



## 宏观点评

### 证券分析师

程强

资格编号: S0120524010005

邮箱: chengqiang@tebon.com.cn

### 相关研究

# 季节性扰动过后：食品与服务价格有望再回升

## 3月通胀数据点评

### 投资要点：

- **核心观点：**后续猪价低基数影响下食品项同比有望改善，消费品涨价动力或有限，服务价格有望回升，输入性因素对短期通胀有支撑。3月CPI同环比增速较2月明显下降，春节过后消费需求季节性回落，食品与出行相关服务基本解释了CPI环比降幅。向后看，猪价低基数或将导致未来几个月食品项同比改善；消费品涨价动力有限，服务价格短期有望回升，输入性因素对短期通胀有一定支撑，短期内CPI或仍将低速增长；PPI方面，设备更新改造、产业升级等或带动不同行业PPI分化趋势持续，整体PPI回升节奏可能仍较平缓。
- **CPI：**3月CPI同比上升0.1%，涨幅大幅回落；环比下降1.0%，结束连续三个月的环比上升。3月CPI同比0.1%，前值0.7%，环比-1.0%，前值1.0%。具体来看，食品项同比-2.7%，前值-0.9%；非食品项同比0.7%，前值1.1%；消费品项同比-0.4%，前值-0.1%；服务项同比0.8%，前值1.9%。环比方面，食品项环比-3.2%，前值3.3%；非食品项环比-0.5%，前值0.5%；消费品项环比-0.9%，前值1.1%；服务项环比-1.1%，前值1.0%。扣除食品和能源的核心CPI同比0.6%，前值1.2%，环比-0.6%，前值0.5%。
- **食品：**节后消费需求回落，食品季节性跌价，食品分项约解释了CPI环比降幅的一半。3月CPI食品项同比-2.7%，前值-0.9%；环比-3.2%，前值3.3%。
- **猪肉方面，**CPI猪肉项同比由2月的上涨0.2%转为下跌2.4%，环比由2月的上涨7.2%转为下跌6.7%。春节过后猪肉价格季节性回落，3月猪肉价格同环比由升转降。从供给端来看，截止2月，能繁母猪存栏连续第8个月下降，供给去化持续推进，但存栏量仍在4000万头以上，猪肉平均批发价后续或仍在20-21元/公斤之间波动，但考虑到去年4-7月猪肉价格持续在20元/公斤以下运行，假设未来四个月猪肉平均批发价持续在20.5元/公斤的水平，对应未来四个月平均同比涨幅也有6.19%，这意味着后续几个月猪肉价格或将给CPI同比增速带来一些回升动力。
- **其他食品方面，**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、鸡蛋、鲜果和水产品价格环比分别下降11.0%、4.5%、4.2%和3.5%，与猪肉合计影响CPI环比下降约0.54个百分点，解释了3月CPI环比降幅的约一半，食品整体影响CPI同比下降约0.52个百分点。
- **非食品：**新房销售持续低迷、车企价格竞争压力仍大拖累消费品价格，节后出行淡季旅游相关服务跌价，约构成3月CPI环比降幅的另一半。3月CPI非食品项同比0.7%，前值1.1%，环比-0.5%，前值0.5%。
- **(1) 能源：**国际油价持续上涨，短期内能源价格或继续对CPI环比有拉动。3月指征能源价格的CPI交通通信分项中的燃料项同比上涨2.2%，涨幅较上月扩大；环比上涨1.1%，涨幅较上月缩小。受国际油价上行影响，统计局口径3月国内油价环比上涨1.2%。从高频数据观察，3月92#和95#汽油批发价格环比分别上涨0.95%和1.06%，而3月布伦特原油价格上涨1.73%，92#和95#汽油价格涨幅基本解释了CPI燃料项环比涨幅，但仍明显低于国际油价涨幅，由于国内油价跟随国际油价调整有一定的滞后，高频数据显示4月以来布油价格继续上涨，最新7个交易日均价环比上涨6.71%，国际油价持续上行之下，国内油价仍有“待涨”因素，能源价格短期内或将对CPI环比有一定拉动。

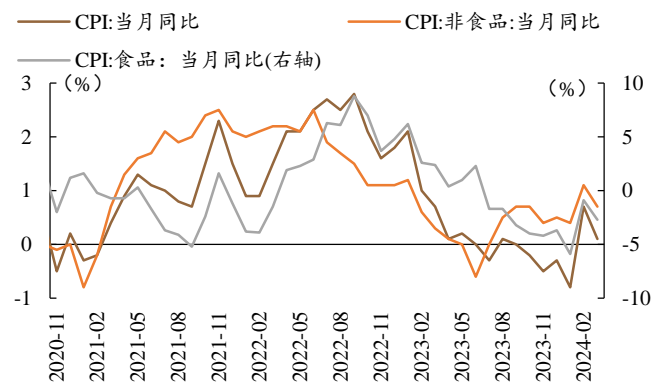
- **(2) 消费品：开年以来新房销售持续低迷拖累家具价格，车企价格竞争依然激烈导致交通工具价格跌幅扩大。**3月CPI消费品分项同比-0.4%，前值-0.1%，三大耐用品价格环比走势分化，但环比均在下跌。其中，家用器具分项环比下跌0.3%，下降突破近五年增速区间下限，或受地产销售持续偏弱影响，开年以来新房销售遇冷，在家用器具价格上表现为环比增速连续下降至跌价。新房销售到装修有一定时滞，1月和3月30城新房销售面积均低于近五年同期水平，2月仅高于疫情之初的2020年同期，新房销售持续低迷导致3月家具购置需求偏少；二手房在完成销售后通常立刻进行家具更新，3月14城二手房销售面积有所改善，高于2019年同期水平，部分弥补了前期新房销售较少导致的家具购置需求降幅；通信工具分项环比-0.3%，虽然仍在跌价但降幅收窄，接近2019年以来中枢水平；交通工具分项环比跌幅扩大，由2月的-0.1%扩大至-0.7%，车企价格竞争依然较为激烈，交通工具分项环比降幅下落至中枢水平以下。
- **(3) 服务：节后出行淡季旅游链条服务价格明显回落，出行相关服务分项约解释了CPI环比降幅的另一半。**3月CPI服务分项同比0.8%，前值1.9%，环比-1.1%，前值1.0%。春节假期旅游需求旺盛，节后为出行淡季，旅游相关服务如机票、汽车租赁等价格回落幅度不小。3月飞机票、交通工具租赁费和旅游价格分别下降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总降幅近四成，与食品分项合计解释了3月CPI环比1%的降幅的90%。
- **PPI：开年以来基建投资未见明显发力，工业品需求恢复相对缓慢，建筑链原材料行业价格下跌。**3月PPI同比-2.8%，前值-2.7%；环比-0.1%，前值-0.2%。其中，采掘工业同比-5.8%，前值-5.5%，环比-0.8%，前值-0.2%；原材料工业同比-2.9%，前值-3.4%，环比0.3%，前值-0.4%；加工业同比-3.6%，前值-3.2%，环比-0.2%，前值-0.3%。从产业链来看，PPI环比涨价的主要是上游原材料加工业，环比跌价的主要是中下游制造业、建筑链原材料行业和公用事业。受国际油价和贵金属价格上涨影响，国内石油、有色金属相关行业价格上涨，石油和天然气开采业、石油煤炭及其他燃料加工业价格分别上涨1.1%、0.2%；有色金属冶炼和压延加工业价格上涨0.6%，其中金冶炼、铜冶炼价格分别上涨2.2%、1.6%。煤炭供应总体平稳，气温回升、采暖用煤需求减少，煤炭开采和洗选业价格下降1.6%。开年以来基建投资增速平稳，未见明显乏力，节后钢材、水泥等建筑链原材料行业市场需求恢复相对缓慢，黑色金属冶炼和压延加工业、水泥制造价格均下降1.2%。此外，新能源车价格竞争依然激烈等因素导致新能源车整车制造、锂离子电池制造价格分别下降1.3%和0.9%。
- **后续价格形势展望：后续猪价低基数影响下食品项同比有望改善，消费品涨价动力或有限，服务价格有望回升，输入性因素对短期通胀有支撑。**3月CPI同环比增速较2月明显下降，春节过后消费需求季节性回落，食品与出行相关服务基本解释了CPI环比降幅，季节性因素在3月通胀数据中影响明显。地产销售持续偏弱、新能源汽车价格竞争依然激烈等因素均导致消费品价格缺乏上涨动力。向后看，猪价低基数影响将显现，或将导致未来几个月食品项同比改善；地产销售能否改善有待观察，新能源车价格竞争压力仍在，消费品涨价动力有限；清明出行数据尚可，服务价格短期有望回升；输入性因素对短期通胀有一定支撑，近期国际油价和黄金等贵金属价格持续上涨，有望部分对冲食品和消费品价格低迷态势，短期内CPI或仍将低速增长；PPI方面，开工节奏平缓，工业品需求恢复相对缓慢，设备更新改造、产业升级等或带动不同行业PPI分化趋势持续，整体PPI回升节奏可能仍较平缓。
- **风险提示：国际原油价格波动；猪肉等食品价格波动；宏观政策力度及节奏超预期。**

表 1: 2月通胀数据概览

单位: %	CPI 同比	PPI 同比	CPI 环比	PPI 环比	CPI 食品项 同比	CPI 非食品 项同比	PPI 生产资 料同比	PPI 生活资 料同比
2023-03	0.7	-2.5	-0.3	0.0	2.4	0.3	-3.4	0.9
2023-10	-0.2	-2.6	-0.1	0.0	-4.0	0.7	-3.0	-0.9
2023-11	-0.5	-3.0	-0.5	-0.3	-4.2	0.4	-3.4	-1.2
2023-12	-0.3	-2.7	0.1	-0.3	-3.7	0.5	-3.3	-1.2
2024-01	-0.8	-2.5	0.3	-0.2	-5.9	0.4	-3.0	-1.1
2024-02	0.7	-2.7	1.0	-0.2	-0.9	1.1	-3.4	-0.9
<b>2024-03</b>	<b>0.1</b>	<b>-2.8</b>	<b>-1.0</b>	<b>-0.1</b>	<b>-2.7</b>	<b>0.7</b>	<b>-3.5</b>	<b>-1.0</b>

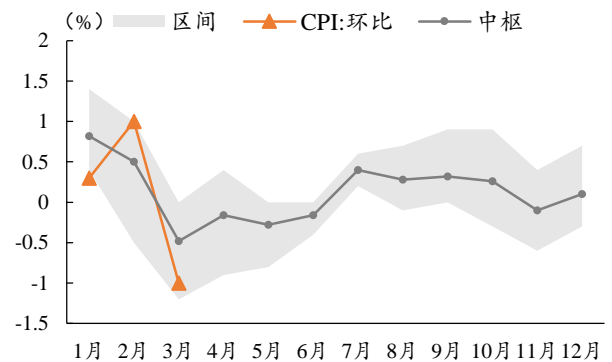
资料来源: Wind, 德邦研究所

图 1: CPI 二分项走势



资料来源: Wind, 德邦研究所

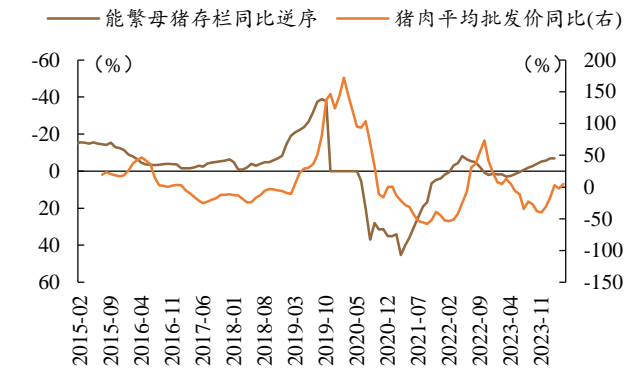
图 2: CPI 环比近年区间和中枢



资料来源: Wind, 德邦研究所

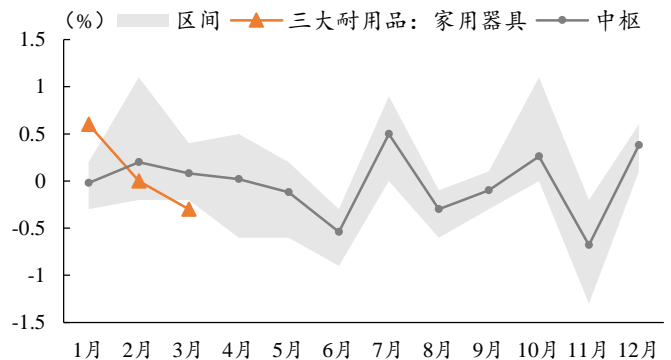
注: CPI:环比为当月数据 (2024-3); 区间为前五年同期该指标环比范围 (2019-2023); 中枢为前五年同期环比均值 (2019-2023); 图 4-图 6 与此同理。

图 3: 生猪供给去化持续推进



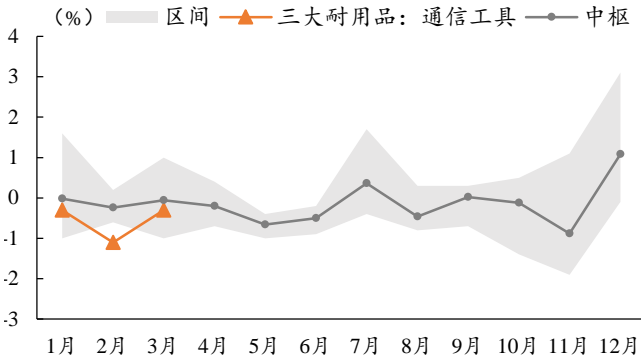
资料来源: Wind, 德邦研究所

图 4: 三大耐用品: 家用器具价格环比



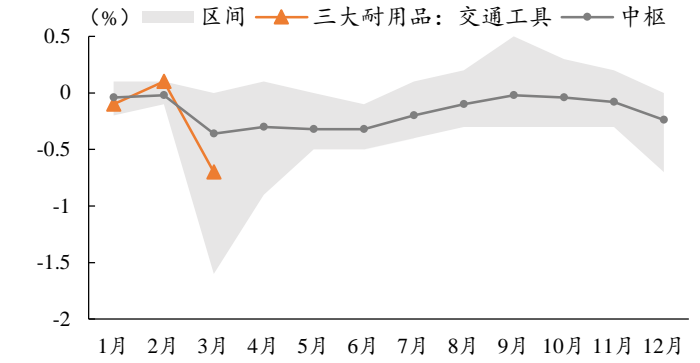
资料来源: Wind, 德邦研究所

图 5：三大耐用品：通信工具价格环比



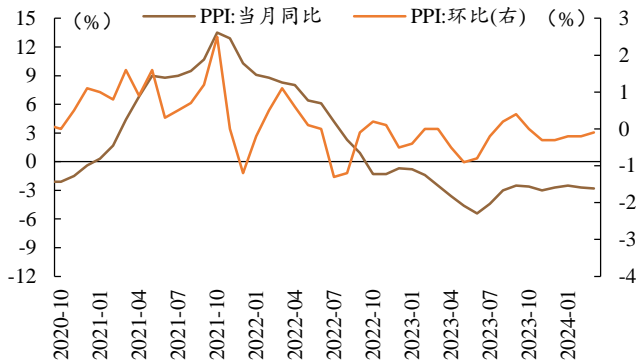
资料来源：Wind，德邦研究所

图 6：三大耐用品：交通工具价格环比



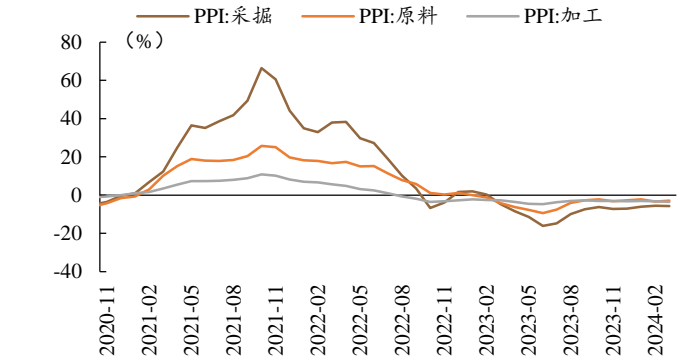
资料来源：Wind，德邦研究所

图 7：PPI 同环比走势



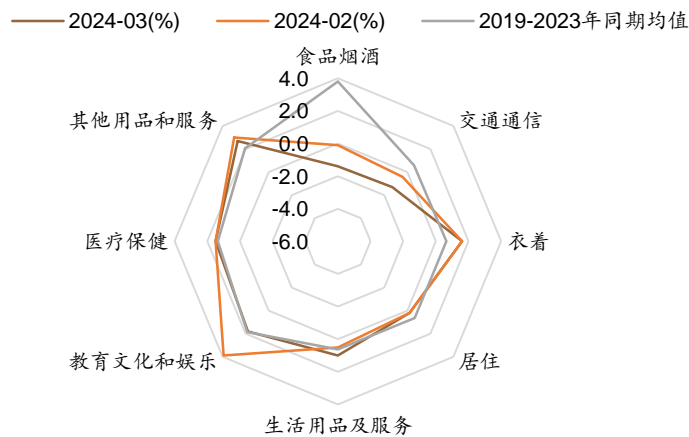
资料来源：Wind，德邦研究所

图 8：PPI 三分类走势



资料来源：Wind，德邦研究所

图 9：CPI 八分项同比



资料来源：Wind，德邦研究所

# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

程强，博士，CFA，CPA，德邦证券首席经济学家、研究所所长。

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准：</b> 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； <b>2. 市场基准指数的比较标准：</b> A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	买入	相对强于市场表现 20%以上；
	增持	相对强于市场表现 5%~20%；
	中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持	相对弱于市场表现 5%以下。
<b>行业投资评级</b>	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
	中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
	弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

## 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。