

证券研究报告

宏观研究

专题报告

解运亮 宏观首席分析师
执业编号: S1500521040002
联系电话: 010-83326858
邮箱: xieyunliang@cindasc.com

麦麟玥 宏观研究助理
邮箱: mailinyue@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

CPI 超季节性回落或是短期影响

2024年4月12日

- **CPI 超季节性回落是短期影响。**受春节因素消退影响,3月CPI同比涨幅回落,且回落幅度高于季节性。如何理解?第一,春节次月食品和出行、娱乐价格回落属于季节性变化。第二,CPI环比回落高于季节性或是受暂时性因素的影响。展望4月,我们认为物价仍具备回升条件,一是Q2猪价较Q1改善或助力CPI回升,二是历史经验显示走出春节波动后,CPI环比往往出现改善。
- **PPI 环比逐步摆脱弱势。**尽管3月PPI降幅略有扩大,但我们认为,当前PPI正逐步摆脱弱势。第一,PPI环比降幅逐步收窄显示其向好态势不改。第二,我们认为Q2随着PPI翘尾因素拖累好转,PPI同比拖累或将在Q2逐步缓解。分行业看,煤炭、黑金采选等黑色系行业价格环比回落主要受供暖需求减少的影响,而受房地产投资下滑等因素影响,国内定价主导的水泥、煤炭等大宗商品价格偏弱。
- **通胀中枢可能缓慢上升。**我们认为,二季度价格同比仍有望上涨。CPI方面,2月、3月受春节因素等短期影响,在CPI走出波动后,我们预计4月CPI环比或将迎来改善。PPI方面,PPI环比一直呈现缓慢修复态势,我们预计在二季度PPI翘尾因素拖累好转之下,PPI同比也能实现触底回升。在全球利率依旧高企之下,国内CPI和PPI反映目前国内需求恢复斜率偏缓,中国加码货币宽松步伐,我们预计人民币汇率年内仍是承压状态。
- **风险因素:**地缘政治风险,国际油价上涨超预期等。

目录

一、CPI 超季节性回落是短期影响.....	3
二、PPI 环比逐步摆脱弱势.....	5
三、通胀中枢可能缓慢上升.....	7
风险因素.....	8

图目录

图 1: CPI 同比涨幅回落.....	3
图 2: 春节次月 CPI 环比回落.....	4
图 3: 去年 4 月-6 月是当年猪价低点.....	4
图 4: 今年 PPI 同比降幅再次扩大.....	5
图 5: 今年以来, PPI 翘尾因素拖累程度加大.....	6
图 6: 去年四季度以来, 制造业价格端未能持续上涨.....	6
图 7: 全球通胀正在向疫情靠拢.....	7

一、CPI 超季节性回落是短期影响

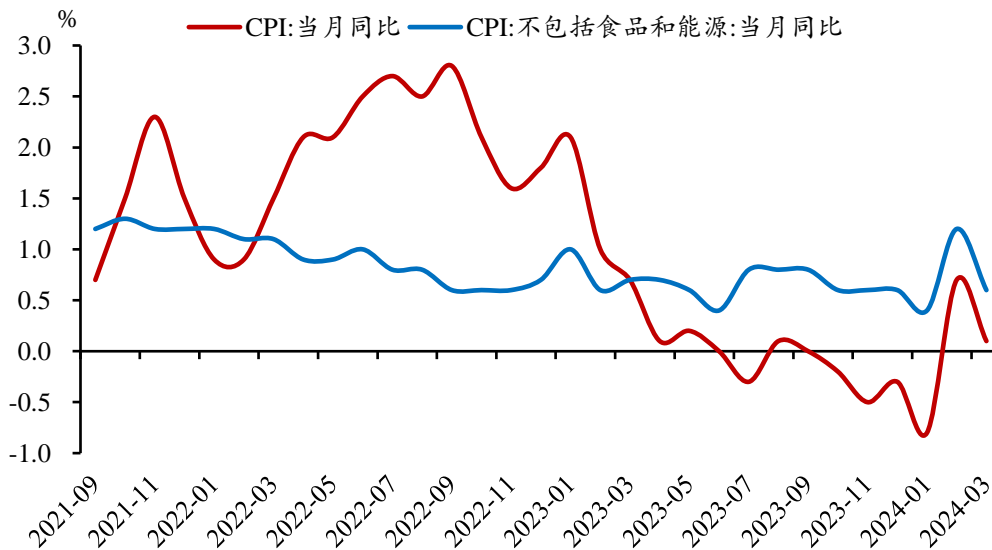
今年 3 月 CPI 同比上升 0.1%，前值为 0.7%，CPI 同比不及市场预期（同花顺预期值：0.4%）。

受春节因素消退影响，3 月 CPI 同比涨幅回落，且回落幅度高于季节性。如何理解？

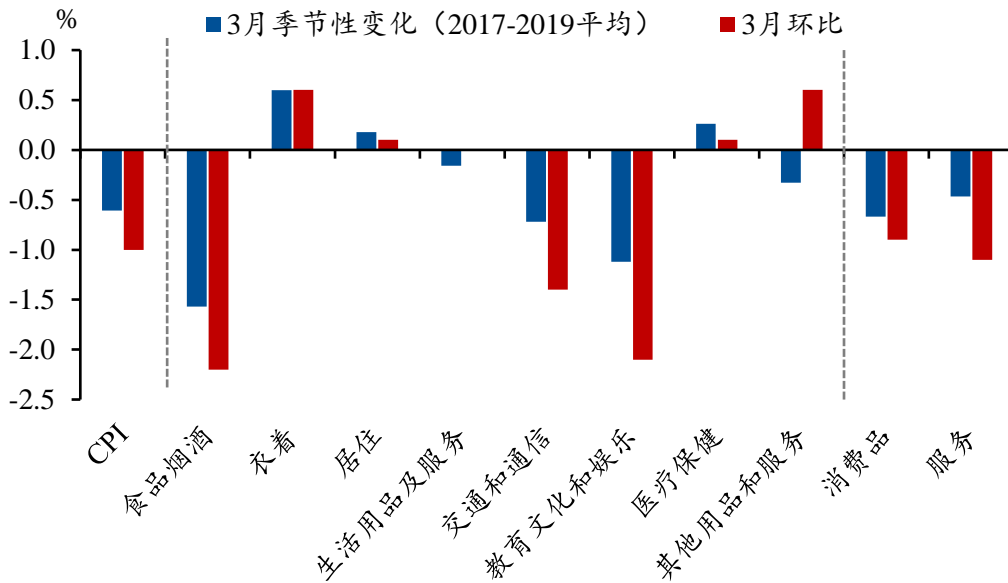
第一，春节次月食品和出行、娱乐价格回落属于季节性变化。受春节因素消退影响，2 月和 3 月的 CPI 都受到扰动。春节次月 CPI 环比往往回落，从分项来看，食品烟酒、交通和通信、教育文化和娱乐均有明显回落，与季节性趋势一致。3 月出行服务价格回落，其中旅游价格涨幅从 2 月的 23.1% 回落至 6.0%，飞机票价格由 2 月上涨 20.8% 转为下降 14.7%。

第二，CPI 环比回落高于季节性或是受暂时性因素的影响。3 月 CPI 环比为 -1.0%，从 2 月 CPI 环比上涨回落 2 个百分点，其中环比回落较多主要系食品项贡献，六成由食品项贡献，四成由非食品项贡献。我们认为这或受短期因素影响，首先，食品和非食品项一起回落，这与春节后食品和出行娱乐价格回落相符合。其次，食品拖累大或是受天气回暖、气温较常年同期偏高的影响。

图 1：CPI 同比涨幅回落



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

图 2：春节次月 CPI 环比回落


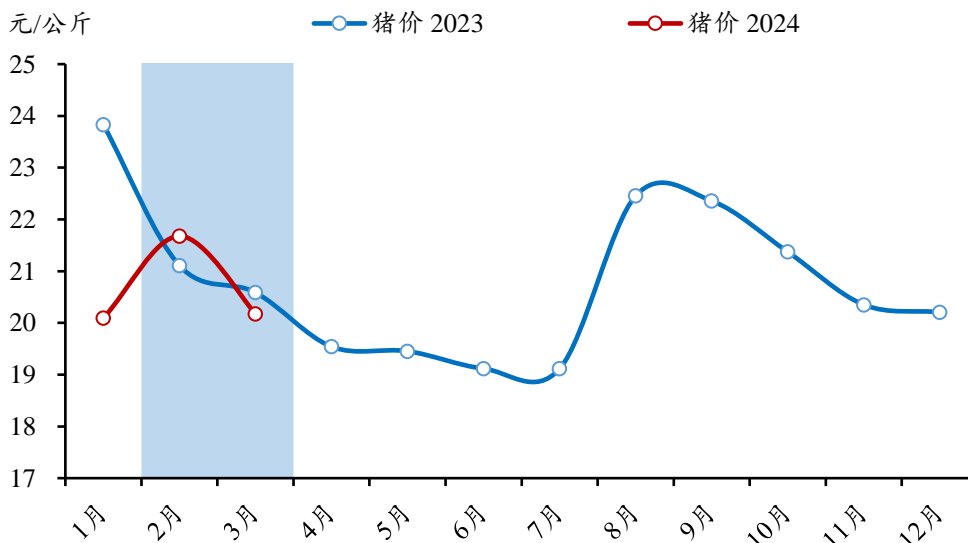
资料来源: ifind, 信达证券研发中心

展望 4 月，我们认为物价仍具备回升条件。

第一，我们预计 Q2 猪价较 Q1 改善，或助力 CPI 回升。 中国农业农村部指出，在加强产能调控后，二季度生猪市场形势有望好于去年同期。再加上去年 4 月-6 月是当年猪价低点，我们认为 Q2 猪价有望较 Q1 改善，这可能助力 CPI 回升。

第二，受猪肉 CPI 权重下调影响，即使猪周期再下行，对物价影响也有收敛。 今年 3 月猪肉 CPI 同比为-2.4%，对整体 CPI 同比拖累 0.03 个百分点，相比之下，2018 年 9 月猪肉 CPI 同比-2.4%，对整体 CPI 同比拖累是现在的两倍（0.06 个百分点）。我们认为，这背后的原因是猪肉权重下调，2018 年猪肉权重 2.67%，2024 年猪肉权重下调至 1.25%。

第三，走出春节波动后，CPI 环比往往出现改善。 回顾历史来看，疫情前 2017 年-2019 年 4 月环比均值显示经过春节的波动后，4 月的 CPI 环比往往出现改善。因此，我们认为经过春节消退的波动后，4 月物价仍旧具备回升条件。

图 3：去年 4 月-6 月是当年猪价低点


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

二、PPI 环比逐步摆脱弱势

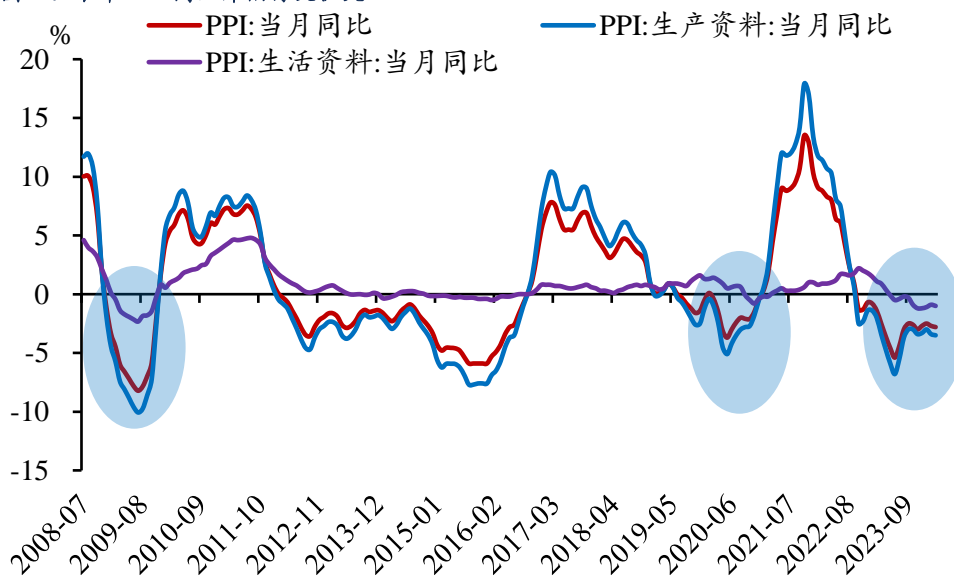
今年3月PPI同比降幅略有扩大，从2月的2.7%回落至2.8%，整体上看，PPI同比表现基本符合市场预期。

我们认为，当前PPI正逐步摆脱弱势。

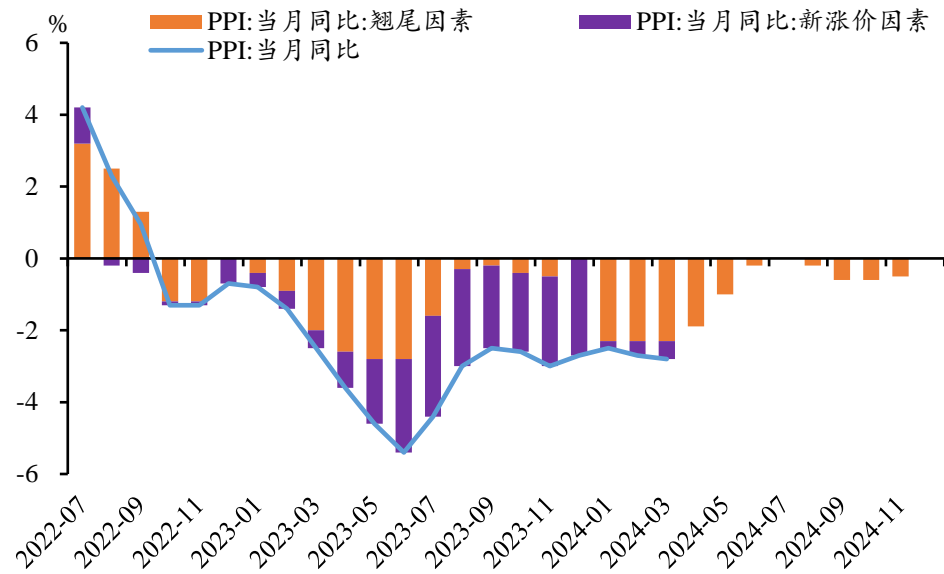
第一，PPI 环比降幅逐步收窄显示向好态势不改。从环比上看，3月PPI环比下降0.1%，但降幅相较2月继续收窄。从去年11月开始，PPI环比就延续降幅收窄态势。截至目前为止，PPI环比降幅已收窄4个月。我们认为，这意味着国内生产者价格弱势仍在逐步向好，只是恢复斜率较缓。

第二，我们认为PPI同比拖累或在Q2逐步缓解。从涨价和翘尾因素来看，今年以来，PPI翘尾因素拖累程度加大，而今年Q1期间PPI同比横盘的关键在于翘尾因素始终维持在2.3%的水平，再加上新涨价因素一直较弱，导致Q1期间PPI同比未有改善。我们认为，随着Q2翘尾因素拖累好转，PPI同比拖累或将在Q2逐步缓解。

图 4：今年 PPI 同比降幅再次扩大



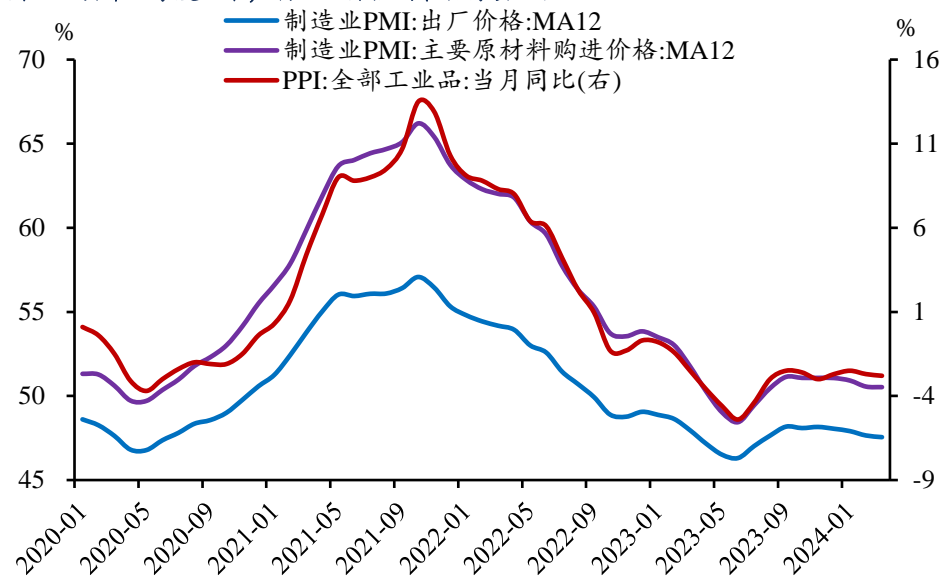
资料来源: ifind, 信达证券研发中心

图 5：今年以来，PPI 翘尾因素拖累程度加大


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

受供暖需求减少和国内地产偏弱影响，部分行业价格有不同幅度环比回落。

- 1) 煤炭、黑金采选等黑色系行业价格环比回落主要受供暖需求减少的影响。随着 3 月中旬前后陆续结束供暖，采暖用煤需求减少，供给总体平稳，煤炭开采和洗开选业价格环比下降 1.6%。
- 2) 3 月国际原油价格上行，但受房地产投资下滑等因素影响，国内主导定价的钢铁、水泥、煤炭等大宗商品价格偏弱，石油和天然气受大宗商品传导影响回升，但对外依赖较低的煤炭价格环比回落。

图 6：去年四季度以来，制造业价格端未能持续上涨


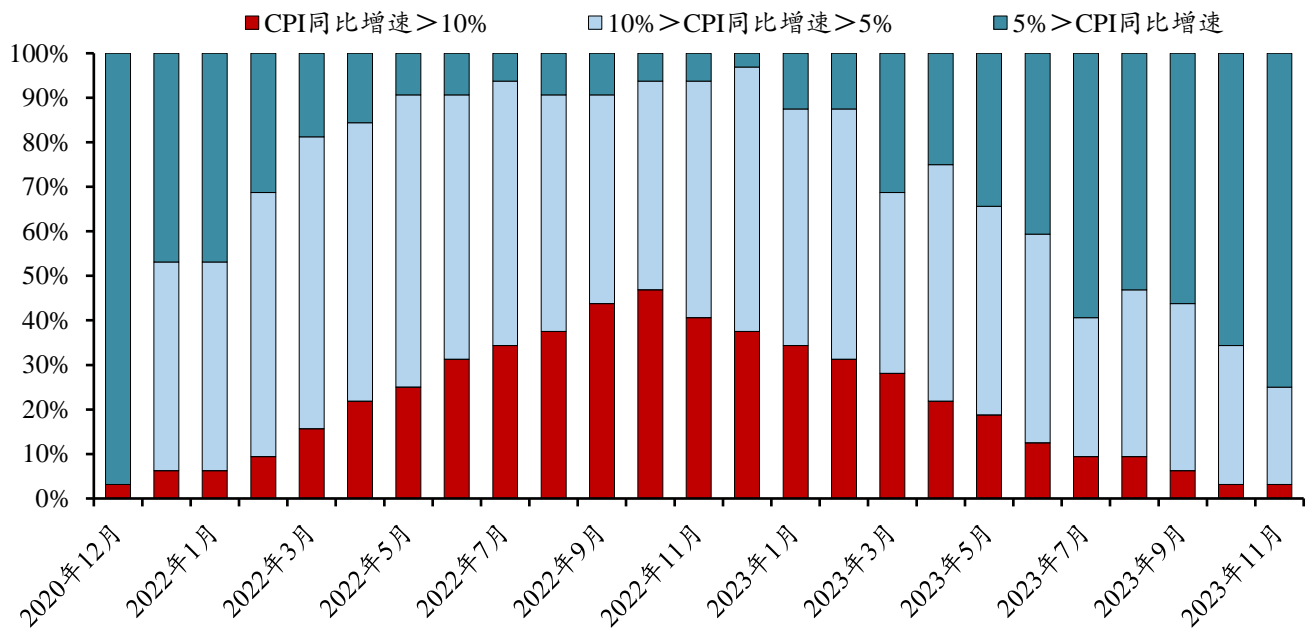
资料来源: ifind, 信达证券研发中心

三、通胀中枢可能缓慢上升

我们认为，二季度价格同比仍有望上涨。CPI 方面，2 月、3 月受春节因素影响，价格波动加大，我们认为这其中大多数为短期影响，从 4 月开始，CPI 走出波动后更能显示自身的实际修复动能。PPI 方面，尽管今年以来 PPI 同比出现横盘，但从环比看，PPI 环比一直呈现缓慢修复态势。我们预计在二季度 PPI 翘尾因素拖累好转之下，PPI 同比也能实现触底回升。

国内和海外寻求不同通胀走势，或意味着年内人民币汇率仍是承压状态。根据 OECD 公布的数据，截至去年 11 月，CPI 同比增速在 10% 以上的经济体占总数（不含奥地利和新西兰，共 32 个国家）的比例已经非常接近 2020 年 12 月的水平。可以看到，国内和国外正寻求不同的通胀走势，在全球利率依旧高企之下，国内 CPI 和 PPI 反映目前国内需求恢复斜率偏缓，中国加码货币宽松步伐，我们预计人民币汇率年内或仍是承压状态。

图 7：全球通胀正在向疫情靠拢



资料来源: OECD, 信达证券研发中心

风险因素

地缘政治风险，国际油价上涨超预期等。

研究团队简介

解运亮，信达证券宏观首席分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学汉青研究院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。首届“21世纪最佳预警研究报告”得主。

麦麟玥，信达证券宏观研究助理。中山大学管科硕士，2022年7月加入信达证券研究所，从事宏观经济研究。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券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。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入： 股价相对强于基准15%以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准5%~20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5%之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。