

2024年04月11日

核心CPI节后回落，幅度合理么？

CPI、PPI 点评（2024.3）

投资要点

- ◆ 闰年春节短暂推升效应消退，核心CPI同比降回23Q4水平，服务消费价格一季度整体平稳，商品消费持续低迷有待以旧换新政策落地形成刺激。3月CPI同比大幅下行0.6个百分点至0.1%，幅度稍大于我们此前预期，主要源于鲜菜鲜果供给充足令食品价格暂时走低。核心CPI同比也在闰年春节效应带动消费需求短暂回暖后再度大幅下行0.6个百分点至0.6%的23Q4水平。扣除春节扰动，服务消费价格涨幅平稳，而消费品价格总体低迷，这意味着尽管服务消费持续转向稳定增长的常态，受房地产市场调整拖累而持续低迷的商品消费意愿仍需进一步的政策鼓励。
- ◆ 食品价格跌幅较大，主因气温偏高鲜菜鲜果供给充足，肉类价格基本符合季节性特征。3月食品CPI环比-3.2%，较可比年份均值跌幅扩大0.9个百分点，是3月CPI低于预期的主要拖累因素。3月全国气温普遍较暖，有利于鲜菜鲜果供给增加，3月两项价格环比跌幅分别为-11.0%和-4.2%，较近几个春节在2月的可比年份均值跌幅扩大3.6、2.9个百分点。猪肉价格在春节所在2月环比明显上涨之后3月环跌3.9%，与可比年份均值水平接近，猪肉年内有望从供过于求走向供需均衡。
- ◆ 核心CPI同比降回23Q4水平，旅游出行等服务价格春节火热后明显回落但程度仍属合理，核心商品消费需求相对一般。3月核心CPI大幅回落0.6个百分点至0.6%，经历春节扰动之后降回23Q4水平。主要拖累因素是除房租外的服务价格，测算环比下跌约1.5%，但考虑到2月环比涨幅也明显超过可比年份季节性均值，一季度整体价格表现比较平稳。核心商品方面，交通工具、家用电器同比跌幅分别达到-4.6%、-0.8%，分别较2月收窄0.8、扩大0.7个百分点，而剔除基期扰动商品价格仍然底部徘徊，显示消费品以旧换新政策大规模落地实施之前，房地产市场深度调整导致的财富缩水效应仍持续抑制居民商品消费意愿，1-2月零售增速的改善可能包含较多闰年春节的暂时性因素。
- ◆ 去库存加速进行阶段工业品需求持续偏弱，加之煤炭价格持续大幅下滑，虽然国际原油价格连续上行，PPI同比跌幅仍再度扩大。3月国际原油价格同比大幅上行2.1个百分点至6.4%，带动PPI中石油和天然气开采业分项环比上涨1.1%，对PPI的拉动作用也上涨约0.1个百分点。但国内煤炭保供持续进行，造成煤炭开采价格再度大跌，同比跌幅扩大0.3个百分点至-15.1%。此外，在房地产市场深度调整拖累投资、居民商品消费意愿一般的背景下，当前去库存仍在加速阶段，并大幅压制了上游工业品需求，3月黑色金属同比跌幅扩大2.4个百分点至-7.2%，对PPI跌幅的拖累亦大幅加深约0.3个百分点，是当月PPI跌幅扩大的最主要原因。
- ◆ 一季度收官，服务消费呈现进入常态化稳定增长的形势，而商品消费意愿仍持续受房地产市场调整的拖累而处于低迷区间，商品和服务消费逻辑背离加大。考虑到服务消费因主要体现居民普遍性的社会交往需求而具备较强的增长稳定性，同时清明假期旅游数据也侧面显示服务消费仍处于持续改善通道之中，我们认为2-3月CPI服务价格的大幅波动需综合看待，不必对今年服务消费前景过于担忧。而另一方面，可选商品消费弹性较大，对中等收入群体收入预期和财富效应感知的敏感度较高，房地产市场深度调整阶段抑制居民商品消费意愿是普遍规律，亟待耐用消费品以旧换新等财政扩张性政策给予鼓励和刺激，才能一定程度上提升居民部门信心和消费意愿，并有力实现较为进取的经济增长目标。耐用消费品升级换代是经济结构优化的主流表现，积极扩张的财政政策如能精准实现促进有效投资和消费内需的良好效果，人民币汇率无疑将得到更好的长期支撑。
- ◆ 风险提示：内需恢复速度慢于预期风险。

事件点评

分析师

秦泰

SAC 执业证书编号：S0910523080002

qintai@huajinsec.cn

报告联系人

周欣然

zhouxinran@huajinsec.cn

相关报告

金价创历史新高，市场在交易什么？

2024.4.10

美国就业再度走强，中美央行边际转鹰——

中美货币政策专题报告暨双循环周报（第52期） 2024.4.6

美国PMI上冲为何令降息预期推迟？薪资！

——美国PMI点评（2024.3） 2024.4.2

PMI为何突升？能否持续？——PMI点评

（24.3） 2024.3.31

美GDP上修欧日放鸽，地产边际放松仍看

需求——华金宏观·双循环周报（第51期）

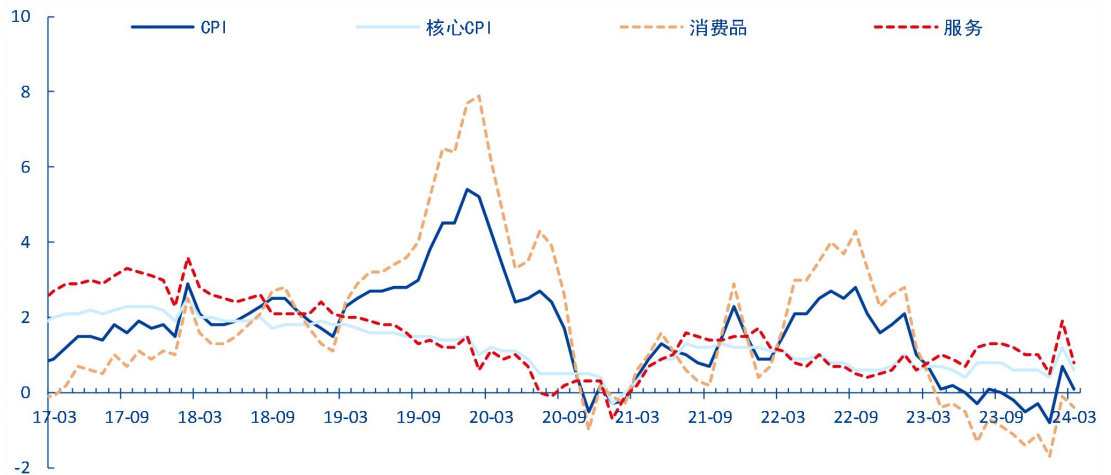
2024.3.30



一、闰年春节短暂推升效应消退，核心 CPI 同比降回 23Q4 水平，服务消费价格一季度整体平稳，商品消费持续低迷有待以旧换新政策落地形成刺激。

3 月 CPI 同比大幅下行 0.6 个百分点至 0.1%，如期出现降温，而幅度稍大于我们此前预期，主要源于鲜菜鲜果供给充足令食品价格暂时走低。核心 CPI 同比也在闰年春节效应带动消费需求短暂回暖后再度大幅下行 0.6 个百分点至 0.6% 的 23Q4 水平。扣除春节扰动，服务消费价格涨幅平稳，而消费品价格总体低迷，这意味着尽管服务消费持续转向稳定增长的常态，受房地产市场调整拖累而持续低迷的商品消费意愿仍需进一步的政策鼓励。

图 1: CPI、核心 CPI、消费品与服务 CPI 同比 (%)

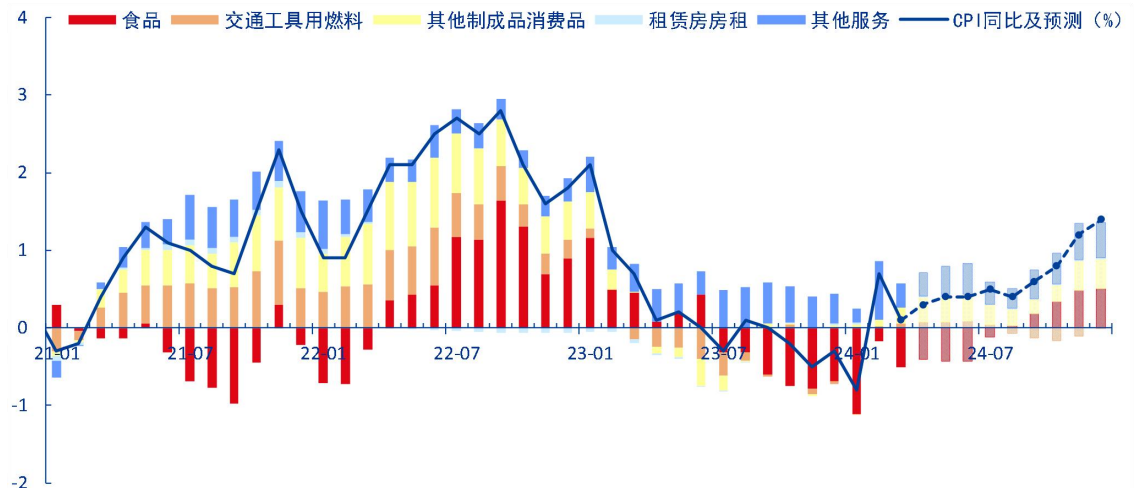


资料来源: CEIC, 华金证券研究所

二、食品价格跌幅较大，主因气温偏高鲜菜鲜果供给充足，肉类价格基本符合季节性特征。

3 月食品 CPI 环比-3.2%，较最近几个春节在 2 月的年份均值跌幅扩大约 0.9 个百分点，是 3 月 CPI 小幅低于预期的主要拖累因素。3 月全国气温普遍较暖，有利于鲜菜、鲜果等供给增加，3 月两项价格环比跌幅分别达到-11.0%和-4.2%，分别较最近几个春节在 2 月的可比年份均值跌幅扩大 3.6、2.9 个百分点。畜肉价格在春节所在 2 月环比明显上涨之后 3 月环跌 3.9%，与可比年份均值水平接近，猪肉年内有望从供过于求走向供需均衡。

图 2: CPI 同比及结构贡献 (%)

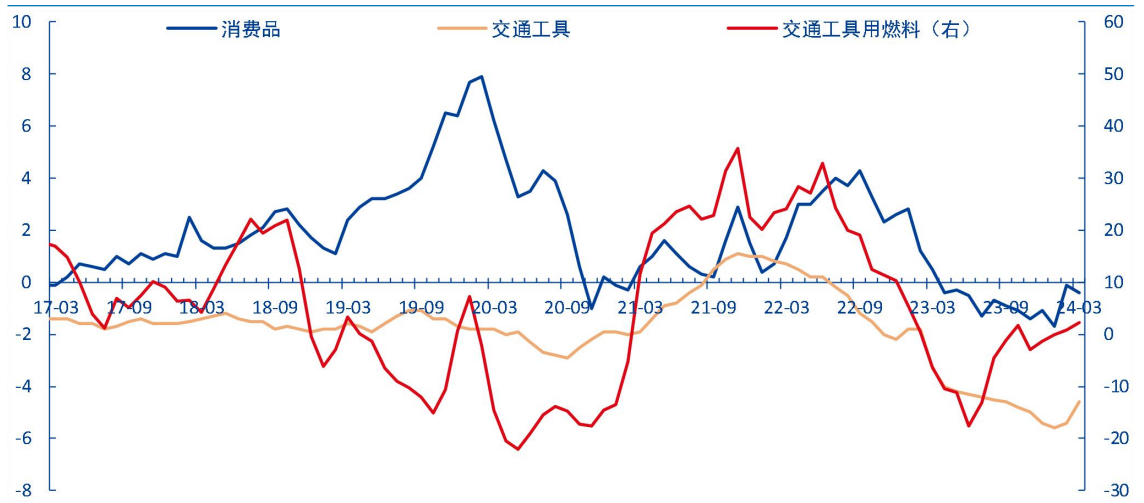


资料来源: CEIC, 华金证券研究所

三、核心 CPI 同比降回 23Q4 水平，旅游出行等服务价格春节火热后明显回落但程度仍属合理，核心商品消费需求相对一般。

3 月核心 CPI 大幅回落 0.6 个百分点至 0.6%，经历春节扰动之后再度降回 23Q4 水平。主要拖累因素是除房租外的服务价格，测算环比下跌约 1.5%，跌幅较深，但考虑到 2 月环比涨幅 (+1.3%) 也明显超过可比年份季节性均值，一季度整体价格表现是比较平稳的。该项 2-3 月波动加大主要体现旅游出行价格在春节假期期间的强劲表现之后合理程度的阶段性回落。核心商品方面，交通工具、家用器具同比跌幅分别达到 -4.6%、-0.8%，分别较 2 月收窄 0.8、扩大 0.7 个百分点，而剔除基期扰动商品价格仍然底部徘徊，显示消费品以旧换新政策大规模落地实施之前，房地产市场深度调整导致的财富缩水效应仍持续抑制居民商品消费意愿，1-2 月零售增速的改善可能包含较多闰年春节的暂时性因素。

图 3: CPI 消费品、交通工具、交通工具用燃料同比 (%)

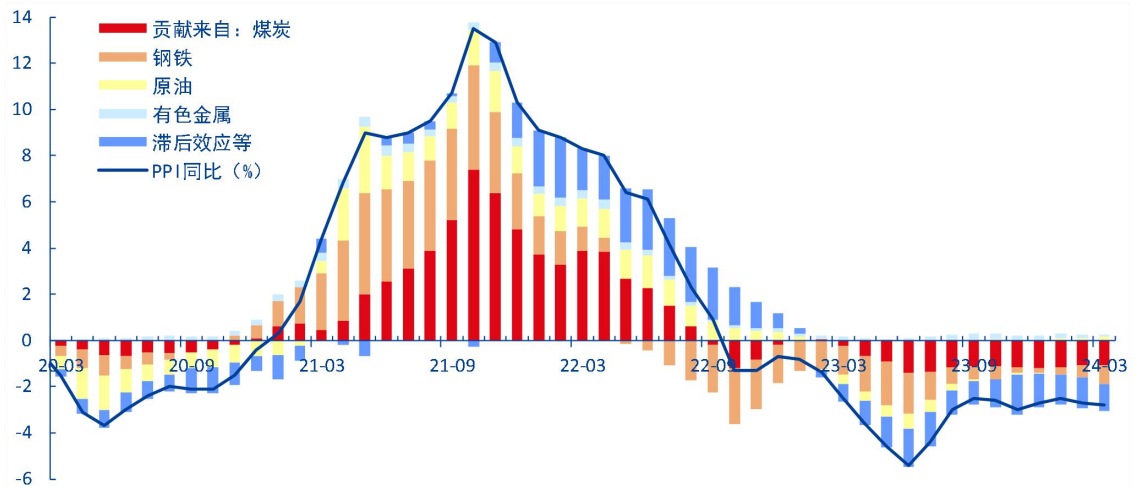


资料来源: CEIC, 华金证券研究所

四、去库存加速进行阶段工业品需求持续偏弱，加之煤炭价格持续大幅下滑，虽然国际原油价格连续上行，PPI 同比跌幅仍再度扩大。

3 月国际原油价格在中东地区地缘政治冲突影响下同比大幅上行 2.1 个百分点至 6.4%，带动 PPI 中石油和天然气开采业分项环比上涨 1.1%，对 PPI 的拉动作用也上涨约 0.1 个百分点。但国内煤炭保供持续进行，造成煤炭开采价格再度大跌，同比跌幅扩大 0.3 个百分点至 -15.1%。此外，在房地产市场深度调整拖累投资、居民商品消费意愿一般的背景下，当前去库存仍在加速阶段，并大幅压制了上游工业品需求，3 月黑色金属同比跌幅扩大 2.4 个百分点至 -7.2%，对 PPI 跌幅的拖累亦大幅加深约 0.3 个百分点，是当月 PPI 跌幅扩大的最主要原因。

图 4: PPI 同比及结构贡献 (%)



资料来源: CEIC, 华金证券研究所

五、一季度收官，服务消费呈现进入常态化稳定增长的形势，而商品消费意愿仍持续受房地产市场调整的拖累而处于低迷区间，商品和服务消费逻辑背离加大。考虑到服务消费因主要体现居民普遍性的社会交往需求而具备较强的增长稳定性，同时清明假期旅游数据也侧面显示服务消费仍处于持续改善通道之中，我们认为 2-3 月 CPI 服务价格的大幅波动需综合看待，不必对今年服务消费前景过于担忧。而另一方面，可选商品消费弹性较大，对中等收入群体收入预期和财富效应感知的敏感度较高，房地产市场深度调整阶段抑制居民商品消费意愿是普遍规律，亟待耐用消费品以旧换新等财政扩张性政策给予鼓励和刺激，才能一定程度上提升居民部门信心和消费意愿，并有力实现较为进取的经济增长目标。耐用消费品升级换代是经济结构优化的主流表现，积极扩张的财政政策如能精准实现促进有效投资和消费内需的良好效果，人民币汇率无疑将得到更好的长期支撑。

风险提示：内需恢复速度慢于预期风险

分析师声明

秦泰声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改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“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

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。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn