

2024年04月11日

## 证券分析师

刘思佳 S0630516080002

liusj@longone.com.cn

## 证券分析师

胡少华 S0630516090002

hush@longone.com.cn

## 联系人

高旗胜

gqs@longone.com.cn

## 通胀水平仍处相对低位

——国内观察：2024年3月通胀数据

## 投资要点

- **事件**：4月11日，统计局发布2024年3月通胀数据。3月，CPI当月同比0.1%，前值0.7%；环比-1.0%，前值1.0%。PPI当月同比-2.8%，前值-2.7%；环比-0.1%，前值-0.2%。
- **核心观点**：3月CPI当月同比回落，累计同比0.0%，反映价格水平仍处低位，总需求可能仍然相对不足。结构上来看，服务消费的表现依然相对偏强，4月清明假期旅游客单价首次高于2019年同期水平，后续来看五一、端午假期出行旅游消费仍有超预期可能。另一方面猪价持续正贡献的可能性也较大，CPI中枢逐步上移的趋势仍然相对确定，但关键的可能是斜率。
- **CPI整体弱于季节性**。3月CPI环比-1.0%，弱于近5年同期均值的0.48%。考虑到3月环比仍处于春节错位的影响区间内，以2010年以后春节位于2月的年份测算当年3月CPI环比均值为-0.53%。故剔除春节错位影响后，CPI仍然弱于季节性。分项来看，食品环比-3.2%，非食品环比-0.5%，均弱于季节性。
- **主要食品可以解释CPI环比总降幅的五成多**。据农业农村部数据，3月猪肉平均批发价20.17元/公斤，较上月的21.68元/公斤小幅回落，有季节性因素影响。CPI中猪价同比再次转负，但-2.4%的拖累并不大。2024年修订版的《生猪产能调控实施方案》将能繁母猪正常保有量目标从4100万头调整为3900万头。截至2月，能繁母猪存栏量降至4042万头，未来去化趋势有望延续，供给压力可能逐步减小，一方面猪价本身可能临近反转，另一方面基数持续走低会推升猪价对CPI的拉动作用。其他食品方面，受大部分地区气温较常年同期偏高影响，供给总体充足，鲜菜鲜果分别环比下跌11.0%和4.2%，弱于季节性，计入猪肉、鸡蛋、水产品后可以解释CPI环比总降幅的五成多。
- **服务价格的波动反映春节消费表现较强**。3月服务消费价格环比-1.1%，明显弱于剔除春节错位影响后的历史当期均值（-0.3%），但考虑到2月的超季节性，或反映出春节出行相关服务消费表现较好而放大了月度环比之间的波动。另一方面，3月消费品价格环比-0.9%，继续弱于剔除春节错位影响后的历史当期均值（-0.61%），反映出服务强于消费品的格局。消费品价格除受供给影响外，消费意愿的顺周期性同样重要，后续能否超预期，一方面期待以旧换新政策的效果，目前来看全国多地已开始落地推进，另一方面可能要关注PPI回升的斜率。从核心CPI来看，受服务和消费品的双重拖累，同比回落至0.6%。
- **PPI分化明显**。3月PPI环比降幅较上月略有收窄，但依然延续去年11月以来的跌势，表现上也弱于季节性（近5年同期均值0.36%）。结构上看反映出工业品价格的分化表现。上游能源方面，原油受地缘政治及维持减产影响，价格继续上行；而煤炭受淡季国内需求回落影响，价格同步下行。有色方面，供给收缩的同时，下游需求受新能源等产业提振影响，价格走高；而黑色系受国内房地产投资预期仍然偏弱影响，价格下跌。总的来看，短期价格分化可能将会延续，而变量或来在于广义财政发力的节奏。
- **风险提示**：政策落地不及预期，海外金融市场风险。

## 正文目录

1. CPI 整体弱于季节性.....	4
2. PPI 分化明显 .....	5
3. 核心观点 .....	6
4. 风险提示 .....	6

## 图表目录

图 1 CPI 当月同比, %.....	4
图 2 CPI 环比季节性规律, % .....	4
图 3 2 月为春节所在年份对应 3 月 CPI 环比, %.....	5
图 4 猪肉平均批发价月平均, 元/公斤.....	5
图 5 核心 CPI 当月同比, %.....	5
图 6 2 月为春节所在年份对应 3 月核心 CPI 环比, % .....	5
图 7 PPI 当月同比, % .....	5
图 8 PPI 生产和生活资料类同比, % .....	5
图 9 石油天然气开采和石油煤炭加工同比, %.....	6
图 10 PPI 采掘、原料、加工环比, % .....	6

**事件:** 4月11日, 统计局发布2024年3月通胀数据。3月, CPI当月同比0.1%, 前值0.7%; 环比-1.0%, 前值1.0%。PPI当月同比-2.8%, 前值-2.7%; 环比-0.1%, 前值-0.2%。

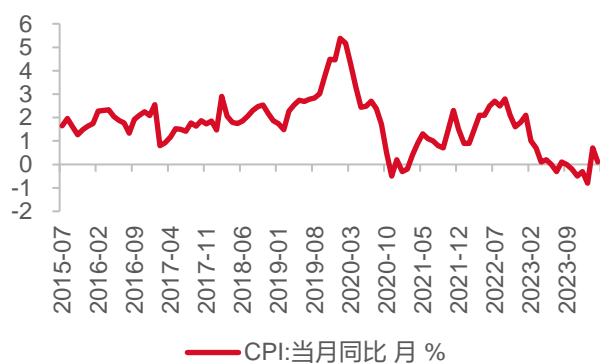
## 1.CPI 整体弱于季节性

CPI 整体弱于季节性。3月CPI 环比-1.0%, 弱于近5年同期均值的0.48%。考虑到3月环比仍处于春节错位的影响区间内, 以2010年以后春节位于2月的年份测算当年3月CPI 环比均值为-0.53%。故剔除春节错位影响后, CPI 仍然弱于季节性。分项来看, 食品环比-3.2%, 非食品环比-0.5%, 均弱于季节性。

主要食品可以解释CPI 环比总降幅的五成多。据农业农村部数据, 3月猪肉平均批发价20.17元/公斤, 较上月的21.68元/公斤小幅回落, 有季节性因素影响。CPI 中猪价同比再次转负, 但-2.4%的拖累并不大。2024年修订版的《生猪产能调控实施方案》将能繁母猪正常保有量目标从4100万头调整为3900万头。截至2月, 能繁母猪存栏量降至4042万头, 未来去化趋势有望延续, 供给压力可能逐步减小, 一方面猪价本身可能临近反转, 另一方面基数持续走低会推升猪价对CPI 的拉动作用。其他食品方面, 受大部分地区气温较常年同期偏高影响, 供给总体充足, 鲜菜鲜果分别环比下跌11.0%和4.2%, 弱于季节性, 计入猪肉、鸡蛋、水产品后可以解释CPI 环比总降幅的五成多。

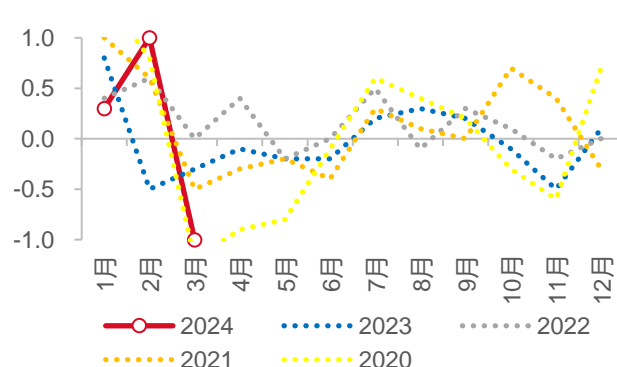
服务价格的波动反映春节消费表现较强。3月服务消费价格环比-1.1%, 明显弱于剔除春节错位影响后的历史当期均值(-0.3%), 但考虑到2月的超季节性, 或反映出春节出行相关服务消费表现较好而放大了月度环比之间的波动。另一方面, 3月消费品价格环比-0.9%, 继续弱于剔除春节错位影响后的历史当期均值(-0.61%), 反映出服务强于消费品的格局。消费品价格除受供给影响外, 消费意愿的顺周期性同样重要, 后续能否超预期, 一方面期待以旧换新政策的效果, 目前来看全国多地已开始落地推进, 另一方面可能要关注PPI 回升的斜率。从核心CPI 来看, 受服务和消费品的双重拖累, 同比回落至0.6%。

图1 CPI 当月同比, %



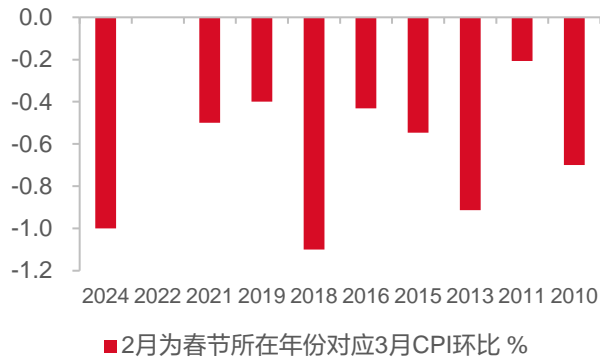
资料来源: 国家统计局, 东海证券研究所

图2 CPI 环比季节性规律, %



资料来源: 国家统计局, 东海证券研究所

图3 2月为春节所在年份对应3月CPI环比，%



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图4 猪肉平均批发价月平均，元/公斤



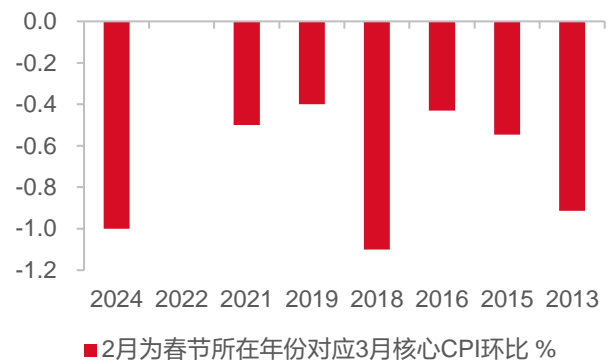
资料来源：农业农村部，东海证券研究所

图5 核心CPI当月同比，%



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图6 2月为春节所在年份对应3月核心CPI环比，%



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

## 2.PPI 分化明显

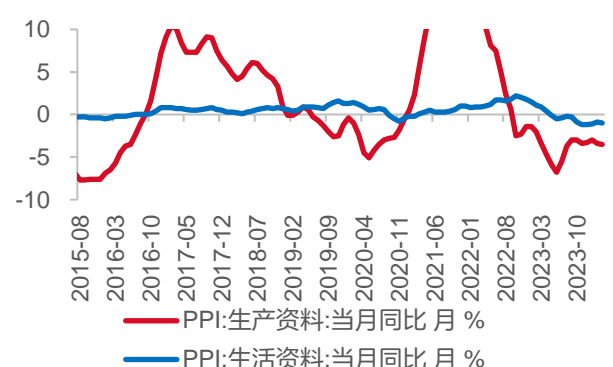
PPI 分化明显。3月PPI环比降幅较上月略有收窄，但依然延续去年11月以来的跌势，表现上也弱于季节性（近5年同期均值0.36%）。结构上看反映出工业品价格的分化表现。上游能源方面，原油受地缘政治及维持减产影响，价格继续上行；而煤炭受淡季国内需求回落影响，价格同步下行。有色方面，供给收缩的同时，下游需求受新能源等产业提振影响，价格走高；而黑色系受国内房地产投资预期仍然偏弱影响，价格下跌。总的来看，短期价格分化可能将会延续，而变量或来在于广义财政发力的节奏。

图7 PPI 当月同比，%



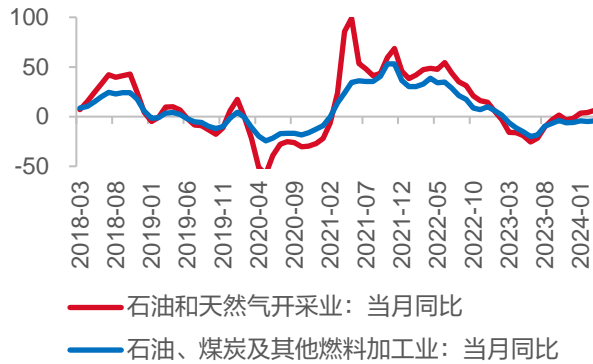
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图8 PPI 生产和生活资料类同比，%



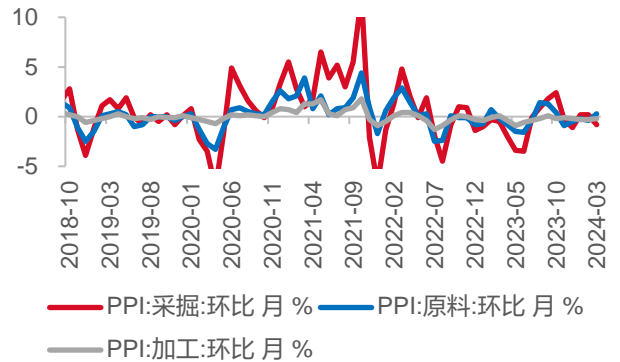
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图9 石油天然气开采和石油煤炭加工同比，%



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图10 PPI采掘、原料、加工环比，%



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

### 3.核心观点

3月CPI当月同比回落，累计同比0.0%，反映价格水平仍处低位，总需求可能仍然相对不足。结构上来看，服务消费的表现依然相对偏强，4月清明假期旅游客单价首次高于2019年同期水平，后续来看五一、端午假期出行旅游消费仍有超预期可能。另一方面猪价持续正贡献的可能性也较大，CPI中枢逐步上移的趋势仍然相对确定，但关键的可能是斜率。

### 4.风险提示

政策落地不及预期，可能导致市场信心不足，影响经济的修复。

海外金融市场风险，导致全球经济陷入衰退，影响外需。

## 一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

## 二、分析师声明:

本报告署名分析师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,具备专业胜任能力,保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑,采用合法合规的数据信息,审慎提出研究结论,独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论,不受任何第三方的授意或影响,其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来,均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

## 三、免责声明:

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料,但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断,并不代表东海证券股份有限公司,或任何其附属或联营公司的立场,本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致,敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下,本公司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。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下,本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议,任何形式的保证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,本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有,未经本公司书面授权,任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

## 四、资质声明:

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构,已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者,参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构,注意防范非法证券活动。

### 上海 东海证券研究所

地址:上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦  
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)  
 座机:(8621) 20333275  
 手机:18221959689  
 传真:(8621) 50585608  
 邮编:200125

### 北京 东海证券研究所

地址:北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F  
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)  
 座机:(8610) 59707105  
 手机:18221959689  
 传真:(8610) 59707100  
 邮编:100089