



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

价格低位徘徊，宽松仍有空间

——2024年3月物价数据点评

日期：2024年04月12日

分析师：胡月晓

Tel: 021-53686171

E-mail: huyuexiao@shzq.com

SAC 编号: S0870510120021

分析师：陈彦利

Tel: 021-53686170

E-mail: chenyanli@shzq.com

SAC 编号: S0870517070002

相关报告：

《经济趋暖、利率偏降》

——2024年04月03日

《开局较好，仍需巩固》

——2024年03月22日

《CPI 回正，PPI 偏弱》

——2024年03月13日

■ 主要观点

CPI 超季节回落，PPI 稳中偏弱

CPI 受春节效应影响，呈现出 2 月反弹 3 月回落的走势。从环比来看，今年的降幅还是超越近五年平均水平；同比涨幅也明显收窄，主要受到食品类以及旅游出行类价格的拖累。核心 CPI 也从 2 月的高位明显回落，回归了正常水平区间。工业品价格我们认为走势则延续了惯性，在基数效应下同比降幅略有扩大，稳中偏弱。主要行业中，煤炭开采、非金属制品、黑色冶炼、农副食品、电子设备等行业降幅扩大，合计影响 PPI 同比下降约 1.62 个百分点。PPI 持续在负区间运行，延续徘徊。

市场有望走稳回暖

我们认为宏观环境变化为我国资本市场运行步入平稳回暖的新阶段奠定了基础。我们认为，在政策激励和经济韧性影响下，中国经济运行平稳态势不变，随着政策效应逐渐呈现，2024 年中国经济和资本市场运行或将演绎双回暖格局。我们认为，未来“宏观平稳、微观改善”的宏观运行趋势，有利于资本市场走稳回暖。

价格低位徘徊，宽松仍有空间

我们此前就提出——春节因素消退后，CPI 或将再度走弱。春节后价格有较大幅度回落，导致了 3 月环比超正常年景回落幅度。我们认为，今年春节因素的扰动影响超出了正常年景，表明需求集中释放，预示长期性需求水平或将延续偏低迷的趋势。展望未来，我们认为中国消费物价仍然将延续低位徘徊的态势，而工业品则在基数效应下同比下降幅度将逐渐减少，节奏受大宗商品价格波动的影响。由于经济和通胀延续双底部徘徊局面，年内降息、降准仍是大概率事件。

■ 风险提示

地缘政治事件恶化，国际金融形势改变，中国货币政策超预期变化。

目 录

1 事件：3 月 CPI、PPI 数据公布	3
2 事件解析：数据特征和变动原因	3
2.1 春节效应消退，CPI 超季节性回落	3
2.2 PPI 负区间徘徊	5
3 事件影响：对经济和市场	7
3.1 CPI 超季节回落，PPI 稳中偏弱	7
3.2 市场有望走稳回暖	7
4 事件预测：趋势判断	8
4.1 价格低位徘徊，宽松仍有空间	8
5 风险提示：	8

图

图 1：CPI 同比、环比 (%)	4
图 2：食物价格分项同比 (%)	5
图 3：非食物分项同比 (%)	5
图 4：PPI 同比、环比 (%)	6
图 5：生产资料和生活资料价格同比 (%)	6
图 6：PPI 细项 (%)	7

表

表 1：3 月 CPI、PPI 同比数据 (%)	3
--------------------------------	---

1 事件：3月CPI、PPI数据公布

国家统计局数据显示，2024年3月份，全国居民消费价格同比上涨0.1%。其中，城市持平，农村上涨0.1%；食品价格下降2.7%，非食品价格上涨0.7%；消费品价格下降0.4%，服务价格上涨0.8%。1—3月平均，全国居民消费价格与上年同期持平。3月份，全国居民消费价格环比下降1.0%。其中，城市下降1.0%，农村下降0.7%；食品价格下降3.2%，非食品价格下降0.5%；消费品价格下降0.9%，服务价格下降1.1%。

2024年3月份，全国工业生产者出厂价格同比下降2.8%，环比下降0.1%；工业生产者购进价格同比下降3.5%，环比下降0.1%。一季度，工业生产者出厂价格比上年同期下降2.7%，工业生产者购进价格下降3.4%。

表 1：3月CPI、PPI同比数据（%）

	实际值	上月值	去年同期
CPI 同比	0.1	0.7	0.7
PPI 同比	-2.8	-2.7	-2.5

资料来源：wind，上海证券研究所

2 事件解析：数据特征和变动原因

2.1 春节效应消退，CPI超季节性回落

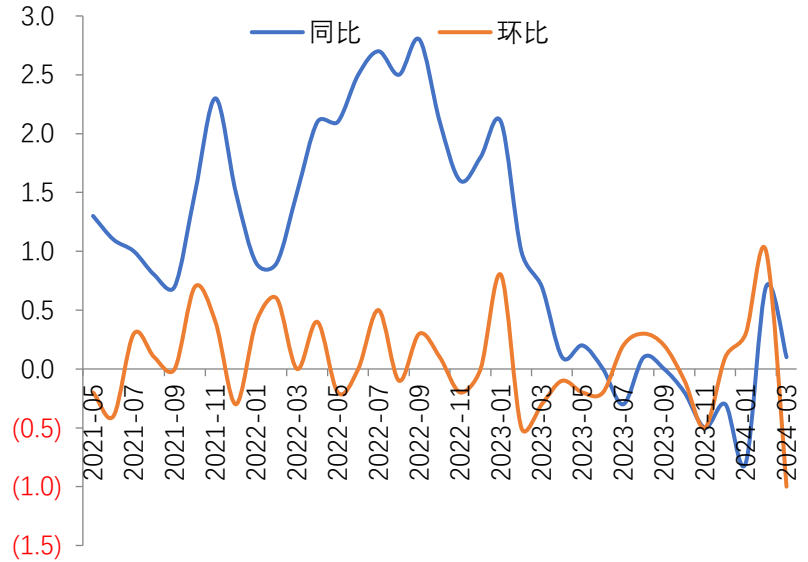
环比来看，CPI下降1.0%，由涨转降。近几年来，春节因素消退后，3月CPI环比以下降为主，但今年的降幅还是超越近五年平均水平，仅次于2020年疫情爆发之初。分项来看，食品价格下降3.2%，影响CPI环比下降约0.59个百分点，受到春节后需求回落以及天气回暖等因素影响，鲜菜、猪肉、鸡蛋、鲜果和水产品价格分别下降11.0%、6.7%、4.5%、4.2%和3.5%，合计影响CPI环比下降约0.54个百分点，占CPI总降幅五成多。非食品价格下降0.5%，影响CPI环比下降约0.37个百分点，其中受出行需求下降影响，飞机票、交通工具租赁费和旅游价格分别下降27.4%、15.9%和14.2%，合计影响CPI环比下降约0.38个百分点，占CPI总降幅近四成。

同比方面，CPI上涨0.1%，涨幅收窄0.6个百分点，再度走弱。同比的回落一方面来自于食品降幅的扩大，食品价格下降2.7%，降幅比上月扩大1.8个百分点，影响CPI同比下降约0.52

个百分点，下拉影响比上月增加约 0.35 个百分点；而非食品中出行类服务价格回落较多，旅游以及机票价格合计影响 CPI 本月同比上涨约 0.01 个百分点，上拉影响比上月减少约 0.39 个百分点。

扣除食品和能源价格的核心 CPI 同比上涨 0.6%，涨幅比上月下降 0.6 个百分点，或主要反映出服务类价格的回落。

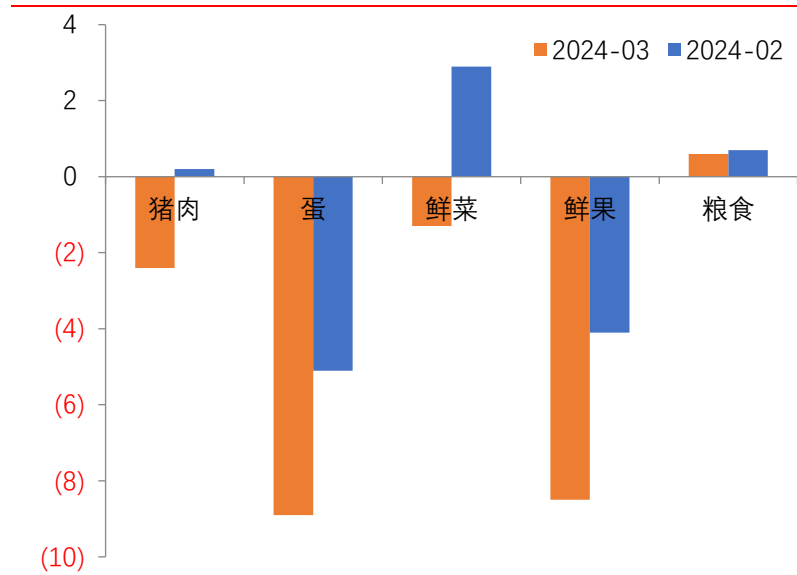
图 1: CPI 同比、环比 (%)



资料来源: wind, 上海证券研究所

同比变动从主要食品分类来看，均呈现出回落的态势。食品中，蛋类价格下降 8.9%，影响 CPI 下降约 0.06 个百分点；鲜果价格下降 8.5%，影响 CPI 下降约 0.20 个百分点；畜肉类价格下降 4.3%，影响 CPI 下降约 0.14 个百分点，其中猪肉价格下降 2.4%，影响 CPI 下降约 0.03 个百分点；鲜菜价格下降 1.3%，影响 CPI 下降约 0.03 个百分点；水产品价格上涨 1.2%，影响 CPI 上涨约 0.03 个百分点；粮食价格上涨 0.5%，影响 CPI 上涨约 0.01 个百分点。

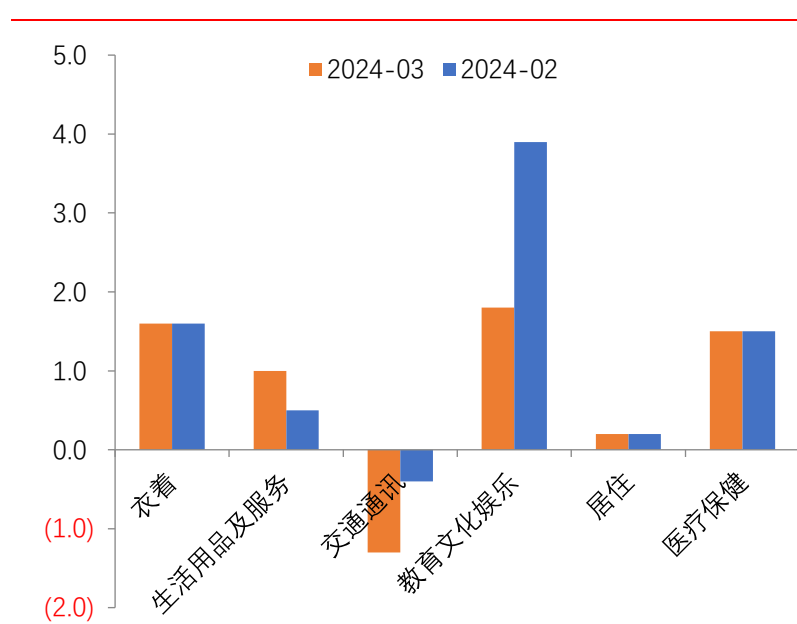
图 2：食物价格分项同比 (%)



资料来源：wind, 上海证券研究所

非食品中，教育文化娱乐涨幅明显下降，交通通讯降幅扩大。

图 3：非食物分项同比 (%)



资料来源：wind, 上海证券研究所

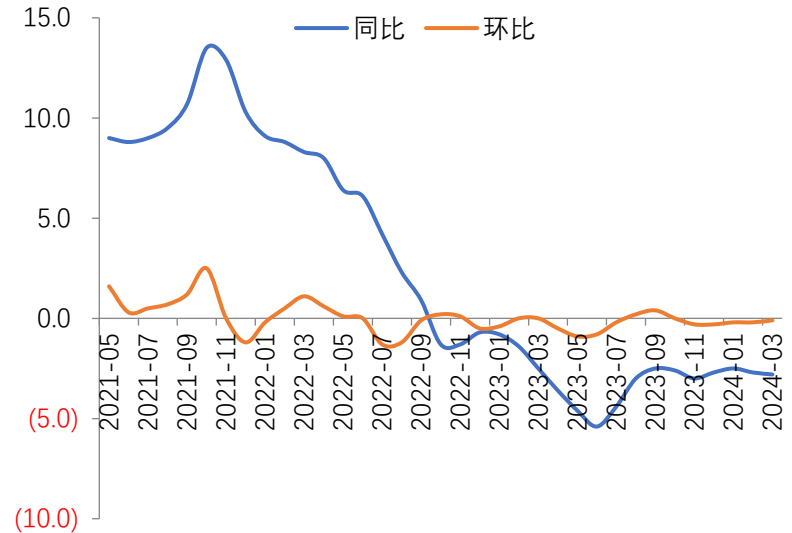
2.2 PPI 负区间徘徊

从环比看，PPI 下降 0.1%，降幅比上月收窄 0.1 个百分点。其中，生产资料价格下降 0.1%，降幅收窄 0.2 个百分点；生活资料价格下降 0.1%，降幅与上月相同。3 月国际原油以及有色等大宗商品价格上涨，带动国内石油开采、加工以及有色相关行业价格上涨。煤炭、黑色金属等价格则有所回落。

同比方面，PPI 下降 2.8%，降幅扩大 0.1 个百分点。主要行业

中，煤炭开采、非金属制品、黑色冶炼、农副食品、电子设备等行业降幅扩大，合计影响 PPI 同比下降约 1.62 个百分点；化学制品、电气机械以及石油加工降幅收窄，合计影响 PPI 同比下降约 0.82 个百分点。总体来看，PPI 持续在负区间运行，延续徘徊。

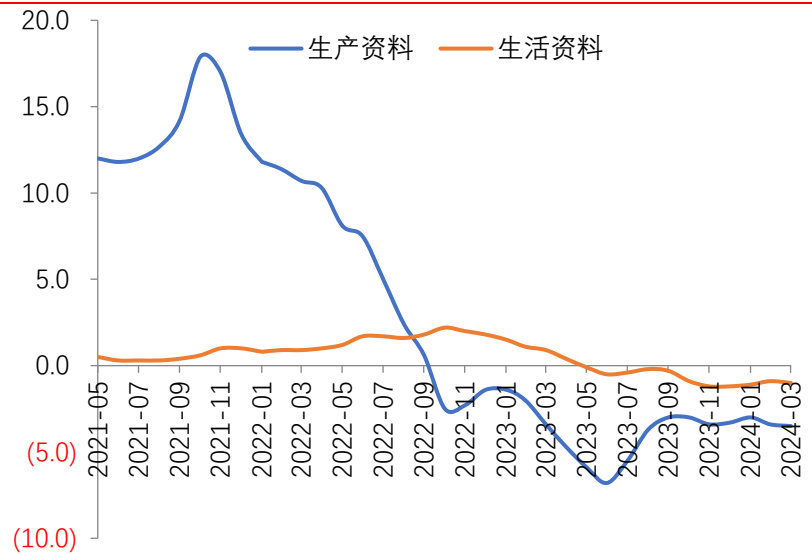
图 4: PPI 同比、环比 (%)



资料来源: wind, 上海证券研究所

考虑生产资料和生活资料的同比增速，生产资料价格下降 3.5%，降幅扩大 0.1 个百分点，影响工业生产者出厂价格总水平下降约 2.58 个百分点。生活资料价格下降 1.0%，降幅扩大 0.1 个百分点，影响工业生产者出厂价格总水平下降约 0.26 个百分点。

图 5: 生产资料和生活资料价格同比 (%)

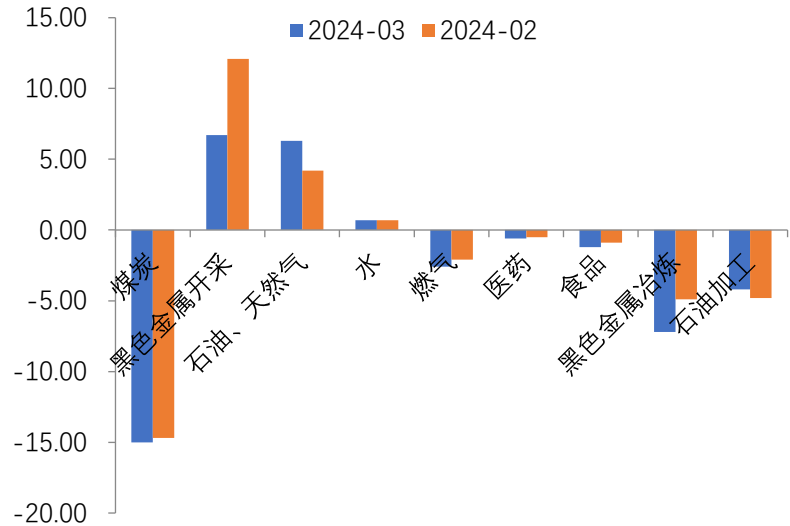


资料来源: wind, 上海证券研究所

而从生产资料端分行业来看，煤炭开采和洗选业价格同比下

降 15%，降幅扩大 0.3 个百分点；黑色金属矿采选业上涨 6.7%，涨幅下降 5.4 个百分点；石油和天然气开采业上涨 6.3%，涨幅扩大 2.1 个百分点；石油、煤炭及其他燃料加工业下降 4.2%，降幅收窄 0.6 个百分点；黑色金属冶炼和压延加工业下降 7.2%，降幅扩大 2.3 个百分点。

图 6: PPI 细项 (%)



资料来源: wind, 上海证券研究所

3 事件影响：对经济和市场

3.1 CPI 超季节回落，PPI 稳中偏弱

CPI 受春节效应影响，呈现出 2 月反弹 3 月回落的走势。从环比来看，今年的降幅还是超越近五年平均水平；同比涨幅也明显收窄，主要受到食品类以及旅游出行类价格的拖累。核心 CPI 也从 2 月的高位明显回落，回归了正常水平区间。工业品价格我们认为走势则延续了惯性，在基数效应下同比降幅略有扩大，稳中偏弱。主要行业中，煤炭开采、非金属制品、黑色冶炼、农副食品、电子设备等行业降幅扩大，合计影响 PPI 同比下降约 1.62 个百分点。PPI 持续在负区间运行，延续徘徊。

3.2 市场有望走稳回暖

我们认为宏观环境变化为我国资本市场运行步入平稳回暖的新阶段奠定了基础。我们认为，在政策激励和经济韧性影响下，中国经济运行平稳态势不变，随着政策效应逐渐呈现，2024 年中国经济和资本市场运行或将演绎双回暖格局。我们认为，未来“宏观平稳、微观改善”的宏观运行趋势，有利于资本市场走稳

回暖。

4 事件预测：趋势判断

4.1 价格低位徘徊，宽松仍有空间

我们此前就提出——春节因素消退后，CPI 或将再度走弱。春节后价格有较大幅度回落，导致了3月环比超正常年景回落幅度。我们认为，今年春节因素的扰动影响超出了正常年景，表明需求集中释放，预示长期性需求水平或将延续偏低迷的趋势。展望未来，我们认为中国消费物价仍然将延续低位徘徊的态势，而工业品则在基数效应下同比下降幅度将逐渐减少，节奏受大宗商品价格波动的影响。由于经济和通胀延续双底部徘徊局面，年内降息、降准仍是大概率事件。

5 风险提示：

地缘政治事件恶化，国际金融形势改变，中国货币政策超预期变化。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。