



研究所

分析师:袁野
SAC 登记编号:S1340523010002
Email:yuanye@cnpsec.com
研究助理:苑西恒
SAC 登记编号:S1340124020005
Email:yuanxiheng@cnpsec.com

近期研究报告

《就业走强或指示市场加大基本面定价权重》 - 2024. 04. 09

宏观研究

输入性通胀持续走高，外需拉动韧性仍在

● 核心观点

(1) 3月CPI超预期回落，翘尾因素和新涨价因素均产生制约。食品和非食品价格均弱于季节性，指向春节过后，消费者消费行为或偏谨慎，或春节透支部分消费能力，背后折射出消费者信心有待持续修复。

(2) 3月PPI低于预期，弱于季节性，翘尾因素和新涨价因素亦均产生拖累，生产资料和生活资料价格双弱。从重点行业来看，外需拉动韧性仍在，输入性通胀持续走高。国际能源价格和有色金属价格上涨，带动国内原油、天然气和有色价格走高，输入性通胀水平持续走高。外需拉动的纺织业、铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业价格延续上涨，指向需求仍较为旺盛，出口增速或有望保持韧性；汽车制造业价格小幅回落，汽车价格回落或是近期价格战影响，橡胶和塑料制品业持平前值。1-2月工业企业利润改善较高的造纸及纸制品业来看，环比持平前值，同比跌幅收窄，指向市场需求仍较为旺盛，或继续支撑3月工业企业利润改善。此外，房地产市场仍较为低迷，钢材、玻璃供应相对充足，价格边际回落。

(3) 向后看，结合3月PMI来看，目前我国经济供需两端同步改善，需求拉动生产的特点逐步显现，新的供求平衡点逐步形成，新的均衡点或有所下移，但经济内生动能持续增强，将会对价格形成一定支撑。预计4月CPI同比0.3%左右，PPI同比-2.3%左右。

● 风险提示：

美国房地产市场超预期下行；美国消费疲软；海外地缘政治冲突加剧。

1 翘尾因素和新涨价因素共同制约，CPI 超预期回落

1.1 CPI 低于预期，弱于季节性表现

3 月 CPI 同比增长 0.1%，较 wind 一致预期 0.3%低 0.2pct，较前值回落 0.6pct，弱于季节性水平，较近五年均值水平低 1.74pct；核心 CPI 同比增长 0.6%，较前值回落 0.6pct，较近五年均值水平 1.02%低 0.42pct。从 CPI 环比增速来看，3 月 CPI 环比增长-1%，较前值回落 2pct，亦弱于季节性表现，较近五年均值水平-0.48%低 0.52pct，核心 CPI 环比增长-0.6%，较前值回落 1.1pct，较近五年均值水平-0.12%低 0.48pct。

翘尾因素拖累减弱，新涨价因素边际回落，CPI 同比增速小幅低于预期。3 月份上年价格变动的翘尾影响约为-0.3%，较上月回升 0.3pct，新涨价因素影响约为 0.4%，较上月回落 0.71pct。

1.2 食品和非食品价格均弱于季节性，消费者信心有待持续修复

(1) 食品价格增速弱于季节性，春节效应或透支了部分消费能力。

从同比增速来看，3 月食品价格同比上涨-2.7%，跌幅较上期扩大 1.8pct，跌幅进一步扩大，较近五年（不包括 2020 年）均值 1.28%低 3.98pct。从环比增速来看，3 月食品价格环比增长-3.2%，较上月回落 6.5pct，价格明显回落，较近五年（不包括 2020 年）均值-0.46%低 2.74pct。

分项价格变动在一定程度上或反映了春节效应透支了居民部分消费能力，指向当前消费有待持续修复。春节过后，粮食、食用油、奶类基本均属于生活必需品价格有所回升，非必需品价格出现较为明显回落。从分项环比增速来看，粮食、食用油、奶类环比增速边际回升，环比增速分别为 0.1%、0、0.3%，较上期分别提高 0.2pct、0.6pct、0.7pct；鲜花、猪肉、水产、蛋类等环比增速边际放缓，环比增速分别为-11%、-6.7%、-1.7%、-3.8%，较上期分别下降 23.7pct、13.9pct、3pct、1.6pct。

(2) 非食品价格弱于季节性，指向消费者消费或偏谨慎，或春节透支部分消费能力，消费者信心有待持续修复。

3月，非食品同比增速为0.7%，较上期回落0.4pct，亦低于季节性水平，较近五年（不包括2020年）均值1.42%低0.72pct。非食品环比增速为-0.5%，较上月回落1pct，弱于季节性，较近五年（不包括2020年）均值-0.02%低0.28pct。

从分项环比增速来看，国际油价带动交通工具燃料价格走高；耐用品价格普遍回落，存在2月春节高基数效应影响，但弱于季节性水平，亦或指向春节过后，消费者消费行为或偏谨慎，或春节透支部分消费能力，背后折射出消费者信心有待持续修复；衣着等非耐用品价格有所回升，应是换季因素影响；就业市场有所回暖，带动租赁房房租环比回升，但房地产市场依然低迷，仍产生拖累，回升弱于季节性；非住房服务价格分化，家庭服务价格回升，旅游价格明显回落。

(1) 国际能源价格上涨持续带动交通工具用燃料价格走高，但增速边际有所放缓，亦弱于季节性。3月交通工具用燃料环比增长1.1%，在各分项中，涨幅最为明显，但较上期回落0.8pct，增速边际有所放缓，亦低于季节性水平，较近五年（不包括2020年）均值2.84%低1.74pct。

(2) 核心商品：耐用品价格普遍回落，非耐用品价格回升

耐用品价格普遍回落，弱于季节性。3月，交通工具使用和维修环比增速-2.4%，较上期回落5pct，弱于季节性表现，较近五年（不包括2020年）均值-1.32%低1.08pct，主因应是2月春节自驾游出行增加带来高基数效应，但弱于季节性，亦体现了春节消费透支了部分消费能力，或者消费者目前消费较为谨慎，准备清明假期和五一假期消费。家用器具环比增速-0.3%，较上期回落0.3pct，弱于季节性，较近五年（不包括2020年）均值0.1%低0.4pct，间接体现了当前房地产市场仍较为低迷。非耐用品价格环比回升，亦好于季节性。衣着服装环比增速0.6%，较上期回升0.8pct，略好于季节性表现，较近五年（不包括2020年）均值高0.08pct，应是换季因素影响。

(3) 租赁房房租连续两个月回升，仍弱于季节性，指向就业市场有所回暖，但房地产市场低迷产生拖累。3月租赁房房租环比增速0.1%，较前值回升0.1pct，连续两个月回升，仍弱于季节性，较近五年（不包括2020年）均值0.24%低0.14pct。一个解释：房地产市场尚未筑底回暖，房价有所回落，带动租赁市场价格下降，但随着经济持续修复，就业市场有所回升，租赁需求热度有所回暖，因此租赁房房租有所回升，但仍弱于季节性水平，这与3月PMI就业回升相吻合。

(4) **非住房服务价格分化，家庭服务价格回升，旅游价格明显回落。**3月，旅游环比增速-14.2%，较上期回落 27.3pct，弱于季节性水平，较近五年（不包括 2020 年）均值水平-5.42%低 8.78pct，主因应是 2 月春节效应带来高基数影响，同时消费仍在持续修复背景下，消费者消费行为或偏谨慎，或 2 月春节消费透支部分消费能力。医疗服务环比增速 0.2%，较上期回落 0.4pct，西药环比增速-0.1%，较上期回落 0.1pct，均弱于季节性，应是 2 月严寒天气、流感季节等带来高基数影响。家庭服务价格环比增速-0.2%，较上期回升 1.5pct，好于季节性表现，较近五年（不包括 2020 年）均值-1.52%高 1.32pct，应是流感季过后，居民挤压需求释放，增加相关服务购买量，带动价格回升。

2 PPI 低于预期，弱于季节性表现

2.1 PPI 弱于预期，翘尾因素和新涨价因素均产生拖累

3 月，PPI 同比增长-2.8%，较 wind 一致预期-2.7%低 0.1pct，弱于季节性表现，较近五年（不包括 2020 年）均值水平 2.74%低 5.54pct。

翘尾因素仍是主要拖累，新涨价因素亦小幅回落，PPI 同比增速较上月有所回落。3 月份上年价格变动的翘尾影响约为-2.38%，持平前值；新涨价因素影响约-0.42%，较前值回落 0.1pct。在国际能源价格走高的背景下，要素市场价格继续走低，指向当前需求相对生产仍弱，与我们前期对 PMI 分析结论相印证

2.2 生产和生活资料价格均弱于季节性

从结构来看，3 月生产资料价格同比增长-3.5%，较前值跌幅扩大 0.1pct，生活资料价格同比增长-1%，较前值跌幅扩大 0.1pct，均弱于季节性水平。

(1) **在生产资料方面，原材料工业价格、加工工业价格环比增速边际回升，采掘工业价格环比回落。**原材料工业环比增长 0.3%，较上月回升 0.7pct，加工工业价格环比增长-0.2%，较前值回升 0.1pct；采掘工业价格环比增长-0.8%，较上月回落 1pct。结合 3 月 PMI 来看，需求有所回升，再次进入扩张区间，一改 2023 年生产稳增长特点，需求与生产逐步形成新的均衡点，带来企业家谨慎扩产，同时国际能源价格上涨，带动原材料工业价格、加工工业价格环比增速边际回升。但因需求相对生产仍弱，生产资料价格改善仍较为有限，弱于季节性表现。

(2) 在生活资料方面,食品项成为主要拖累。3月,生活资料环比增速-0.1%,持平前值。食品价格环比增速-0.4%,较前值回落0.4pct,成为主要拖累。衣着类、一般日用品类、耐用消费品类价格环比增速均为0,较前值变动分别为0.1pct、0.2pct、0pct。

2.3 重点行业: 外需拉动韧性仍在, 输入性通胀持续走高

从重点行业来看,国际能源价格和有色金属价格上涨,带动国内原油、天然气和有色价格走高,输入性通胀水平持续走高。外需拉动的纺织业、铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业价格延续上涨,指向需求仍较为旺盛,出口增速有望保持韧性;橡胶和塑料制品业持平前值,汽车制造业价格小幅回落,或是近期汽车价格战影响,需求量应尚未出现明显变动。1-2月工业企业利润改善较高的造纸及纸制品业来看,环比持平前值,同比跌幅收窄,指向市场需求仍较为旺盛,或继续支撑3月工业企业利润改善。此外,房地产市场仍较为低迷,钢材、玻璃供应相对充足,价格边际回落。

(1) 受国际市场原油、有色金属等价格上行影响,国内石油和天然气开采业、有色金属冶炼和压延加工业价格环比延续正增长,推升价格走高,环比增速分别为1.1%、0.6%,较上月变动为-1.4pct和0.4pct。

(2) 采暖季过后,煤炭供应相对充足,煤炭价格出现回落。煤炭开采和洗选业环比增速-1.6%,较上月回落0.9pct。

(3) 房地产市场仍较为低迷,钢材、玻璃供应相对充足,价格边际回落。非金属矿物质品、黑色金属冶炼和压延加工业价格环比增速分别为-0.5%和-1.2%,较前值分别回落0.1pct和0.8pct。

(4) 1-2月出口高增的汽车、橡胶、船舶、纺织等相关行业,价格出现分化,纺织业、铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业价格延续上涨,指向需求仍较为旺盛;橡胶和塑料制品业持平前值,汽车制造业价格小幅回落,或是近期汽车价格战影响,需求量应尚未出现明显变动。汽车制造业环比增速-0.2%,较前值回落0.1pct,或与汽车行业近期价格战有关;铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业环比增速0.3%,较前值回升0.5pct;橡胶和塑料制品业环比增速-0.1%,持平前值;纺织业环比增速0.2%,较前值回升0.1pct。

(5) 从 1-2 月工业企业利润改善较高的造纸及纸制品业来看，环比持平前值，同比跌幅收窄，指向市场需求仍较为旺盛，或继续支撑 3 月工业企业利润改善。3 月价格环比增速-0.2%，仍在负增长区间，持平前值；同比增速-4.7%，较上月回升 0.8pct。

此外，通用设备制造业价格环比增速为 0，较上月回升 0.2pct，或指向制造业投资有所回升；计算机、通信和其他电子设备制造业价格环比增速为 0，较前值回升 0.1pct。

3 4 月 CPI 温和增长，PPI 同比跌幅收窄

结合 3 月 PMI 来看，目前我国经济供需两端同步改善，需求拉动生产的特点逐步显现，新的供求平衡点逐步形成，新的均衡点或有所下移，但经济内生动能持续增强，将会对价格形成一定支撑。向后看，预计 4 月 CPI 同比增速 0.3% 左右，PPI 同比增速-2.3% 左右。

从翘尾因素、高频数据以及内外需影响因素分析，预计 4 月 CPI 温和回升，CPI 同比增速 0.3% 左右。一是翘尾因素的拖累作用持续减弱。4 月翘尾因素影响约为-0.2%，较 3 月收窄 0.1pct；二是从高频数据看，猪肉价格小幅回升，对 CPI 拖累作用减弱，而蔬菜、鲜果或依然会产生一定制约。从高频数据来看，4 月 1 日-4 月 10 日猪肉平均批发价格为 20.45 元/公斤，较 3 月平均批发价格 20.17 元/公斤上涨了 1.37%，其对价格拖累减弱。4 月 1 日-4 月 10 日 28 种重点监测蔬菜平均批发价格为 3.49 元/公斤，较 3 月均值回落 1.44%。4 月 1 日-4 月 10 日 7 种重点监测水果平均批发价格为 7.35 元/公斤，较 3 月均值回落 0.96%；三是 4 月清明假期带动消费回升，亦会拉动价格回升。清明假期跨区域人员流动超 7.5 亿人次，旅游出行超 1.19 亿人次，国内游客花费较 2019 年同期增长 12.7%，终端需求回升会拉动 CPI 回升；四是从重点行业来看，外需韧性仍在，支撑价格回升；五是国内经济持续修复，内生动能切实增强，这是根本保证。二季度预计专项债发行提速，托底经济增速，有望进一步修复市场信心，这会带动就业持续修复。

从翘尾因素、高频数据以及内外需影响因素分析，预计 4 月 PPI 亦温和回升，跌幅收窄，PPI 同比增速-2.3% 左右。一是翘尾因素影响较为明显减弱。4 月

PPI 同比翘尾因素影响约为-1.89%，较上月收窄 0.49pct，拖累作用明显减弱。

二是从新涨价因素分析，一方面国际能源价格、黄金等价格处于高位，欧佩克和俄罗斯减产计划，以及美国经济韧性仍足，有望对原油价格形成支撑，进而对我国工业品价格形成输入性影响；另一方面，二季度专项债密集发行，拉动基建投资，或对钢铁、水泥等价格形成一定拉动作用。此外，房地产融资协调机制持续推动，房地产市场积极信号显现，或对相关领域价格亦形成支撑。不过从目前高频数据来看，螺纹钢、水泥、铁矿石价格尚未回暖，有待进一步观察政策效果对新涨价因素影响。

风险提示

美国房地产市场超预期下行；美国消费疲软；海外地缘政治冲突加剧。

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
回避		预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下	

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号
邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼
邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼
邮编：518048