

需求偏弱，我国会有通缩压力吗？

——3月通胀数据点评

2023年04月11日

- **事件：**3月CPI同比下跌0.3个百分点至0.7%，市场预期1%，环比-0.3%；PPI同比-2.5%，前值-4.1%，环比持平于0%。
- **CPI食品、非食品项同比继续回落，核心CPI、服务项小幅反弹。**国内春节后快速复工复产，春季甲流对线下消费影响有限，线下消费需求也在逐步回温，推动服务项价格小幅反弹。消费品同、环比回落，原油、汽车形成一定拖累。
- **食品项蔬菜进入季节性回落通道，猪价同环比分化。**随着天气转暖，物流运行正常，蔬菜供给充足，菜价同环比保持季节性下行，鲜果价格同比环比增速有所反弹。粮食、食用油、酒类价格同比小幅下行。猪肉供应端依然相对充裕，养殖户加快肥猪出栏，节后猪肉进入需求淡季，能繁母猪保持去化，但速度较慢，3月猪肉价格再度下行，猪价上涨动力相对有限。
- **非食品项中，交通工具燃料同比下行速度最快，交通工具价格也有所下行。**地缘政治影响下，3月国际原油价格继续回落，国内也下调了成品油价格。Tesla降价，带动汽车行业价格有所调整。服务项中，旅游分项同比转好，疫情、春节过后，居民出行意愿好转，酒店住宿、机票价格上涨，但3月缺少长假部分制约了消费场景。企业招工持续转好，3月务工人员基本返岗，家庭服务价格同比小幅上行。医疗保健价格相对平稳。
- **PPI同比下行趋势延续，原材料工业下行提速，原油价格下跌为主要拉动。**采掘工业、原材料、加工工业价格同比继续放缓，原材料工业和加工工业剪刀差首度转正。
- **原油产业链价格下滑最快，下游制造业价格同比整体回落。**受到国际油价下行影响，我国原油相关产业链价格也在持续回落，天气回暖下需求回落，煤炭供需偏紧的压力逐步缓解，煤炭价格持续回落。黑色金属采选、冶炼及压延工业环比保持正增，同比增速回落，有色金属冶炼及压延工业同环比增速放缓。下游汽车制造、铁路船舶等运输设备制造业同比放缓，但计算机、通信等电子设备制造同比增速上行。
- **CPI短期上行驱动偏弱，原油价格面临转向，PPI或逐步探底回升。**我国需求相对偏弱，价格水平延续低位。猪肉产能去化速度较慢，二季度为消费淡季，上涨幅度预期有限。随着五一假期迎来一波旅游高峰，在低基数作用下，旅游分项有望保持增长。OPEC+达成减产协议，4月原油价格持续上行，后续原油对通胀分项的拉动作用预期减弱，并且随着PPI高基数作用逐步减弱，PPI或在二季度迎来反弹拐点。
- **风险因素：**地缘政治带动原油等价格涨幅超预期，居民消费修复偏弱，海外通胀超预期反弹。

分析师：于天旭

执业证书编号：S0270522110001

电话：17717422697

邮箱：yutx@wlzq.com.cn

相关研究

经济延续回温，分项有所分化

企业利润下行，新动能行业仍具亮点
降准的“减压”作用

正文目录

事件.....	3
1、CPI 非食品项持续回落，食品项也继续下行.....	3
2、PPI 持续下行，能化产业链为主要拉动.....	5
3、总结与展望.....	7
4、风险提示.....	7

图表目录

图表 1: CPI 同比增速继续下探 (%).....	3
图表 2: 食品项环比延续负增(%).....	3
图表 3: 服务项价格转为小幅反弹 (%).....	3
图表 4: 住户存款来看，核心通胀仍有上行动能 (%).....	3
图表 5: 猪价继续下行，猪粮比价重回 5 附近(元/公斤).....	4
图表 6: 能繁母猪存栏去化速度较慢(万头, %).....	4
图表 7: 蔬菜 3 月季节性回落 (元/公斤).....	4
图表 8: 水果价格同比增速上行 (元/公斤).....	4
图表 9: CPI 燃料相关分项持续回落 (%).....	5
图表 10: 企业招工边际修复 (%).....	5
图表 11: PPI 同比增速延续回落 (%).....	6
图表 12: 加工工业 - 原材料工业价差转正 (%).....	6
图表 13: 采矿业整体回落，石油增速下行(%).....	6
图表 14: PPI - CPI 剪刀差继续走阔 (%).....	6
图表 15: PPI 同比仍处回落阶段 (%).....	7
图表 16: 居民部门杠杆率同比增速放缓(%).....	7

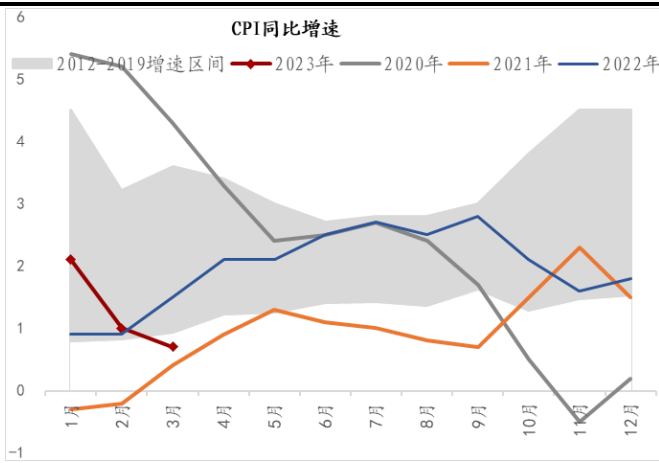
事件

2023年3月，CPI同比增速0.7%（市场预期1.0%），较上月回落0.3个百分点，环比增速-0.3%，前值-0.5%，1-3月CPI累计同比1.3%；PPI同比增速-2.5%（市场预期-2.3%），较上月回落1.1个百分点，环比增速0%，前值0%，1-3月PPI累计同比-1.6%。

1、CPI 非食品项持续回落，食品项也继续下行

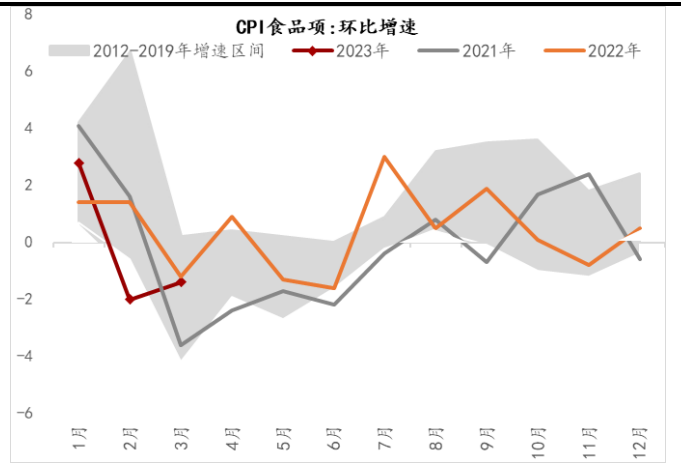
CPI同比持续下行，环比延续负增，食品项、非食品项通胀同比继续回落，食品项环比延续负增。3月CPI同比增速较上月下跌0.3个百分点至0.7%，环比增速由上月-0.5%变为-0.3%。CPI食品项同比增速由2月的2.6%回落至2.4%，环比由上月的-2%变动为-1.4%；非食品项同比由0.6%下行至0.3%，环比由上月的-0.2%上行至0%。

图表1: CPI同比增速继续下探(%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表2: 食品项环比延续负增(%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

核心CPI、服务项小幅反弹，消费品增速延续下跌。国内春节后快速复工复产，春季甲流对线下消费影响有限，线下消费需求也在逐步回温，推动服务项价格小幅反弹。核心CPI同比增速小幅上行0.1个百分点至0.7%，环比持平。CPI服务项同比较2月小幅上行0.2个百分点至0.8%，环比上行0.1%，前值-0.4%；消费品同比则回落0.7个百分点至0.5%，环比增速由-0.6%变为-0.5%，仍为负值。

图表3: 服务项价格转为小幅反弹(%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表4: 住户存款来看，核心通胀仍有上行动能(%)



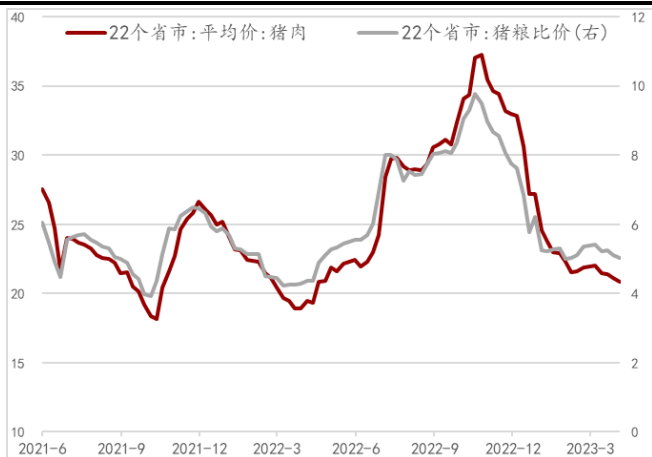
资料来源: Wind, 万联证券研究所

食品项价格同比增速延续回落，随着天气转暖，物流运行正常，蔬菜供给充足。猪肉价格同比增速反弹，牛羊肉、水产品同比跌幅收窄，蔬菜价格同环比保持季节性下行，鲜果价格同比环比增速有所反弹。粮食、食用油、酒类价格同比下行。CPI食品项同比增速由2月的2.6%下跌为2.4%，环比由上月的-2%变动为-1.4%。

猪价3月环比回落，低基数作用下同比增速上行，上涨动能有限。猪粮比价在3月多次触及5:1，猪肉供应端依然相对充裕，节后猪肉进入需求淡季，能繁母猪保持去化，但速度较慢，3月首周猪价小幅反弹后，再度下行，猪价上涨动力相对有限。随着养殖户加快肥猪出栏，猪肉产能继续去化，中长期生猪价格仍有一定支撑。

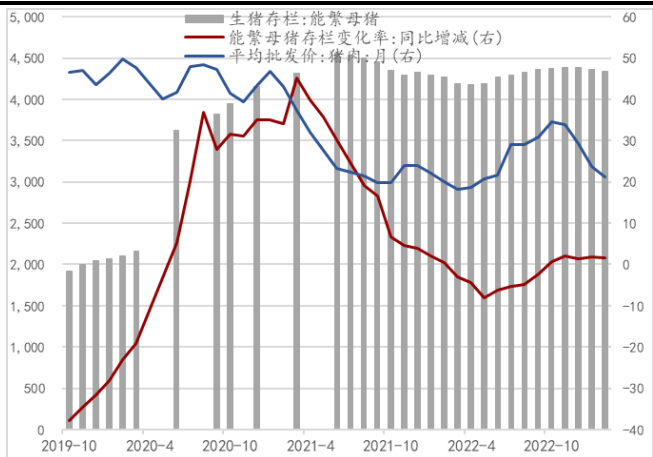
从CPI食品具体分项来看，3月，猪肉价格同比上涨5.7个百分点至9.6%，低基数作用下增速上行，环比增速由上月的-11.4%小幅上行至-4.2%；猪肉的替代品牛羊肉同比增速分别由上月的-1%、-4.1%上行至-0.3%、-2.8%，蛋类同比增速持平于7.8%，环比上行0.2%。鲜菜价格同比继续回落7.3个百分点至-11.1%，环比下行7.2%；鲜果价格同比上涨3个百分点至11.5%，环比上行0.4%。粮食、食用油、水产品、烟草、酒类同比增速分别由2月的2.7%、6.4%、-1.5%、1.3%、1.5%变动为2%、5.8%、-0.2%、1.3%、1.1%。

图表5: 猪价继续下行, 猪粮比价重回5附近(元/公斤)



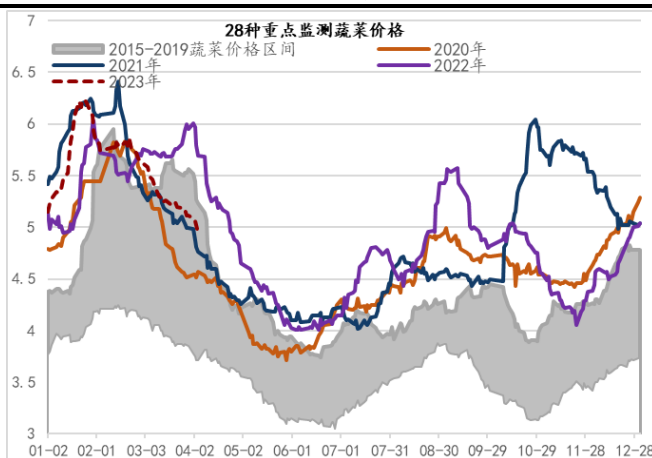
资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表6: 能繁母猪存栏去化速度较慢(万头, %)



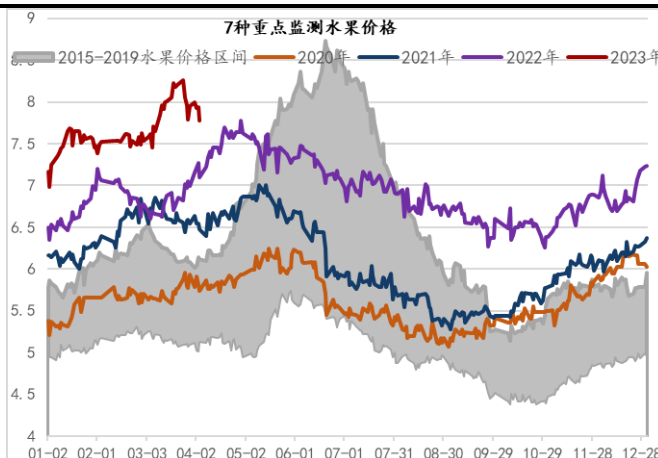
资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表7: 蔬菜3月季季节性回落 (元/公斤)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

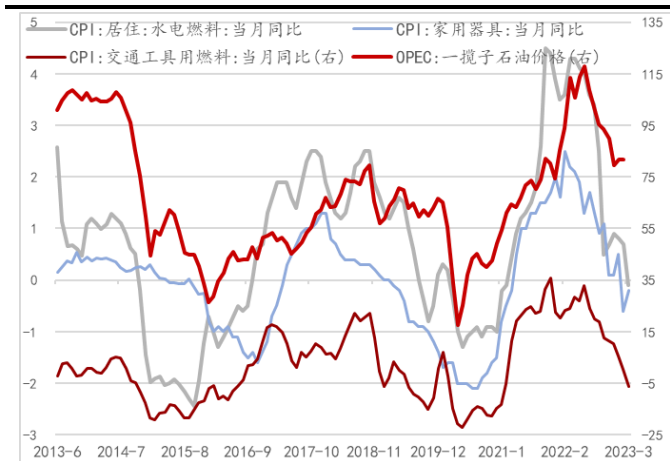
图表8: 水果价格同比增速上行 (元/公斤)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

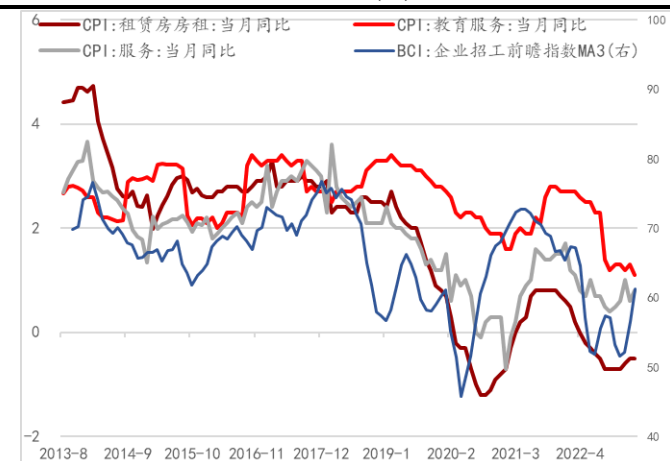
非食品项中，交通工具燃料同比下行速度最快，交通工具价格也有所下行。地缘政治影响下，3月国际原油价格继续回落，国内也下调了成品油价格，交通工具用燃料分项同环比增速回落。Tesla降价，带动汽车行业价格有所调整，交通工具分项同比增速由-1.8%降至-3.3%，环比由-0.1%将为-1.6%。服务项中，旅游分项同比转好，环比跌幅收窄，疫情、春节过后，居民出行意愿好转，酒店住宿、机票价格上涨，但3月缺少长假部分制约了消费场景。企业招工持续转好，3月务工人员基本返岗，家庭服务价格同比小幅上行。医疗保健价格相对平稳，同比增速持平于1%。

图表9: CPI燃料相关分项持续回落 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表10: 企业招工边际修复 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

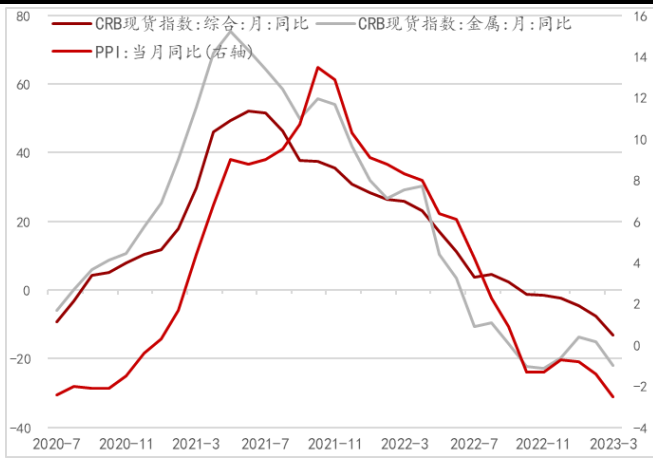
2、PPI 持续下行，能化产业链为主要拉动

PPI同比下行趋势延续，原材料工业下行提速，原油价格下跌为主要拉动项。生产资料中，采掘工业、原材料、加工工业价格同比继续放缓，增速全部为负值，仅加工工业环比保持正增。生活资料中，仅衣着类同比增速上行。原材料工业和加工工业剪刀差首度转正。工业企业成本压力边际减轻。

从PPIRM来看，工业生产者购进价格同比由-0.5%回落为-1.8%。PPIRM分项中，黑色金属、有色金属材料购进价格环比上涨，木材及纸浆、建材、农副产品环比转为小幅增长，燃料、动力类环比下行速度最快。

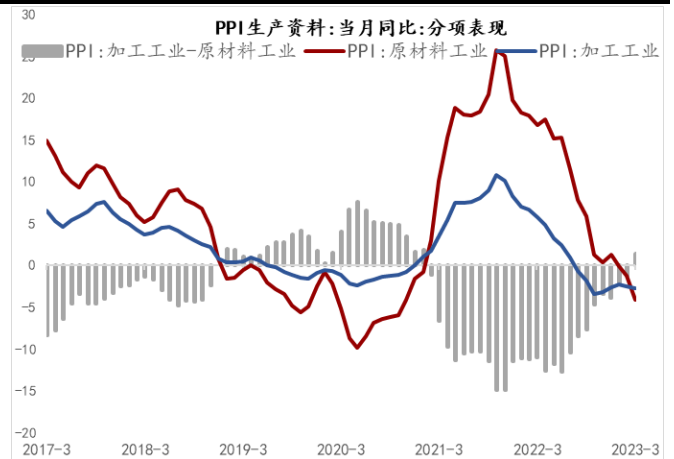
具体数据来看，PPI同比-2.5%，较上月回落1.1个百分点，环比增速0%，前值0%。PPI生产资料同比回落1.4个百分点至-3.4%，其中，采掘工业、原材料工业和加工工业同比分别由2月的0.3%、-1.3%、-2.6%下行至-4.7%、-4.2%和-2.8%，各分项同比均在下行。PPI生活资料同比回落0.2个百分点至0.9%，环比增速0%，前值-0.3%；其中，食品类同比回落，由上月的2.6%下行至2%，衣着类同比由1.6%上行为2%，环比也转为正增，耐用消费品类同比持平于-0.2%。

图表11: PPI同比增速延续回落 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表12: 加工工业-原材料工业价差转正 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

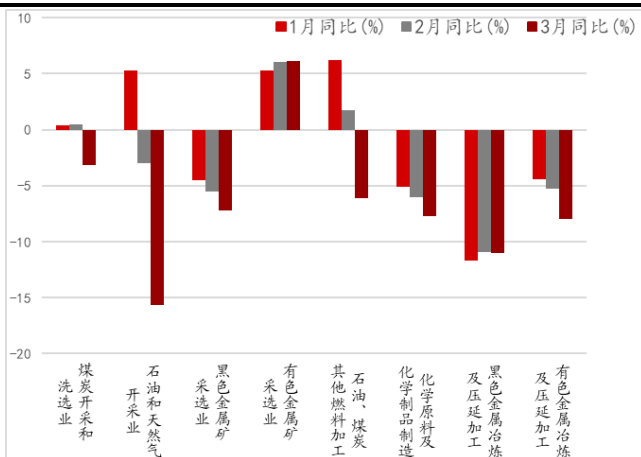
石油和天然气开采业同比下行速度最快，石油、煤炭及其他燃料加工业也下行较快，环比均转为下跌。受到国际油价下行影响，我国原油相关产业链价格也在持续回落，但原油价格受到地缘政治影响，未来仍有一定不确定性。天气回暖下需求回落，煤炭供需偏紧的压力逐步缓解，煤炭进口不弱，煤炭价格持续回落。

黑色金属采选、冶炼及压延工业环比保持正增，同比增速回落，有色金属冶炼及压延工业同环比增速放缓。稳增长政策下，基建投产将带动钢材、水泥行业需求增加，3月PMI建筑业指数表现较好，黑色、有色金属需求有望边际上行。海外加息预期逐步放缓，美元指数走弱，有色价格高位震荡。

下游制造业价格同比整体回落，环比小幅负增，燃气生产和供应业同环比增速放缓。中游通用设备制造业同比持平于-0.1%，环比-0.1%；下游汽车制造同比回落0.3个百分点至-0.9%，环比持平于-0.1%，铁路、船舶等运输设备制造业同比回落0.2个百分点；计算机、通信等电子设备制造业同比由-0.5%上行为0%，环比也上行为0.4%。整体中下游行业价格上涨难度较大，但下降、波动幅度小于上游，加工企业成本压力相对减轻。电力、热力的生产和供应业同环比小幅下降，燃气生产和供应业同比回落相对较快。

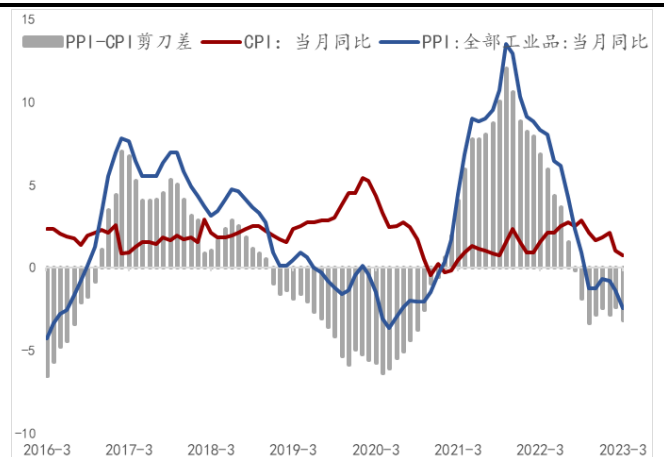
PPI-CPI剪刀差继续下行走阔。PPI保持下行，且下行幅度超出市场预期，CPI也有所下滑。当前剪刀差收缩的主要驱动为PPI下跌，CPI也延续低位，上半年预期缩窄速度依然偏慢。

图表13: 采矿业整体回落，石油增速下行(%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表14: PPI-CPI剪刀差继续走阔 (%)

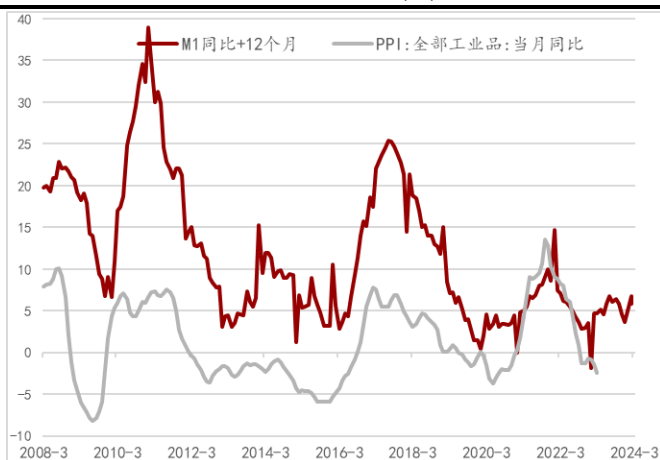


资料来源: Wind, 万联证券研究所

3、总结与展望

CPI短期上行驱动偏弱，原油价格面临转向，PPI或逐步探底回升。我国居民消费尚未完全修复，需求相对偏弱，价格水平延续低位。食品项中，猪肉产能去化速度较慢，二季度为消费淡季，上涨幅度预期有限；蔬菜进入季节性回落通道，对CPI拉动有限，水果价格将进入季节性上行通道，或产生一定正向拉动。预期后续五一假期将迎来一波旅游高峰，在低基数作用下，旅游分项有望保持增长。随着居民消费信心的逐步修复，居民杠杆率同比增速回暖，可能会带动CPI有所回升。OPEC+达成减产协议，4月原油价格持续上行，后续原油对通胀分项的拉动作用预期减弱，并且随着PPI高基数作用逐步减弱，PPI或在二季度迎来反弹拐点。

图表15: PPI同比仍处回落阶段 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表16: 居民部门杠杆率同比增速放缓(%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

4、风险提示

地缘政治带动原油等价格涨幅超预期，居民消费修复偏弱，海外通胀超预期反弹。

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，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了本人的研究观点。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而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道 1528 号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街 28 号中海国际中心

深圳福田区深南大道 2007 号金地中心

广州天河区珠江东路 11 号高德置地广场