

分析师：肖雨

执业证书编号：S0740520110001

Email: xiaoyu@zts.com.cn

联系人：张可迎

Email: zhangky04@zts.com.cn

相关报告

投资要点

■ 事件：统计局公布，2024年3月CPI同比上涨0.1%，环比下降1.0%；PPI同比下降2.8%，环比下降0.1%。我们点评如下：

■ 3月CPI同比0.1%（前值0.7%），低于预期值0.3%。八大项中，食品烟酒、教育文化娱乐、交通通信是3月份CPI的主要拖累项，主因推升2月份CPI同比增速的超季节性因素消退：

第一，基数正常化叠加猪肉价格回落，3月份食品项同比增速回落。今年春节错位导致同比基数偏低，推高2月份食品价格同比增速，3月份食品价格回落，同比增速也有所回落。猪肉价格自去年10月份以来持续环比下行，2月份逆势回升7.2个百分点，而2021-2023年同期猪肉价格均环比回落；3月份猪肉价格再度环比下行，且下行幅度大于去年3月份下行幅度，使得猪肉项成为3月份CPI同比增速下行的重要原因。高频数据来看，3月28种重点监测蔬菜价格月度均值和猪肉平均批发价分别同比回落1.9%和2.0%。

第二，2月份春节假期延长，旅游需求旺盛，3月份回落。2月份旅游分项超季节性同比增长23.1%。但3月份并无小长假，旅游需求季节性回落，同比增速相比2月份下降17.1个百分点。

第三，2月份春运、旅游需求均推升交通价格，3月份该项价格同比增速下降。交通通信分项中，交通工具使用和维修分项同比增速由2月份的2.9%下降至0.4%，交通工具使用燃料同比增速由2月份的0.8%升至2.2%，主因原油价格持续上行叠加去年同期基数回落。综合来看交通相关价格同比增速回落。

■ CPI环比回落1.0%，是2020年3月份以来最大降幅。3月份CPI环比增速通常为负，2019-2023年3月份平均环比增速为-0.57%。从分项来看，3月份环比回落幅度最大的分项分别为旅游（-14.2%）、鲜菜（-11.0%）、猪肉（-6.7%）和鲜果（-4.2%），与3月份CPI同比增速相比前值回落的原因相似，2月份是春节所在月，食品价格上升、旅游需求旺盛，推高2月份基数，3月份食品和旅游价格季节性环比回落。

■ 3月份核心CPI（不包含食品和能源）同比增速为0.6%，今年1-2月份分别为0.4%、1.2%，去年10-12月均为0.6%，去年7-9月份均为0.8%。核心CPI与去年四季度水平持平，相比去年三季度（0.8%）有所回落。

■ 3月PPI同比下降2.8%（前值-2.7%），低于Wind一致预期（-2.7%）。在3月份的PPI同比增速中，去年价格变动的翘尾影响约为-2.3个百分点，与2月份持平，新涨价影响约为-0.5个百分点，相比2月份回落0.1个百分点。从分项来看，生产资料价格由-3.4%回落至-3.5%，生活资料价格回落0.1个百分点至-1.0%。在主要行业中，油气开采、有色金属冶炼和压延加工业3月份正增长（6.3%、0.6%），其余行业多数负增长，煤炭开采和洗选业负增长程度较大（-15.0%），黑色金属冶炼和压延加工业相比2月份回落幅度较大（2.3个百分点）。高频数据同样显示，3月份工业品价格回落。3月CRB现货指数同比回落2.4%；环渤海动力煤价格同比下降2.5%；螺纹钢价格同比回落13.3%；水泥价格指数同比回落24.5%。

■ 4月份CPI能否正增长？我们认为4月份正增长并且相比3月份同比增速回升的可能性较大。从影响CPI最主要的两个因素，即猪肉价格和原油价格来看，首先，2023年上半年猪肉价格连续环比回落，4月份环比增速-3.8%，意味着4月份猪肉价格基数进一步降低，而从4月份猪肉批发价来看，4月前两周猪肉平均批发价格为20.48元/公斤，相比3月份的20.17元/公斤有所回升，猪肉价格预计CPI形成一定支撑。并且由于3月份猪肉价格相比2月份回落，4月份猪肉项CPI同比增幅可能相比3月份扩大。其次，从原油价格来看，去年4月份油价回落，基数有所下降，假使本月油价继续温和上行，则原油分项也将对CPI起到拉动作用。最后，4月份清明小长假的旅游出行需求可能再度回升，旅游分项对CPI的贡献预计回归正常甚至超预期水平。

■ PPI预计仍将在负区间维持一段时间。超长期国债有望在二季度落地，专项债发行也通常在二季度加速，建设速度加快将有望带动相关PPI分项回升，但超长期国债的落地以及具体形成实物工作量可能还需等待。

■ 3月份CPI、PPI同比增速超预期回落很大程度为2月份超季节性因素消退的原因，并不能反映经济复苏趋势逆转，核心CPI也延续去年四季度水平。简单认为实际利率=名义利率-物价，当前实际利率仍处于较高水平，即企业和居民实际的融资成本较高，不利于刺激投资和消费、扩大内需。政策层面，潘功胜行长在十四届全国人大二次会议经济主题记者会上答记者问上明确表示，“我们将把维护价格稳定、推动价格温和回升作为货币政策的重要考量”，中央是否会针对通胀低位运行采取进一步措施值得关注。

■ 风险提示：猪肉价格、原油价格超预期波动等。

图表目录

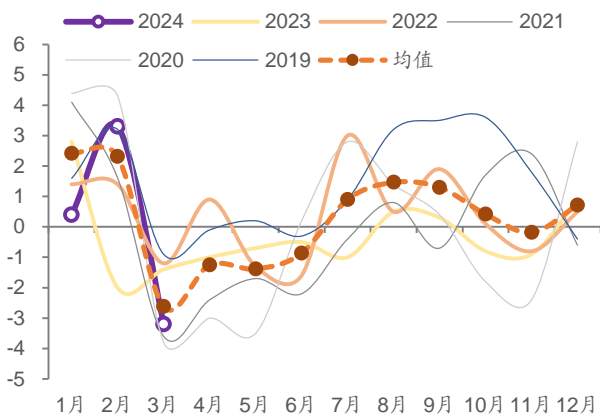
图表 1: 通胀数据概览 (%)	- 4 -
图表 2: CPI 食品环比增速回落 (%)	- 4 -
图表 3: CPI 旅游环比增速回落 (%)	- 4 -
图表 4: CPI 八大类同比增速 (%)	- 5 -
图表 5: 食品烟酒分项同比增速 (%)	- 5 -
图表 6: 猪肉价格环比上行 (%)	- 5 -
图表 7: 3月蔬菜和猪肉价同、环比均回落 (元/公斤)	- 5 -
图表 8: 3月份原油价格上涨, 基数下行 (美元/桶)	- 6 -
图表 9: PPI 主要行业同比增速 (%)	- 6 -
图表 10: 3月 CRB 指数同比增速回落 (%)	- 6 -
图表 11: 3月螺纹钢、动力煤价格下行 (元/吨)	- 6 -
图表 12: 3月 PMI 原材料购进价格指数回升 (%)	- 7 -
图表 13: 3月 PMI 制造业出厂价格指数回落 (%)	- 7 -
图表 14: 3月份 CPI、PPI 同比增速剪刀差收窄 (%)	- 7 -

图表 1: 通胀数据概览 (%)

CPI	2024-03	2024-02	2024-01	2023-03	2023-02	2023-01
CPI 环比	-1.0	1.0	0.3	-0.3	-0.5	0.8
CPI 同比	0.1	0.7	-0.8	0.7	1.0	2.1
食品	-2.7	-0.9	-5.9	2.4	2.6	6.2
非食品	0.7	1.1	0.4	0.3	0.6	1.2
核心 CPI	0.6	1.2	0.4	0.7	0.6	1.0
三分法 CPI						
食品	-2.7	-0.9	-5.9	2.4	2.6	6.2
工业消费品	0.7	0.3	0.2	-0.1	0.7	1.3
服务	0.8	1.9	0.5	0.8	0.6	1.0
PPI	2024-03	2024-02	2024-01	2023-03	2023-02	2023-01
PPI 环比	-0.1	-0.2	-0.2	0.0	0.0	-0.4
PPI 同比	-2.8	-2.7	-2.5	-2.5	-1.4	-0.8
生产资料	-3.5	-3.4	-3.0	-3.4	-2.0	-1.4
生活资料	-1.0	-0.9	-1.1	0.9	1.1	1.5

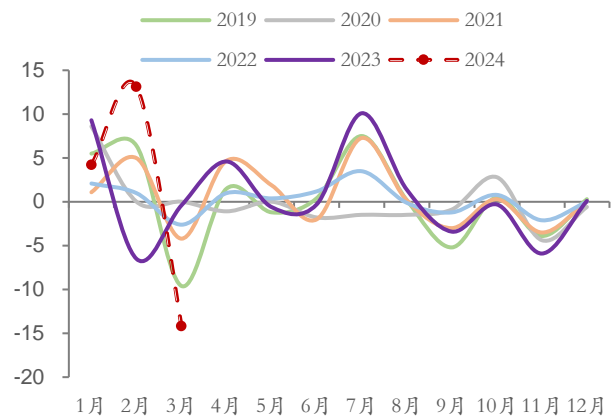
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 2: CPI 食品环比增速回落 (%)



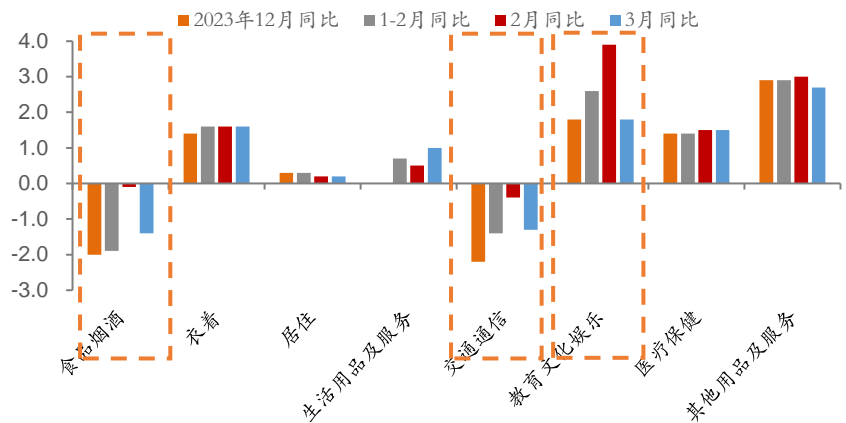
来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 3: CPI 旅游环比增速回落 (%)



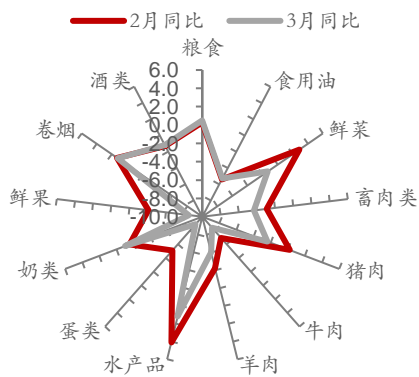
来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 4: CPI 八大类同比增速 (%)



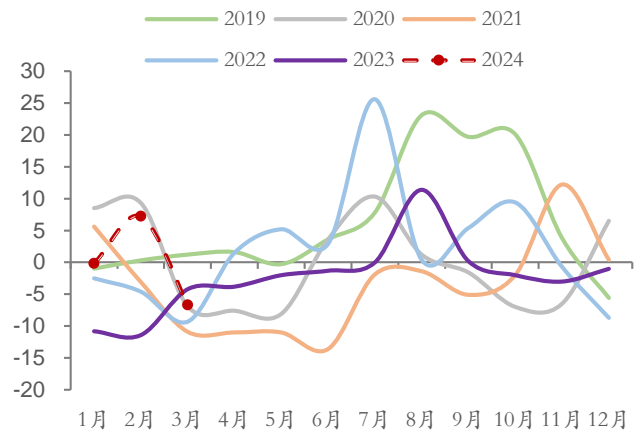
来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 5: 食品烟酒分项同比增速 (%)



来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 6: 猪肉价格环比上行 (%)



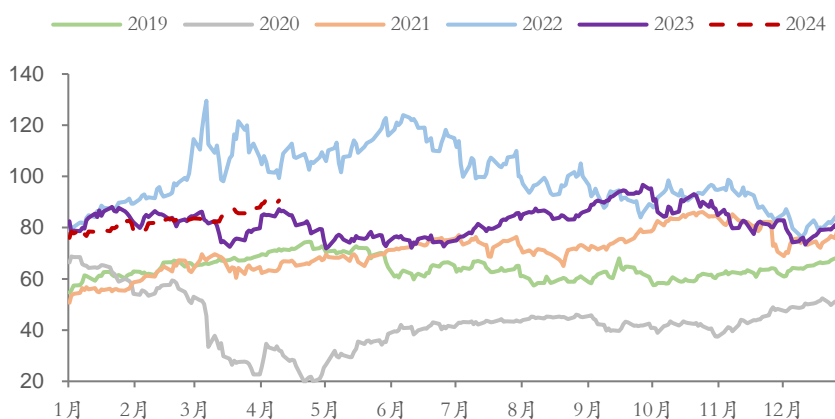
来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 7: 3月蔬菜和猪肉价同、环比均回落 (元/公斤)



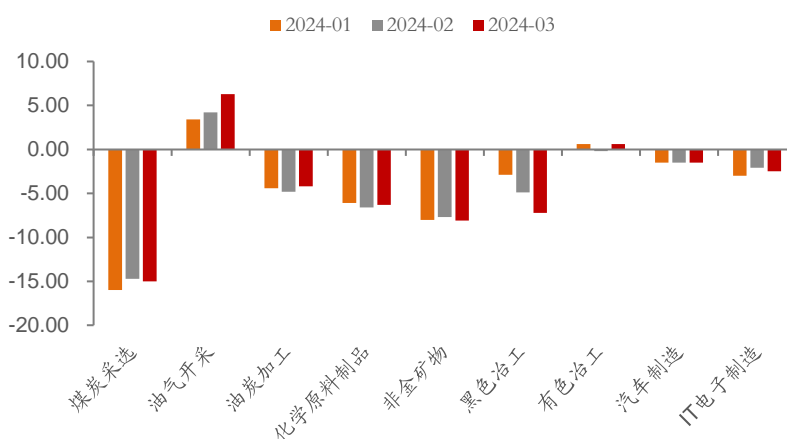
来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 8: 3 月份原油价格上涨, 基数下行 (美元/桶)



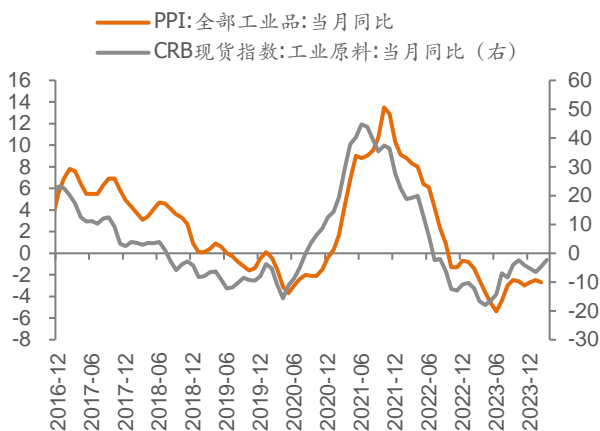
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 9: PPI 主要行业同比增速 (%)



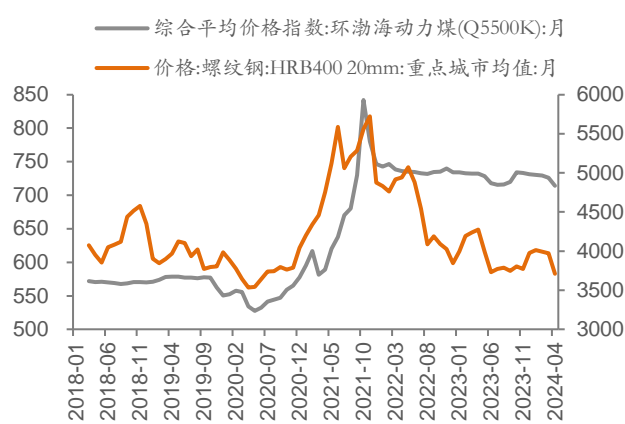
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 10: 3 月 CRB 指数同比增速回落 (%)



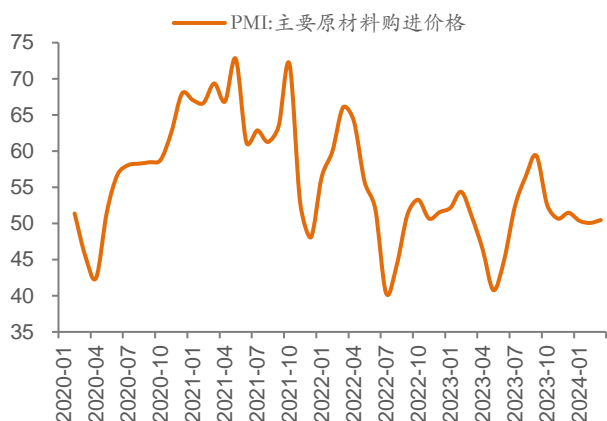
来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 11: 3 月螺纹钢, 动力煤价格下行 (元/吨)



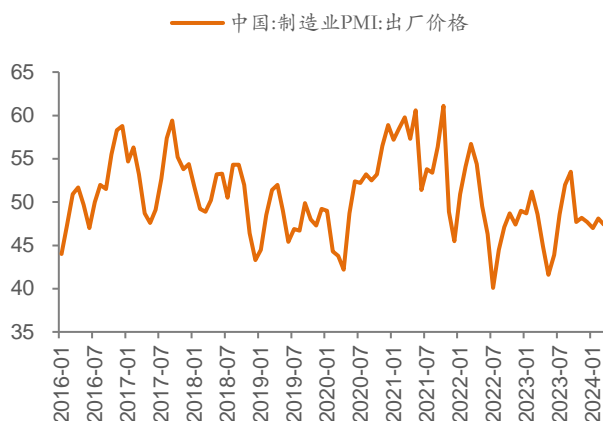
来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 12: 3月 PMI 原材料购进价格指数回升 (%)



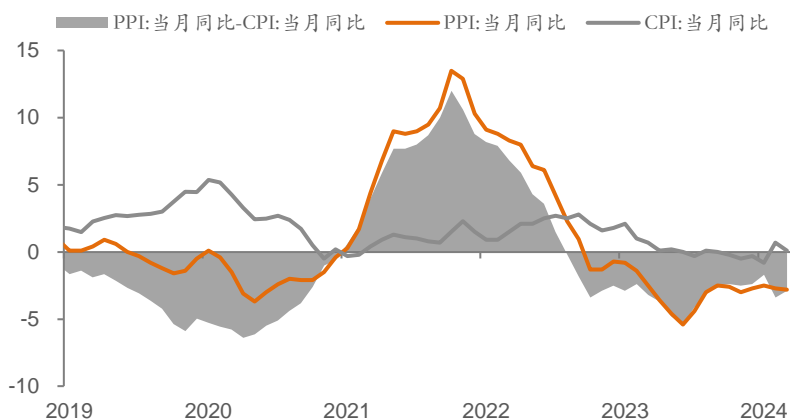
来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 13: 3月 PMI 制造业出厂价格指数回落 (%)



来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 14: 3月份 CPI、PPI 同比增速剪刀差收窄 (%)



来源: WIND, 中泰证券研究所

风险提示: 猪肉价格、原油价格超预期波动等。

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。