

# 2024年3月物价点评

## 宏观经济点评

证券研究报告

宏观经济组

分析师：赵伟（执业 S1130521120002）

zhaow@gjzq.com.cn

分析师：马洁莹（执业 S1130522080007）

majieying@gjzq.com.cn

## CPI 低预期的背后？

### 事件：

4月11日，统计局公布3月物价数据：CPI 同比上涨 0.1%，预期涨 0.3%，前值涨 0.7%；PPI 同比降 2.8%，预期降 2.7%，前值降 2.7%。

### CPI 低预期、主因新涨价因素支撑偏弱，与部分商品供给压力、服务涨价放缓等有关

CPI 同比低预期，主因新涨价因素拖累、食品非食品双双不及预期。3月，CPI 同比涨幅回落 0.6 个百分点至 0.1%、低于市场预期的 0.3%，其中，新涨价因素贡献 0.4 个百分点、涨幅回落 0.9 个百分点，翘尾拖累较上月收窄 0.3 个百分点。结构中，食品环比转负至-3.2%、低于近 10 年均值的-2.2%；非食品环比也转负至-0.5%、低于季节性水平。食品价格回落与部分商品供给压力等有关，非食品低预期缘于服务涨价放缓等。食品端，节后需求回落、叠加供给充足等，猪肉、鲜菜鲜果和水产合计影响 CPI 环比下降 0.54 个百分点。非食品端，节后服务价格明显回落、CPI 服务环比转负至-1.1%，类似地，核心 CPI 同比也明显走低；4月清明假期或带动服务价格有所修复、还待进一步跟踪。往后来看，内需温和修复、叠加部分商品去化仍有压力等，二季度 CPI 通胀或相对温和、同比中枢或在 0.1% 左右。三季度表现也相对平稳，四季度或回升至阶段性高点、1% 以上。温和通胀或较难成为债市核心矛盾，后续可重点跟踪流动性和基本面变化等（详情参见《温和通胀的微观基础？》、《债市，调整的风险有多大？》）。

原材料等生产资料拖累最大阶段或已过去，伴随需求边际修复、或支撑部分商品涨价，但部分行业供给压力仍存，涨价弹性还有待进一步观察。中性情境下，PPI 同比或在二季度延续修复通道、斜率相对平缓，于三季度转正，四季度或达阶段性高点、1% 以上，全年中枢或仍处于负值区间。

### 常规跟踪：CPI 同比增速回落、PPI 降幅进一步扩大

CPI 同比增速回落。3月，CPI 同比分别为 0.1% 和 0.6%、均较上月回落 0.6 个百分点。分项环比中，食品环比-3.2%、上月为 3.3%，其中，猪肉、鲜菜、鲜果分别转负至-6.7%、-11% 和 -4.2%；非食品环比-0.5%、上月为 0.5%，其中，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。

PPI 同比降幅扩大、主因新涨价支撑偏弱。3月，PPI 同比降幅扩大 0.1 个百分点至-2.8%，其中，新涨价因素拖累 0.5 个百分点、较上月扩大 0.1 个百分点左右，翘尾变化不大。大类环比中，生产资料降幅收窄 0.2 个百分点，原材料和加工均有贡献，采掘延续拖累；生活资料环比持平于-0.1%，食品环比转负，衣着、一般日用和耐用消费品环比转正。分行业来看，输入性因素带动原油、有色链价格回升，国内节后工业生产恢复、工业品相对充足，黑色链条等价格回落。行业环比中，石油开采延续涨价、环比 1.1%；金冶炼、铜冶炼分别上涨 2.2% 和 1.6%；煤炭开采、黑色冶炼环比降幅扩大 0.9 和 0.1 个百分点；部分中下游制造业价格延续回落，例如，农副加工、橡胶制品等。

### 风险提示

猪价大幅反弹。

## 内容目录

1、CPI 低预期的背后？	3
2、常规跟踪：CPI 同比增速回落、PPI 降幅进一步扩大	5
风险提示	7

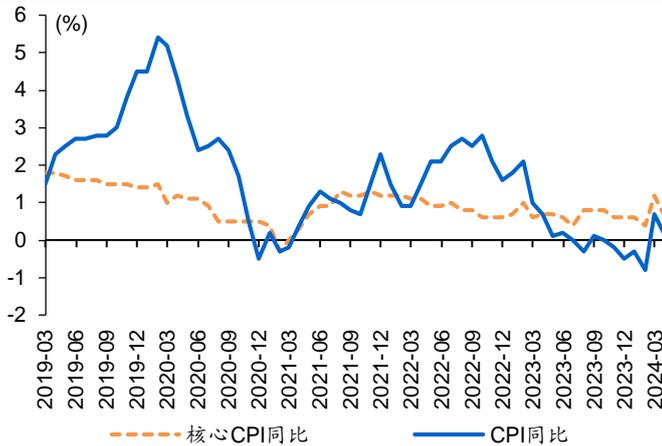
## 图表目录

图表 1：3 月，CPI 同比、核心 CPI 同比回落	3
图表 2：拆分来看，新涨价因素贡献幅度明显收窄	3
图表 3：3 月，CPI 食品环比低于季节性水平	3
图表 4：3 月，CPI 非食品环比高于季节性	3
图表 5：猪肉价格低位徘徊	4
图表 6：蔬菜价格延续回落	4
图表 7：3 月，服务价格环比明显回落	4
图表 8：4 月清明假期，旅游收入有所修复	4
图表 9：部分商品产能去化或仍有压力	5
图表 10：中性情境下，二季度 CPI 或温和修复	5
图表 11：原材料等生产资料拖累最大的阶段或已过去	5
图表 12：中性情境下，2024 年 PPI 同比中枢或在 0.2%	5
图表 13：3 月，CPI 同比、环比双双回升	6
图表 14：3 月，食品、非食品环比双双回落	6
图表 15：食品环比中，猪肉、鲜果拉动明显	6
图表 16：非食品环比中，交通通信、其他项拉动明显	6
图表 17：3 月，PPI 同比降幅扩大、新涨价支撑偏弱	7
图表 18：大类环比中，生产资料拖累明显	7
图表 19：3 月，分行业 PPI 环比及其变化情况	7

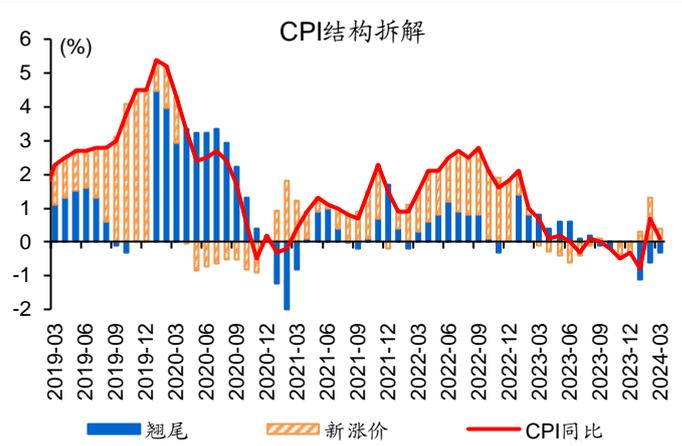
## 1、CPI 低预期的背后？

CPI 同比低预期，主因新涨价因素拖累、食品非食品双双不及预期。3 月，CPI 同比涨幅回落 0.6 个百分点至 0.1%、低于市场预期的 0.3%，其中，新涨价因素贡献 0.4 个百分点、涨幅回落 0.9 个百分点，翘尾拖累较上月收窄 0.3 个百分点。结构中，食品环比转负至-3.2%、低于近 10 年均值的-2.2%；非食品环比也转负至-0.5%、低于季节性水平。

图表1：3 月，CPI 同比、核心 CPI 同比回落



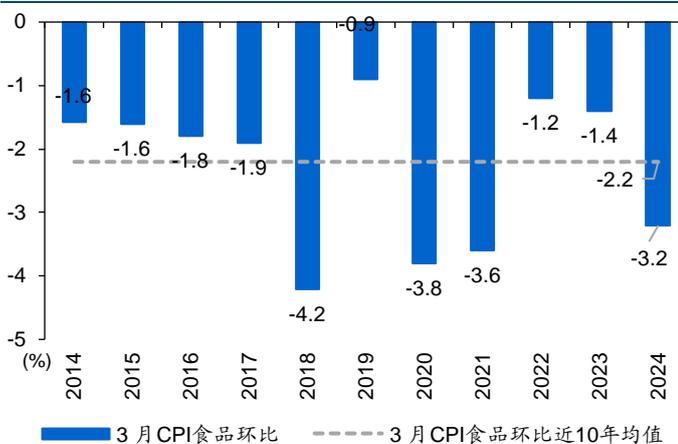
图表2：拆分来看，新涨价因素贡献幅度明显收窄



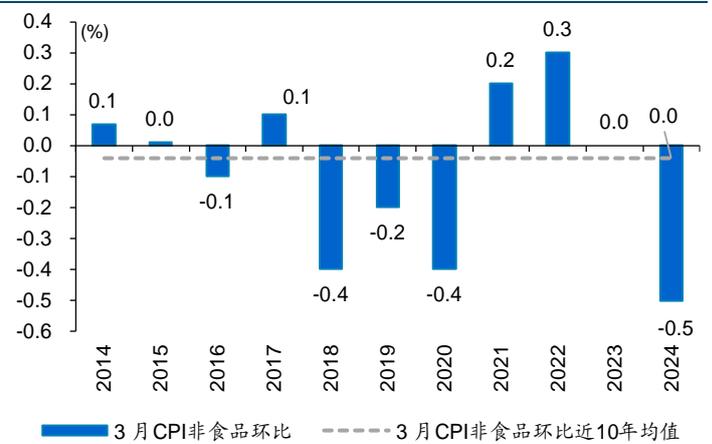
来源：Wind、国金证券研究所

来源：Wind、国金证券研究所

图表3：3 月，CPI 食品环比低于季节性水平



图表4：3 月，CPI 非食品环比高于季节性

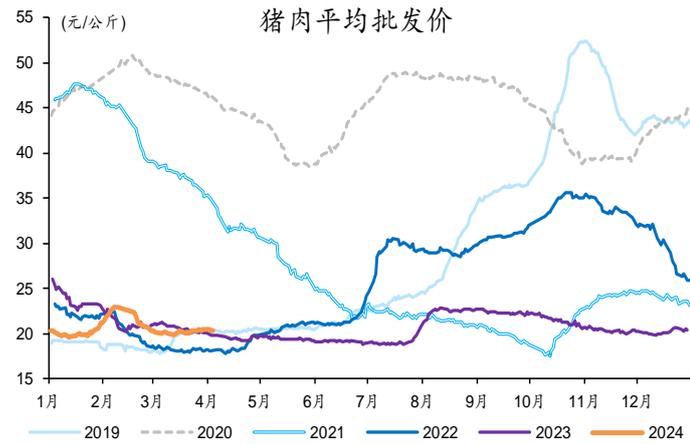


来源：Wind、国金证券研究所

来源：Wind、国金证券研究所

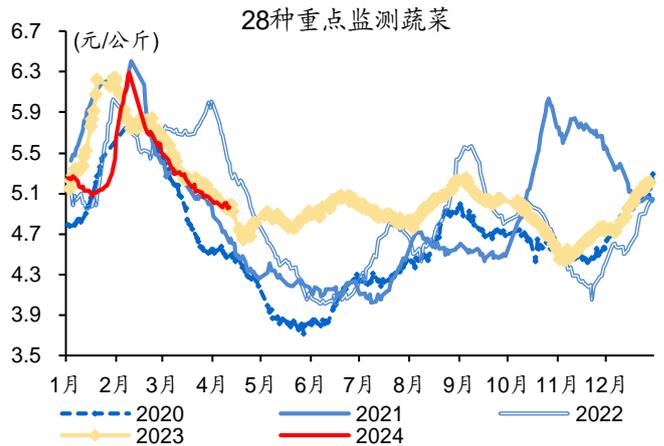
食品价格回落与部分商品供给压力等有关，非食品低预期缘于服务涨价放缓等。食品端，节后需求回落、叠加供给充足等，猪肉、鲜菜鲜果和水产合计影响 CPI 环比下降 0.54 个百分点。非食品端，节后服务价格明显回落、CPI 服务环比转负至-1.1%，类似地，核心 CPI 同比也明显走低；4 月清明假期或带动服务价格有所修复、还待进一步跟踪。

图表5: 猪肉价格低位徘徊



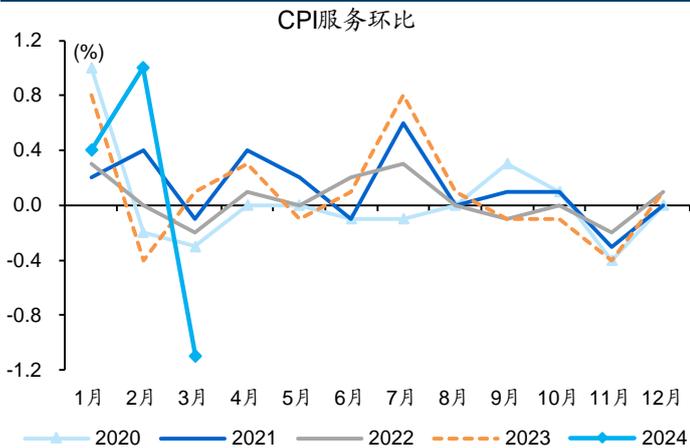
来源: IFIND、国金证券研究所

图表6: 蔬菜价格延续回落



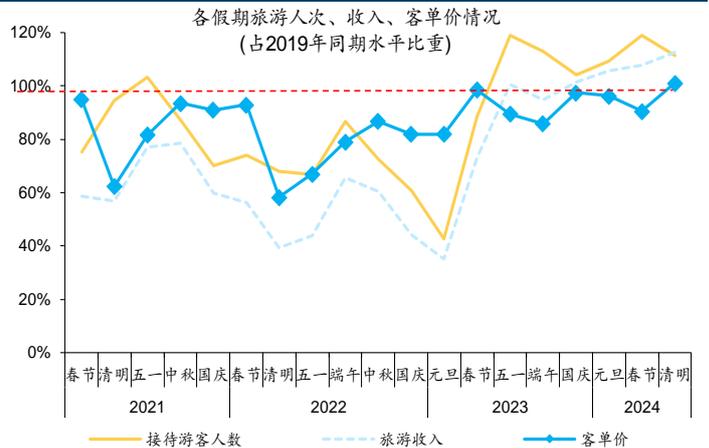
来源: Wind、国金证券研究所

图表7: 3月, 服务价格环比明显回落



来源: Wind、国金证券研究所

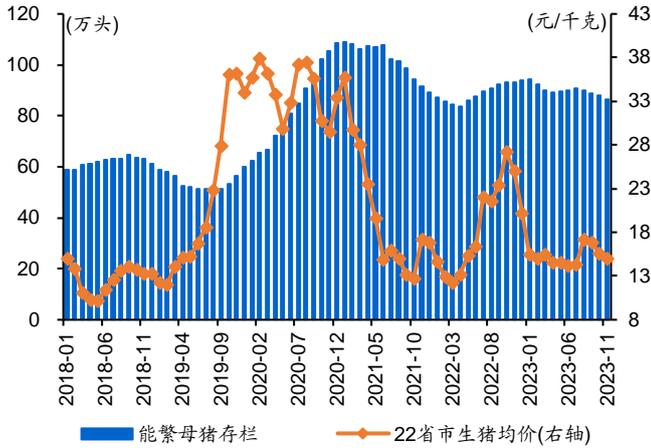
图表8: 4月清明假期, 旅游收入有所修复



来源: 政府网站、国金证券研究所

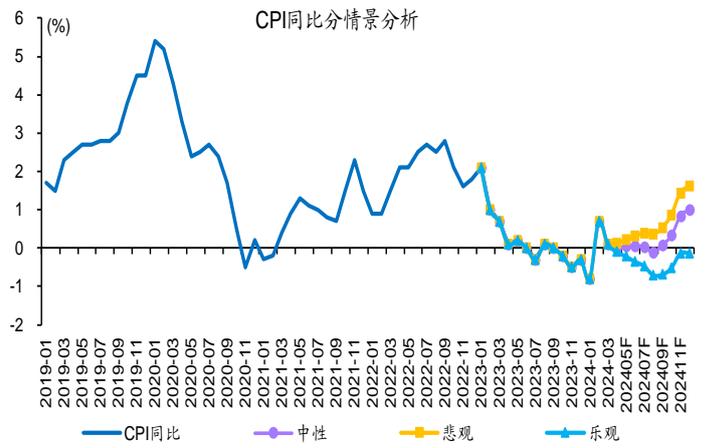
往后来看, 内需温和修复、叠加部分商品去化仍有压力等, 二季度 CPI 通胀或相对温和、同比中枢或在 0.1% 左右。三季度表现也相对平稳, 四季度或回升至阶段性高点、1% 以上。温和通胀或较难成为债市核心矛盾, 后续可重点跟踪流动性和基本面变化等(详情参见《温和通胀的微观基础?》、《债市, 调整的风险有多大?》)。

图表9：部分商品产能去化或仍有压力



来源：Wind、国金证券研究所

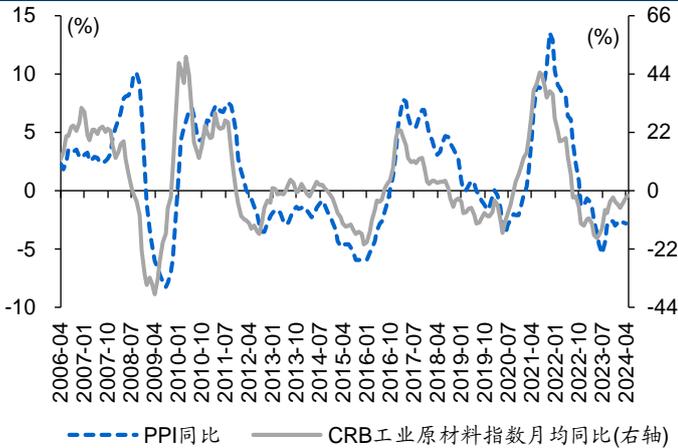
图表10：中性情境下，二季度CPI或温和修复



来源：Wind、国金证券研究所

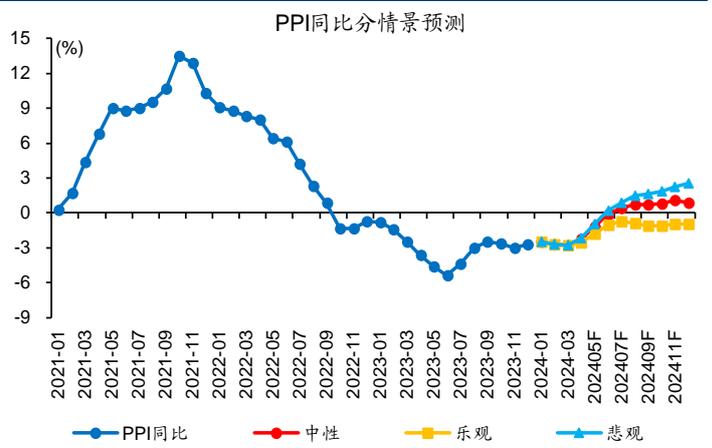
原材料等生产资料拖累最大阶段或已过去，伴随需求边际修复、或支撑部分商品涨价，但部分行业供给压力仍存，涨价弹性还有待进一步观察。中性情境下，PPI同比或在二季度延续修复通道、斜率相对平缓，于三季度转正、四季度或达阶段性高点、1%以上，全年中枢或仍处于负值区间。

图表11：原材料等生产资料拖累最大的阶段或已过去



来源：Wind、国金证券研究所

图表12：中性情境下，2024年PPI同比中枢或在0.2%

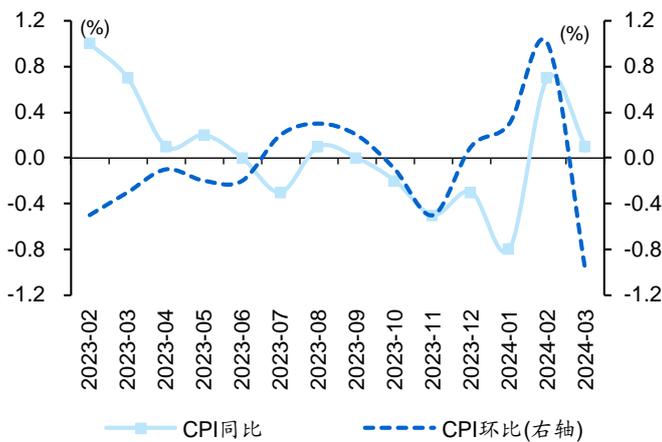


来源：Wind、国金证券研究所

## 2、常规跟踪：CPI同比增速回落、PPI降幅进一步扩大

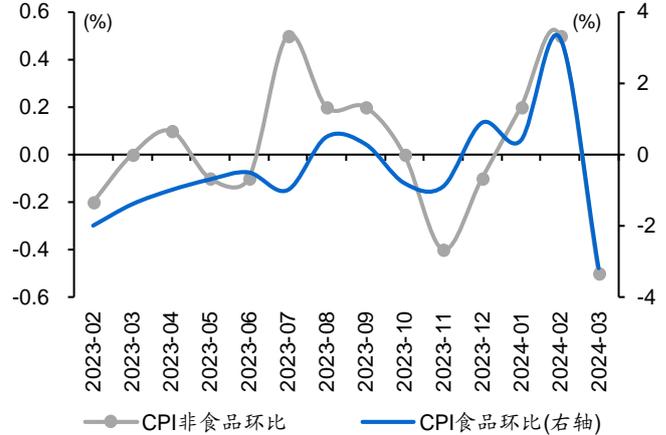
CPI同比增速回落。3月，CPI同比分别为0.1%和0.6%、均较上月回落0.6个百分点。分项环比中，食品环比-3.2%、上月为3.3%，其中，猪肉、鲜菜、鲜果分别转负至-6.7%、-11%和-4.2%；非食品环比-0.5%、上月为0.5%，其中，飞机票、交通工具租赁费和旅游价格分别下降27.4%、15.9%和14.2%，合计影响CPI环比下降约0.38个百分点。

图表13: 3月, CPI同比、环比双双回升



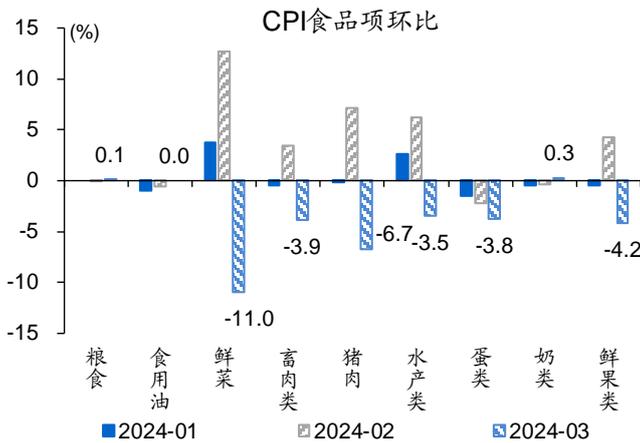
来源: Wind、国金证券研究所

图表14: 3月, 食品、非食品环比双双回落



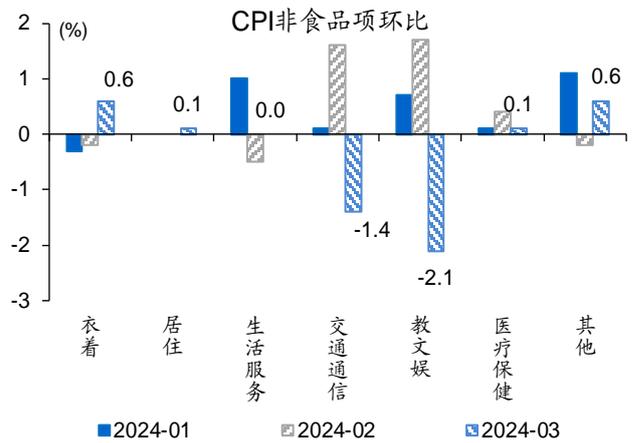
来源: Wind、国金证券研究所

图表15: 食品环比中, 猪肉、鲜果拉动明显



来源: Wind、国金证券研究所

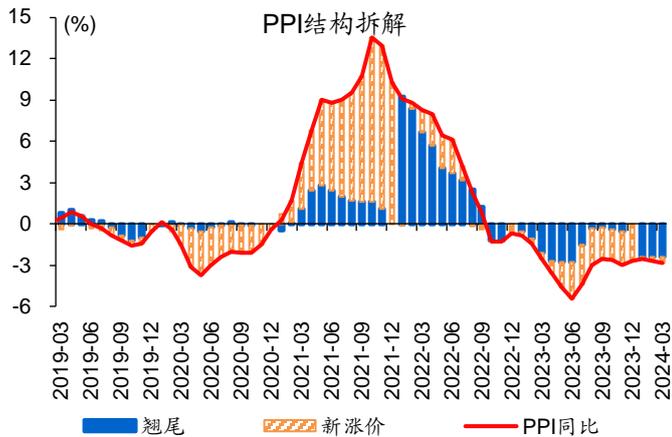
图表16: 非食品环比中, 交通通信、其他项拉动明显



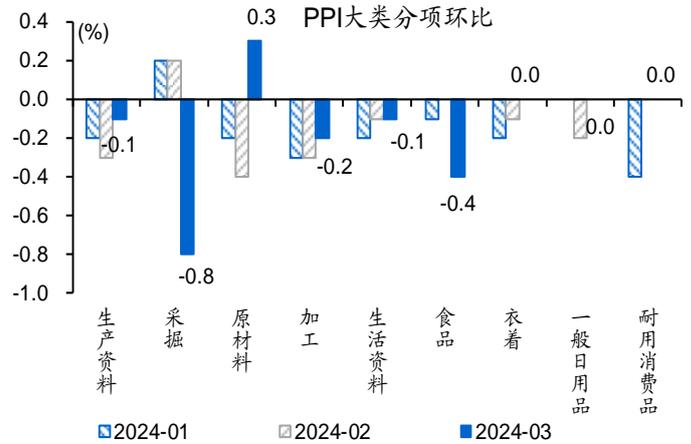
来源: Wind、国金证券研究所

PPI 同比降幅扩大、主因新涨价支撑偏弱。3月, PPI 同比降幅扩大 0.1 个百分点至-2.8%, 其中, 新涨价因素拖累 0.5 个百分点、较上月扩大 0.1 个百分点左右, 翘尾变化不大。大类环比中, 生产资料降幅收窄 0.2 个百分点, 原材料和加工均有贡献, 采掘延续拖累; 生活资料环比持平于-0.1%, 食品环比转负, 衣着、一般日用和耐用消费品环比转正。

图表17: 3月, PPI同比降幅扩大、新涨价支撑偏弱



图表18: 大类环比中, 生产资料拖累明显

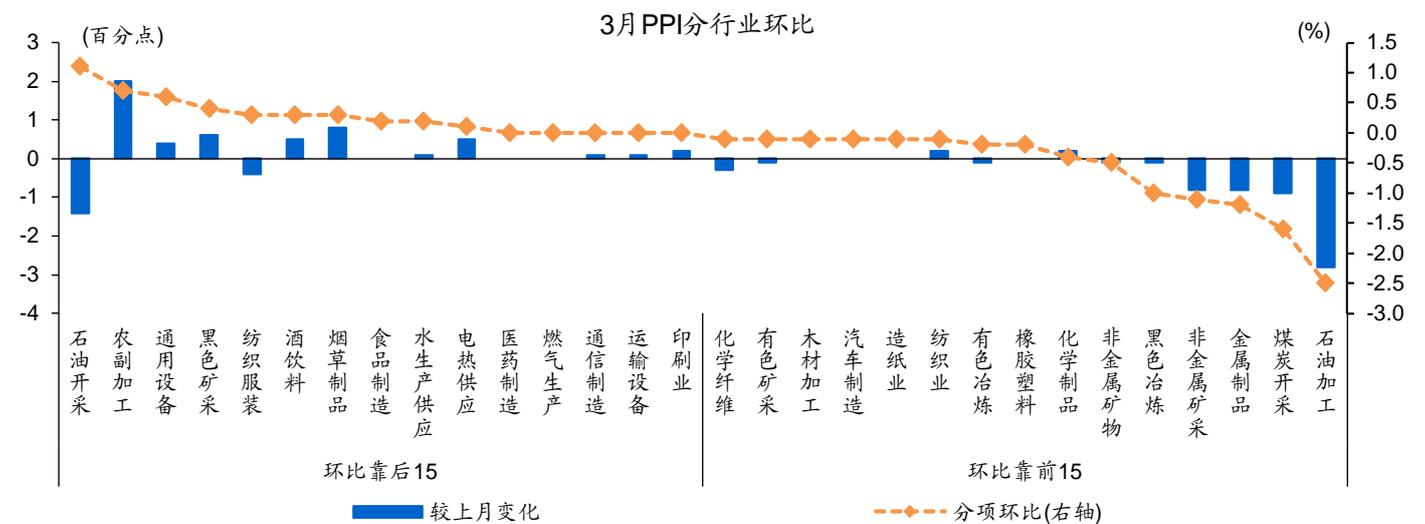


来源: Wind、国金证券研究所

来源: Wind、国金证券研究所

分行业来看, 输入性因素带动原油、有色链价格回升, 国内节后工业生产恢复、工业品相对充足, 黑色链条等价格回落。行业环比中, 石油开采延续涨价、环比 1.1%; 金冶炼、铜冶炼分别上涨 2.2%和 1.6%; 煤炭开采、黑色冶炼环比降幅扩大 0.9 和 0.1 个百分点; 部分中下游制造业价格延续回落, 例如, 农副加工、橡胶制品等。

图表19: 3月, 分行业PPI环比及其变化情况



来源: Wind、国金证券研究所

## 风险提示

- 1、猪价大幅反弹。能繁母猪产能去化速度超预期。

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402