

国开证券
CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

通胀低于预期 短期或低位徘徊 —3月物价数据点评

2023年4月11日

分析师:

杜征征

执业证书编号: S1380511090001

联系电话: 010-88300843

邮箱: duzhengzheng@gkzq.com.cn

内容提要:

3月CPI同比0.7%，预期1.0%，前值1.0%；PPI同比-2.5%，预期-2.3%，前值-1.4%。

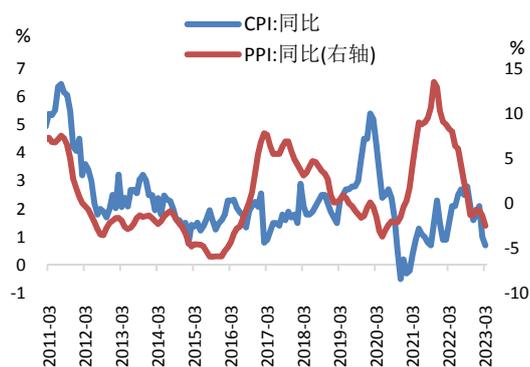
处于修复期的终端需求温和复苏叠加基数效应拖累CPI涨幅，3月剔除肉类后的CPI仅为0.6%，而核心CPI、服务类CPI虽有反弹但力度有限。展望未来，2022年4-9月CPI基数走高将拖累未来走势，若国内需求修复程度不及预期，则CPI短期继续在低位徘徊。预计二季度CPI（同比0.7%左右）为年内最低，下半年有所抬升。

二季度PPI或将继续下探。首先，2022年4月翘尾效应较3月回落0.6个百分点，虽然5-6月基数有所走弱有助于PPI同比企稳，但难以推动其大幅上行。其次，从国内需求看，短期基建投资或仍将保持强度有助于支撑工业品价格，但房建新开工力度放缓或一定程度上形成拖累。再者，2022年二季度国际原油价格为当年高位，而当前全球衰退风险上升引致的需求回落或超出OPEC+减产效应对价格的拉动，油价同比降幅若扩大则进一步拖累PPI。此外，由于2022年四季度PPI进入负值区间，若今年下半年美联储结束加息甚至转而宽松，则今年四季度前后PPI有可能转正。

偏弱的CPI与PPI组合将拖累二季度综合物价指数走弱，叠加美联储加息或进入尾声，国内货币政策将相机抉择且存有宽松可能。

风险提示：央行超预期调控，通胀超预期，贸易摩擦升温，金融市场波动加大，经济复苏不及预期，国内外疫情超预期变化，中美关系全面恶化风险，国际经济形势急剧恶化，俄乌冲突升级风险，台海局势不确定性风险，海外黑天鹅事件等。

CPI与PPI



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

南华工业品指数



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

相关报告

- 《内需复苏继续推动经济较快修复—3月PMI数据点评》

事件：国家统计局4月11日公布的数据显示，3月CPI同比0.7%，预期1.0%，前值1.0%；PPI同比-2.5%，预期-2.3%，前值-1.4%。

点评：3月CPI、PPI双双走弱并低于预期，短期通缩压力有所增大。从CPI看，处于修复期的终端需求温和复苏叠加基数效应拖累其涨幅，3月剔除肉类后的CPI仅为0.6%，而核心CPI、服务类CPI虽有反弹但力度有限。展望未来，2022年4-9月CPI基数走高将拖累未来走势，若国内需求修复程度不及预期，则CPI二季度CPI（同比0.7%左右）将下探至年内最低。从PPI看，受翘尾效应扩大、内需温和复苏、全球大宗商品表现不佳等因素影响，二季度亦有可能下探至年内最低。偏弱的CPI与PPI组合将拖累二季度综合物价指数走弱，叠加美联储加息或进入尾声，国内货币政策将相机抉择且存有宽松可能。

1、基数因素拖累CPI，食品价格走势略强于季节性，非食品价格持平于季节性，核心CPI低位小幅反弹

3月CPI同比上涨0.7%，再度弱于市场预期（1.0%）。从环比看，3月CPI环比回落0.3%，稍好于历史（2011-2019年，下同）同期均值0.2个百分点。从同比看，食品价格上涨2.4%，涨幅比2月回落0.2个百分点，影响CPI上涨约0.43个百分点。食品中，鲜果价格上涨11.5%，涨幅比2月扩大3.0个百分点；猪肉价格上涨9.6%，涨幅扩大5.7个百分点；鸡蛋和禽肉类价格分别上涨7.8%和7.4%；鲜菜价格下降11.1%，降幅扩大7.3个百分点。非食品价格上涨0.3%，涨幅比2月回落0.3个百分点，影响CPI上涨约0.23个百分点。在3月0.7%的CPI同比涨幅中，2022年价格变动的翘尾影响约为0.7个百分点，新涨价影响约为0（2月为0.3个百分点）。

基数因素拖累CPI涨幅。2022年1-2月CPI均为0.9%，3月CPI跳涨至1.5%，从而拖累今年3月CPI涨幅。剔除基数因素后的CPI四年平均增速为1.7%，为2018年下半年以来最低（2015-2018年较低是受猪肉价格总体负增长拖累）。

食品价格走势稍好，一季度整体表现较弱。3月食品价格环比回落1.4%，主因在于节日因素退去叠加供给增加等，稍好于历史同期均值（-1.7%），但一季度合计回落0.6%，弱于历史同期均值（增长3.3%）。

肉类价格连续4个月环比回落。3月肉禽及其制品价格环比回落2.4%，与历史同期均值（-2.5%）大体相当；同比上涨4.6%，连续3个月在5%左右波动。其中，受存栏量较为充裕、消费需求回落等因素影响，猪肉

价格环比回落 4.2%，与历史同期均值一致；但得益于 2022 年同期基数较低，同比上涨 9.6%，较 2 月扩大 5.7 个百分点。展望未来，猪肉价格短期或保持低位波动，下半年受旺季到来、消费逐步修复叠加供给可能回落等影响，猪肉价格存有上涨可能。从供给端看，2022 年 5-12 月能繁母猪存栏量增加 213 万头，今年 1-2 月环比减少 47 万头，但截至 2 月末的存栏量（4343 万头）处于农业农村部《生猪产能调控实施方案（暂行）》中正常保有量（4100 万头）的 105-110% 区间，短期供给仍然较为充足。此外，2022 年 5-11 月，猪肉价格结束了此前近 1 年的底部徘徊转而持续上行，基数效应反转或一定程度上拖累未来猪肉价格同比涨幅。

其他食品价格跌多涨少。3 月上市量增加，鲜菜价格下降 7.2%，降幅比 2 月扩大 2.8 个百分点，粮食、食用油、鲜果、鸡蛋、禽肉类等食品价格较为稳定，涨跌幅在 -0.1-0.4% 之间。从农产品、菜篮子产品批发价格 200 指数走势看，4 月 10 日较 3 月 31 日分别回落 1.2%、1.4%。对比国际价格，3 月 FAO 食品价格、谷物价格与油脂价格环比持续回落，仅有肉类价格反弹（近 9 个月以来首次）；食品价格同比大跌 20.3%，与 2022 年 3 月其受俄乌冲突爆发影响上冲至有数据以来新高有很大关系。

非食品价格持平于季节性特征。3 月非食品价格环比持平，与历史同期均值一致。分项数据 3 涨 1 平 3 降。其中，其他用品及服务、衣着、医疗保健价格分别上涨 0.8%、0.5% 和 0.1%；居住价格持平；生活用品及服务、交通通信、教育文化娱乐价格分别下降 0.5%、0.4% 和 0.1%。总体服务类价格有所反弹。3 月服务类价格环比上涨 0.1%，好于历史同期均值（-0.2%），不过一季度累计数（0.5%）仍偏弱 0.3 个百分点。非食品中，出行需求持续恢复，宾馆住宿和飞机票价格分别上涨 3.5% 和 2.9%；春装换季上新，服装价格上涨 0.5%；车企降价促销，燃油小汽车价格下降 1.9%。

核心 CPI 低位小幅反弹。3 月除去食品与能源的核心 CPI 同比上涨 0.7%，较 2 月上行 0.1 个百分点。

综合而言，处于修复期的终端需求温和复苏叠加基数效应拖累 CPI 涨幅，3 月剔除肉类后的 CPI 仅为 0.6%，而核心 CPI、服务类 CPI 虽有反弹但力度有限。展望未来，2022 年 4-9 月 CPI 基数走高将拖累未来走势，若国内需求修复程度不及预期，则 CPI 短期继续在低位徘徊。预计二季度 CPI（同比 0.7% 左右）为年内最低，下半年有所抬升。

2、PPI 跌幅扩大

PPI 超预期回落。3月PPI环比持平，同比下降2.5%，弱于市场预期（下降2.3%），降幅较2月扩大1.1个百分点。PPIRM环比持平，同比降幅则较2月扩大1.3个百分点。基数拖累影响增大，在3月2.5%的PPI同比降幅中，2022年价格变动的翘尾影响约为-2.0个百分点，新涨价影响约为-0.5个百分点。

生产资料跌幅扩大。从环比看，3月生活资料价格持平，结束三连跌；生产资料价格亦持平，较2月回落0.1个百分点。从同比看，3月生活资料价格上涨0.9%，较2月回落0.2个百分点；生产资料价格下降3.4%，创2020年8月以来最低。

从行业看，石油、有色等价格由涨转跌，黑色等继续上涨，煤炭等持续下跌。其中，国内生产和市场需求持续改善，重点项目加快推进，钢材、水泥等行业价格有所上涨，其中黑色金属冶炼和压延加工业、水泥制造价格均上涨1.3%。国际输入性因素带动国内石油、有色金属相关行业价格下行，其中石油和天然气开采业价格下降0.9%，石油煤炭及其他燃料加工业价格下降0.4%，有色金属冶炼和压延加工业价格下降0.3%。受气温回升等季节因素影响，用煤需求有所减少，煤炭开采和洗选业价格下降1.2%。

二季度PPI或将继续下探。首先，2022年4月翘尾效应较3月回落0.6个百分点，虽然5-6月基数有所走弱有助于PPI同比企稳，但难以推动其大幅上行。其次，从国内需求看，短期基建投资或仍将保持强度有助于支撑工业品价格，但房建新开工力度放缓或一定程度上形成拖累。再者，2022年二季度国际原油价格为当年高位，而当前全球衰退风险上升引致的需求回落或超出OPEC+减产效应对价格的拉动，油价同比降幅若扩大则进一步拖累PPI。此外，由于2022年四季度PPI进入负值区间，若今年下半年美联储结束加息甚至转而宽松，则今年四季度前后PPI有可能转正。

风险提示：央行超预期调控，通胀超预期，贸易摩擦升温，金融市场波动加大，经济复苏不及预期，国内外疫情超预期变化，中美关系全面恶化风险，国际经济形势急剧恶化，俄乌冲突升级风险，台海局势不确定性风险，海外黑天鹅事件等。

分析师简介承诺

杜征征：宏观经济分析师，中央财经大学经济学博士，中国社会科学院经济学博士后，2011年加入国开证券研究部，负责宏观经济研究工作。

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登记为证券分析师，保证报告所采用的数据均来自合规公开渠道，分析逻辑基于作者的专业与职业理解。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，研究结论不受任何第三方的授意或影响，特此承诺。

国开证券投资评级标准

■ 行业投资评级

强于大市：相对沪深300指数涨幅10%以上；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深300指数跌幅10%以上。

■ 短期股票投资评级

强烈推荐：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅20%以上；

推荐：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

回避：未来六个月内，相对沪深300指数跌幅10%以上。

■ 长期股票投资评级

A：未来三年内，相对于沪深300指数涨幅在20%以上；

B：未来三年内，相对于沪深300指数涨跌幅在20%以内；

C：未来三年内，相对于沪深300指数跌幅在20%以上。

免责声明

国开证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，具有证券投资咨询业务资格。

本报告仅供国开证券股份有限公司（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。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。本公司及分析师均不会承担因使用报告而产生的任何法律责任。客户（投资者）必须自主决策并自行承担投资风险。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国开证券”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

国开证券研究与发展部

地址：北京市阜成门外大街29号国家开发银行8层