



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

通胀稳中下行态势不变，政策宽松可期

——2023年3月物价数据点评

日期：2023年04月11日

分析师：胡月晓

Tel: 021-53686171

E-mail: huyuexiao@shzq.com

SAC 编号: S0870510120021

分析师：陈彦利

Tel: 021-53686170

E-mail: chenyanli@shzq.com

SAC 编号: S0870517070002

相关报告：

《通胀、经济平稳，货币回落》

——2023年04月04日

《经济良好开局，托底政策仍需维持》

——2023年03月23日

《首月效应延续不改回落趋势》

——2023年03月17日

■ 主要观点

价格延续回落

3月价格延续低位运行。CPI继续回落，主要还是由于食品价格仍然偏弱，尤其是猪肉、蔬菜等主要品种，非食品项出行类价格有所回升，而其他项也以下跌为主。核心CPI小幅回升，需求仍较平稳。PPI环比维持平稳，而同比受基数影响拖累，加速下跌，主要工业品价格石油、有色也有所下降。

经济预期改善筑就市场平稳基础

中国经济平稳回升势头不变，疫情形势变化后带来的经济、社会生活正常化，必然带来中国经济的回暖上行，而西方经济体则受高货币利率的影响，继续承受下降压力。世界经济和国际金融形势的变化，我们认为人民币汇率中长期稳中偏升的态势不变。综合来看，中国经济仍处在“底部徘徊”阶段，物价保持低位且平稳较有保证，因此我们认为中国利率市场中枢仍将维持下行趋势；在政策平稳和经济韧性影响下，资本市场运行格局波动中不改缓慢回暖态势。

通胀稳中下行态势不变，政策宽松可期

我们一直认为，经济底部徘徊时期通胀低迷是主要趋势，我们对通胀稳中下行的态势，有着更为强烈的信心。对2023年物价前景，我们认为消费品将在现有水准上延续缓慢下降态势，工业品价格同比负值状态将成常态。消费为正、工业为负的物价结构状态，有利于工业经济甚至整个宏观经济体系效益的改善。我们认为对中国消费价格指数中的关键商品——猪肉，在产业结构趋成熟的整合期间，低价或持续1-2年，因而CPI同比或呈现延续下降的态势。而中国经济的通胀和运行前景，也决定了中国货币体系的降准和降息仍在路上。随着中国PPI进入负值状态，CPI低位平稳态势形成，降息预计在未来1-2Q中也会到来。

■ 风险提示

俄乌冲突等地缘政治事件恶化，国际金融形势改变；中国通胀超预期上行，中国货币政策超预期变化。

目 录

1 事件：3月CPI、PPI数据公布	3
2 事件解析：数据特征和变动原因	3
2.1 食品价格偏弱，CPI低位运行	3
2.2 基数影响，PPI加速回落	5
3 事件影响：对经济和市场	7
3.1 价格延续回落	7
3.2 经济预期改善筑就市场平稳基础	8
4 事件预测：趋势判断	8
4.1 通胀稳中下行态势不变，政策宽松可期	8
5 风险提示：	8

图

图 1：CPI 同比、环比 (%)	4
图 2：食物价格分项同比 (%)	5
图 3：非食物分项同比 (%)	5
图 4：PPI 同比、环比 (%)	6
图 5：生产资料和生活资料价格同比 (%)	7
图 6：PPI 细项 (%)	7

表

表 1：3月CPI、PPI同比数据 (%)	3
-----------------------------	---

1 事件：3月CPI、PPI数据公布

国家统计局数据显示，2023年3月份，全国居民消费价格同比上涨0.7%。其中，城市上涨0.7%，农村上涨0.6%；食品价格上涨2.4%，非食品价格上涨0.3%；消费品价格上涨0.5%，服务价格上涨0.8%。1-3月平均，全国居民消费价格比上年同期上涨1.3%。3月份，全国居民消费价格环比下降0.3%。其中，城市下降0.3%，农村下降0.3%；食品价格下降1.4%，非食品价格持平；消费品价格下降0.5%，服务价格上涨0.1%。

2023年3月份，全国工业生产者出厂价格同比下降2.5%，环比持平；工业生产者购进价格同比下降1.8%，环比持平。一季度，工业生产者出厂价格比去年同期下降1.6%，工业生产者购进价格下降0.8%。

表 1：3月CPI、PPI同比数据（%）

	实际值	上月值	去年同期
CPI 同比	0.7	1.0	1.5
PPI 同比	-2.5	-1.4	8.3

资料来源：wind，上海证券研究所

2 事件解析：数据特征和变动原因

2.1 食品价格偏弱，CPI低位运行

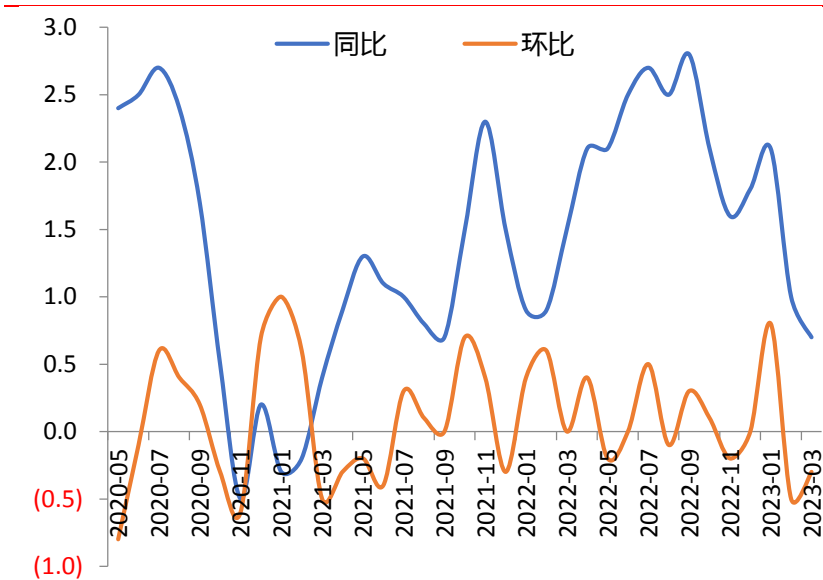
3月CPI环比继续下跌，但跌幅有所收窄。其中食品价格仍在下跌，环比下降1.4%，降幅比上月收窄0.6个百分点，影响CPI下降约0.27个百分点，是CPI环比下跌的主要因素。食品中，蔬菜价格下降幅度较大，占CPI总降幅的近六成，主要还是受到天气转暖，蔬菜供应充足的影响；而猪肉价格仍然低迷，维持下跌，但跌幅有所收窄。非食品价格由上月下降0.2%转为持平。出行需求持续恢复，相关机票、住宿方面价格有所回升，另外换季因素，服装价格有所上涨。

同比方面，CPI上涨0.7%，涨幅回落0.3个百分点。在3月份0.7%的CPI同比涨幅中，上年价格变动的翘尾影响约为0.7个百分点，与上月相同；新涨价影响约为0，上月为0.3个百分点。因此，同比的回落主要是由于新涨价影响下降的原因。食品中，猪肉的涨幅有所扩大，鲜菜的降幅有所扩大。非食品方面，出行类服务价格有所上涨，而能源与汽车价格下降也比较突出，主要

受到原油价格回落以及车企促销影响。

扣除食品和能源价格的核心 CPI 同比上涨 0.7%，涨幅比上月扩大 0.1 个百分点，需求仍较平稳。

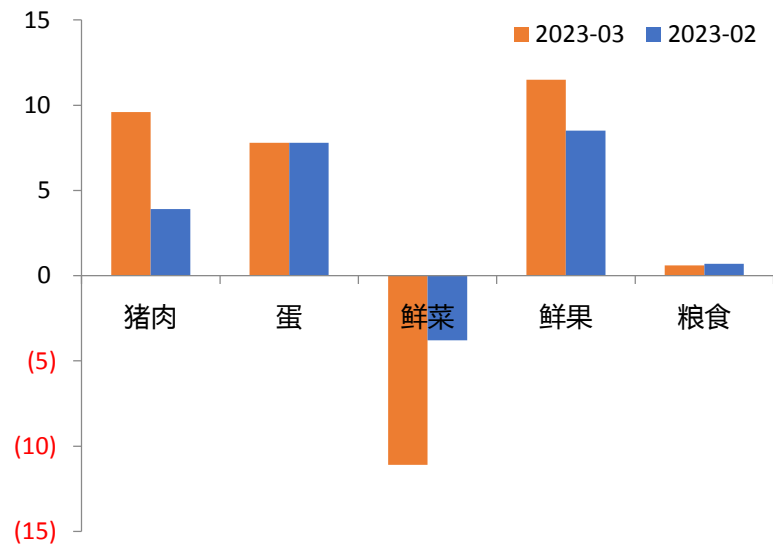
图 1: CPI 同比、环比 (%)



资料来源: wind, 上海证券研究所

同比涨幅从各类商品及服务分类来看，猪肉、水果同比涨幅扩大，而鲜菜同比降幅明显扩大。食品中，鲜果价格上涨 11.5%，影响 CPI 上涨约 0.24 个百分点；蛋类价格上涨 7.8%，影响 CPI 上涨约 0.05 个百分点；畜肉类价格上涨 4.6%，影响 CPI 上涨约 0.14 个百分点，其中猪肉价格上涨 9.6%，影响 CPI 上涨约 0.11 个百分点；粮食价格上涨 2.0%，影响 CPI 上涨约 0.04 个百分点；鲜菜价格下降 11.1%，影响 CPI 下降约 0.28 个百分点。

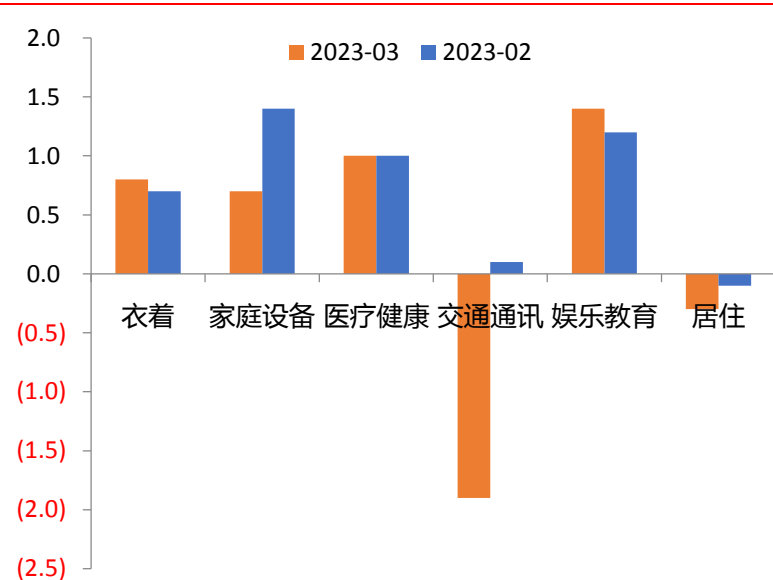
图 2：食物价格分项同比 (%)



资料来源：wind, 上海证券研究所

非食品中，衣着、娱乐教育涨幅均有所回升，交通通讯价格大幅下跌，由正转负。交通通讯中交通工具以及交通工具燃料类下降较多，主要受车企降价促销以及能源价格下降的影响。

图 3：非食物分项同比 (%)



资料来源：wind, 上海证券研究所

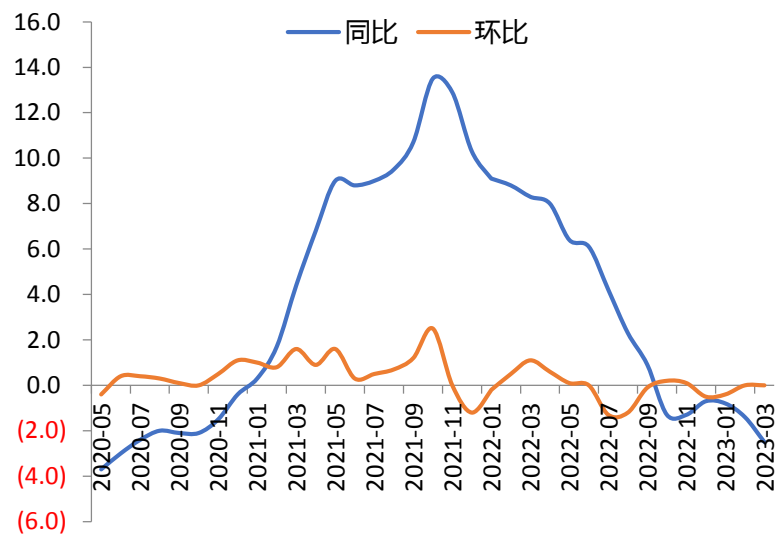
2.2 基数影响，PPI 加速回落

PPI 环比继续持平。其中生产资料价格由上月上涨 0.1% 转为持平；生活资料价格由上月下降 0.3% 转为持平。工业品价格环比表现延续平稳。行业来看，则表现分化。受国际油价震荡下行影响，石油相关行业价格由正转负。有色金属冶炼价格同样由正转

负。受开工旺季，以及重大项目加快推进影响，黑色金属开采以及冶炼行业价格均保持了环比增长，且增幅在主要行业中相对突出。

同比方面，受去年高基数影响，PPI降幅有所扩大，由上月的-1.4%下降至-2.5%。其中在3月份2.5%的PPI同比降幅中，上年价格变动的翘尾影响约为-2.0个百分点，上月为-0.9个百分点；新涨价影响约为-0.5个百分点，与上月相同，也说明了PPI的趋弱主要受到基数的拖累。主要行业中，石油、有色、化学制品等行业下降较多，共计影响PPI同比下降约1.38个百分点，占总降幅的近六成，贡献了主要的降幅。

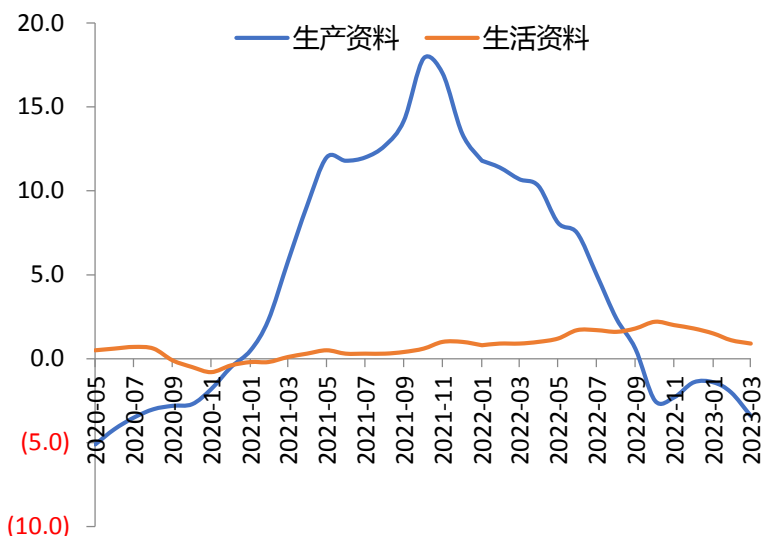
图 4: PPI 同比、环比 (%)



资料来源: wind, 上海证券研究所

考虑生产资料和生活资料的同比增速，生产资料价格下降3.4%，回落1.4个百分点，影响工业生产者出厂价格总水平下降约2.65个百分点。生活资料价格上涨0.9%，涨幅回落0.2个百分点，影响工业生产者出厂价格总水平上涨约0.20个百分点。

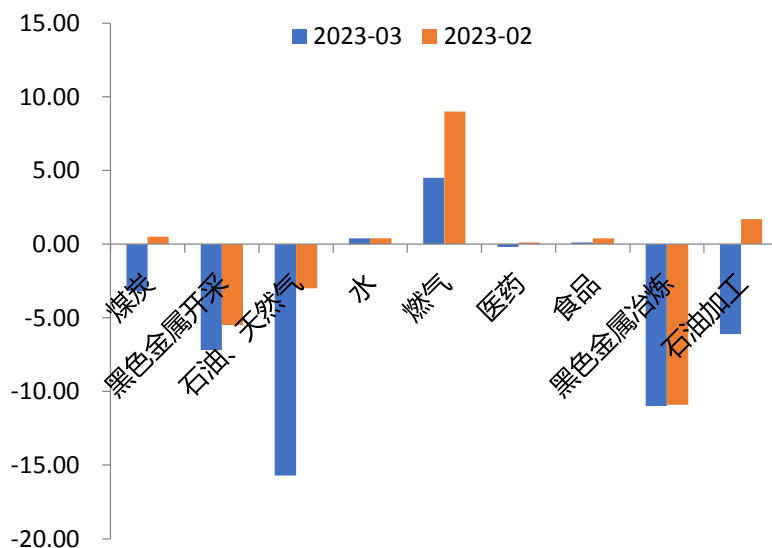
图 5：生产资料和生活资料价格同比 (%)



资料来源: wind, 上海证券研究所

而从生产资料端分行业来看，煤炭开采和洗选业价格同比下降 3.2%，由正转负；黑色金属矿采选业下降 7.2%，降幅扩大 1.7 个百分点；石油和天然气开采业下降 15.7%，降幅扩大 12.7 个百分点；石油、煤炭及其他燃料加工业下降 6.1%，由正转负；黑色金属冶炼和压延加工业下降 11%，降幅扩大 0.1 个百分点。

图 6：PPI 细项 (%)



资料来源: wind, 上海证券研究所

3 事件影响：对经济和市场

3.1 价格延续回落

请务必阅读尾页重要声明

3月价格表现弱于市场预期（CPI为0.7%，wind预测均值为1.0%；PPI为-2.5%，wind预测均值为-2.3%），价格延续低位运行。CPI继续回落，主要还是由于食品价格仍然偏弱，尤其是猪肉、蔬菜等主要品种，非食品项出行类价格有所回升，而其他项也以下跌为主。核心CPI小幅回升，需求仍较平稳。PPI环比维持平稳，而同比受基数影响拖累，加速下跌，主要工业品价格石油、有色也有所下降。

3.2 经济预期改善筑就市场平稳基础

中国经济平稳回升势头不变，疫情形势变化后带来的经济、社会生活正常化，必然带来中国经济的回暖上行，而西方经济体则受高货币利率的影响，继续承受下降压力。世界经济和国际金融形势的变化，我们认为人民币汇率中长期稳中偏升的态势不变。综合来看，中国经济仍处在“底部徘徊”阶段，物价保持低位且平稳较有保证，因此我们认为中国利率市场中枢仍将维持下行趋势；在政策平稳和经济韧性影响下，资本市场运行格局波动中不改缓慢回暖态势。

4 事件预测：趋势判断

4.1 通胀稳中下行态势不变，政策宽松可期

我们一直认为，经济底部徘徊时期通胀低迷是主要趋势，我们对通胀稳中下行的态势，有着更为强烈的信心。对2023年物价前景，我们认为消费品将在现有水准上延续缓慢下降态势，工业品价格同比负值状态将成常态。消费为正、工业为负的物价结构状态，有利于工业经济甚至整个宏观经济体系效益的改善。我们认为对中国消费价格指数中的关键商品——猪肉，在产业结构趋成熟的整合期间，低价或持续1-2年，因而CPI同比或呈现延续下降的态势。而中国经济的通胀和运行前景，也决定了中国货币体系的降准和降息仍在路上。随着中国PPI进入负值状态，CPI低位平稳态势形成，降息预计在未来1-2Q中也会到来。

5 风险提示：

俄乌冲突等地缘政治事件恶化，国际金融形势改变：俄乌战争久拖不决并进一步扩大化，美联储持续加息带来的流动性收紧，均将对国际金融市场产生扰动。

中国通胀超预期上行，中国货币政策超预期变化：全球供应链不稳定冲击上升，通货膨胀和经济运行前景的不确定性提高，

或许带来中国货币政策的超预期改变。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。