低、服务消费改善的分化格局仍将延续，另一方面也可能意味着全年货币政策采取中性偏松立场、以及稳定和提升制造业产业链进一步恢复的政策方向可能会进一步趋于明确。关注近日可能公布的金融数据中是否仍以企业中长贷拉动为主。我们预计全年CPI同比均值仅为1.3%，维持全年降准100BP、1Y LPR下调20-30BP、基建投资同比增8.0%的预测不变。
- ◆ **风险提示：** 通胀上行超预期。

分析师

张仲杰

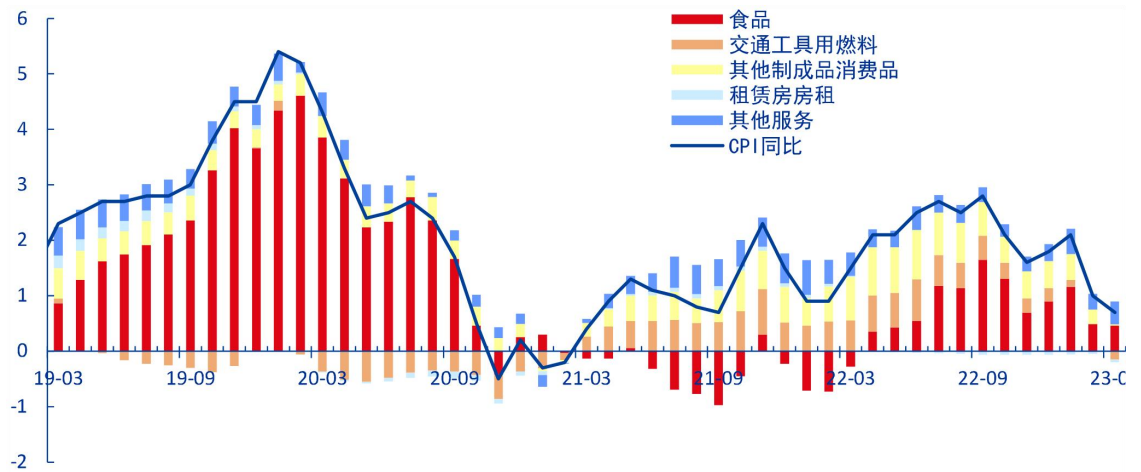
 SAC 执业证书编号：S0910515050001  
 zhangzhongjie@huajinsec.com

相关报告



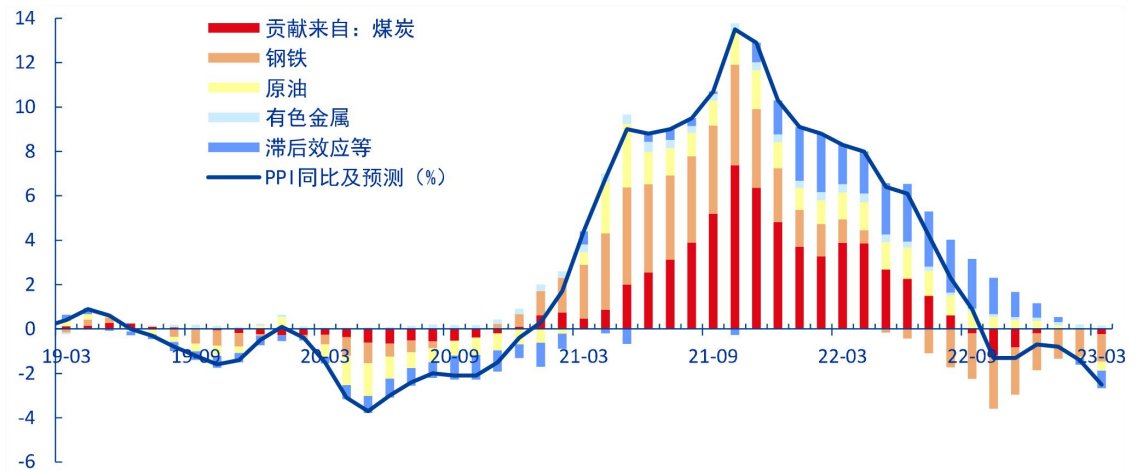
**CPI 消费品走弱、服务上行，PPI 走低主要由生产资料而非生活资料驱动，映射商品和服务消费复苏冷热不均的格局。3 月 CPI 同比 0.7%，基数走高背景下仅小幅回落 0.3 个百分点，核心通胀回升 0.1 个百分点至 0.7%，整体趋势稳定。CPI 消费品、服务同比分别为 0.5%、0.8%，一降一升凸显地产竣工偏弱压制商品消费偏好，疫情缓解带动服务消费复苏稳健的冷热不均格局。PPI 跌幅扩大至-2.5%，主要由生产资料所驱动的结构一方面显示国内能源供给充足产业链韧性提升，也同时侧面凸显商品消费偏冷的现状。**

图 1: CPI 同比及贡献结构



资料来源: Wind, 华金证券研究所

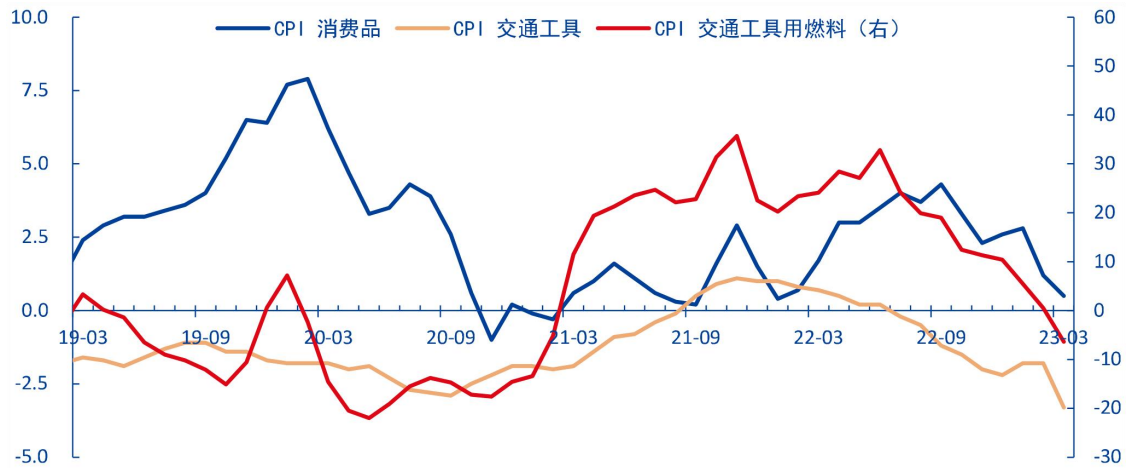
图 2: PPI 同比及贡献结构敏感度分析 (%)



资料来源: Wind, 华金证券研究所

**一、食品供给充足需求稳定，春节前后价格超跌后 3 月普遍企稳。3 月食品 CPI 同比 2.4% 较 2 月小幅回落 0.2 个百分点，环比-1.4%则在前两个月涨幅显著低于季节性之后价格趋稳。3 月畜肉 (-2.4%)、鲜菜 (-7.2%)、鲜果 (0.4%) 等三大主要食品分项环比均高于季节性水平 1-2 个百分点，显示 3 月以来食品供给较为充足的同时作为主要必需消费品的食品在需求端维持了疫情以来的稳定趋势。近期市场对非洲猪瘟可能再度缓解猪肉供给过剩的局面有一定预期，未来数月预计食品价格环比稍高于季节性，同比增速有望趋稳。**

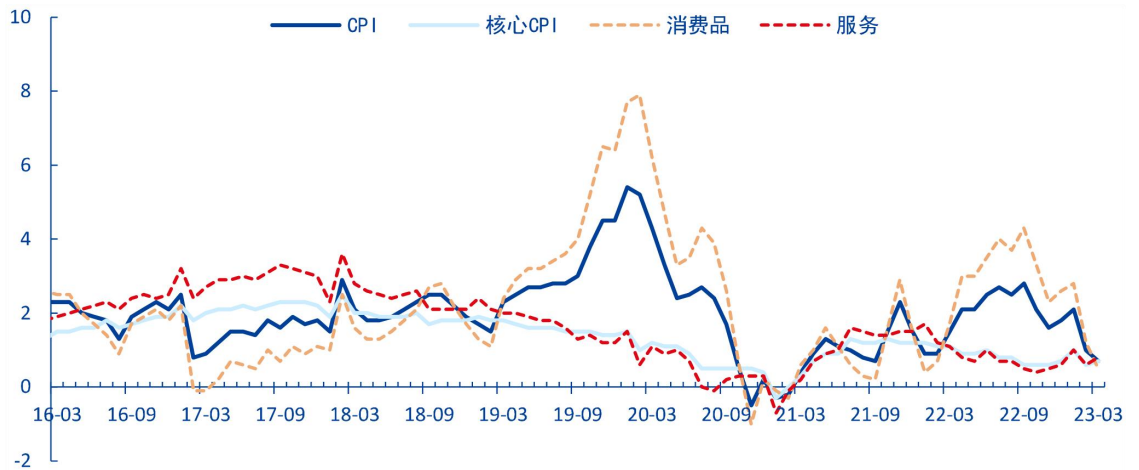
图 3: CPI 消费品、交通工具、交通工具用燃料同比 (%)



资料来源: Wind, 华金证券研究所

二、地产竣工周期见底、补贴结束定价混乱抑制汽车等可选商品消费，疫情趋于结束服务消费复苏稳中向好，CPI 消费品、服务冷热不均加剧。3 月核心 CPI 同比回升 0.1% 主要源于服务 CPI 价格改善的拉动，服务 CPI 同比上行 0.2 个百分点至 0.8%，其中租房房租同比 -0.5% 持平上月仍然处于偏弱区间，而其他服务同比测算上行 0.3 个百分点至 1.2%，后者环涨 0.1% 也稍强于季节涨幅，显示年初以来交通运输餐饮旅游文娱等服务消费复苏节奏稳中向好。而扣除受基数效应大幅下滑的交通工具用燃料之后的工业消费品 CPI 同比测算大幅下降 0.6 个百分点至 0.0%，其中交通工具同比跌幅大幅扩大 1.5 个百分点至 -3.3%，与年初以来受地产竣工周期见底、新能源车全国补贴结束车企定价混乱等因素共同抑制下汽车等可选商品消费走低的趋势是一致的。

图 4: CPI 同比、核心 CPI 同比、消费品和服务 CPI 同比 (%)

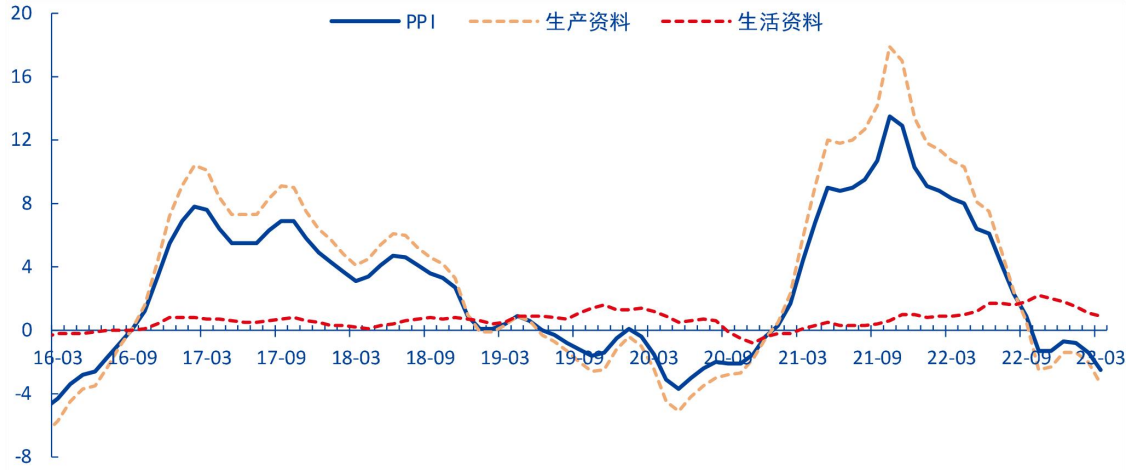


资料来源: Wind, 华金证券研究所

三、PPI 跌幅扩大主因国内外能源供给保障充足和高基数的共同影响，生活资料跌幅持平侧面凸显可选商品消费恢复动能较弱。与主要发达国家 PPI 主要由油气价格单链条驱动不同，我国 PPI 同时由原油——石化产业链、以及煤炭——冶金产业链“双轮驱动”，其中后者在国内供需两侧基本能够形成闭环，且对 PPI 影响程度更深。年初以来煤炭供给充足，3 月煤炭开采洗选业 PPI 环跌 -1.2%，煤价连跌 3 个月，加之全球原油供给年初以来整体较为充足，石油和天然气开采再度小幅环跌 -0.9%，能源价格下跌和高基数叠加，抵消了钢铁价格上涨的影响。总体上生

产资料同比跌幅扩大 1.4 个百分点至-3.4%是 PPI 走低的主要原因，而生活资料同比仅小幅回落 0.2 个百分点至 0.9%、耐用消费品持平于-0.2%，均侧面凸显工业消费品 CPI 的单边走弱更显需求复苏的单薄。

图 5: PPI 同比、生活资料与生产资料 PPI 同比 (%)



资料来源: Wind, 华金证券研究所

四、疫情和地产周期处于不同阶段、叠加居民收入预期等中期因素，造就了我国复苏之年起始，消费结构就明显呈现商品偏弱、服务稳中向好的分化背离明显的格局。考虑到作为商品消费和居民财富效应预期前置变量的地产需求 3 月以来环比有所降温，二季度趋势尚不明朗有再度回落风险，国内宏观政策全年稳增长的主要抓手或仍在稳定相对较高的基建投资增速、以增加中低收入群体就业岗位和改善其收入预期的政策逻辑上。这一方面可能意味着全年商品消费 CPI 偏低、服务消费改善的分化格局仍将延续，另一方面也可能意味着全年货币政策采取中性偏松立场、以及稳定和提升制造业产业链进一步恢复的政策方向可能会进一步趋于明确。关注近日可能公布的金融数据中是否仍以企业中长贷拉动为主。我们预计全年 CPI 同比均值仅为 1.3%，维持全年降准 100BP、1Y LPR 下调 20-30BP、基建投资同比增 8.0% 的预测不变。

风险提示：通胀上行超预期。

## 分析师声明

张仲杰声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

## 风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn