

物价整体低迷，货币空间 2 季度打开

2023 年 3 月通胀分析

核心内容：

- **物价 3 月份继续疲软** 3 月份 CPI 同比 0.7%，环比-0.3%，CPI 环比继续下行，符合季节性特点。3 月份较低的 CPI 变化显示我国消费仍然较为低迷，尤其是商品类消费的萎靡并未停滞。
- **本月 CPI 和翘尾水平同时回落** CPI 环比下跌幅度属于正常范围，3 月翘尾水平仅有 1.0%，属于较低的水平。**3 月 CPI 同比保持较低的水平，但核心 CPI 小幅上行** 核心 CPI 仍然处于较低的水平，但 3 月份比 2 月份并未有明显的收缩。**3 月份食品类商品环比下行，非食品类商品平稳** 整体商品价格中蔬菜和猪肉下滑速度最快，食品类价格下行幅度仍然属于正常水平范围之内。**消费品价格下行，服务类价格上行** 服务类价格回升有限，消费品市场显示出疲软的状态。
- **需求疲软拉低物价，2 季度陷入低点** 4 月份翘尾水平在 0.3%，同比预计在 0.2% 左右运行。2023 年全年物价可能低位运行，2 季度物价处于低点，预计在 0.5% 左右，全年物价水平在 0.8% 左右。
- **从 1 季度来看，2023 年全年可能处于低通胀水平** (1) 2023 年基数水平较低；(2) 疫情后需求缓慢回升，供给超过需求，对物价带来冲击；(3) 2023 年 1 季度显示服务类价格的恢复也较为缓慢；(4) 房价-房租-工资螺旋在 2023 年仍然难以建立，对物价推动有限。
- **开工季出厂价格环比平稳，2 季度压力加大** 3 月份 PPI 同比-2.5%，环比平稳。PPI 生产资料和生活资料环比保持平稳，3 月份生产高峰下游产品出厂价格疲弱。2 季度生产淡季价格承压，预计在-3.1% 左右。
- **PPI 可能下半年开始回升** (1) 下游开工稍有好转，黑色系产品价格可能有所回升；(2) 国内需求回升，带动终端产品价格小幅上行。预计 4 月份 PPI 环比仍然回落，同比水平在-3.2% 左右。2023 年 PPI 预计在-1.3% 左右。
- **对通缩的担忧加大** 3 月份 CPI 环比下滑，PPI 环比平稳，这都显示了终端需求的疲弱。3 月份为生产旺季，上游和下游产品价格仍然以回落为主，进入淡季后，出厂价格仍然疲软。居民物价 2 季度也较为低迷，服务类价格仅有微弱涨势，商品价格回落。
- **2 季度货币空间打开，下半年物价回升** 2 季度物价水平较为低迷，为央行打开了货币政策空间，2 季度货币政策仍然可以期待。下半年物价可能回升：(1) 1 季度超量的信贷和社融资金会带动需求上行；(2) 居民正常需求仍然在缓慢恢复过程中。

分析师

许冬石
☎：(8610) 8357 4134
✉：xudongshi@chinastock.com
分析师登记编码：S0130515030003

一、物价仍然疲弱

全国居民消费价格同比增速（CPI）环比下行，核心CPI略走高，3月份CPI同比回落。3月份CPI同比增速0.7%，比2月份下行0.3个百分点。3月份CPI环比下行0.3%；其中食品价格环比下行1.4%，非食品价格平稳。核心CPI同比增速0.7%，环比保持平稳。

图1：CPI同比下行（%）

图2：CPI环比季节性回落（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

3月份CPI环比继续下行，符合季节性特点。3月份较低的CPI变化显示我国消费仍然较为低迷，尤其是商品类消费的萎靡并未停滞。本月通胀变化显示几个特点：

第一，本月CPI和翘尾水平同时下跌。CPI环比下跌0.3%，3月份的物价下行属于正常范围。3月翘尾水平仅有1.0%，比2月份下行0.5个百分点，属于较低的水平。这种较低的翘尾是由于春节期间物价上涨较低带来的。

第二，3月CPI同比保持较低的水平，但核心CPI小幅上行。由于本月物价下行主要由食品价格变动带来的，核心CPI反而比上月有小幅上行。虽然核心CPI仍然处于较低的水平，但3月份比2月份并未有明显的收缩。

表1：CPI各部门价格环比变化

近三个月环比 (%)	大类				交通和通信							教育文化和娱乐			
	CPI	食品	非食品	核心CPI	↓ 交通工具	交通工具用燃料	交通工具使用维修	通信工具	通信服务	邮递服务	↓ 教育服务	教育	旅游		
2023-03	-0.3	-1.4	0.0	0.0	-0.4	-1.6	-0.3	0.1	-0.1	0.0	0.2	-0.1	0.0	-0.4	
2023-02	-0.5	-2.0	-0.2	-0.2	-0.5	-0.1	1.0	-1.4	-0.6	0.0	-0.3	-0.8	0.1	-6.5	
2023-01	0.8	2.8	0.3	0.4	0.2	0.1	-2.3	1.9	-1.0	0.0	0.1	1.3	0.1	9.3	
近三个月环比 (%)	食品烟酒														
	↓ 粮食	食用油	鲜菜	畜肉类	猪肉	牛肉	羊肉	禽肉	水产品	蛋类	奶类	鲜果	烟草	酒类	
2023-03	-0.9	-0.1	-0.1	-7.2	-2.4	-4.2	-0.7	0.1	0.0	-0.8	0.2	-0.2	0.4	0.1	0.4
2023-02	-1.3	0.1	-0.1	-4.4	-5.9	-11.4	-1.2	-0.4	0.0	-1.5	-3.6	0.3	-1.2	0.1	0.3
2023-01	2.0	0.0	-0.7	19.6	-5.3	-10.8	0.9	-0.1	0.0	5.5	-2.1	-0.6	9.2	0.1	-0.9
近三个月环比 (%)	衣着				居住			生活用品及服务			医疗保健			其他用品和服务	
	↓ 服装	加工服务	鞋类	↓ 房租	水电	燃料	↓ 家用器具	家庭服务	↓ 中药	西药	医疗服务	医疗	服务	其他用品和服务	
2023-03	0.5	0.0	0.7	0.0	0.0	-0.1	-0.5	0.4	0.0	0.1	0.5	0.1	0.1	0.8	
2023-02	-0.2	0.0	0.2	0.1	0.1	0.3	0.0	0.0	0.0	-1.7	0.2	0.4	0.1	0.3	
2023-01	-0.5	0.0	-0.5	0.0	0.0	-0.1	0.1	0.0	0.2	2.4	0.3	0.9	0.2	0.3	

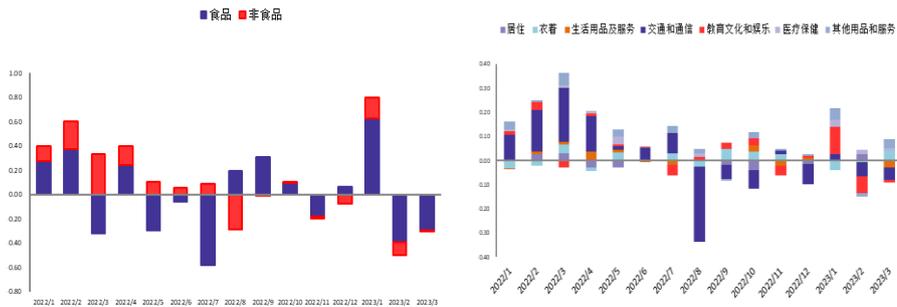
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

第三，3月份食品类商品环比下行，非食品类商品平稳。整体商品价格中蔬菜和猪肉下滑速度最快，其他产品价格相对平稳。食品类商品走低符合季节性特征，天气转暖和春节后消费回落同时发挥作用，食品类价格下行幅度属于正常水平范围之内。3月份蔬菜价格下行7.2%，水产品下行0.8%，天气状况较好，商品供应较为充足。3月份猪肉价格继续下行4.2%，猪肉

仍然处于供给充足以及需求疲弱的状态，但猪肉价格已经处于底部区域。非食品价格方面保持平稳，生活用品、汽车、车用燃料、旅游价格回落，衣着和其他服务类价格上行。

第四，消费品价格下行，服务类价格上行。3月份服务类价格环比上行0.1%，同比上行0.8%，服务类价格小幅回升。消费品价格3月份环比下行0.5%，消费品市场显示出疲软的状态。

图 3：食品和非食品价格对 CPI 的拉动 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

二、需求疲软拉低物价，2 季度陷入低点

3 月份 CPI 环比回落，整体回落幅度符合历史规律，但由于基数较低，3 月份 CPI 同比回落较大。2023 年 3 月份终端需求仍然显得疲弱，商品价格下行，服务价格略有回升。猪肉、蔬菜价格继续走低，生活用品、交通工具价格下行，终端需求仍然低迷。总体来讲，3 月份 CPI 的运行显示消费疲软，3 月份市场对于通缩的担忧上行。

2023 年 4 月份翘尾水平在 0.3%。4 月份天气有阴雨和大风，蔬菜价格的下跌幅度减弱，猪肉价格小幅回升，生猪供给可能仍然小幅提升，生猪价格仍然低迷。非食品价格方面，商品类价格可能回落，服务类价格回升有限。4 月份预计 CPI 环比小幅波动，并且下跌可能性更大，4 月份同比预计在 0.2% 左右运行。

2023 年全年物价可能低位运行，2 季度物价处于低点，预计在 0.5% 左右，全年物价水平在 0.8% 左右。

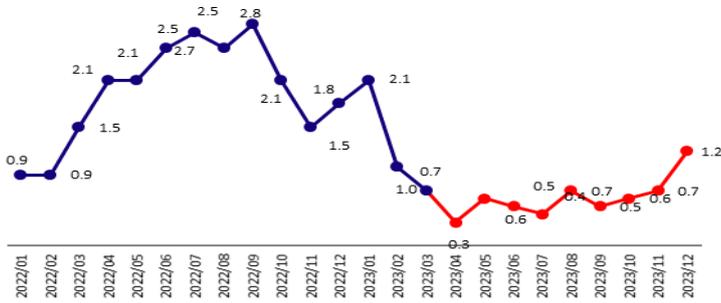
2023 年全年可能处于低通胀水平，商品价格的不振影响了物价运行。从 2023 年 1 季度来看：(1) 2023 年基数水平较低；(2) 疫情后收入预期恢复需要时间，需求缓慢回升，供给超过需求，对物价带来冲击；(3) 2023 年 1 季度显示服务类价格的恢复也较为缓慢，2023 年可能很难恢复至疫情前的水平；(4) 房地产仍然处于观察阶段，房价-房租-工资螺旋在 2023 年仍然难以建立，对物价推动有限。

物价在下半年回升：(1) 央行在观察稳增长的效果，物价的低迷为货币政策开启空间，2 季度货币政策仍然有所期待；(2) 1 季度大幅的信贷投放可能会缓慢见效，继而在下半年影响需求。

现阶段，货币政策的效果、需求的恢复速度是关注的重点，2 季度的恢复速度可能加快，带来下半年物价的回升。但综合来看，由于 1、2 季度的物价的低迷，全年物价可能均处于较低的状态。

图 4：2023 年 CPI 预测 (%)

CPI预期



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

三、开工季出厂价格环比平稳，2 季度压力加大

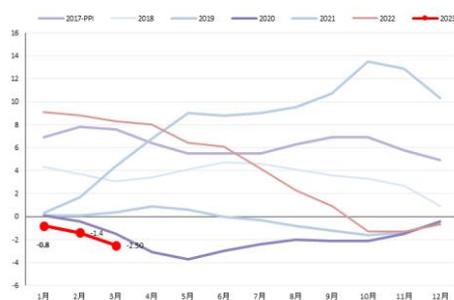
3 月份全国工业生产者出厂价格 (PPI) 同比-2.5%，环比保持平稳。PPI 生产资料和生活资料环比保持平稳；其中生产资料中采掘和原材料价格回落，加工品价格回升，而生活资料食品和耐用品价格回落。

3 月份 PPI 环比平稳：(1) 国际原油价格 3 月份回落，发改委发布价格回落，3 月份国内油品相关出厂价格同样下行；布伦特和 WTI 原油期货价格 3 月份分别下行 5.2% 和 4.6%；石油和天然气开采业价格回落 0.9%，石油煤炭及其他燃料加工业价格下行 0.4%；(2) 煤炭期货价格小幅上行，但煤炭出厂价格走低。煤炭开采和洗选业价格下行 1.2%，3 月份焦煤期货价格上行 1.3%，焦炭价格上行 0.3%；(3) 黑色系价格走高，铁矿石价格继续上行，良好预期下钢铁价格走高。黑色和有色金属采矿业分别环比分别上行 2.4% 和 1.5%，黑色压延加工上行 1.3%；(4) 下游价格回落。计算机通讯和电子产品价格上行 0.4%，食品制造业下行 0.1%，农副食品加工价格下行 0.4%，汽车下行 0.1%。

PPI 同比 2023 年可能在 -1.3% 左右：(1) 2022 年的基数水平较高，侧面拉低了 2023 年 PPI 水平；(2) 2023 年受到全球需求回落的影响，能源价格回落会带动 PPI 下滑。另一方面，下半年 PPI 回升：(1) 下游开工稍有好转，黑色系产品价格可能有所回升；(2) 国内需求回升，带动终端产品价格小幅上行，这种影响更可能在下半年到来。

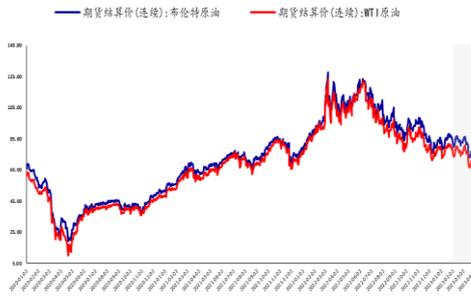
预计 2023 年 4 月份 PPI 环比仍然回落，4 月份 PPI 同比水平在 -3.2% 左右。2023 年 PPI 受到基数影响，预计在 -1.3% 左右。

图 5：3 月份 PPI 同比低位运行 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 6：原油期货价格 (美元/桶)



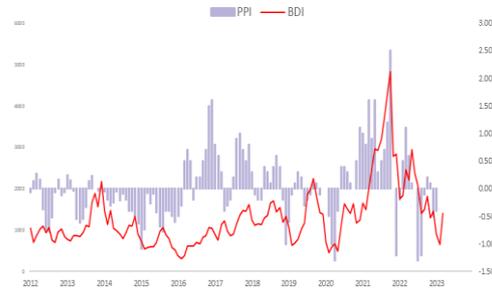
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 7：焦煤、焦炭、动力煤价格（元/吨）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 8：物流指数回升（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

分析师承诺及简介

本人承诺，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本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

许冬石：宏观经济分析师，英国邓迪大学金融学博士，2010年11月加入中国银河证券研究部，主要从事数据预测工作。2014年获得第13届“远见杯”中国经济预测第一名，2015、2016年获得第14、15届“远见杯”中国经济预测第二名。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 tanganling_bj@chinastock.com.cn