

3月通胀点评

节后消费季节性回落拖累需求，复工提振生产放大供需对比

3月CPI同比增速走低且增速表现低于市场预期，主要是受春节后消费季节性回落影响；从分项看，影响CPI同比增速低于预期的主要是食品和出行服务；虽然食品价格后续走势仍有不确定性，但预计在国际油价坚挺、清明小长假消费超预期和基数效应的影响下，4月CPI同比增速有望继续回升；3月PPI同比增速较3月继续小幅下行，建筑投资相关的工业品价格表现偏弱，有色金属和国际油价的正面拉动比较明显；3月制造业PMI的新出口订单指数较强，关注外需可能对工业品价格产生的影响。

- 3月CPI环比下降1.0%，同比增长0.1%，核心CPI同比增长0.6%，服务价格同比增长0.8%，消费品价格同比下降0.4%。
- 从环比看，3月食品价格下降3.2%，影响CPI环比下降约0.59个百分点，非食品价格下降0.5%，影响CPI环比下降约0.37个百分点；从同比看，食品价格下降2.7%，影响CPI同比下降约0.52个百分点，非食品价格上涨0.7%，影响CPI同比上涨约0.57个百分点。
- 春节假期后价格环比明显回落。3月CPI同比增速较2月明显回落，主要是受节后消费季节性回落影响，食品和出行服务价格是影响通胀低于预期的主要因素。从环比看，3月鲜菜、猪肉、鸡蛋、鲜果和水产品合计影响CPI环比下降约0.54个百分点，飞机票、交通工具租赁费和旅游价格合计影响CPI环比下降约0.38个百分点，两方面合计占CPI环比总降幅约九成。3月CPI数据中还有两个细节值得关注，一是对CPI影响较大的交通工具用燃料价格，受国际油价上涨影响，3月环比上涨1.1%，连续两个月环比涨幅在1%以上，二是服务价格环比表现虽然弱于历史同期环比增速，但主要是受旅游价格走弱影响，家庭服务、邮递服务和其他用品和服务价格3月环比表现均有不同程度好于历史同期平均水平。我们认为CPI上半年环比低基数和同比增速年内上行的趋势都依然存在，从清明小长假消费表现看，4月服务价格可能重新拉动CPI同比增速较3月上行。
- 3月PPI环比下降0.1%，同比下降2.8%，生产资料同比下降3.5%，生活资料同比下降1.0%。PIRM同比下降3.5%。
- 从同比看，煤炭开采和洗选业、非金属矿物制品业、黑色金属冶炼和压延加工业、农副食品加工业、计算机通信和其他电子设备制造业5个行业降幅比上月均扩大，合计影响PPI同比下降约1.62个百分点；化学原料和化学制品制造业、电气机械和器材制造业、石油煤炭及其他燃料加工业3个行业降幅比上月均收窄，合计影响PPI同比下降约0.82个百分点。
- 关注外需对工业品价格的边际影响。3月PPI同比增速低于市场预期，主要还是受工业品供给端相对充足的影响，从细项来看，对PPI同比增速拖累较明显的煤炭、非金属矿物、钢铁等工业品价格，仍指向国内建筑业投资表现偏弱。我们认为在基数效应的影响下，4月开始PPI同比增速或开始波动上行的过程，但全年能否增速回正或仍需要观察需求端和国内供给端是否有超预期的表现。另外3月PMI数据中新出口订单环比大幅上升至荣枯线上方，外需可能成为边际影响PPI同比增速的意外因素。
- **风险提示：**全球通胀回落偏慢；欧美经济回落速度偏快；国际局势复杂化。

相关研究报告

《海外宏观和大类资产月报》20240409

《市场流动性处于低位，风格再平衡》

20240408

《宏观和大类资产配置周报》20240407

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观经济

证券分析师：张晓娇

xiaojiao.zhang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300514010002

证券分析师：朱启兵

(8610)66229359

Qibing.Zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

CPI

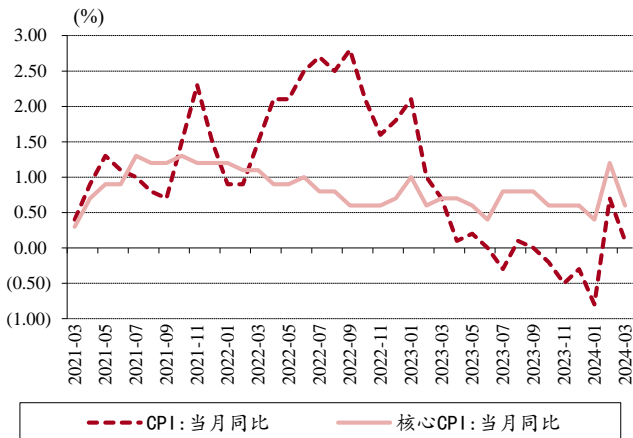
3月CPI同比增速回落，通胀表现低于预期。3月CPI环比下降1.0%，增速较2月下降2.0个百分点。从分项看，3月环比上涨的有衣着（0.6%）、其他用品和服务（0.6%）、居住（0.1%）和医疗保健（0.1%），环比下降的是食品烟酒（-2.2%）、教育文化娱乐（-2.1%）和交通通信（-1.4%）；3月分项中较2月环比增速上升的有衣着、其他用品和服务、生活用品及服务、居住，环比增速下降的是食品烟酒、教育文化娱乐、交通通信和医疗保健。3月CPI同比增长0.1%，较2月下降0.6个百分点，核心CPI同比增长0.6%，较2月下降0.6个百分点，服务价格同比增长0.8%，较2月下降1.1个百分点，消费品价格同比下降0.4%，较2月下降0.3个百分点。从分项看，3月同比增速较高的是其他用品和服务（2.7%）、教育文化娱乐（1.8%）、衣着（1.6%）、医疗保健（1.5%）和生活用品及服务（1.0%），同比增速较2月上升的是生活用品及服务，较2月同比增速下降较多的是教育文化娱乐和食品烟酒。3月份，受节后消费需求季节性回落、市场供应总体充足等因素影响，全国CPI环比季节性下降，同比涨幅有所回落。据测算，在3月份0.1%的CPI同比变动中，翘尾影响约为-0.3个百分点，今年价格变动的新影响约为0.4个百分点。

节后食品消费需求回落。节后消费需求回落，加之大部分地区气温较常年同期偏高，市场供应总体充足，鲜菜、猪肉、鸡蛋、鲜果和水产品价格分别下降11.0%、6.7%、4.5%、4.2%和3.5%，合计影响CPI环比下降约0.54个百分点，占CPI总降幅五成多。从环比看，3月食品价格下降3.2%，影响CPI环比下降约0.59个百分点；从同比看，食品价格下降2.7%，降幅比上月扩大1.8个百分点，影响CPI同比下降约0.52个百分点，下拉影响比上月增加约0.35个百分点。食品中，鸡蛋、鲜果、牛肉、羊肉和禽肉类价格同比降幅均有扩大；鲜菜、猪肉价格分别由上月同比上涨转为下降。

节后出行服务价格季节性回落。从环比看，3月非食品价格下降0.5%，影响CPI环比下降约0.37个百分点；从同比看，非食品价格上涨0.7%，涨幅比上月回落0.4个百分点，影响CPI同比上涨约0.57个百分点。节后为出行淡季，非食品中飞机票、交通工具租赁费和旅游价格分别环比下降27.4%、15.9%和14.2%，合计影响CPI环比下降约0.38个百分点，占CPI环比总降幅近四成；春装换季上新，服装价格环比上涨；受国际金价和油价上行影响，国内金饰品和汽油价格环比上涨；服务价格同比上涨0.8%，涨幅回落1.1个百分点，主要是出行类服务价格回落较多，其中旅游价格和飞机票价格两项合计对CPI上拉影响比上月减少约0.39个百分点。

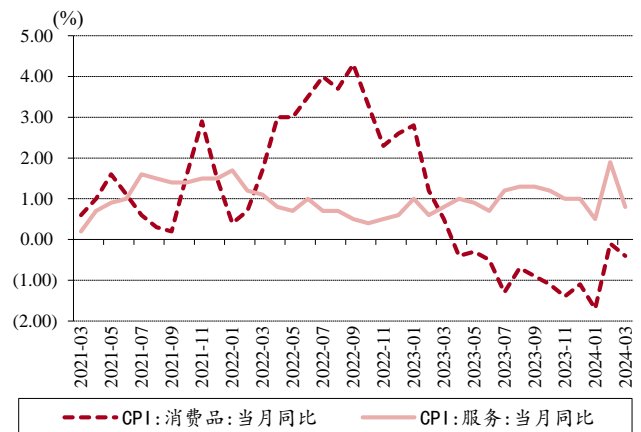
春节假期后价格环比明显回落。3月CPI同比增速较2月明显回落，主要是受节后消费季节性回落影响，食品和出行服务价格是影响通胀低于预期的主要因素。从环比看，3月鲜菜、猪肉、鸡蛋、鲜果和水产品合计影响CPI环比下降约0.54个百分点，飞机票、交通工具租赁费和旅游价格合计影响CPI环比下降约0.38个百分点，两方面合计占CPI环比总降幅约九成。3月CPI数据中还有两个细节值得关注，一是对CPI影响较大的交通工具用燃料价格，受国际油价上涨影响，3月环比上涨1.1%，连续两个月环比涨幅在1%以上，二是服务价格环比表现虽然弱于历史同期环比增速，但主要是受旅游价格走弱影响，家庭服务、邮递服务和其他用品和服务价格3月环比表现均有不同程度好于历史同期平均水平。我们认为CPI上半年环比低基数和同比增速年内上行的趋势都依然存在，从清明小长假消费表现看，4月服务价格可能重新拉动CPI同比增速较3月上行。

图表 1. CPI 和核心 CPI 同比走势



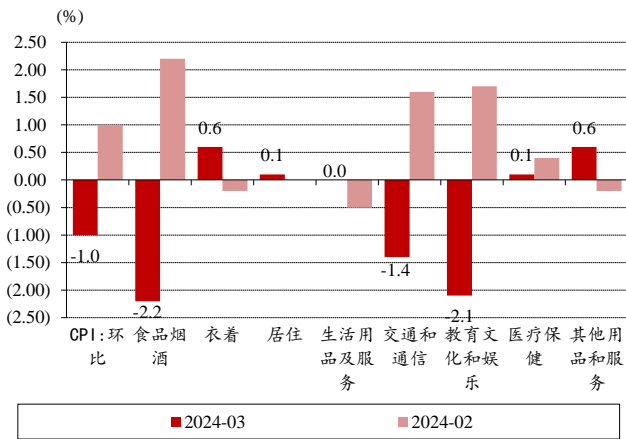
资料来源：万得，中银证券

图表 2. 消费品和服务 CPI 当月同比



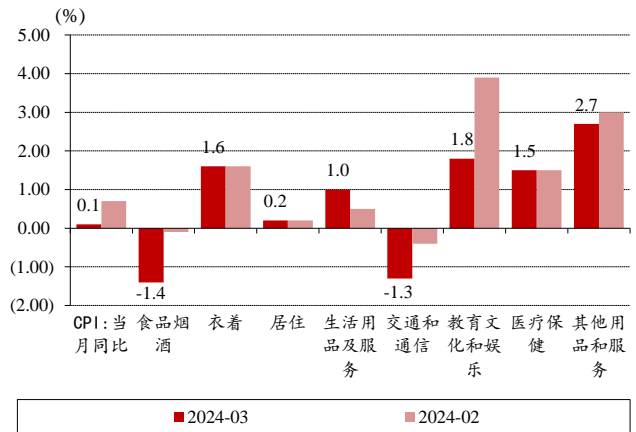
资料来源：万得，中银证券

图表 3. CPI 环比走势



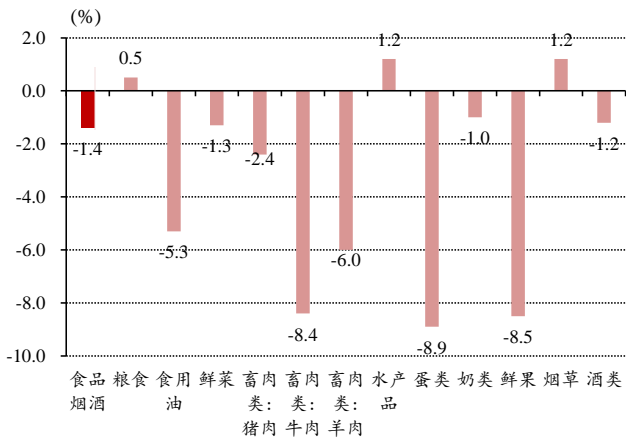
资料来源: 万得, 中银证券

图表 4. CPI 同比走势



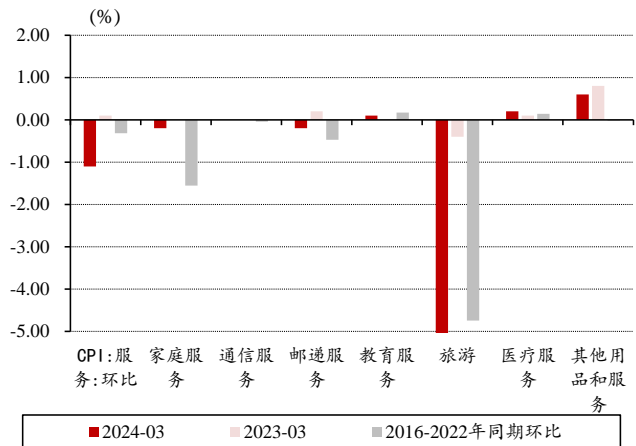
资料来源: 万得, 中银证券

图表 5. 食品价格同比增速



资料来源: 万得, 中银证券

图表 6. 3月 CPI 服务价格环比增速



资料来源: 万得, 中银证券

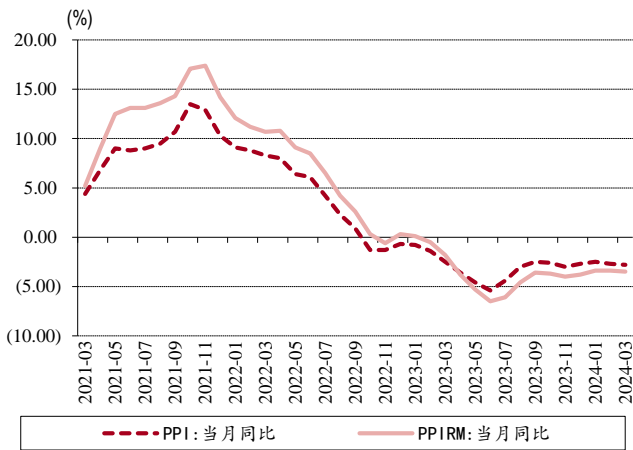
PPI

PPI 环比第五个月负增长。3月PPI环比下降0.1%，其中生产资料环比下降0.1%，生活资料环比下降0.1%。3月PPI同比下降2.8%，较2月下降0.1个百分点，其中生产资料同比下降3.5%，较2月下降0.1个百分点，生活资料同比下降1.0%，较2月下降0.1个百分点。PIRM同比下降3.5%，较2月下降0.1个百分点，从构成来看，3月同比增速仍以下降为主，同比增速下降较多的是建筑材料类(-7.2%)，农副产品类(-6.0%)，化工原料类(-5.4%)，燃料动力类(-4.9%)，木材纸浆类(-4.6%)和黑色金属(-4.1%)，同比增速上升的是有色金属(0.7%)和纺织原料(0.5%)；同比增速较2月下降的是黑色金属、建筑材料、农副产品等，增速较2月上升较多的则是燃料动力、木材纸浆和纺织原料等。据测算，在3月份-2.8%的PPI同比变动中，翘尾影响约为-2.3个百分点，今年价格变动的新的影响约为-0.5个百分点。

生产资料环比降幅较2月有所收窄。3月生产资料价格中，采掘业环比下降0.8%，原材料业环比上升0.3%，加工业环比下降0.2%。随着节后工业生产恢复，工业品供应相对充足，PPI同比降幅略有扩大。从环比看，国际输入性因素带动国内石油、有色金属相关行业价格环比上涨；从同比看，煤炭开采和洗选业、非金属矿物制品业、黑色金属冶炼和压延加工业、农副食品加工业、计算机通信和其他电子设备制造业5个行业降幅比上月均扩大，合计影响PPI同比下降约1.62个百分点；化学原料和化学制品制造业、电气机械和器材制造业、石油煤炭及其他燃料加工业3个行业降幅比上月均收窄，合计影响PPI同比下降约0.82个百分点。

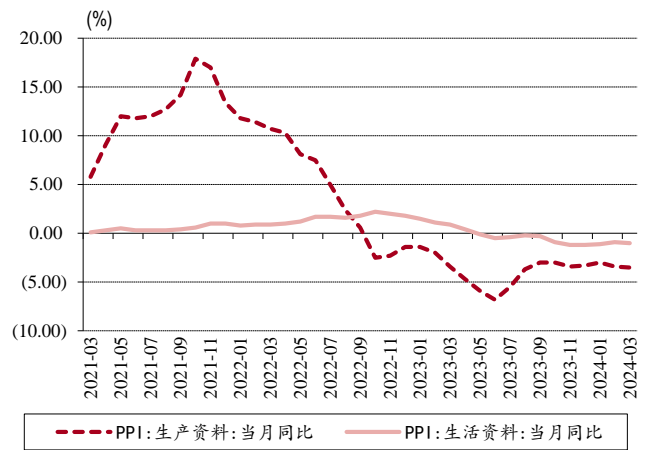
关注外需对工业品价格的边际影响。3月PPI同比增速低于市场预期，主要还是受工业品供给端相对充足的影响，从细项来看，对PPI同比增速拖累较明显的煤炭、非金属矿物、钢铁等工业品价格，仍指向国内建筑业投资表现偏弱。我们认为在基数效应的影响下，4月开始PPI同比增速或开始波动上行的过程，但全年能否增速回正或仍需要观察需求端和国内供给端是否有超预期的表现。另外3月PMI数据中新出口订单环比大幅上升至荣枯线上方，外需可能成为边际影响PPI同比增速的意外因素。

图表 7. PPI 和 PPIRM 当月同比增长



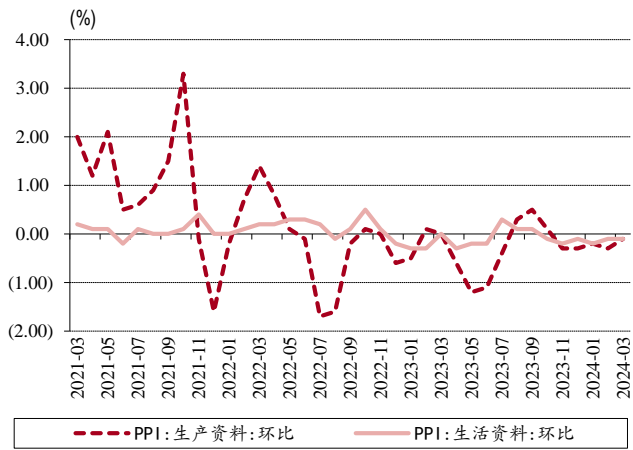
资料来源：万得，中银证券

图表 8. PPI 生产资料和生活资料当月同比走势



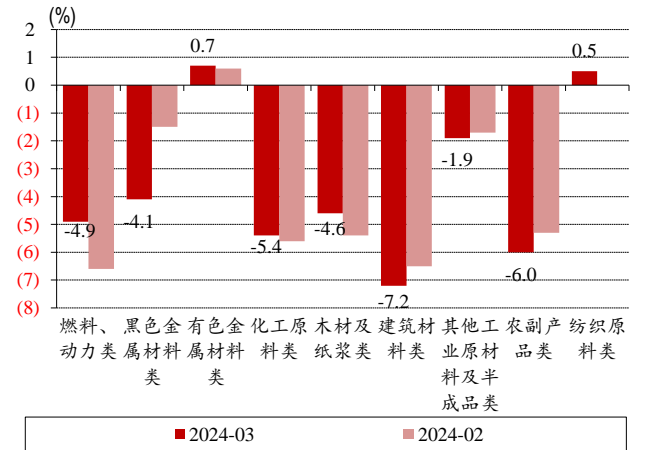
资料来源：万得，中银证券

图表 9. PPI 生产资料和生活资料环比走势



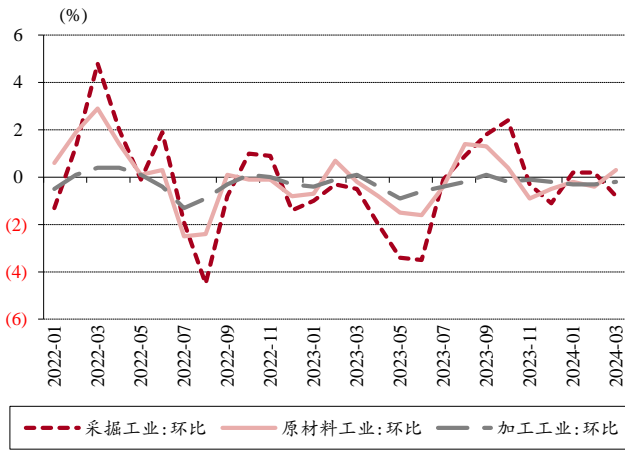
资料来源：万得，中银证券

图表 10. PPIRM 构成当月同比



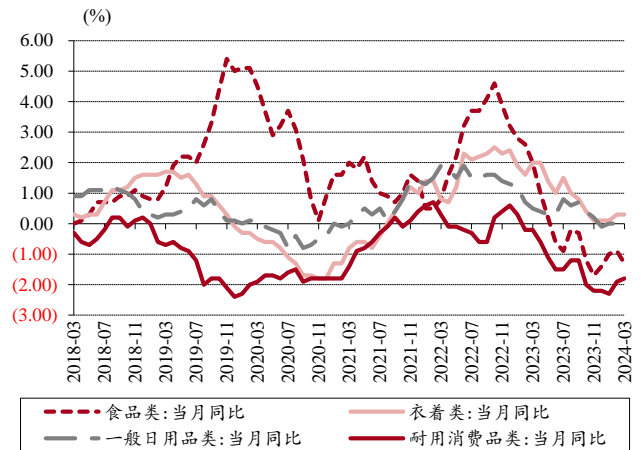
资料来源：万得，中银证券

图表 11. 生产资料价格环比增速偏弱



资料来源: 万得, 中银证券

图表 12. 生活资料价格同比小幅回升



资料来源: 万得, 中银证券

风险提示: 全球通胀回落偏慢; 欧美经济回落速度偏快; 国际局势复杂化。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分予任何其他人，或将此报告全部或部分公开发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371