

## 2024年3月物价数据点评

# 低物价仍待破局

### 证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号  
S1060520090001  
ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

张璐 投资咨询资格编号  
S1060522100001  
ZHANGLU150@pingan.com.cn



### 事项:

2024年3月CPI同比0.1%，PPI同比为-2.8%。

### 平安观点:

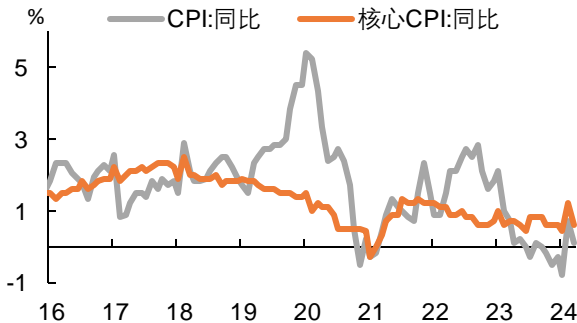
- **3月CPI环比跌幅超季节性，反映经济仍处于低物价运行状态。**1) 食品价格超季节性回落，对CPI环比下跌贡献近6成。生猪产能去化不足，猪周期仍在底部运行，加之春节后全国气温总体适宜，果蔬供应较为充足，在消费需求不强的情况下造成食品价格走低。2) 旅游出行类价格高位回落，对CPI环比下跌贡献近4成。其中，旅游分项环比为-14.2%，交通工具使用和维修分项环比为-2.4%，在非食品分项中跌幅最大。如果考虑剔除春节错位因素的影响，以一季度整体价格涨幅来看，旅游分项较去年末上涨1.1%，好于2018-2023年同期平均水平（为下跌2.2%），仍然是经济中的结构性亮点。3) 国际油价上涨对CPI的传导作用凸显。3月国际油价累计进一步上涨6.3%（ICE布油价格），带动CPI交通工具用燃料分项环比上涨1.1%，是涨幅最大的分项。居住作为CPI中的高权重（估算权重约在20-25%）、低波动分项，3月环比上涨0.1%，结束此前连续6个月零增长，对于整体物价水平的稳定也发挥了重要作用，需要继续观察其持续性。
- **3月PPI环比连续第五个月下跌。不同领域工业品价格出现较明显分化：**石油化工产业链、有色金属、水电燃气分别拉动PPI环比0.04、0.03、0.04个百分点（合计为0.11%），而黑色建材拖累PPI环比0.15个百分点，已公布的中游和下游制造行业亦对PPI环比产生明显拖累，尤其是汽车制造（以价换量）和食品加工制造（原料价格下跌）。这体现了国际油价上涨的输入性影响，也体现了市场所关注的黑色和有色金属价格走势的背离，是房地产所代表的旧经济与新能源所代表的新经济“一落一起”的缩影。从PPI环比连跌的结果来看，房地产领域对经济的拖累仍大，防止房地产领域失速造成风险传染仍是政策重点。4月以来，黑色系商品价格呈现反弹，有色金属和石油化工产业链价格进一步上涨，而非金属建材价格保持低位运行，对于PPI环比转正释放出积极信号。
- **当前物价低位运行，使得实际利率仍处高位，货币政策进一步宽松的必要性较强。但当前货币宽松存在两大掣肘：**一是汇率，离岸美元兑人民币汇率运行在7.25附近，与7.1以内的美元兑人民币中间价存在差距，体现市场贬值预期较强，在美联储降息时点不确定性增强的情况下，进一步宽货币可能加大人民币贬值压力；二是银行净息差，去年末商业银行净息差进一步降至1.69%，已连续四个季度低于《合格审慎评估实施办法（2023年修订版）》划定的评分警戒线1.8%。4月以来，中小银行密集下调存款挂牌利率，缓解息差压力，为降息提供了必要前提。在一季度经济增长数据可能超预期情况下，货币政策或仍处于观望期。
- **风险提示：**海外经济超预期衰退使大宗商品价格下跌；国内房地产政策落地效果不及预期冲击黑色商品价格；生猪集中出栏超预期拖累猪肉价格。

## 一、 食品和出行拖累 CPI 环比下跌

2024 年 3 月 CPI 同比略增 0.1%，涨幅较上月回落 0.6 个百分点。其中，不含食品和能源的核心 CPI 同比增长 0.6%，食品分项同比为-2.7%，服务分项同比为 0.8%，均较上月有所回落。环比来看，3 月 CPI 环比下跌 1%，与春节落在 2 月的往年均值相比，环比跌幅是超季节性的，反映经济仍处于低物价运行状态。

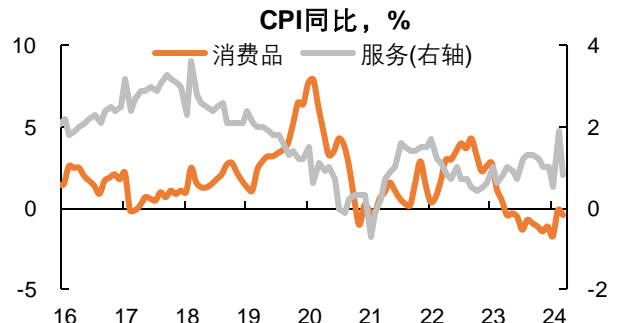
- 1. 食品价格超季节性回落，对 CPI 环比下跌贡献近 6 成。**据国家统计局公告，3 月食品分项环比为-3.2%，影响 CPI 环比下降约 0.59 个百分点。其中，权重项鲜菜、猪肉、鲜果和水产品价格均超季节性下跌，生猪产能去化不足，猪周期仍在底部运行，加之春节后全国气温总体适宜，果蔬供应较为充足，在消费需求不强的情况下造成食品价格走低。
- 2. 旅游出行类价格高位回落，对 CPI 环比下跌贡献近 4 成。**据国家统计局公告，3 月出行淡季，飞机票、交通工具租赁费和旅游价格合计影响 CPI 环比下降约 0.38 个百分点。其中，旅游分项环比为-14.2%，交通工具使用和维修分项环比为-2.4%，在非食品分项中跌幅最大。如果考虑剔除春节错位因素的影响，以一季度整体价格涨幅来看，旅游分项较去年末上涨 1.1%，好于 2018-2023 年同期平均水平(为下跌 2.2%)；交通工具使用和维修分项较去年末略涨 0.2%(2018-2023 年平均为持平上年末)。可见，旅游出行仍然是经济中的结构性亮点。
- 3. 国际油价上涨对 CPI 的传导作用凸显。**3 月国际油价累计进一步上涨 6.3% (ICE 布油价格)，带动国内汽油价格环比上涨 1.2%，CPI 交通工具用燃料分项环比上涨 1.1%，是涨幅最大的分项。衣着分项环比上涨 0.6%，主要体现春装换季的季节性特征。此外，国际金价上涨还带动国内金饰品价格环比上涨 5.8%，国际商品价格对国内物价发挥正向影响。居住作为 CPI 中的高权重(估算权重约在 20-25%)、低波动分项，3 月环比上涨 0.1%，结束此前连续 6 个月零增长，对于整体物价水平的稳定也发挥了重要作用，需要继续观察其持续性。

图表1 2024 年 3 月 CPI 和核心 CPI 同比均回落



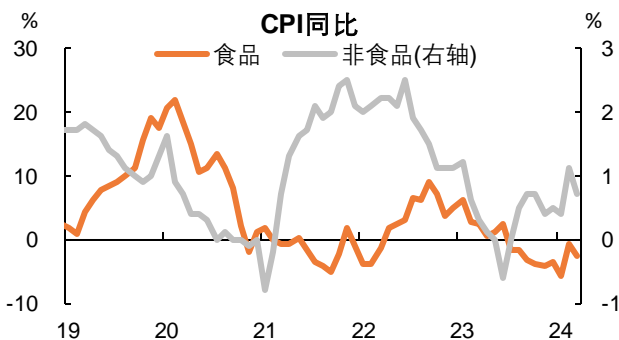
资料来源:Wind, 平安证券研究所

图表2 3 月 CPI 服务分项同比正增、商品分项同比负增



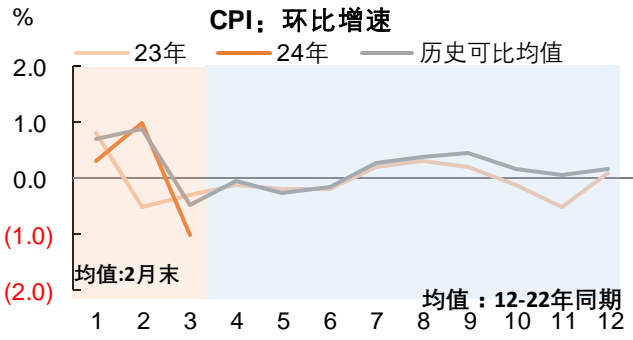
资料来源:Wind, 平安证券研究所

图表3 3 月 CPI 食品同比负增、非食品同比正增



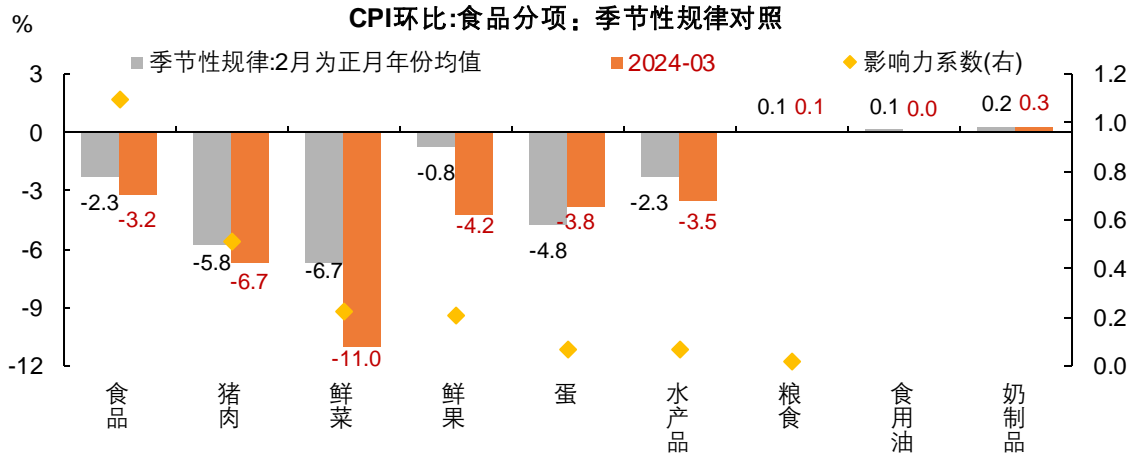
资料来源:Wind, 平安证券研究所

图表4 3 月 CPI 环比超季节性回落



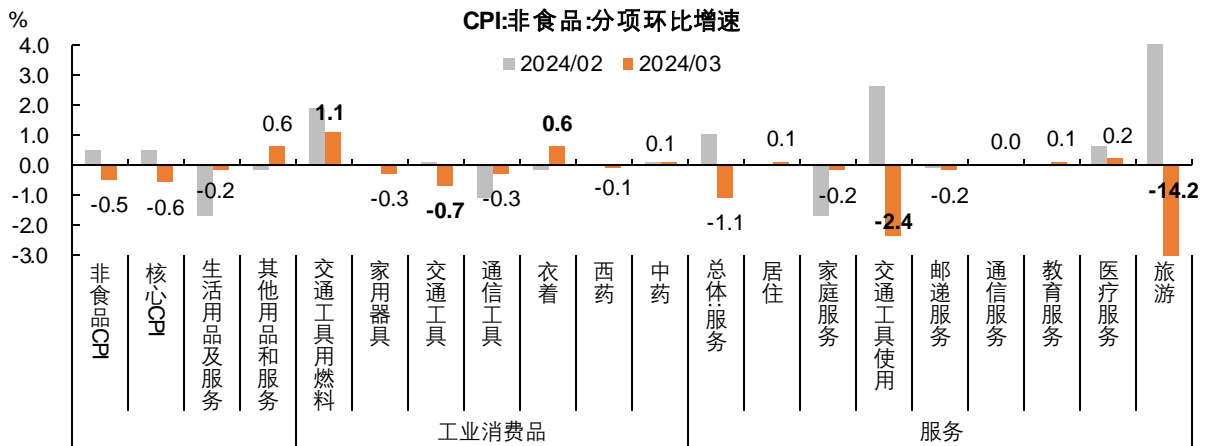
资料来源:Wind, 平安证券研究所

图表5 2024年3月CPI食品分项多数超季节性回落



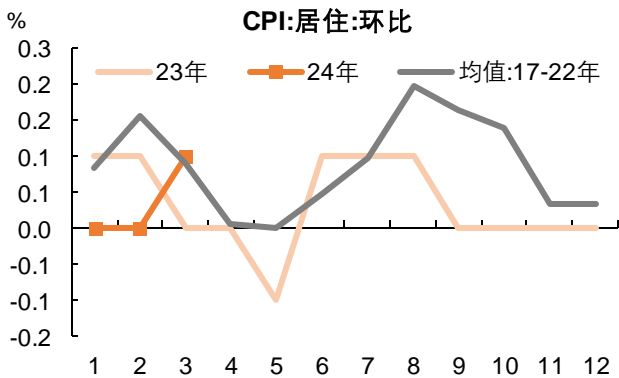
资料来源:wind,平安证券研究所

图表6 2024年3月CPI非食品分项环比下跌集中于旅游和交通工具使用维修



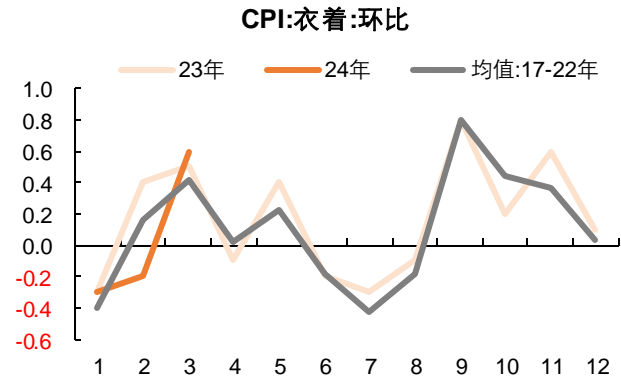
资料来源:iFind,平安证券研究所

图表7 2024年3月居住价格环比时隔半年出现上涨



资料来源:Wind,平安证券研究所

图表8 2024年3月衣着价格环比增长体现季节性规律

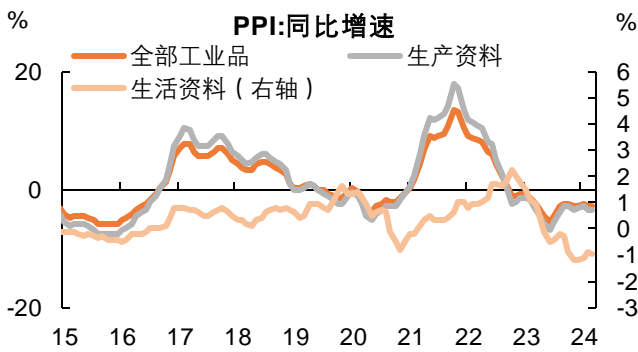


资料来源:Wind,平安证券研究所

## 二、PPI 环比连续第五个月下跌

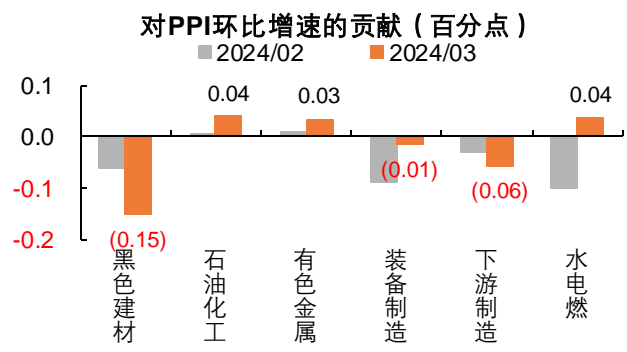
3月PPI环比下跌0.1%，同比跌幅又扩大0.1个百分点至2.8%。不过，不同领域工业品价格出现较明显分化：石油化工产业链、有色金属、水电燃气分别拉动PPI环比0.04、0.03、0.04个百分点（合计为0.11%），而黑色建材拖累PPI环比0.15个百分点，已公布的中游和下游制造行业亦对PPI环比产生明显拖累。这体现了国际油价上涨的输入性影响，也体现了市场所关注的黑色和有色金属价格走势的背离，是房地产所代表的旧经济与新能源所代表的新经济“一落一起”的缩影。从PPI环比连跌的结果来看，房地产领域对经济的拖累仍大，防止房地产领域失速造成风险传染仍是政策重点。

图表9 2024年3月PPI同比仍处负增长区间



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表10 2024年3月不同领域工业品价格表现分化

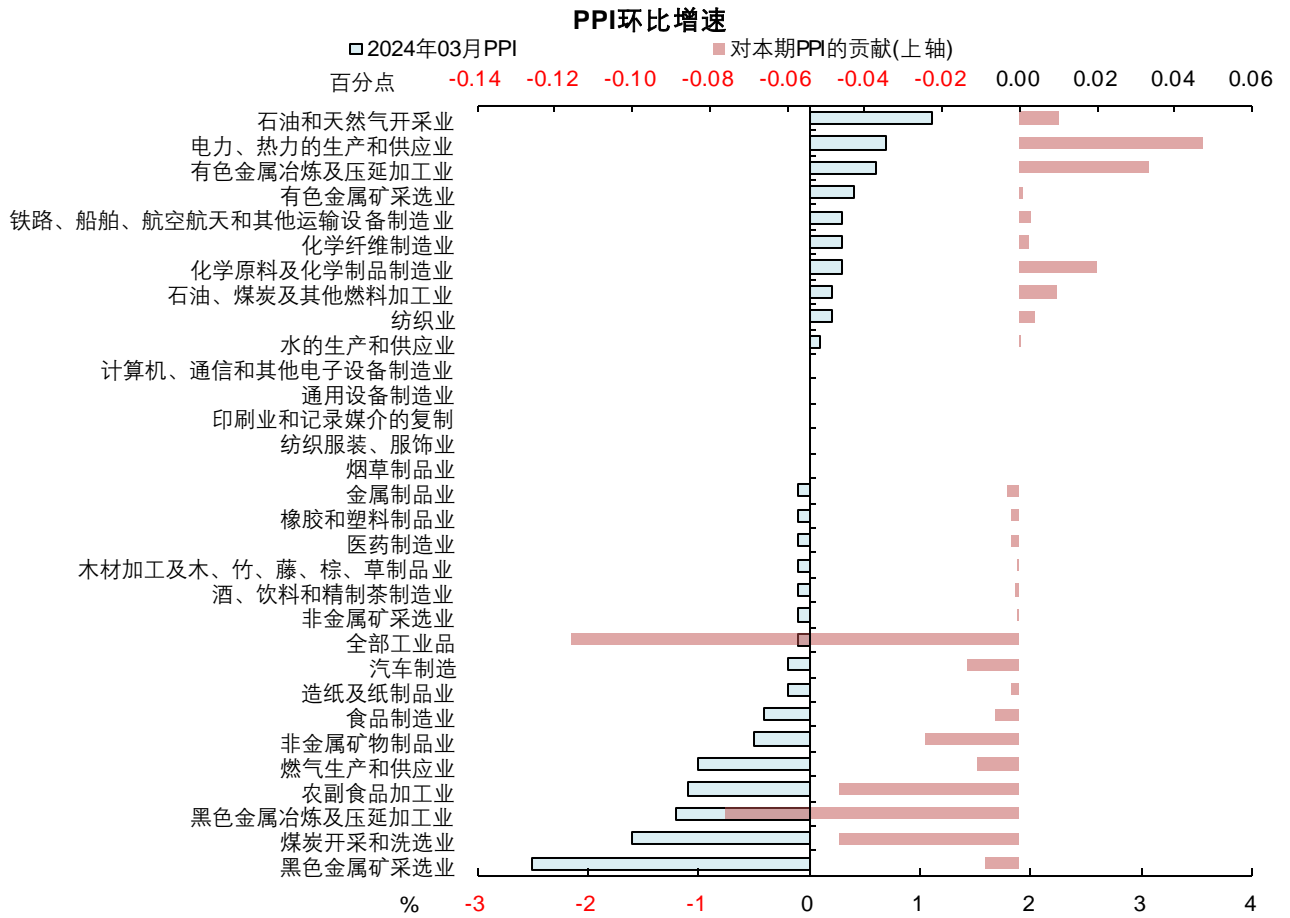


资料来源: Wind, 平安证券研究所

注：按照已公布行业加总计算，其中，下游制造中没有包含皮具鞋具、家具、文体工美娱乐用品；装备制造中没有包含电气机械、专用设备、仪器仪表

具体地，3月对PPI环比影响较大的行业包括：电力和热力的生产供应、有色金属、石油和化工产业链对PPI环比的推升作用突出；而与房地产施工高度相关的黑色系（钢铁煤炭）、非金属（水泥玻璃）行业，以及汽车制造（以价换量）、食品加工制造（原料价格下跌）对PPI环比的拖累最大。4月以来，黑色系商品价格呈现反弹，有色金属和石油化工产业链价格进一步上涨，而非金属建材价格保持低位运行，对于PPI环比转正释放积极信号。

图表11 2024年3月PPI细分行业的环比贡献



资料来源: wind, 平安证券研究所

**风险提示:** 海外经济超预期衰退使大宗商品价格下跌; 国内房地产政策落地效果不及预期冲击黑色商品价格; 生猪集中出栏超预期拖累猪肉价格。

## 平安证券研究所投资评级：

### 股票投资评级：

强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现20%以上）

推 荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现10%至20%之间）

中 性（预计6个月内，股价表现相对市场表现在±10%之间）

回 避（预计6个月内，股价表现弱于市场表现10%以上）

### 行业投资评级：

强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于市场表现5%以上）

中 性（预计6个月内，行业指数表现相对市场表现在±5%之间）

弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于市场表现5%以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司2024版权所有。保留一切权利。

## 平安证券

### 平安证券研究所

电话：4008866338

#### 深圳

深圳市福田区益田路5023号平安金融  
融中心B座25层

#### 上海

上海市陆家嘴环路1333号平安金融  
大厦26楼

#### 北京

北京市丰台区金泽西路4号院1号楼  
丽泽平安金融中心B座25层