

2023年3月物价点评

宏观经济点评

证券研究报告

宏观经济组

分析师: 赵伟 (执业 S1130521120002)
 zhaow@gjzq.com.cn

分析师: 杨飞 (执业 S1130521120001)
 yang_fei@gjzq.com.cn

分析师: 马洁莹 (执业 S1130522080007)
 majieying@gjzq.com.cn

CPI 何以持续低迷?

事件:

4月11日, 统计局公布3月物价数据: CPI 同比上涨 0.7%, 预期 1.0%, 前值 1.0%; PPI 同比下降 2.5%, 预期降 2.3%, 前值降 1.4%。

CPI 持续低预期、结构特征突出, 食品端拖累影响已有放缓、非食品端服务涨价仍需留意

年初以来, CPI 持续低预期、结构性特征突出。3月, CPI 同比回落 0.3 个百分点至 0.7%、低于预期的 1%, 连续第 9 个月低预期。拆分结构来看, 食品项同比自去年下半年以来高位回落、由 8.8% 的高点降至 2.4% 的低位; 非食品项虽整体回落至 3 月的 0.3%, 但内部明显分化, 商品类价格拖累明显, 服务类价格、核心 CPI 同比自年初以来有所抬升。食品端受猪价超预期走弱拖累明显, 但影响已逐步放缓, 下半年或转向正贡献。去年四季度以来猪价持续下跌, 带动 CPI 猪肉同比自 51.8% 的高位一度回落至 3.9%, 与生猪供给过剩等因素有关。伴随猪价回落, 生猪养殖利润持续处于亏损区间; 目前价格下, 屠宰场做库存、养殖户二次育肥的动力减弱, 叠加部分省市疫病等, 或扰动下半年生猪供给。非食品的结构分化, 一方面受原材料涨价传导放缓等影响、部分商品涨价回落。原材料价格回落对中下游传导等影响下, 部分非食品商品价格也明显回落, 例如, 耐用消费品带动 CPI 家用器具自去年中高点 2% 左右一度降至 -0.6%, 电取暖器、空调机等零售商品价格也多有回落; 原油链价格回落的影响也较突出、带动 CPI 交通用燃料同比大幅回落。另一方面, 非食品中与线下消费活动相关的服务价格已有所上涨。相较于商品, 非食品中与服务项整体有所上涨, 例如, CPI 服务同比自去年底的 0.6% 抬升至 3 月的 0.8% 左右, 尤其是与线下消费活动相关的旅游分项、其他用品服务等分项均有明显上涨, 但教育服务、家庭服务等仍略有下降。重申观点: 服务通胀仍或是 CPI 的潜在推手, 需求修复加快等或推升服务业供需矛盾下的涨价风险。

常规跟踪: CPI 涨幅回落、主因生活用品拖累; PPI 回落主因生产资料拖累、生活资料韧性延续

CPI 低预期, 主因生活用品相关价格拖累。3月, CPI 同比 0.7%、环比跌幅收窄至 -0.3%, 核心 CPI 同比涨幅扩大 0.1 个百分点至 0.7%。分项中, 鲜菜价格回落拖累食品环比; 非食品环比由负转正、略低于往年均值, 主因生活用品及服务项拖累, 但与线下消费活动相关的旅游分项超季节涨价。生活服务项中公布的两项、家用器具和家庭服务, 环比均走平、甚至略高于季节性; 未公布的家具室内装饰、家用纺织品等与住房链链相关、及日用品等价格或有所回落。服务业分项环比整体超季节性回升至 0.1%、尤其是消费活动相关分项, 或伴随线下活动修复而延续回升。

PPI 回落主因生产资料拖累, 生活资料韧性延续。3月, PPI 同比降幅扩大 1.1 个百分点至 -2.5%; 环比延续走平。大类环比中, 生活资料环比由涨转平, 受原材料、采掘拖累明显, 加工工业环比由负转正; 生活资料环比由负转正, 耐用消费品、一般日用品、衣着环比分项均较上月上涨 0.4 个百分点以上, 食品环比持平于 -0.1%。

分行业来看, 与国内需求相关的黑色链价格延续上涨, 国际定价的原油链涨价回落。行业环比中, 黑色矿采、黑色冶炼环比延续上涨, 分别为 2.4% 和 1.3%; 石油开采、石油加工环比由正转负分别降至 -0.9% 和 -0.4%, 有色冶炼环比降至 -0.3%; 中下游制造业价格分化, 通信设备、运输设备环比延续回升。

风险提示

猪价大幅反弹, 疫情反复。

内容目录

1、CPI 何以持续低迷？	3
2、常规跟踪：CPI 涨幅回落，生产资料拖累 PPI 回落	5
风险提示	7

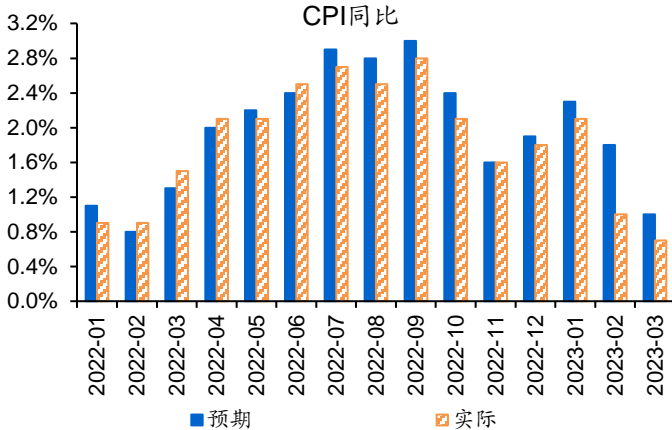
图表目录

图表 1：CPI 同比连续多月低预期	3
图表 2：CPI 同比结构分化	3
图表 3：部分非食品分项同比高位回落	3
图表 4：服务相关价格有所回升	3
图表 5：猪价自去年四季度以来持续回落	4
图表 6：生猪屠宰量维持高位	4
图表 7：生猪养殖利润仍处亏损区间	4
图表 8：3 月，猪肉环比有所回升	4
图表 9：耐用消费品涨价明显回落	4
图表 10：部分零售商品涨价也有所放缓	4
图表 11：CPI 旅游、其他用品和服务已明显涨价	5
图表 12：教育服务等价格回落	5
图表 13：疫后酒店等服务设施锐减	5
图表 14：疫后海底捞餐厅数量明显减少	5
图表 15：3 月，CPI 同比回落、核心 CPI 小幅抬升	6
图表 16：3 月 CPI 食品项中鲜菜拖累明显	6
图表 17：非食品项中，生活服务为主要拖累	6
图表 18：3 月，CPI 服务分项环比超季节性上涨	6
图表 19：3 月，PPI 同比降幅扩大至-2.5%	7
图表 20：大类环比中，生产资料拖累明显	7

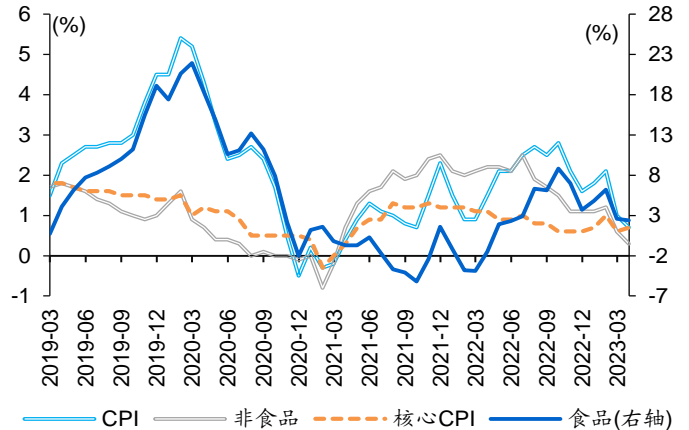
1、CPI 何以持续低迷？

年初以来，CPI 持续低预期、结构性特征突出。3 月，CPI 同比回落 0.3 个百分点至 0.7%、低于预期的 1%，连续第 9 个月低预期。拆分结构来看，食品项同比自去年下半年以来高位回落、由 8.8% 的高点降至 2.4% 的低位；非食品项虽整体回落、同比自 2% 左右回落至 3 月的 0.3%，但内部明显分化，商品类价格拖累明显、交通工具用燃料和家用器具等分项同比由正转负，同比降幅甚至接近 40 个百分点，服务类价格自年初以来有所回升，CPI 服务同比较去年底回升 0.2 个百分点、核心 CPI 同比也有所抬升。

图表1: CPI 同比连续多月低预期



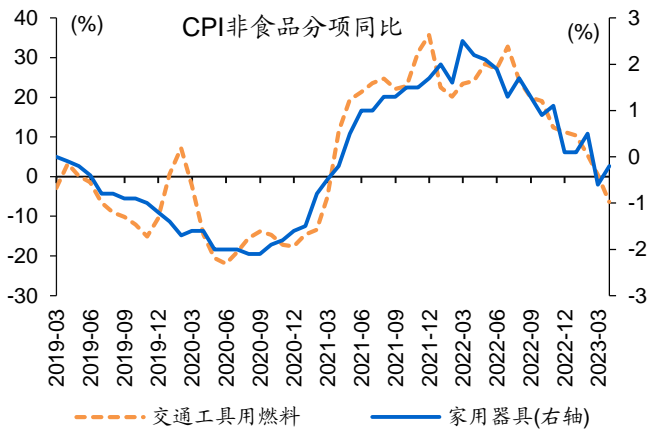
图表2: CPI 同比结构分化



来源: Wind、国金证券研究所

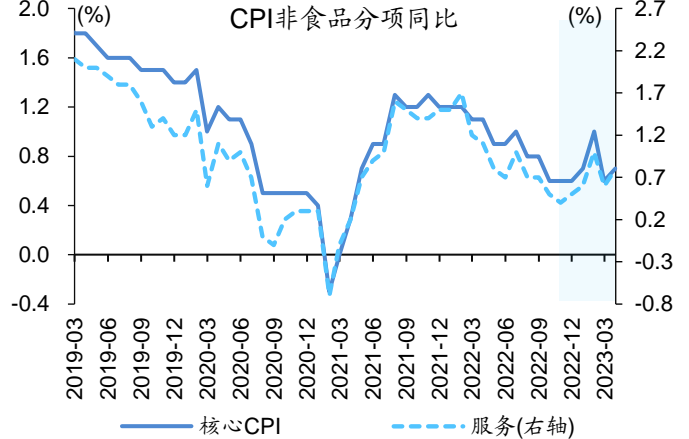
来源: Wind、国金证券研究所

图表3: 部分非食品分项同比高位回落



来源: Wind、国金证券研究所

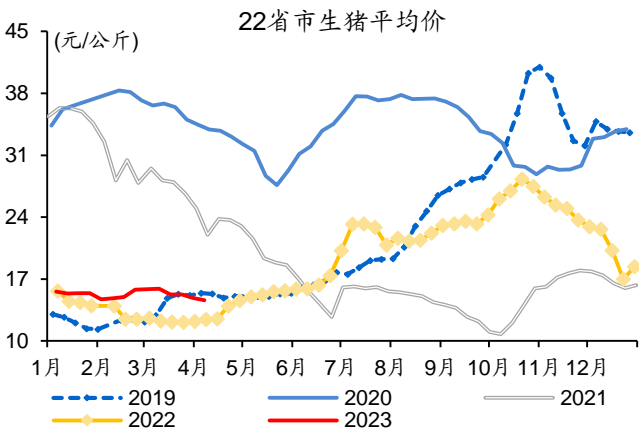
图表4: 服务相关价格有所回升



来源: Wind、国金证券研究所

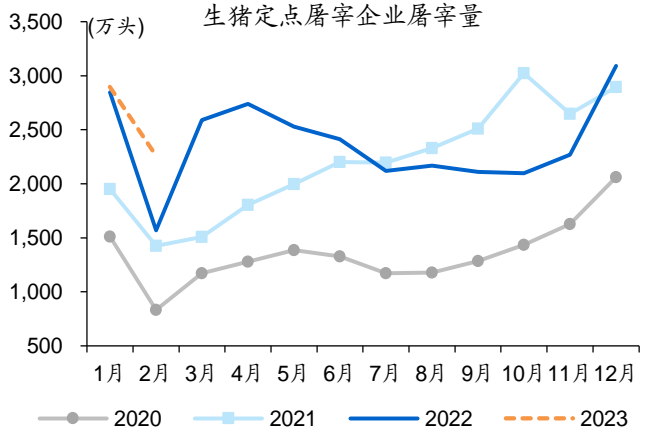
食品端受猪价超预期走弱拖累明显，但影响已逐步放缓，下半年或转向正贡献。去年四季度以来猪价持续下跌，带动 CPI 猪肉同比自 51.8% 的高位一度回落至 3.9%，与生猪供给过剩等因素有关。伴随猪价回落，生猪养殖利润持续处于亏损区间；目前价格下，屠宰场做库存、养殖户二次育肥的动力减弱，叠加部分省市疫病等，或扰动下半年生猪供给（详情参见《通胀会否再起波澜？》）。

图表5: 猪价自去年四季度以来持续回落



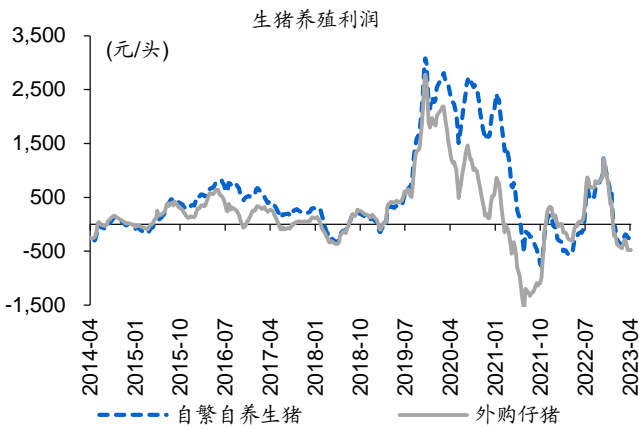
来源: Wind、国金证券研究所

图表6: 生猪屠宰量维持高位



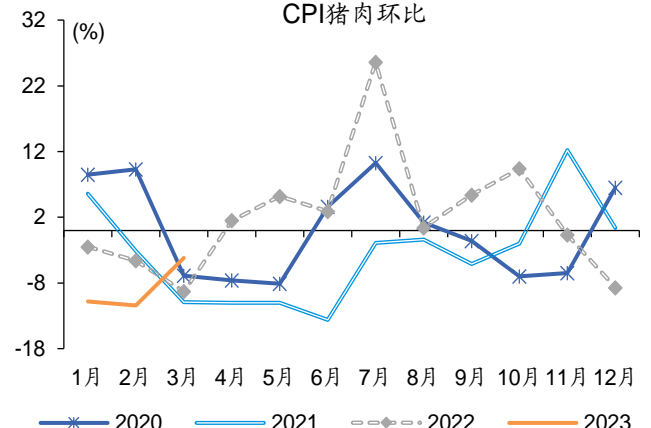
来源: Wind、国金证券研究所

图表7: 生猪养殖利润仍处亏损区间



来源: Wind、国金证券研究所

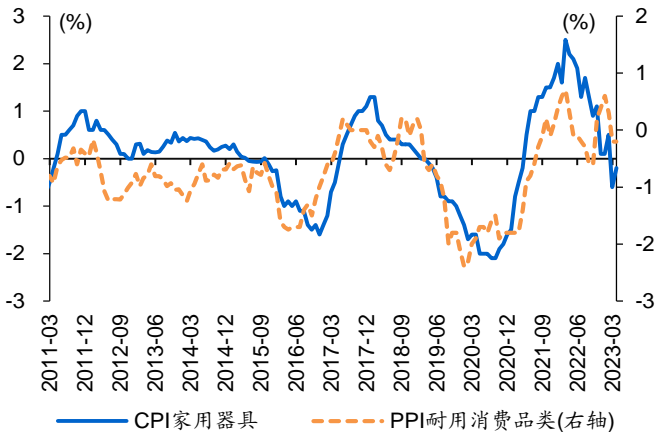
图表8: 3月, 猪肉环比有所回升



来源: Wind、国金证券研究所

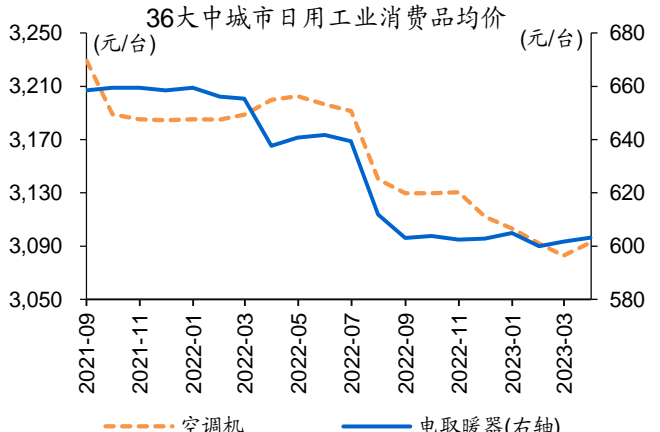
非食品的结构分化,一方面受原材料涨价传导放缓等影响、部分商品涨价回落。原材料价格回落对中下游传导等影响下,部分非食品商品价格也明显回落,例如,耐用消费品带动CPI家用器具自去年中高点2%左右一度降至-0.6%,电取暖器、空调机等零售商品价格也多有回落;原油链价格回落的影响也较突出、带动CPI交通用燃料同比大幅回落。

图表9: 耐用消费品涨价明显回落



来源: Wind、国金证券研究所

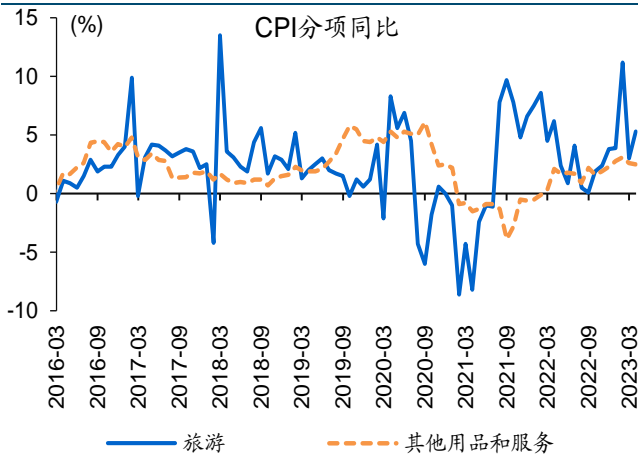
图表10: 部分零售商品涨价也有所放缓



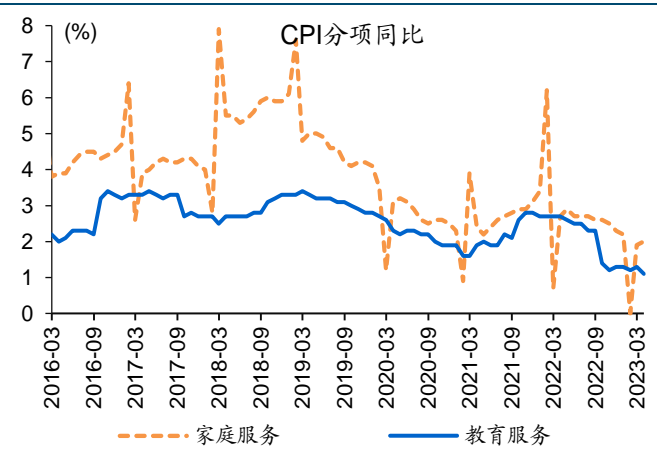
来源: Wind、国金证券研究所

另一方面，非食品中与线下消费活动相关的服务价格有所上涨。相较于商品，非食品中与服务项整体有所上涨，例如，CPI 服务同比自去年底的 0.6% 抬升至 3 月的 0.8% 左右，尤其是与线下消费活动相关的旅游分项、其他用品服务等分项均有明显上涨，但教育服务、家庭服务等仍略有下降。重申观点：服务通胀仍或是 CPI 的潜在推手，需求修复加快等或推升服务业供需矛盾下的涨价风险。

图表11: CPI 旅游、其他用品和服务已明显涨价



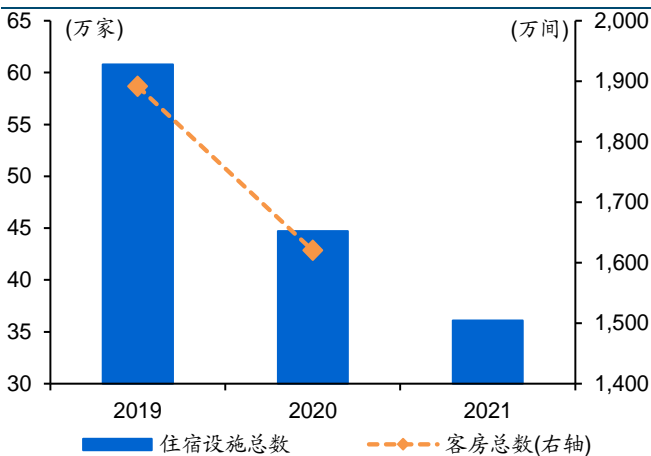
图表12: 教育服务等价格回落



来源: Wind、国金证券研究所

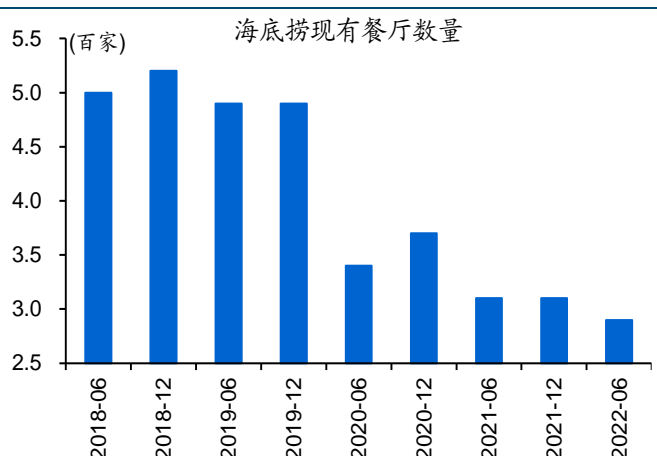
来源: Wind、国金证券研究所

图表13: 疫后酒店等服务设施锐减



来源: 《中国酒店业发展报告》、国金证券研究所

图表14: 疫后海底捞餐厅数量明显减少

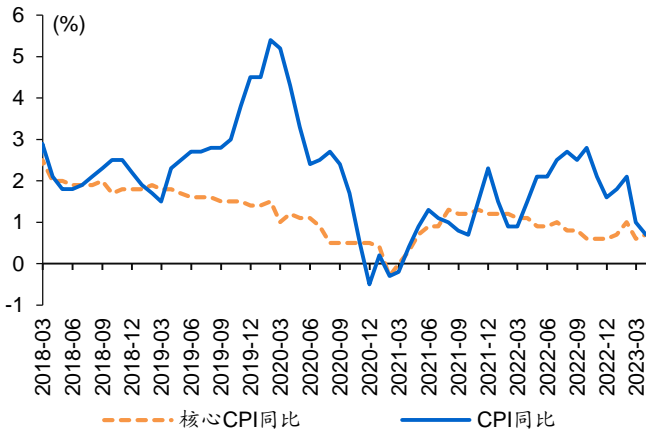


来源: Wind、国金证券研究所

2、常规跟踪: CPI 涨幅回落, 生产资料拖累 PPI 回落

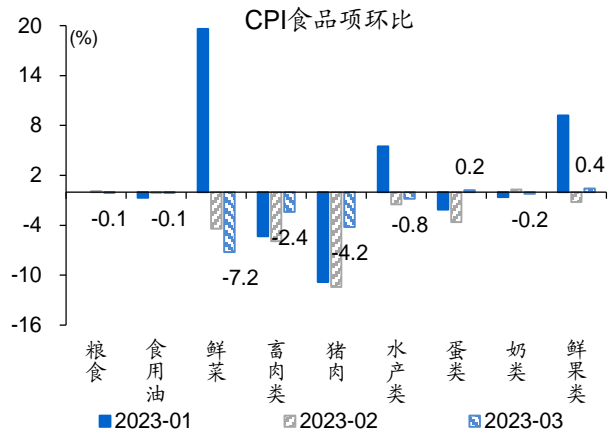
CPI 低预期, 主因生活用品相关价格拖累。3月, CPI 同比 0.7%、环比跌幅收窄至-0.3%, 核心 CPI 同比涨幅扩大 0.1 个百分点至 0.7%。分项中, 鲜菜价格回落拖累食品环比; 非食品环比由负转正、略低于往年均值, 主因生活用品及服务项拖累, 但与线下消费活动相关的旅游分项超季节涨价。生活服务项中公布的两项、家用器具和家庭服务, 环比均走平、甚至略高于季节性; 未公布的家具室内装饰、家用纺织品等与住房链链相关、及日用品等价格或有所回落。服务业分项环比整体超季节性回升至 0.1%、尤其是消费活动相关分项, 或伴随线下活动修复而延续回升。

图表15: 3月, CPI同比回落、核心CPI小幅抬升



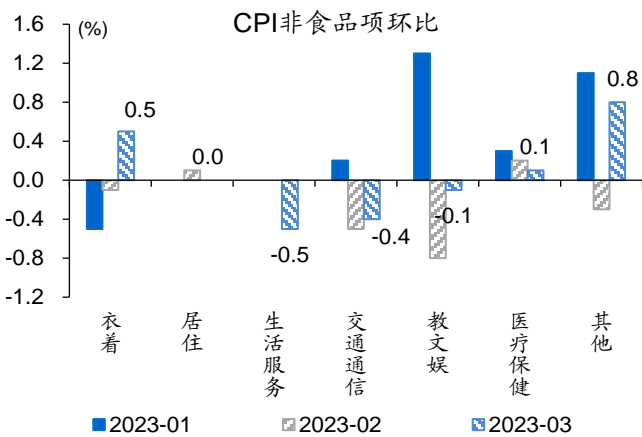
来源: Wind、国金证券研究所

图表16: 3月CPI食品项中鲜菜拖累明显



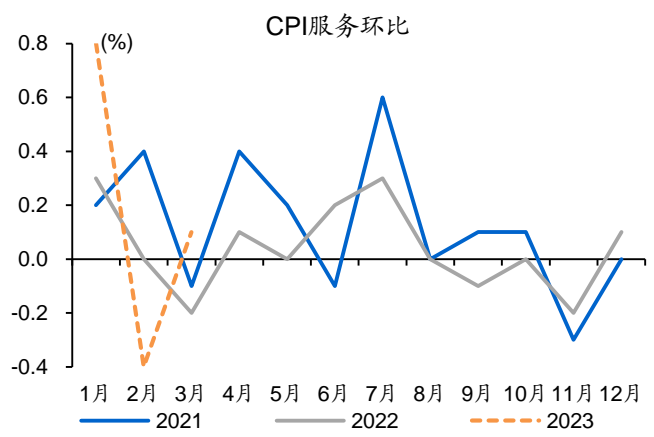
来源: Wind、国金证券研究所

图表17: 非食品项中, 生活服务为主要拖累



来源: Wind、国金证券研究所

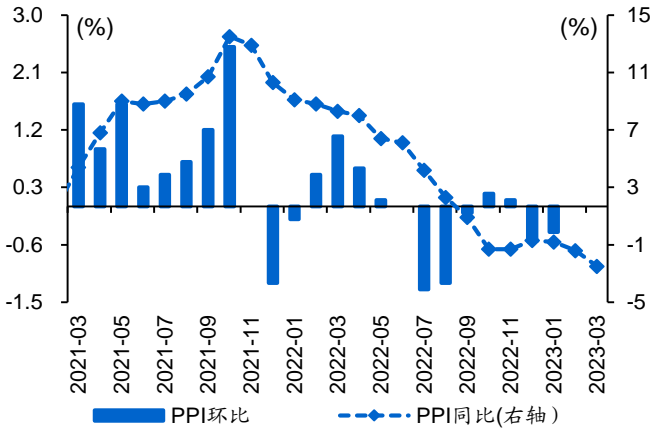
图表18: 3月, CPI服务分项环比超季节性上涨



来源: Wind、国金证券研究所

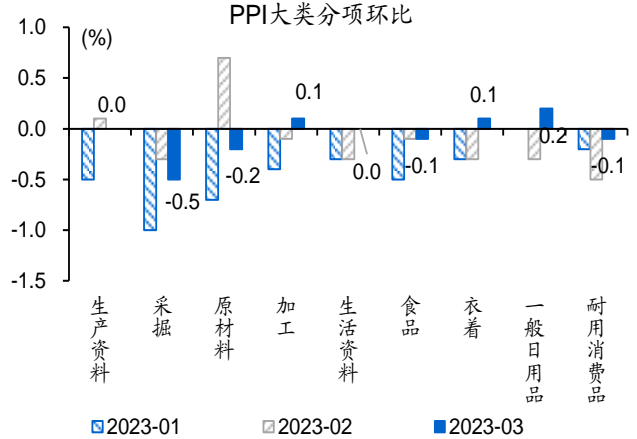
PPI 回落主因生产资料拖累, 生活资料韧性延续。3月, PPI 同比降幅扩大 1.1 个百分点至-2.5%; 环比延续走平。大类环比中, 生活资料环比由涨转平, 受原材料、采掘拖累明显, 加工工业环比由负转正; 生活资料环比由负转正, 耐用消费品、一般日用品、衣着环比分项均较上月上涨 0.4 个百分点以上, 食品环比持平于-0.1%。

图表19: 3月, PPI同比降幅扩大至-2.5%



来源: Wind、国金证券研究所

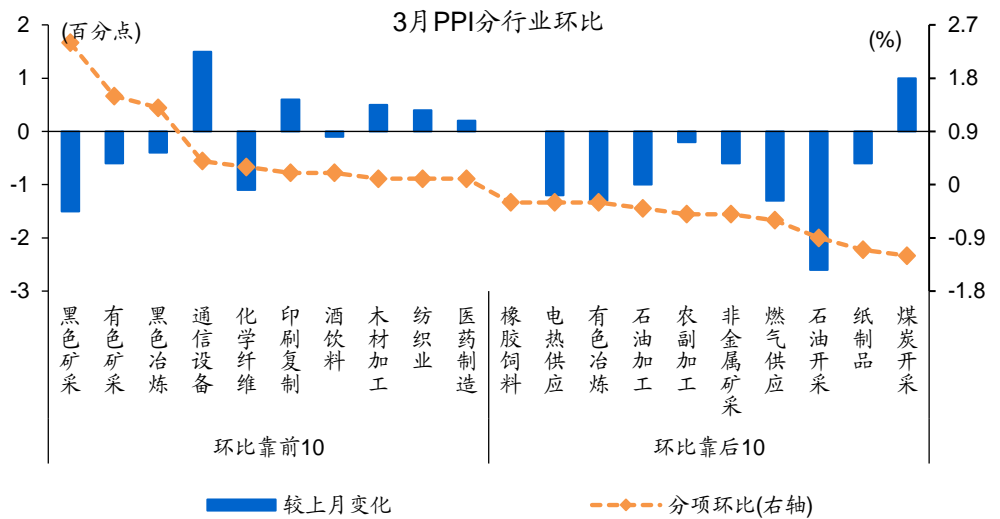
图表20: 大类环比中, 生产资料拖累明显



来源: Wind、国金证券研究所

分行业来看, 与国内需求相关的黑色链价格延续上涨, 国际定价的原油链涨价回落。行业环比中, 黑色矿采、黑色冶炼环比延续上涨, 分别为 2.4%和 1.3%; 石油开采、石油加工环比由正转负分别降至-0.9%和-0.4%, 有色冶炼环比降至-0.3%; 中下游制造业价格分化, 通信设备、运输设备环比延续回升。

图表 17: 分行业来看, 黑色链等上涨、原油链回落



来源: Wind、国金证券研究所

风险提示

- 1、猪价大幅反弹。能繁母猪产能去化速度超预期。
- 2、疫情反复。国内疫情反复, 对项目开工、线下活动等抑制加强。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402