

宏观点评 20240411

如何理解 3 月通胀超预期回落？

2024 年 04 月 11 日

证券分析师 陶川

执业证书：S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

证券分析师 邵翔

执业证书：S0600523010001

shaox@dwzq.com.cn

相关研究

《3 月通胀：6 月不降息就够了吗？》

2024-04-10

《基建的开局与后劲》

2024-04-10

■ 相较于年初多项亮眼的经济“量”增，一季度经济“价”的成色稍显不足。在 3 月 CPI 同比的超预期回落、PPI 同比继续磨底的背后，我们认为一方面是晚春因素影响下居民需求回撤，以及开工进度偏缓，另一方面是年初制造业“开门红”对价格的提振有限。在一季度 GDP 预计实现 5.0% 左右的良好开局的情况下，名义增长回升的斜率仍然不足，反应一季度经济整体“量增价弱”的特点，这意味着推动价格回升依然是下一阶段政策发力的重要线索。

■ 一季度 CPI 同比为何回升不足？我们可从结构上发现几个主要原因（图 3）：

一是出行的进一步涨价有限。相对去年，今年一季度出行相关的旅游、交通燃油对通胀的拉动增加，但边际改善程度有限。假期后出行相关服务回撤力度也较大，3 月服务 CPI 与核心 CPI 环比分别回落 1.1%、0.6%，均创历史极值。

二是食品、居住两个主要拖累因素尚未企稳。今年一季度整体供应充足的背景下食品价格依旧在低位波动，同时占 CPI 权重不少的租金涨价受阻，连续两个月同比录得 0.0%。

■ 相对于 CPI，PPI 方面的逆风更多：内因是制造业“开门红”下生产端“内卷”，以及年初地产、基建开工偏缓。从环比上看，3 月汽车、医药及计算机电子制造业 PPI 均持平或微跌 0.1~0.2%，上游黑色、煤炭开采业 PPI 大幅回落。海外因素成为 3 月 PPI 环比为数不多的拉动，海外原油涨价与需求回暖带动油气开采、有色金属加工分别环比涨价 1.1% 与 0.6%。

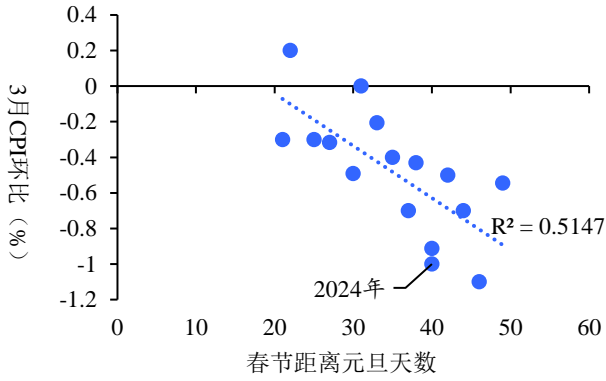
■ 往后看，季节性因素对二季度通胀回升的帮助有限：4-6 月 CPI 环比通常季节性回落，同时海外原油涨价的顺风同样有不确定性。从政策层面理解，一季度经济实际增速开局亮眼，但企业盈利、居民收入及资产价格预期的持续好转离不开名义增长的巩固，我们预计二季度政策推动价格回升的抓手可能重新落在地产与基建开工方面。

■ 3 月通胀具体数据来看：CPI 同比增长大幅收窄至 0.1%，食品、服务项均大幅回撤。节后农产品供给充足，食品价格同比下降 2.7%。假期效应退坡后出行相关服务价格明显回落，服务价格同比涨幅收窄至 0.8%。非食品消费品逆势涨价，同比涨幅小幅扩大至 0.3%。

PPI 同比降幅走阔至 2.8%。内部来看，受节后建筑业开工偏缓影响，上游煤炭、黑色金属开采价格同比跌幅居前；部分制造业投资供给回升压制价格，计算机通信电子、电气机械、汽车制造业同比降幅同样较大。外部方面，3 月海外油价整体上涨，带动国内油气开采价格涨幅居前。

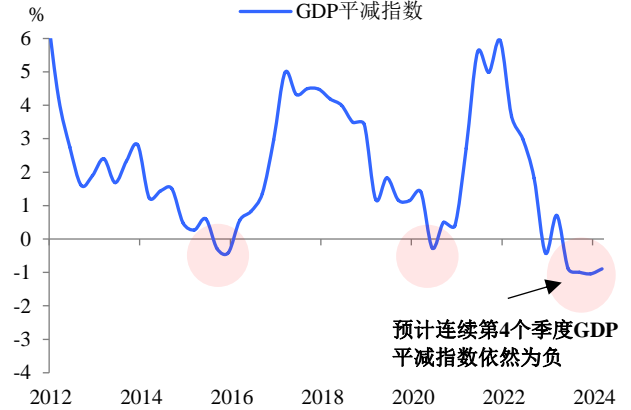
■ 风险提示：政策出台节奏及项目落地放缓导致经济复苏偏慢；海外经济体提前显著进入衰退，国内出口超预期萎缩。

图1: 晚春因素或影响3月CPI环比大幅回落



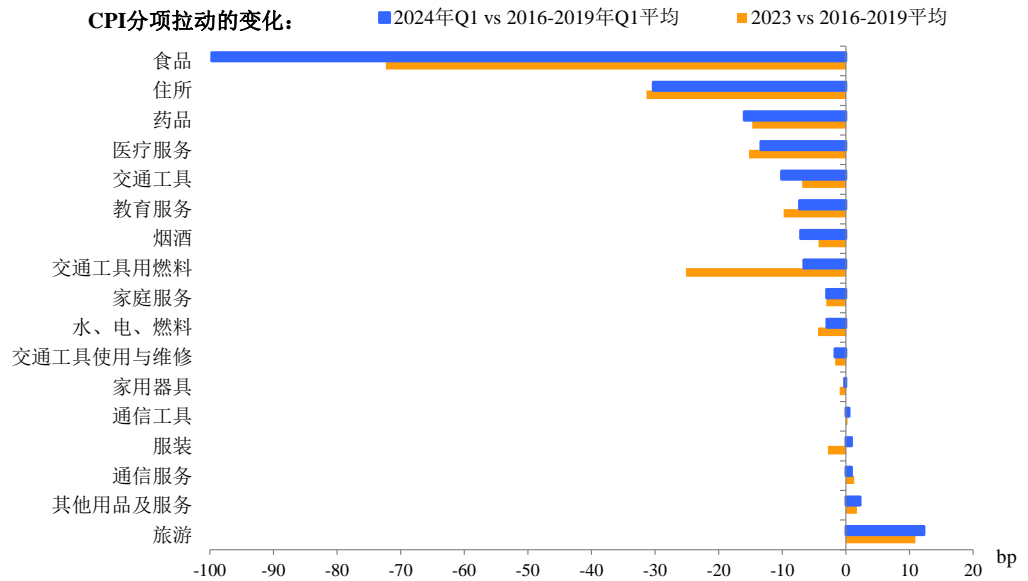
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图2: 预计今年 Q1 平减指数小幅从低位回升, 但仍处负区间



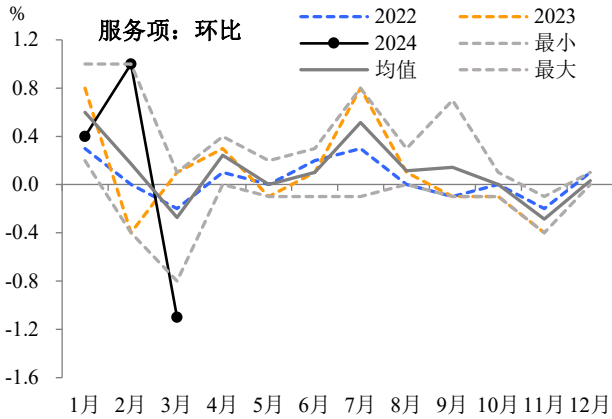
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图3: 一季度CPI分项拉动的变化



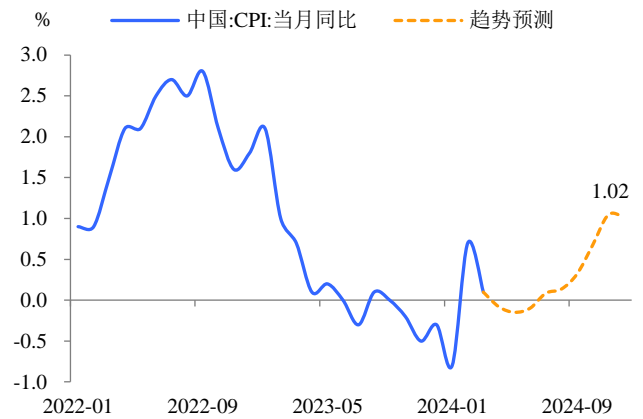
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 3月服务价格超季节性大幅回落



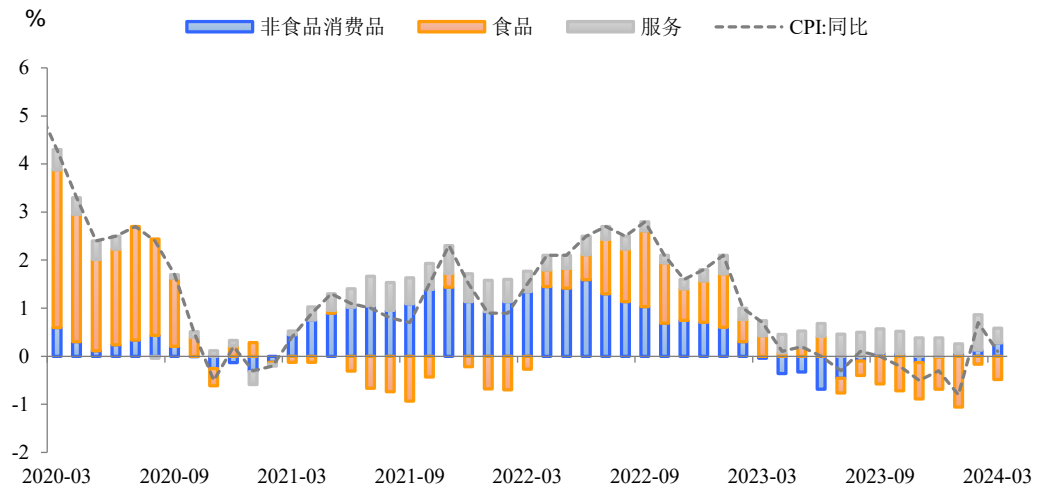
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: 二季度CPI同比回升面临淡季压力



注: 2024年4-12月数据根据CPI环比历史均值预测
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: CPI三分法



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的),北交所基准指数为北证 50 指数),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码: 215021
传真: (0512) 62938527
公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>