

宏观利率

通胀低于预期，复苏仍不均衡

——2023年3月通胀点评兼论利率影响

2023年4月11日

宏观利率/事件点评

分析师：

郭瑞

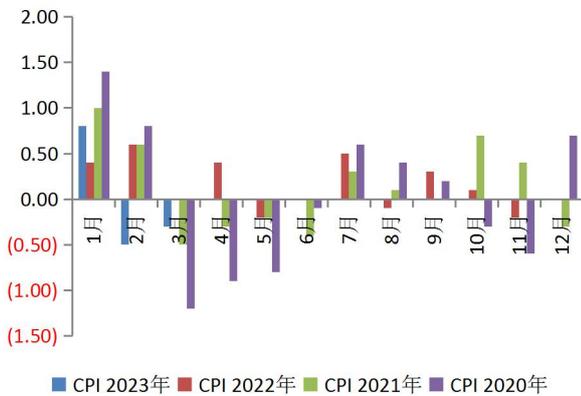
执业登记编码：S0760514050002

邮箱：guorui@sxzq.com

核心观点：

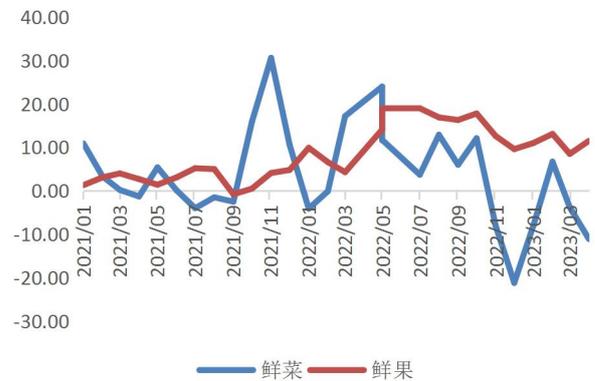
- **国内通胀在多重因素影响下有所回落，低于预期。**3月CPI同比0.7%（前值1.0%），PPI同比-2.5%（前值-1.4%），wind一致预期的CPI、PPI分别为1.0%、-2.3%。CPI同比下降主要受鲜菜供应大幅增加、能源价格回落的影响，但核心CPI同比由2月的0.6%回升至0.7%，显示疫后经济复苏仍不均衡。
- **消费品价格表现结构性分化，核心商品和服务延续上涨。**同比看，3月CPI主要项目价格增长排序为鲜果>猪肉>核心消费品>服务>能源>鲜菜。3月CPI食品项环比下降1.4%，同比增长2.4%（前值2.6%）。食品项的回落主要源于天气转暖后鲜菜上市量的增加。猪肉价格同比上涨9.6%（前值3.9%），存栏量较为充裕及消费需求回落导致价格环比下跌4.2%，同比回升主要得益于低基数，随着二季度猪肉价格进入高基数阶段，同比可能出现波动。3月非食品项环比持平上月（前值-0.2%），同比上涨0.3%（前值2.2%），主要源于能源和汽车价格下降。服务价格同比还在回升通道之中，尤其是出行需求的恢复，飞机票、宾馆住宿、交通工具租赁费、旅游价格分别上涨37.0%、6.1%、5.9%和5.3%，涨幅均有扩大，核心消费品价格回升也比较明显。中期CPI不具备持续大幅回升动力，但核心CPI大概率延续回升。
- **高基数、欧美经济边际走弱、国内弱复苏伴随不均衡是PPI同比回落的主要原因。**第一，3月PPI回落受上年同期对比基数较高的影响，这种影响在4月大概率还将延续，5月以后会降低。第二，进口依赖度较高的石油、有色金属及相关行业价格下降较多。欧美主要经济体开始在韧性中出现了一些疲弱的迹象，比如3月欧美制造业PMI统一走弱，美国耐用品存货增速依然偏高，美国劳动参与率、工作时间、时薪增速等显示美国劳动力市场紧张程度趋缓。第三，国内生产和市场需求持续改善，生活资料和加工业的表现好于采掘工业和原材料工业。结构上看，带动PPI回落的主要分项是生产资料中的采掘工业和原材料工业。重点项目加快推进，黑色金属、有色金属、非金属等受到一定支撑。经济弱复苏下国内工业行业复苏不均衡，库存偏高的情况下，国内定价的工业品价格复苏力度也相对有限。
- **市场启示：通胀暂时非主导因素，收益率延续震荡，期限利差或继续扩大。**3月20日以来国内股债齐涨，主要源于欧美银行危机引发全球流动性加快改善的预期，随着银行危机短期告一段落，上述因素对行情的影响或逐渐消退，国内经济基本面和政策将再度主导行情。4-5月经济低基数支撑同比数据改善，经济数据可能存在的预期差、深层次修复动能偏弱依然是市场关注点。3月欧美数据显示国外经济韧性趋弱，出口忧虑利于债市。4月7日国常会提出“适时出台务实管用的政策措施”，中期利于宽信用和夯实经济复苏基础，短期利于货币政策预期稳定。通胀暂时不是债市的主导因素。综上，4月下旬债市大概率延续震荡，期限利差或继续扩大。
- **风险提示：**地产链加快修复；超预期一揽子稳信心政策推出。

图 1：CPI 环比增速 (%)



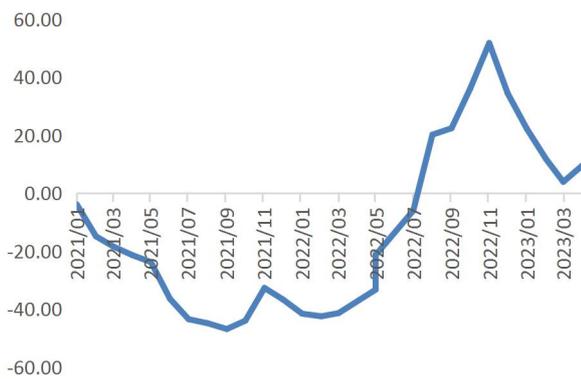
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 2：鲜菜及鲜果价格同比增速 (%)



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 3：猪肉价格同比增速 (%)



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 4：核心消费品及服务价格同比增速 (%)



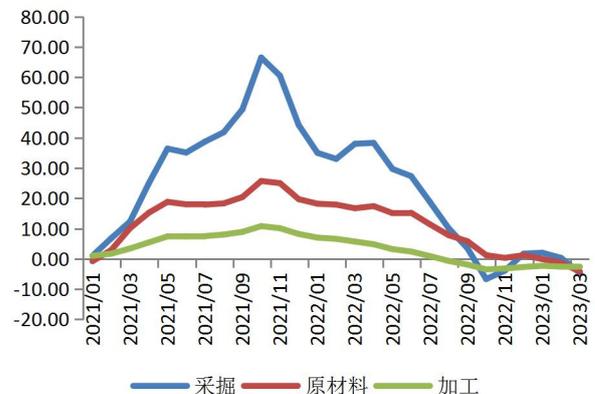
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 5：PPI 同比增速 (%)



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 6：PPI：采掘、原材料、加工 (%)



资料来源：Wind，山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究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，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任一部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：



上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 6 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层
电话：010-83496336