

3月物价数据偏低，宏观政策逆周期调节空间较大

——2024年3月物价数据点评

高级分析师 冯琳

事件：根据国家统计局公布的数据，2024年3月，CPI同比为0.1%，上月为0.7%；3月PPI同比为-2.8%，上月为-2.7%。

基本观点：

3月CPI同比上涨0.1%，连续两个月保持正增长，但涨幅较上月大幅回落0.6个百分点，回落幅度超出市场预期。主要原因有两个：一是春节过后，食品及旅游出行消费季节性回落，猪肉、鲜菜等食品价格走低，旅游、机票价格大幅下行，这是3月CPI环比降幅较大，同比涨幅明显回落的直接原因。二是受疫情疤痕效应、楼市低迷等影响，居民消费信心偏弱，需求不足是这段时间物价偏低的根本原因。我们判断，4月CPI同比有望小幅回升至0.3%，但未来一段时间居民消费价格指数仍将低位运行，这为宏观政策向稳增长方向持续发力提供了较大空间。

3月国际原油价格上行，但受房地产投资下滑等因素影响，国内主导的钢铁、水泥、煤炭等大宗商品价格偏弱，当月PPI环比仍维持跌势，同比降幅有所扩大。进入二季度以后，随着稳增长政策发力，特别是“三大工程”全面推动，以及国际大宗商品价格整体上有上行趋势，预计4月起PPI同比降幅将重回较快收窄过程，并有望在年中前后转为正增长。总体上看，下半年PPI能否保持正增长状态及全年PPI累计同比能否回正，将主要取决于后续国内房地产行业走向及各项稳增长措施的落实进度。

具体来看：

一、3月CPI同比上涨0.1%，连续两个月保持正增长，但涨幅较上月大幅回落0.6个百分点，回落幅度超出市场预期。主要原因有两个：一是春节过后，食品及旅游出行消费季节性回落，猪肉、鲜菜等食品价格走低，旅游、机票价格大幅下行，这是3月CPI环比降幅较大，同比涨幅明显回落的直接原因。二是受疫情疤痕效应、楼市低迷等影响，居民消费信心偏弱，需求不足是这段时间物价偏低的根本原因。我们判断，未来一段时间居民消费价格指数仍将低位运行，这也为宏观政策向稳增长方向持续发力提供了较大空间。

首先，节后消费回落叠加大部分地区气温较常年同期偏高，市场供应总体充足，3月鲜菜、猪肉、鸡

蛋、鲜果和水产品价格环比分别下降 11.0%、6.7%、4.5%、4.2%和 3.5%，食品价格整体环比下降 3.2%，同比降幅由上月的-0.9%扩大至-2.7%，下拉 CPI 涨幅 0.52 个百分点，是当月 CPI 同比涨幅收窄的主要原因。

另外，节后进入旅游出行淡季，3 月机票、旅游价格环比分别下降 27.4%、14.2%，同比涨幅则分别由上月的 20.8%、23.1%，骤降至-14.7%和 6.0%，带动服务价格同比涨幅从上月的 1.9%降至 0.8%。另外，节后汽车“价格战”再度升温，交通工具价格环比降幅扩大，但受上年同期低基数影响，同比降幅收窄；另外，3 月国际油价上行，带动国内汽油价格上涨，是当月工业消费品价格同比由上月的持平转为上涨 0.4%的主要原因。

整体上看，3 月 CPI 同比连续两个月保持正增长，意味着通缩风险可控。事实上，近期经济保持回升态势，广义货币供应量 M2 处在接近两位数的增长水平，从宏观环境上看，当前我国并不存在持续通缩的基础。不过，3 月 CPI 环比下降 1.0%，这一降幅比疫情前十年 3 月平均降幅扩大 1 倍，意味着当前物价运行明显偏弱。背后是当前各类商品和服务供应比较稳定，而在疫情疤痕效应及房地产低迷背景下，居民消费需求整体仍然不旺。可以看到，国家统计局公布的 2 月消费者信心指数为 89.0，尽管较上月和上年末分别小幅改善 0.2 和 1.5，但仍明显低于 100 的中值水平，显示当前消费者信心偏弱，也和当前居民存款增速仍明显高于贷款增速相印证。这也是近期政策面出台大规模耐用消费品“以旧换新”，促消费政策显著加码的主要原因。

展望未来，我们判断 4 月 CPI 同比将在 0.3%左右，后期伴随猪周期价格见底、消费修复及价格基数走低，CPI 同比涨幅有小幅扩大趋势，但物价水平偏低状况仍需高度重视，要着力避免形成“低物价、低消费”循环。我们判断，接下来决定居民消费价格走势的最重要因素将是楼市何时企稳回暖。这对当前居民消费信心的影响最大。另外，各地在较大力度落实耐用消费品“以旧换新”的同时，地方财政部门还可适度加大消费券、消费补贴发放力度，同时商务管理部门也需进一步改善消费环境、拓展消费场景。我们判断，在物价偏低背景下，着眼于“更加注重做好逆周期调节”，有效提振内需，接下来货币政策降息降准都有空间，不排除年中前后落地的可能。

二、3 月 PPI 环比延续下跌，同比跌幅扩大，主因国内定价的煤炭、水泥、钢材等商品价格环比回落、同比跌幅加深。背后是当前国内商品供应稳定，而受房地产市场持续低迷影响，内需仍有不足。

3 月 PPI 环比下降 0.1%，连续第 5 个月环比走跌；同比下降 2.8%，降幅较上月扩大 0.1 个百分点，连续 18 个月处于同比负增长状态。3 月官方制造业 PMI 出厂价格指数回落 0.7 个百分点至 47.4%，连续 6 个月处于收缩区间，已预示 3 月 PPI 将持续同比负增长。3 月国际定价的原油、铜等商品价格环比上涨、同比改善，PPI 持续负增主因国内定价的煤炭、水泥、钢材等商品价格环比回落、同比跌幅扩大。背后是当

前国内商品供应稳定而内需仍有不足。中国物流与采购联合会调查显示，当前反映需求不足的企业占比仍然超过 60%，宏观经济总量供大于求的矛盾尚未解决。

分大类看，3 月生产资料 PPI 环比下跌 0.1%，也为连续第 5 个月走跌，同比跌幅较上月扩大 0.1 个百分点至-3.5%。各分项中，仅原材料工业 PPI 环比上涨、同比跌幅收敛，采掘工业和加工工业 PPI 均环比回落且同比跌幅扩大。其中，主要受煤炭价格明显下跌影响，3 月采掘工业 PPI 环比下降 0.8%（前值为上涨 0.2%），同比跌幅较上月扩大 0.3 个百分点至-5.8%。生活资料方面，3 月生活资料 PPI 环比下跌 0.1%，为连续第 6 个月走跌，同比跌幅也较上月扩大 0.1 个百分点至-1.0%。这主要受食品类 PPI 环比下跌 0.4%（前值 0.0%）、同比跌幅扩大至-1.3%（前值-0.9%）拖累。当月衣着、一般日用品和耐用消费品 PPI 环比止住下跌势头，但涨幅也仅为 0.0%，显示供给充足而终端消费偏弱背景下，下游消费品价格边际上涨动力不足。

今年一季度，PPI 环比连续走跌，同比累计下跌 2.7%。我们认为主要问题出在需求端，即今年以来国内房地产行业仍持续调整，对钢铁、水泥、平板玻璃等相关建材需求大幅下降，再加上楼市低迷与疫情疤痕效应碰头，居民消费信心受到一定影响，仍在分别对 PPI 中的生产资料价格和生活资料价格形成一定下行压力，并且还会向 CPI 传导，进而下拉整体价格水平。这也是当前宏观政策重心正在由防通胀转向推动物价水平温和回升的原因所在。

我们判断，进入二季度以后，随着稳增长政策发力，特别是“三大工程”全面推动，基建和房地产投资将受到一定拉动；与此同时，大规模设备更新及耐用消费品以旧换新措施将全面启动，将直接促进制造业投资并对居民消费需求修复起到积极作用。以上会对国内主导的大宗商品价格及工业消费品价格形成支撑。另外，受欧佩克减产、地缘政治风险加剧等影响，近期原油等国际大宗商品价格也在走高，再加上去年同期价格基数下沉，我们预计 4 月起 PPI 同比降幅将重回较快收窄过程，并有望在年中前后转为正增长。总体上看，下半年 PPI 能否保持正增长状态及全年 PPI 累计同比能否回正，将主要取决于后续国内房地产行业走向及各项稳增长措施的落实进度。

权利及免责声明:

本研究报告及相关的信用分析数据、模型、软件、评级结果等所有内容的著作权和其他相关知识产权均归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构及个人未经东方金诚书面授权不得修改、复制、逆向工程、销售、分发、储存、引用或以其他方式传播。

本研究报告中引用的标明出处的公开资料，其合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方/发布方负责，东方金诚对该等资料进行了合理审慎的核查，但不应视为东方金诚对其合法性、真实性、准确性及完整性提供了任何形式的保证。

由于评级预测具有主观性和局限性，东方金诚对于评级预测以及基于评级预测的结论并不保证与实际情况一致，并保留随时予以修正或更新的权利。

本研究报告仅用于为投资人、发行人等授权使用方提供第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资者应审慎使用本研究报告，自行对投资行为和投资结果负责，东方金诚不对其承担任何责任。

本研究报告仅授权东方金诚指定的使用者使用，且该等使用者必须按照授权确定的方式使用，相关引用必须注明来自东方金诚且不得篡改、歪曲或有任何类似性质的修改行为。

未获授权的机构及人士不应获取或以任何方式使用本研究报告，东方金诚对本研究报告的未授权使用、超授权使用和非法使用等不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。