



## 中枢下移，波动加剧

### ——中国物价数据点评 (2024 年 3 月)

3 月 CPI 通胀 0.1%，低于市场预期 (0.3%)。环比增速-1.0%，回吐 2 月全部涨幅；PPI 通胀-2.8%，低于市场预期 (-2.7%)。环比增速-0.1%，连续 5 个月下跌。

春节效应退坡带来食品和旅游价格大幅下跌，是 CPI 通胀超预期回落的主要原因。从长期看，疫后 CPI 通胀呈现出了“中枢下移，波动加剧”的特征，中枢水平或从疫前的 2% 跌至 1%；地产持续走弱带来了钢铁和煤炭价格的下行，并驱动 PPI 通胀进一步走弱，在地产企稳前，PPI 通胀或将持续为负。

#### 一、CPI 通胀：春节效应退坡

3 月 CPI 通胀录得 0.1%，较上月大幅回落 0.6pct，超出市场预期。春节效应退坡带来食品和旅游价格大幅回落，是 CPI 通胀超预期回落的主要原因。

春节效应退坡，食品价格普跌。3 月食品价格环比下跌 3.2%，同比下跌 2.7%，对 CPI 通胀的拖累走阔至 0.5pct。产能去化仍在继续，猪价持续磨底，回吐 2 月春节效应带来的涨幅。2 月能繁母猪头数进一步去化至 4,042 万，3 月猪价受春节效应退坡影响环比下跌 6.7%，同比读数亦转跌至-2.4%。从高频数据看，3 月末猪价再度企稳回升，指向猪价处于磨底阶段。其他食品分项价格多数下跌。鲜菜、鲜果、牛羊肉、水产品、蛋类价格均大幅下跌，仅奶类价格环比微涨。

国际油价驱动能源通胀进一步走强。3 月布伦特油价累计上涨 6.3%。受此影响，3 月交通工具用燃料价格环比上涨 1.1%，同比上涨 2.2%，拉动总通胀约 0.06pct。

核心通胀表现出“中枢下移，波动加剧”的整体特征，或为疫后消费需求状况的映射。从中枢看，2024 年一季度核心通胀中枢录得 0.7%，与 2023 年中枢持平，而疫前 (2017-2019) 中枢为 1.9%。从波动看，2 月核心物价受



春节效应影响上涨 0.5%，位于季节性上沿，3 月则受春节效应退坡影响下跌 0.6%，跌幅远超季节性水平。2023 年数据同样表现出随节假日大幅波动的特征。从结构看，旅游分项剧烈波动是核心通胀波动加剧的主要原因。其他服务分项通胀中枢较疫前显著下移但仍然为正，商品通胀则多数位于负区间，与疫前水平大体一致。

## 二、PPI 通胀：持续低迷

尽管 3 月制造业新订单、新出口订单 PMI 均升至荣枯线上方，但更多来自于“以价换量”，PPI 通胀仍然疲弱。3 月 PPI 通胀录得-2.8%，弱于市场预期的-2.7%，环比增速-0.1%，连续 5 个月收缩。

受地产持续走弱影响，钢铁、煤炭价格跌幅走阔，上游 PPI 通胀再度环比转跌，驱动 PPI 通胀整体进一步下探。1-2 月房地产投资累计下跌 9.0%，新开工累计下跌 29.7%，竣工亦大幅下跌 20.2%，指向“保交楼”支撑或已告一段落。受此影响，3 月钢铁与煤炭价格大幅下行，带动黑色金属和煤炭采掘业 PPI 环比下跌 2.5%和 1.6%。与此同时，国际定价的原油、有色价格在地缘冲突和降息预期的双重影响下有所上行，与国内定价商品价格走势分化。

需求回暖仍然带来了重点行业价格的小幅走强。3 月运输设备制造业 PPI 环比转正至 0.3%，通用设备和 TMT 设备制造业亦环比止跌，主要分项仅剩汽车制造业仍在环比下跌。

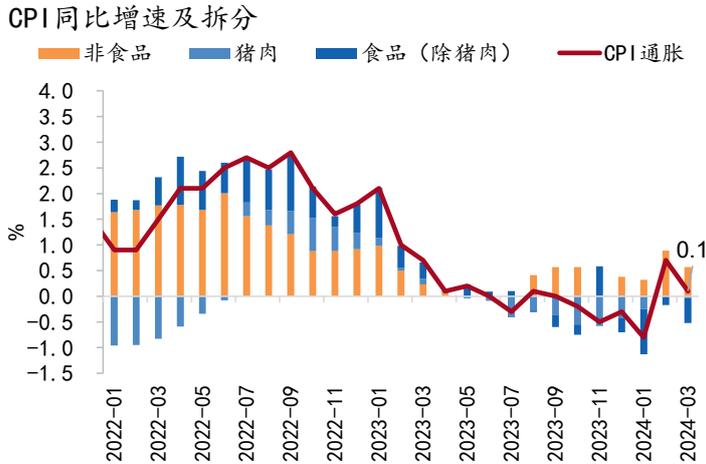
## 三、前瞻：寻找新中枢

前瞻地看，中国通胀正在寻找疫后新中枢。CPI 方面，随着猪周期结束磨底，新中枢或位于 1%附近，较疫前水平下行 1pct。PPI 方面，考虑到海外降息预期持续收敛，在地产企稳之前，或延续下跌态势。

(作者：谭卓 王天程)

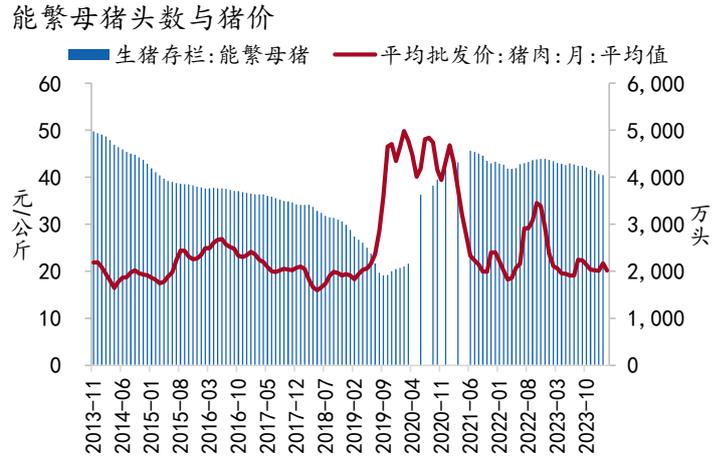
## 附录

图 1: CPI 通胀再度超预期回落



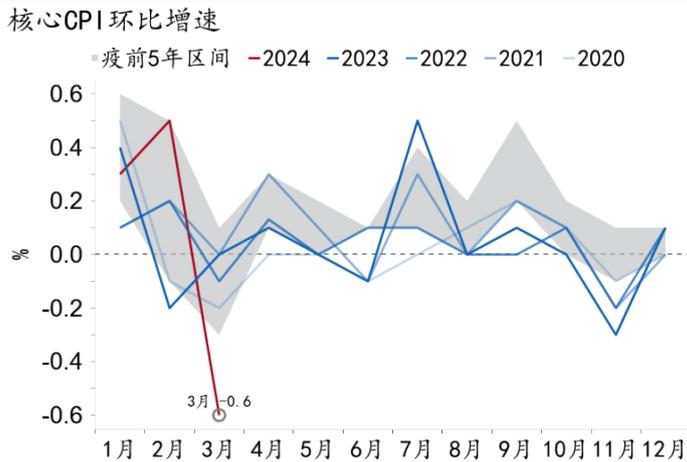
资料来源: WIND、招商银行研究院

图 2: 猪价持续磨底



资料来源: WIND、招商银行研究院

图 3: 核心 CPI 环比动能超季节性走弱



资料来源: MACROBOND、招商银行研究院

图 4: PPI 通胀连续 18 个月为负



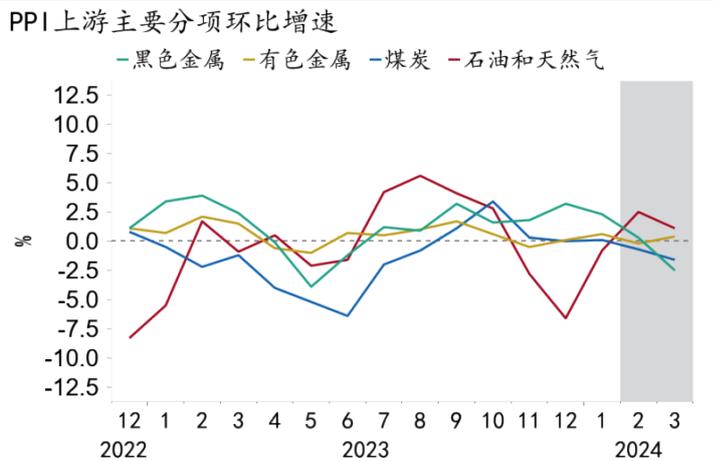
资料来源: MACROBOND、招商银行研究院

图 5: PPI 上中下游均处收缩区间



资料来源: MACROBOND、招商银行研究院

图 6: 国际与国内定价大宗商品价格分化



资料来源: MACROBOND、招商银行研究院