

物价走势或呈现分化趋势

——3月物价数据点评



日期：2024年04月26日

分析师：郑嘉伟

E-mail: zhengjiawei@yongxingsec.com

SAC编号: S1760523080003

相关报告：

《M1增速低位运行》

——2024年04月25日

《长端现券收益率进一步下行》

——2024年04月24日

《2024年大类资产配置策略展望》

——2024年04月16日

核心观点

事件：2024年4月11日，国家统计局公布3月份全国居民消费价格指数（CPI）以及全国工业生产者出厂价格指数（PPI）数据：中国3月CPI同比上涨0.1%，前值为0.7%；中国2月PPI同比下降2.8%，前值为-2.7%。环比来看，CPI环比下降1.0%，PPI环比下降0.1%。

PPI环比降幅收窄。PPI环比下降0.1%，较前值收窄0.1个百分点。其中工业生产端恢复较快，生产资料价格环比下降0.1%（收窄0.2个百分点）；生活资料价格环比下降0.1%（降幅与前值相同）。分行业来看，受国际输入性因素带动，国内石油、有色金属等相关行业价格环比上涨，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环比下降；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、水泥制造环比价格均下降。消费品制造业中，文教工美体育和娱乐用品制造业、化学纤维制造业、纺织业环比价格分别上涨0.7%、0.3%、0.2%；生活资料价格同比降幅走阔，有待修复。

CPI环比季节性回落。从同比看，CPI上涨0.1%（前值0.7%）。从环比看，3月CPI下降1.0%，比前值回落2个百分点。参考近十年3月CPI环比变动可以发现，当前月份CPI多受到季节性波动影响而有所回落。核心CPI保持温和上涨。节后食品和非食品价格同比增速均较前值有所回落，扣除食品和能源价格的核心CPI同比上涨0.6%。食品价格回落，猪价环比转负。我们认为猪价短期波动或多受到季节性需求影响，在上年低基数背景下猪价或在下半年有所修复。出行服务价格回落，非食品价格同比涨幅收窄。在非食品中，3月为出行淡季，出行需求呈现回落，机票、交通工具租赁费和旅游价格纷纷下降，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；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%。

投资建议

物价走势或呈现分化趋势。受节后消费需求季节性回落、市场供应总体充足等因素影响，CPI环比季节性回落，核心CPI保持温和上涨。我们认为，随着食品需求的季节性波动褪去，叠加清明、五一假期出行需求回暖，有望支撑物价延续改善回升。随着节后工业生产恢复，工业品供应相对充足，PPI环比降幅收窄。未来物价走势或呈现分化趋势，短期在出行服务等因素带动下CPI或有所回升，核心CPI保持温和上涨；PPI受国际输入性因素影响，上下游工业产品价格走势分化。结合一季度经济金融数据，我们认为，短期债市仍将维持震荡，大幅调整后仍是配置机会。

风险提示

地缘政治风险；美联储货币政策超调；海外经济增速不及预期；国内物价变化超市场预期；上市公司业绩不及预期；市场波动超预期。

正文目录

1. PPI 环比降幅收窄	3
2. CPI 环比季节性回落	4
3. 投资建议	7
4. 风险提示	8

图目录

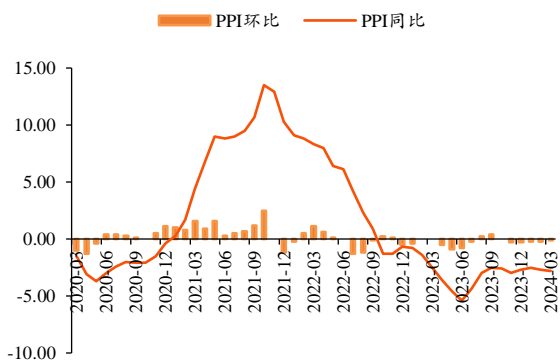
图 1: PPI 同比环比增速(%)	3
图 2: PPI 翘尾因素与新涨价因素拉动占比(%)	3
图 3: 上游行业 PPI 环比涨跌幅(%)	4
图 4: 上下游价格走势	4
图 5: PPI 和 CPI 剪刀差	5
图 6: CPI 价格变动情况(%)	5
图 7: CPI 翘尾因素与新涨价因素拉动占比(%)	5
图 8: 非食品与食品价格同比(%)	5
图 9: 非食品与食品价格环比(%)	5
图 10: 食品与非食品价格对 CPI 同比的拉动(%)	6
图 11: 核心 CPI 变动情况(%)	6
图 12: 近 3 个月主要食品价格同比涨跌幅(%)	6
图 13: 细分食品对 CPI 同比的影响(%)	6
图 14: 消费品与服务价格同比(%)	7
图 15: 消费品与服务价格环比(%)	7
图 16: 通信交通价格走势变化	7
图 17: 近 3 个月非食品细分价格同比涨跌幅(%)	7

事件：2024年4月11日，国家统计局公布3月份全国居民消费价格指数（CPI）以及全国工业生产者出厂价格指数（PPI）数据：中国3月CPI同比上涨0.1%，前值为0.7%；中国2月PPI同比下降2.8%，前值为-2.7%。环比来看，CPI环比下降1.0%，PPI环比下降0.1%。

1. PPI 环比降幅收窄

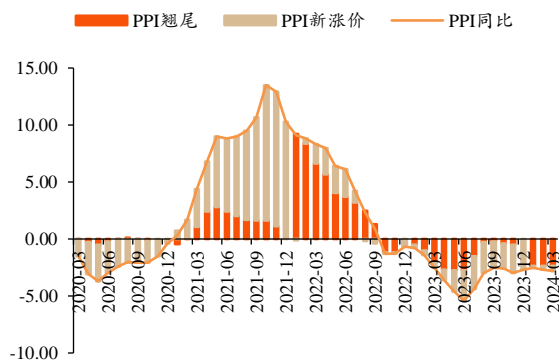
3月工业在节后恢复，逐步走出生产淡季供应相对充足，PPI 环比降幅收窄。PPI 环比下降0.1%，较前值收窄0.1个百分点。其中工业生产端恢复较快，生产资料价格环比下降0.1%（收窄0.2个百分点）；生活资料价格环比下降0.1%（降幅与前值相同）。分行业来看，受国际输入性因素带动，国内石油、有色金属等相关行业价格环比上涨：石油和天然气开采业、石油煤炭及其他燃料加工业价格分别环比上涨1.1%、0.2%；有色金属冶炼和压延加工业价格环比上涨0.6%，其中金冶炼、铜冶炼价格分别环比上涨2.2%、1.6%。煤炭供应总体平稳，采暖用煤需求减少，煤炭开采和洗选业价格环比下降1.6%。钢材、水泥等行业市场需求恢复相对缓慢，黑色金属冶炼和压延加工业、水泥制造价格均环比下降1.2%。装备制造业中，新能源汽车整车制造、锂离子电池制造价格分别环比下降1.3%、0.9%。消费品制造业中，文教工美体育和娱乐用品制造业、化学纤维制造业、纺织业价格分别环比上涨0.7%、0.3%、0.2%；农副食品加工业价格环比下降1.1%。

图1:PPI 同比环比增速(%)



资料来源：Wind，甬兴证券研究所

图2:PPI 翘尾因素与新涨价因素拉动占比(%)

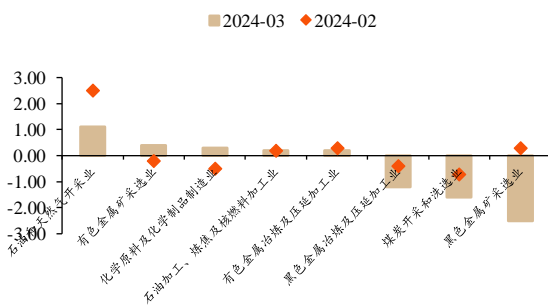


资料来源：Wind，甬兴证券研究所

上下游工业产品价格差同比转正。反映在同比上，3月PPI同比降幅比上月扩大0.1个百分点至-2.8%。在3月PPI同比-2.8%变动中，翘尾影响约为-2.38个百分点（前值-2.38个百分点），新涨价因素影响约为-0.42个百分点（前值-0.32个百分点）。生产资料价格同比-3.50%，降幅走阔0.1个百分点。其中，原材料工业出厂价格同比为-2.90%，较前值高0.50个百分点；下游加工工业价格同比增速录得-3.60%，较前值低0.40个百分点，原材料工业和加工工业出厂价价差上升0.9个百分点至0.70%。分行业来看，降幅较前值扩大的有：煤炭开采和洗选业价格（-15.0%），非金属矿物制品业价格（-请务必阅读报告正文后各项声明

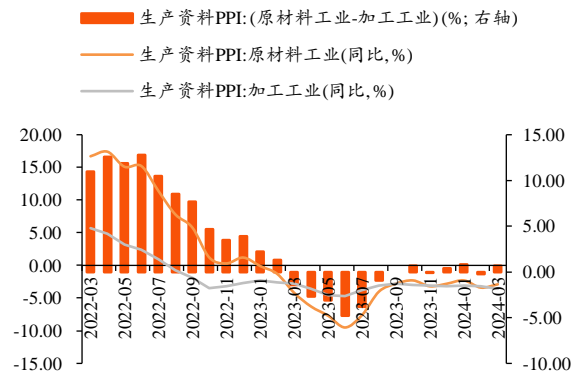
8.1%)，黑色金属冶炼和压延加工业价格 (-7.2%)，农副食品加工业价格 (-4.4%)，计算机通信和其他电子设备制造业价格 (-2.5%)，合计影响 PPI 同比下降约 1.62 个百分点。降幅收窄的有：化学原料和化学制品制造业价格 (-6.3%)，电气机械和器材制造业价格 (-4.3%)，石油煤炭及其他燃料加工业价格 (-4.2%)，合计影响 PPI 同比下降约 0.82 个百分点。此外，有色金属冶炼和压延加工业价格同比由跌转涨为 0.6% (前值-0.2%)，石油和天然气开采业价格同比涨幅走阔 2.1 个百分点至 6.3%；而文教工美体育和娱乐用品制造业价格连续多月上涨，本月同比涨幅为 4.2%。生活资料价格同比下降 1.0%，降幅走阔 0.1 个百分点，有待修复。

图3:上游行业 PPI 环比涨跌幅(%)



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图4:上下游价格走势



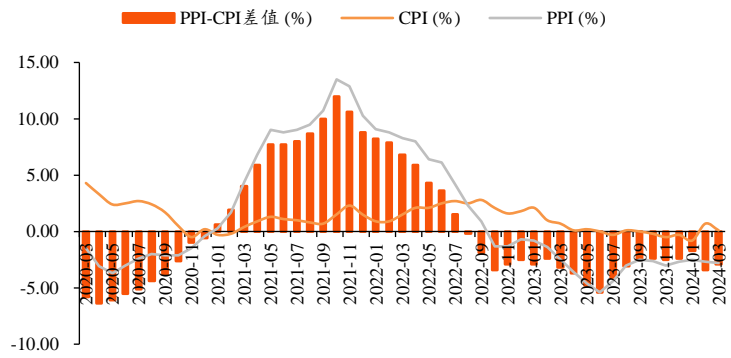
资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

2. CPI 环比季节性回落

受消费需求季节性回落、市场供应总体充足等因素影响，CPI 环比季节性回落。从同比看，CPI 上涨 0.1% (前值 0.7%)。从环比看，CPI 在 3 月下降 1.0%，比前值回落 2 个百分点。参考近十年 3 月 CPI 环比变动可以发现，当前月份 CPI 多受到季节性波动影响而有所回落。3 月翘尾因素小幅回落，其影响 CPI 约为 -0.30 个百分点 (前值为 -0.60 个百分点)；价格变动的新影响约为 0.40 个百分点 (前值为 1.30 个百分点)。

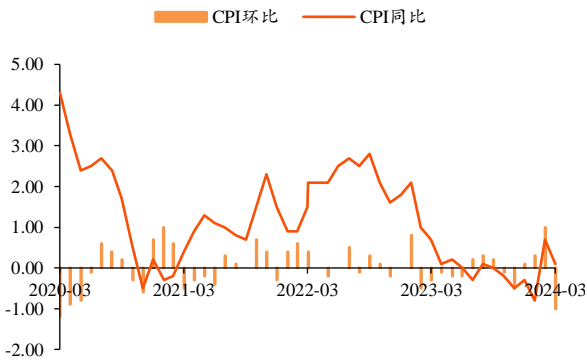
核心 CPI 保持温和上涨。节后食品和非食品价格同比增速均较前值有所回落。其中，食品价格同比下降 2.7%，降幅比前值扩大 1.8 个百分点，影响 CPI 同比下降约 0.52 个百分点，下拉影响环比增加约 0.35 个百分点；非食品价格上涨 0.7%，涨幅比前值回落 0.4 个百分点，影响 CPI 同比上涨约 0.57 个百分点。扣除食品和能源价格的核心 CPI 同比上涨 0.6%，涨幅回落 0.60 个百分点，环比下降 -0.60%。

图5:PPI 和 CPI 剪刀差



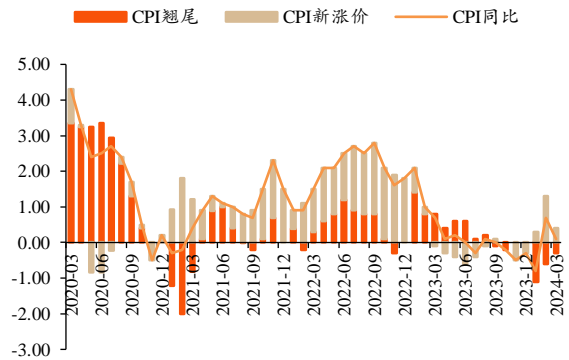
资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图6:CPI 价格变动情况(%)



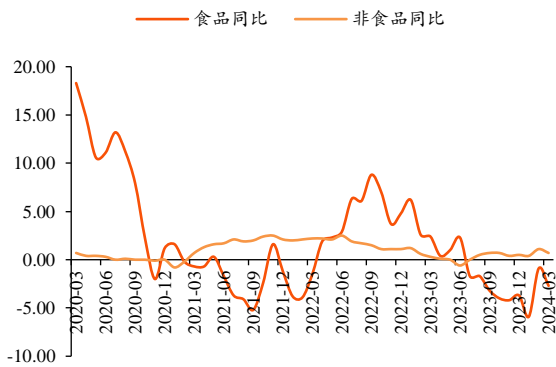
资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图7:CPI 翘尾因素与新涨价因素拉动占比(%)



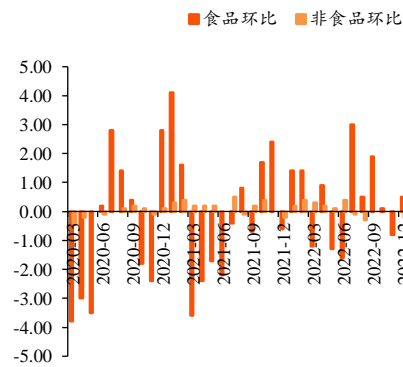
资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图8:非食品与食品价格同比(%)



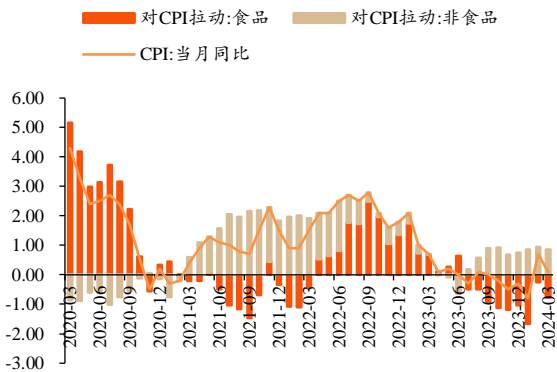
资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图9:非食品与食品价格环比(%)



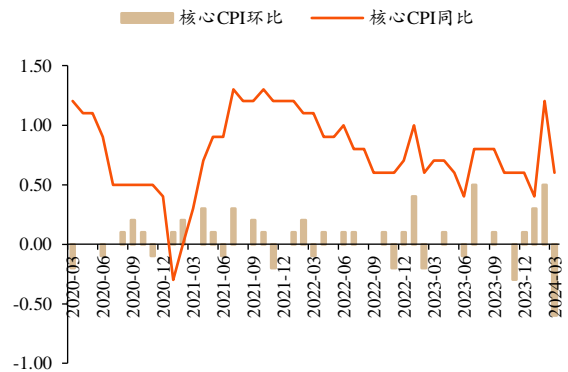
资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图10:食品与非食品价格对CPI同比的拉动(%)



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

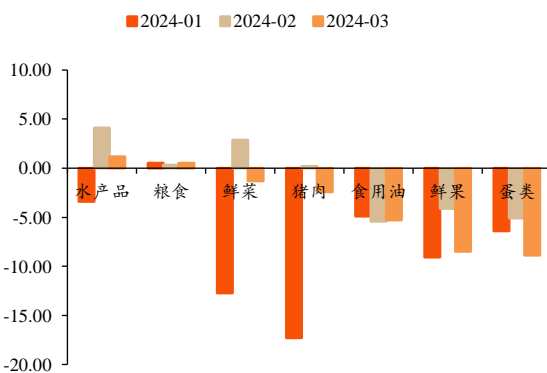
图11:核心CPI变动情况(%)



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

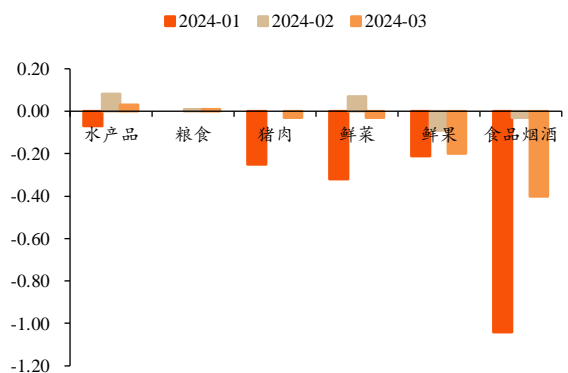
食品价格回落, 猪价环比转负。从数据拆分来看, 食品类价格节后整体回落, 国家统计局表示“节后消费需求回落, 加之大部分地区气温较常年同期偏高, 市场供应总体充足”。环比来看, 3月食品价格下降3.20%(前值3.30%), 其中鲜菜、猪肉、鸡蛋、鲜果和水产品价格分别环比下降11.0%、6.7%、4.5%、4.2%和3.5%, 合计影响CPI环比下降约0.54个百分点, 占CPI总降幅五成多。从同比来看, 3月CPI食品分项同比价格多项转负, 具体来看, 水产品、粮食、鲜菜、猪肉、食用油、鲜果、蛋类分别变动-2.9%、0.2%、-4.2%、-2.6%、0.1%、-4.4%、-3.8个百分点至1.20%、0.50%、-1.30%、-2.40%、-5.30%、-8.50%、-8.90%, 其中猪肉价格由正转负有所下行, 我们认为猪价短期波动或多受到季节性需求影响, 在上年低基数背景下猪价或在下半年有所修复。

图12:近3个月主要食品价格同比涨跌幅(%)



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图13:细分食品对CPI同比的影响(%)

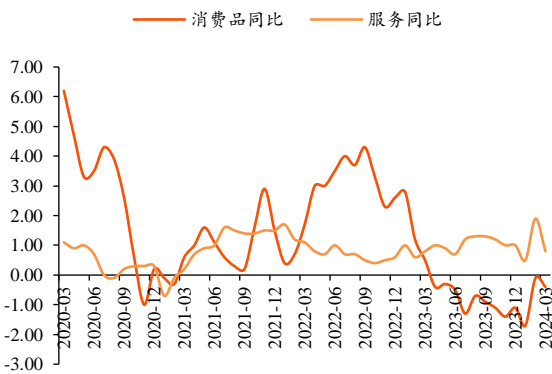


资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

出行服务价格回落, 非食品价格同比涨幅收窄。环比来看, 非食品价格下降0.5%(前值0.5%), 影响CPI环比下降约0.37个百分点。在非食品中, 3月为出行淡季, 出行需求呈现回落, 机票、交通工具租赁费和旅游价格分

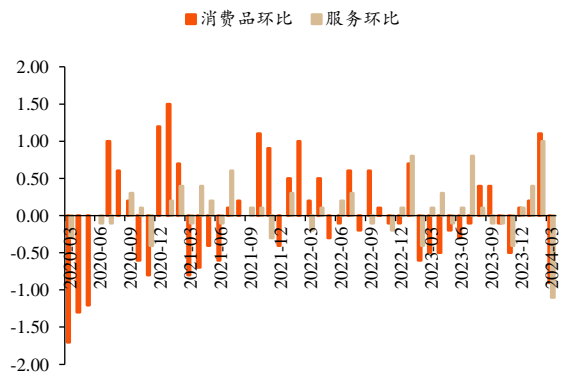
别下降 27.4%、15.9%和 14.2%，合计影响 CPI 环比下降约 0.38 个百分点，占 CPI 总降幅近四成；春装换季上新，服装价格上涨 0.6%；受国际金价和油价上行影响，国内金饰品和汽油价格分别上涨 5.8%和 1.2%。同比来看，非食品价格上涨 0.70%，涨幅比上月回落 0.4 个百分点，主要是出行类服务价格回落较多，其中，服务价格同比上涨 0.80%，涨幅回落 1.1 个百分点；消费品价格同比下降 0.40%，降幅走阔 0.3 个百分点。具体来看，教育文化和交通和通信同比分别回落 2.1 和 0.9 个百分点至 1.80%和-1.30%；旅游价格涨幅从上月的 23.1%回落至 6.0%，飞机票价格由上月上涨 20.8%转为下降 14.7%，两项合计影响 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；而工业消费品价格由上月持平转为上涨 0.4%，其中能源价格上涨 1.3%，涨幅比上月扩大。

图14:消费品与服务价格同比(%)



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图15:消费品与服务价格环比(%)



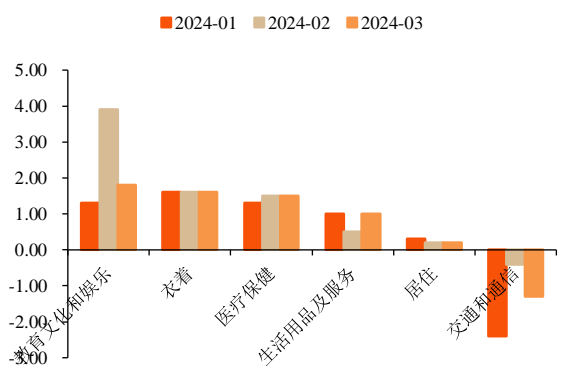
资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图16:通信交通价格走势变化



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图17:近3个月非食品细分价格同比涨跌幅(%)



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

3. 投资建议

物价走势或呈现分化趋势。受节后消费需求季节性回落、市场供应总体充足等因素影响，CPI 环比季节性回落，核心 CPI 保持温和上涨。我们认

为，随着食品需求的季节性波动褪去，叠加清明、五一假期出行需求回暖，有望支撑物价延续改善回升。随着节后工业生产恢复，工业品供应相对充足，PPI 环比降幅收窄。未来物价走势或呈现分化趋势，短期在出行服务等因素带动下 CPI 或有所回升，核心 CPI 保持温和上涨；PPI 受国际输入性因素影响，上下游工业产品价格走势分化。结合一季度经济金融数据，我们认为，短期债市仍将维持震荡，大幅调整后仍是配置机会。

4. 风险提示

地缘政治风险：地缘政治冲突加剧，不确定性增加；

美联储货币政策超调：美联储货币政策或随市场变化进行调整，存在超出市场预期的可能；

海外经济增速不及预期：海外经济数据暂不完整，存在经济增速不及预期可能；

国内物价变化超市场预期：国内经济数据暂不完整，存在物价指数变化超预期可能；

上市公司业绩不及预期：上市公司业绩披露暂不完整，存在业绩不及预期可能；

市场波动超预期：市场波动存超预期可能。

分析师声明

本报告署名分析师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为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，专业审慎的研究方法，独立、客观地出具本报告，保证报告采用的信息均来自合规渠道，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本报告所发表的任何观点均清晰、准确、如实地反映了研究人员的观点和结论，并不受任何第三方的授意或影响。此外，所有研究人员薪酬的任何部分不曾、不与、也将不会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

甬兴证券有限公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，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
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；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准指数。

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。

特别声明

在法律许可的情况下，甬兴证券有限公司(以下简称“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投资银行、财务顾问以及金融产品等各种服务。因此，投资者应当考虑到本公司或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。也不应当认为本报告可以取代自己的判断。

版权声明

本报告版权属于本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用本报告中的任何内容。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

重要声明

本报告由本公司发布，仅供本公司的客户使用，且对于接收人而言具有保密义务。本公司并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为本公司的客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐及其他交流方式等只是研究观点的简要沟通，需以本公司发布的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，本公司对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时思量各自的投资目的、财务状况以及特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。市场有风险，投资须谨慎。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司和关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。投资者应当自行关注相应的更新或修改。