

国开证券
CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

通胀回升仍需政策支持

—3月物价数据点评

2024年4月11日

分析师:

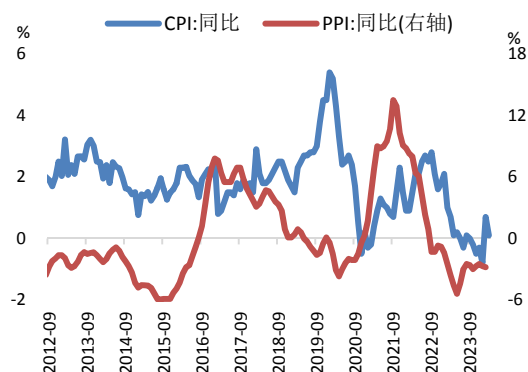
杜征征

执业证书编号: S1380511090001

联系电话: 010-88300843

邮箱: duzhengzheng@gkzq.com.cn

CPI与PPI



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

南华工业品指数



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

相关报告

- 《通胀走势分化 后续温和修复—2月物价数据点评》
- 《开年经济总体平稳 复苏基础仍需夯实—2月经济数据点评》

内容提要:

3月CPI同比0.1%，预期0.3%，前值0.7%；PPI同比-2.8%，预期-2.7%，前值-2.7%。

食品与非食品价格均弱于季节性拖累CPI下行。3月食品价格环比下降3.2%，几乎抹平2月涨幅(3.3%)，弱于历史同期均值(-1.7%)，主要受肉类、鲜菜、鲜果等价格超季节性回落影响。3月非食品价格环比下降0.5%，弱于2月(+0.5%)与历史同期均值(持平)。此外，关键指标之一的服务类CPI亦弱于季节性，核心CPI回归低位。展望未来，CPI短期或继续在0-0.5%徘徊，企稳回升还需就业和收入进一步改善的支撑。

PPI表现偏弱，主要是节后工业生产恢复，工业品供应相对充足，但投资端复苏稍显滞后。展望未来，短期PPI或弱势反弹，同比转正仍需要政策的支持。

风险提示: 央行超预期调控，通胀超预期，贸易摩擦升温，金融市场波动加大，经济复苏不及预期，国内外疫情超预期变化，中美关系全面恶化风险，国际经济形势急剧恶化，俄乌冲突升级风险，台海局势不确定性风险，海外黑天鹅事件等。

事件：国家统计局4月11日公布的数据显示，3月CPI同比0.1%，预期0.3%，前值0.7%；PPI同比-2.8%，预期-2.7%，前值-2.7%。

点评：3月通胀超预期回落，主要受季节性因素叠加终端需求温和复苏的影响。从CPI看，食品与非食品价格均弱于季节性表现，关键指标之一的服务类CPI亦弱于季节性，短期CPI或继续在0-0.5%徘徊，未来企稳回升还需就业和收入进一步改善的支撑。PPI表现偏弱，主要是节后工业生产恢复，工业品供应相对充足，但投资端复苏稍显滞后。展望未来，短期PPI或弱势反弹，同比转正仍需要政策的支持。

1、CPI 低于预期，食品与非食品价格均弱于季节性，核心CPI 回归低位

3月CPI同比上涨0.1%，弱于市场预期（0.3%）。从环比看，3月CPI环比下降1.0%，弱于历史（2011-2019年，下同）同期均值（-0.5%），其中食品与非食品价格均弱于季节性。从同比分项看，食品价格同比下降2.7%，降幅比2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2月增加约0.35个百分点。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。非食品价格上涨0.7%，涨幅比2月回落0.4个百分点，影响CPI同比上涨约0.57个百分点。在3月0.1%的CPI同比涨幅中，翘尾影响约为-0.3个百分点（2月为-0.6个百分点），新涨价影响为0.4个百分点（2月为1.3个百分点）。

基数走低因素对CPI尚难形成持续支撑。2023年3月CPI较2月继续下行0.3个百分点，虽然今年春节错位为CPI贡献较多支撑，但从3月情况看新涨价因素表现较弱拖累CPI走势。剔除基数因素后的CPI两年平均增速为0.40%，降至近2年新低。

食品价格弱于季节性。3月食品价格环比下降3.2%，几乎抹平2月涨幅（3.3%），弱于历史同期均值（-1.7%），主要受肉类、鲜菜、鲜果等价格超季节性回落影响。

肉类价格表现弱于季节性。3月肉禽及其制品价格环比下降3.9%，弱于2月（+3.4%）及历史同期均值（-2.5%）；同比下跌4.3%，降幅较2月扩

大 1.4 个百分点。其中，猪肉价格环比下降 6.7%，弱于 2 月 (+7.2%) 及历史同期均值 (-4.2%)；同比下降 2.4%，弱于 2 月 (0.2%)，主因基数上升，两年平均增速则较 2 月提升 1.4 个百分点。根据农村农业部的数据，今年 2 月全国能繁母猪存栏量 4042 万头，环比下降 0.6%，连续 5 个月环比下降；同比下降 6.9%，连续 8 个月同比减少，是自 2021 年以来最少存栏量。供给减少，价格上涨，养猪利润有所回升，二次育肥有所增加，进一步减少短期供给。根据农业农村部数据，2 月散养生猪每头净利润、规模养殖生猪每头净利润分别为 -87 元 (1 月为 -116 元)、35 元 (1 月为 -30 元)，均较 1 月大幅改善。

其他主要食品跌多涨少。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，食品价格总体回落。其中，鲜菜、鲜果、蛋类和水产品价格环比分别下降 11.0%、4.2%、3.8% 和 3.5%；奶及奶制品、粮食分别上涨 0.3%、0.1%。除了蛋类、奶及奶制品稍强于季节性外，其他均弱于季节性。从农产品、菜篮子产品批发价格 200 指数走势看，4 月上旬均较 4 月末回落 0.5% 左右。对比国际价格，3 月 FAO 食品价格指数 (118.3) 环比反弹 0.9%，同比下降 6.8%。

非食品价格弱于季节性。3 月非食品价格环比下降 0.5%，弱于 2 月 (+0.5%) 与历史同期均值 (持平)。分项数据 4 涨 1 平 2 降，其中衣着、其他用品及服务价格均上涨 0.6%，居住、医疗保健价格均上涨 0.1%；生活用品及服务价格持平；教育文化娱乐、交通通信价格分别下降 2.1% 和 1.4%。节后为出行淡季，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；春装换季上新，服装价格上涨 0.6%；受国际金价和油价上行影响，国内金饰品和汽油价格分别上涨 5.8% 和 1.2%。

服务类 CPI 弱于季节性。3 月服务类 CPI 环比下降 1.1%，弱于历史同期均值 (-0.2%)，合并一季度看，表现 (0.3%) 亦弱于历史同期均值 (0.8%)。

核心 CPI 回归低位。3 月除去食品与能源的核心 CPI 同比上涨 0.6%，较 2 月回落 0.6 个百分点；两年平均增速回落至 0.65%，为近 3 个月最低。综合来看，季节性因素叠加终端需求温和复苏是导致 3 月 CPI 同比回落的主要因素，短期 CPI 或继续在 0-0.5% 徘徊，未来企稳回升还需就业和收入进一步改善的支撑。

2、PPI 稍弱于预期

PPI 弱于预期。3 月 PPI 环比下跌 0.1%，同比回落 2.8%，稍弱于市场预

期(-2.7%); 同比两年平均增速(-2.7%)为2016年10月以来新低。在3月-2.8%的PPI同比变动中,翘尾影响约为-2.3个百分点(2月为-2.3个百分点),今年价格变动的新的影响约为-0.5个百分点(-0.4个百分点)。

PPI表现偏弱,主要是节后工业生产恢复,工业品供应相对充足,但投资端复苏稍显滞后。根据百年建筑网数据,截至3月12日(农历二月初三),百年建筑调研全国10094个工地开复工率75.4%,农历同比减少10.7个百分点;劳务上工率72.4%,农历同比减少11.5个百分点。此外,根据Mysteel不完全统计,2024年3月,全国各地共开工7884个项目,环比下降2.7%;总投资额约39749.6亿元,环比下降27.0%。

生产资料、生活资料继续下跌。从环比看,3月生产资料价格环比下跌0.1%,连续5个月负增长;生活资料价格下降0.1%,连续6个月负增长。从同比两年平均增速看,生活资料(-0.1%)、生产资料(-2.7%)均降至2016年10月以来新低。

从行业看,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%,其中金冶炼、铜冶炼价格分别上涨2.2%、1.6%;采暖用煤需求减少,煤炭开采和洗选业价格下降1.6%;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%;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%,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。

短期PPI或弱势反弹,同比转正仍需要政策的支持。未来,支撑PPI回升的动力来自于基数效应、增发国债以及政府推动大规模设备更新和消费品以旧换新等政策的逐步落地。

风险提示:央行超预期调控,通胀超预期,贸易摩擦升温,金融市场波动加大,经济复苏不及预期,国内外疫情超预期变化,中美关系全面恶化风险,国际经济形势急剧恶化,俄乌冲突升级风险,台海局势不确定性风险,海外黑天鹅事件等。

分析师简介承诺

杜征征：宏观经济分析师，中央财经大学经济学博士，中国社会科学院经济学博士后，2011年加入国开证券研究部，负责宏观经济研究工作。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册登记为证券分析师，保证报告所采用的数据均来自合规公开渠道，分析逻辑基于作者的专业与职业理解。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，研究结论不受任何第三方的授意或影响，特此承诺。

国开证券投资评级标准

■ 行业投资评级

强于大势：相对沪深300指数涨幅10%以上；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大势：相对沪深300指数跌幅10%以上。

■ 短期股票投资评级

强烈推荐：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅20%以上；

推荐：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

回避：未来六个月内，相对沪深300指数跌幅10%以上。

■ 长期股票投资评级

A：未来三年内，相对于沪深300指数涨幅在20%以上；

B：未来三年内，相对于沪深300指数涨跌幅在20%以内；

C：未来三年内，相对于沪深300指数跌幅在20%以上。

免责声明

国开证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，具有证券投资咨询业务资格。

本报告仅供国开证券股份有限公司（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。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别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。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。本公司及分析师均不会承担因使用报告而产生的任何法律责任。客户（投资者）必须自主决策并自行承担投资风险。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国开证券”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

国开证券研究与发展部

地址：北京市阜成门外大街29号国家开发银行8层