

## 宏观

## 通胀低于预期，4月债市风险不大

——2024年3月通胀点评

2024年4月12日

宏观研究/事件点评

## 相关报告：

【山证宏观】2024年2月通胀点评：通胀略超预期 2024.3.10

## 分析师：

郭瑞

执业登记编码：S0760514050002

电话：0351-8686977

邮箱：guorui@sxzq.com

张治

执业登记编码：S0760522030002

邮箱：zhangzhi@sxzq.com

## 投资要点：

- **3月CPI、PPI均低于预期。**3月CPI同比0.1%（前值0.7%），万得一致预期值为0.3%。PPI同比-2.8%（前值-2.7%），低于万得一致预期值-2.7%。3月CPI环比-1.0%，PPI环比-0.1%，均弱于疫情后的2020-2023年同期和疫情前的2016-2019年同期。
- **CPI大类分项环比由高到低排序为能源>核心商品>服务>食品。**受国际油价上行影响，国内汽油价格上涨1.2%，带动交通燃料项环比上涨1.1%。核心商品表现分化，衣着季节性上涨0.6%，回到2019年水平，家具器皿、交通工具跌幅较大。3月核心CPI、服务CPI环比分别下降0.6%、1.1%，跌幅高于季节性。节后为出行淡季，非食品中飞机票、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。而家庭服务分项在上月弱于季节性后本月又强于季节性。核心商品和服务的结构性分化显示，居民在资产负债表尚未完全修复的情况下对于消费支出仍具有较强的规划性。食品价格环比回落3.2%，鲜菜、鲜果、猪肉、水产品等价格由涨转跌，且跌幅偏大，主因节后消费需求回落，加之大部分地区气温较常年同期偏高，市场供应总体充足。
- **石油、有色是PPI环比的主要拉动项，建筑链条对钢铁、水泥等传导相对缓慢。**3月生产资料表现好于生活资料，生产资料价格环比-0.1%（前值-0.3%），生活资料价格环比-0.1%（前值-0.1%）。生产资料中，原材料和加工业表现好于采矿业。国际输入性因素带动国内石油、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%。受地方化债影响，国内基建回升较慢，钢材、水泥等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%。二季度在财政资金到位情况下上述品类价格或迎来拐点。煤炭供应总体平稳，采暖用煤需求减少，煤炭开采和洗选业价格下降1.6%。装备制造业中，新能源车整车制造、锂离子电池制造价格分别下降1.3%、0.9%，主要逻辑是供给端产能的释放。出口回暖带动铁路船舶航空航天和其他运输设备制造业价格上涨0.3%，计算机通信和其他电子设备制造业价格持平。
- **市场启示：**二季度通胀仍有望抬升，预计债券4月风险不大，二季度或阶段性调整。4月以来，10年期国债收益率低位波动。向上推力主要是长期国债供给问题的担忧、二季度财政资金落地带来建筑链企稳预期、出口的回暖和输入性通胀、汇率因素下货币政策的短期定力；向下推力在于短期建筑

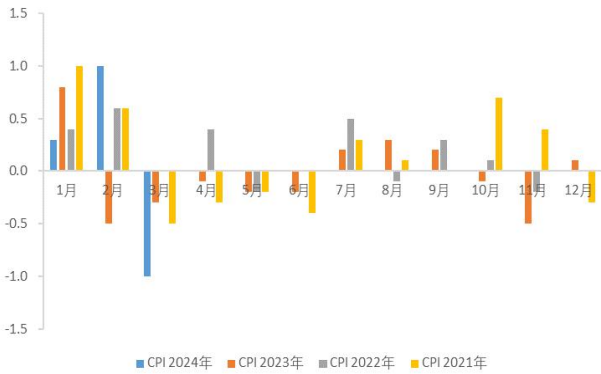




链条复苏偏弱、微观主体信心不足、价格反复、二季度存款利率调降预期。总体看，二季度通胀中枢有望回升的逻辑在于低基数、基建和出口共振回暖。叠加特别国债、专项债供给压力，判断债券收益率阶段性调整概率不小但空间有限。就4月看，国内财政基建见效较缓，通胀偏弱，债市风险有限。

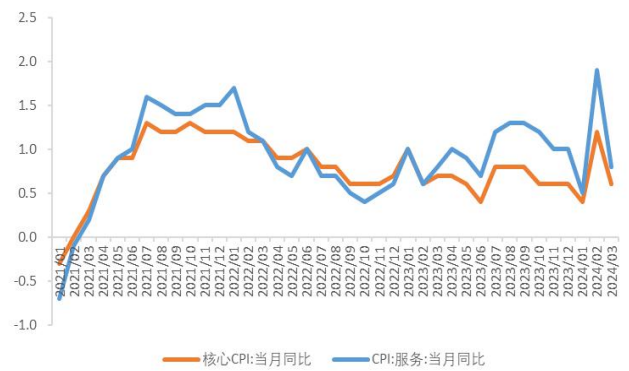
➤ **风险提示：**全球制造业回暖和美国制造业补库存超预期；地缘政治风险。

图 1：CPI 环比增速 (%)



资料来源：国家统计局，Wind，山西证券研究所

图 2：核心 CPI 及服务 CPI 同比增速 (%)



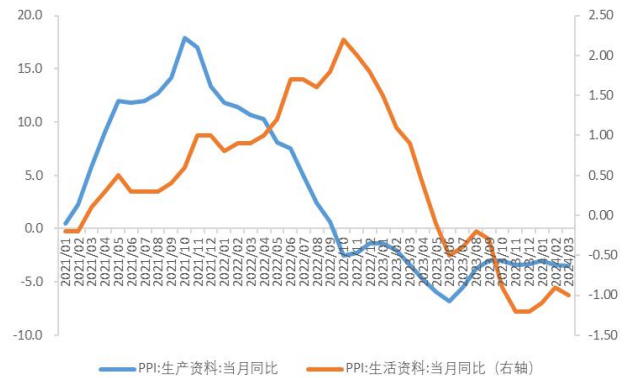
资料来源：国家统计局，Wind，山西证券研究所

图 3：猪肉价格同比增速 (%)



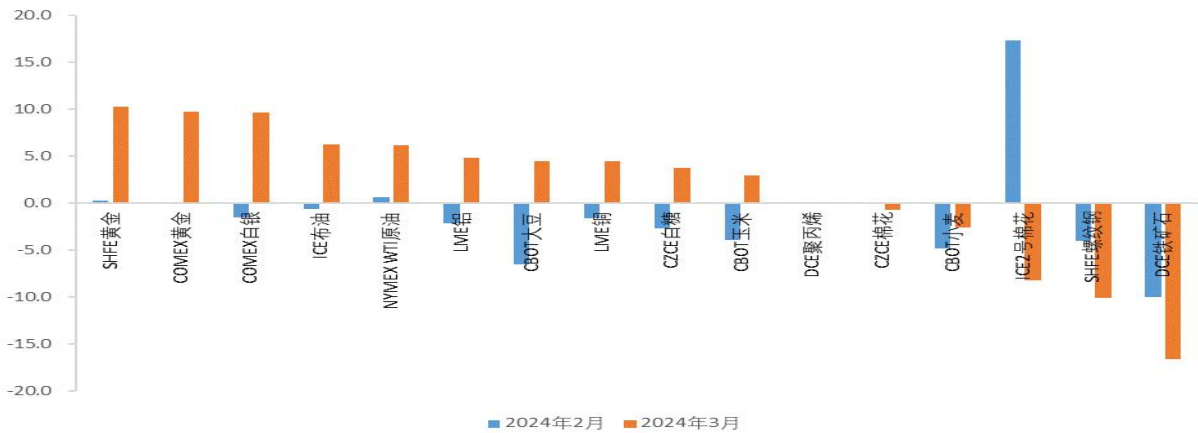
资料来源：国家统计局，Wind，山西证券研究所

图 4：生产资料和生活资料 PPI 同比增速 (%)



资料来源：国家统计局，Wind，山西证券研究所

图 5：2024 年 2 月、3 月全球重要商品价格涨跌幅 (%)



资料来源：Wind，山西证券研究所

### 分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

### 免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任一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，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

### 山西证券研究所：



#### 上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

#### 太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层  
电话：0351-8686981  
<http://www.i618.com.cn>

#### 深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

#### 北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层