

## 我国经济表现好于预期，通胀回落是暂时的

投资咨询业务资格：  
证监许可【2012】669号

### 报告要点

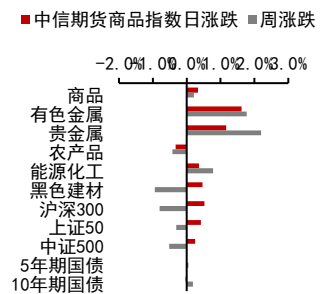
上周公布的我国3月份社融及出口数据均好于预期；此前公布的我国3月份PMI亦好于预期，综合PMI产出指数再创新高。综合来看，我国3月份经济数据可能好于预期；再考虑到我国前2月经济数据也好于预期，我国一季度GDP数据大概率也好于预期。我国3月份CPI同比回落至0.7%，市场对通缩有一定担忧。我们认为我国CPI同比的回落是暂时的；随着国内经济的持续修复，未来我国通胀水平也会有所回升。

### 摘要：

上周公布的我国3月份社融及出口数据均好于预期，预计我国一季度GDP数据也好于预期。我国3月社会融资规模新增53800亿元，比预期高9600亿元，其直接原因是3月新增人民币贷款表现较好，比预期高8000亿元。其中，3月份企业中长期贷款同比多增7252亿元，票据融资同比少增7874亿元，金融机构不需要通过企业票据融资将信贷资金投放出去，反映企业融资需求明显改善；3月份住户中长期贷款新增6348亿元，同比多增2613亿元，反映居民购房意愿与融资需求明显修复。我国3月出口金额(美元)同比增长14.8%，远好于预期(降5.0%)。此前公布的我国3月份PMI亦好于预期，而且由于服务业的强劲复苏，我国3月综合PMI产出指数回升0.6个百分点至57.0%，再创新高。综合来看，我国3月份经济数据可能好于预期；再考虑到我国前2月经济数据也好于预期，我国一季度GDP数据大概率好于预期。

我国3月份CPI同比回落至0.7%，市场对通缩有一定担忧，但我们认为我国CPI同比的回落是暂时的；随着国内经济的持续修复，未来我国通胀水平也会有所回升。去年10月份以来我国CPI同比趋于回落，3月份CPI同比再次回落0.3个百分点至0.7%的低位水平，市场对我国经济进入通缩的担忧加剧。剔除基数效应，去年10月份以来我国核心CPI同比基本稳定在0.6%-0.7%的低位水平，其中今年1月份核心CPI同比回升至1.0%主要因为春节错位的基数效应。这意味着去年10月份以来我国CPI同比的回落主要因为食品与能源价格的波动。其中，去年11月份以来我国猪肉价格同比的回落是CPI同比回落的重要原因之一。目前我国猪肉价格已经处于低位水平，不具备持续下跌的基础；而且去年我国猪肉价格总体处于低位水平，因此我国CPI猪肉价格同比不太可能继续趋势性下跌。事实上，3月份我国CPI猪肉同比已经止跌回升至9.6%。从历史经验来看，我国核心CPI表现滞后于经济复苏。虽然目前核心CPI同比维持低位，但随着经济复苏的持续，预计未来我国CPI同比也会有所回升。

**风险提示：**国内经济修复不及预期，美欧银行业风险扩散



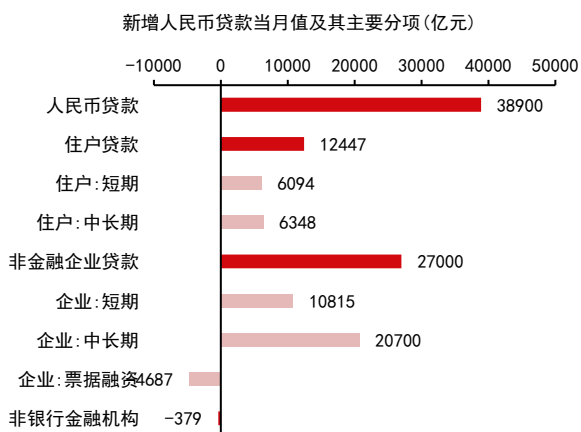
### 宏观研究团队

研究员：  
刘道钰  
021-80401723  
liudaoyu@citicsf.com  
从业资格号：F3061482  
投资咨询号：Z0016422

## 一、我国经济表现好于预期，通胀回落是暂时的

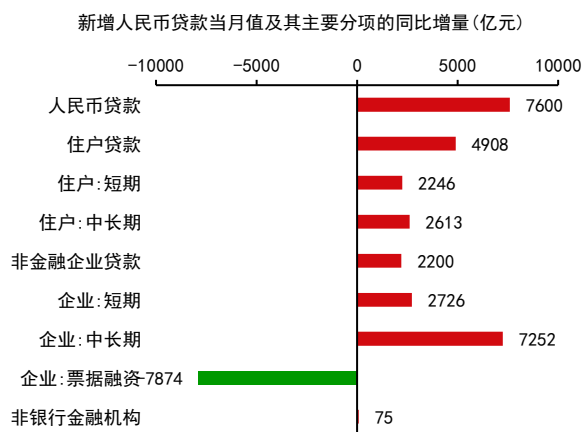
上周公布的我国3月份社融及出口数据均好于预期，预计我国一季度GDP数据也好于预期。我国3月社会融资规模新增53800亿元，比预期高9600亿元，其直接原因是3月新增人民币贷款表现较好，比预期高8000亿元。其中，3月份企业中长期贷款同比多增7252亿元，票据融资同比少增7874亿元，金融机构不需要通过企业票据融资来将信贷资金投放出去，反映企业融资需求明显改善；3月份住户中长期贷款新增6348亿元，同比多增2613亿元，反映居民购房意愿与融资需求明显修复。我国3月出口金额(美元)同比增长14.8%，远好于预期(降5.0%)。此前公布的我国3月份PMI亦好于预期，而且由于服务业的强劲复苏，我国3月综合PMI产出指数回升0.6个百分点至57.0%，再创新高。综合来看，我国3月份经济数据可能好于预期；再考虑到我国前2月经济数据也好于预期，我国一季度GDP数据大概率好于预期。

图表1：新增人民币贷款当月值及其主要分项(亿元)



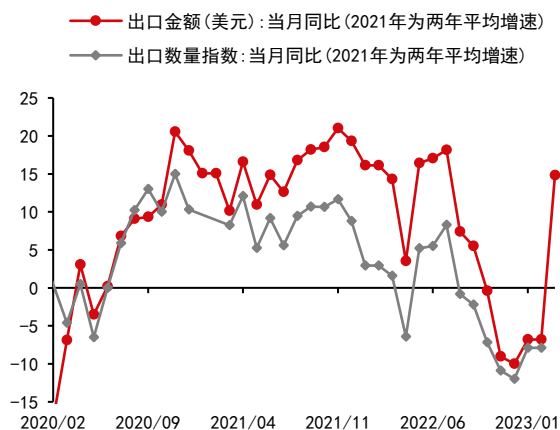
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表2：新增人民币贷款当月值及其主要分项的同比增量(亿元)



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表3：出口金额与数量当月同比(2021年为两年平均增速)



资料来源：Wind 中信期货研究所

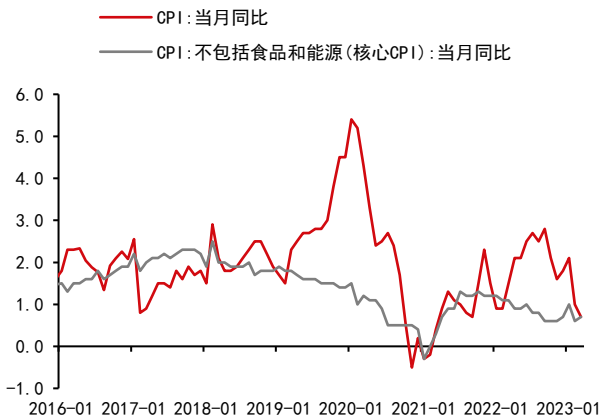
图表4：我国总综合PMI产出指数



资料来源：Wind 中信期货研究所

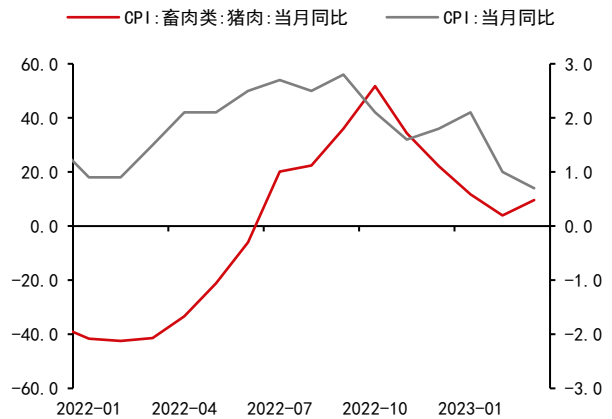
我国3月份CPI同比回落至0.7%，市场对通缩有一定担忧，但我们认为我国CPI同比的回落是暂时的；随着国内经济的持续修复，未来我国通胀水平也会有所回升。去年10月份以来我国CPI同比趋于回落，3月份CPI同比再次回落0.3个百分点至0.7%的低位水平，市场对我国经济进入通缩的担忧加剧。剔除基数效应，去年10月份以来我国核心CPI同比基本稳定在0.6%-0.7%的低位水平，其中今年1月份核心CPI同比回升至1.0%主要因为春节错位的基数效应。这意味着去年10月份以来我国CPI同比的回落主要因为食品与能源价格的波动。其中，去年11月份以来我国猪肉价格同比的回落是CPI同比回落的重要原因之一。目前我国猪肉价格已经处于低位水平，不具备持续下跌的基础；而且去年我国猪肉价格总体处于低位水平，因此我国CPI猪肉价格同比不太可能继续趋势性下跌。事实上，3月份我国CPI猪肉同比已经止跌回升至9.6%。从历史经验来看，我国核心CPI表现滞后于经济复苏。虽然目前核心CPI同比维持低位，但随着经济复苏的持续，预计未来我国CPI同比也会有所回升。

图表5：我国CPI与核心CPI同比



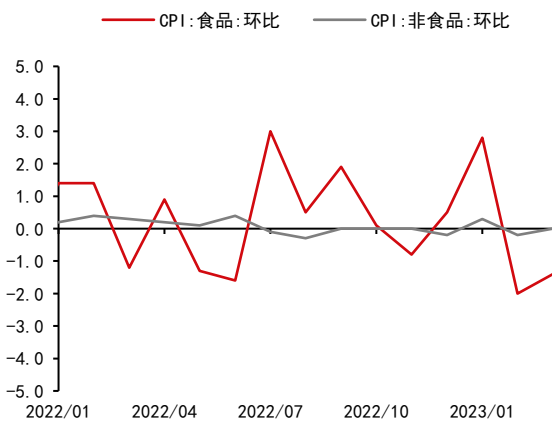
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表6：CPI猪肉价格同比与CPI同比



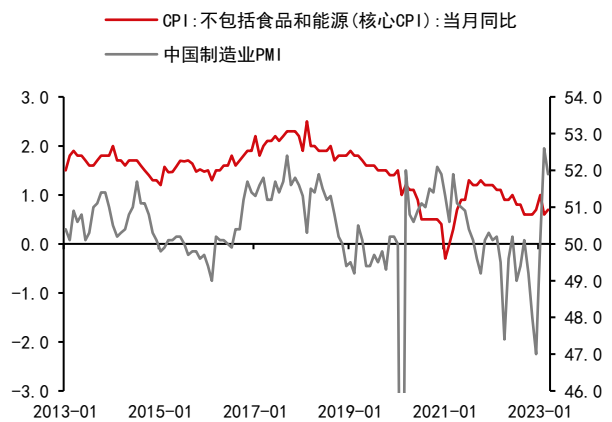
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表7：我国CPI食品与非食品环比



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表8：核心CPI同比与中国制造业PMI



资料来源：Wind 中信期货研究所

## 二、本周重要经济数据及事件

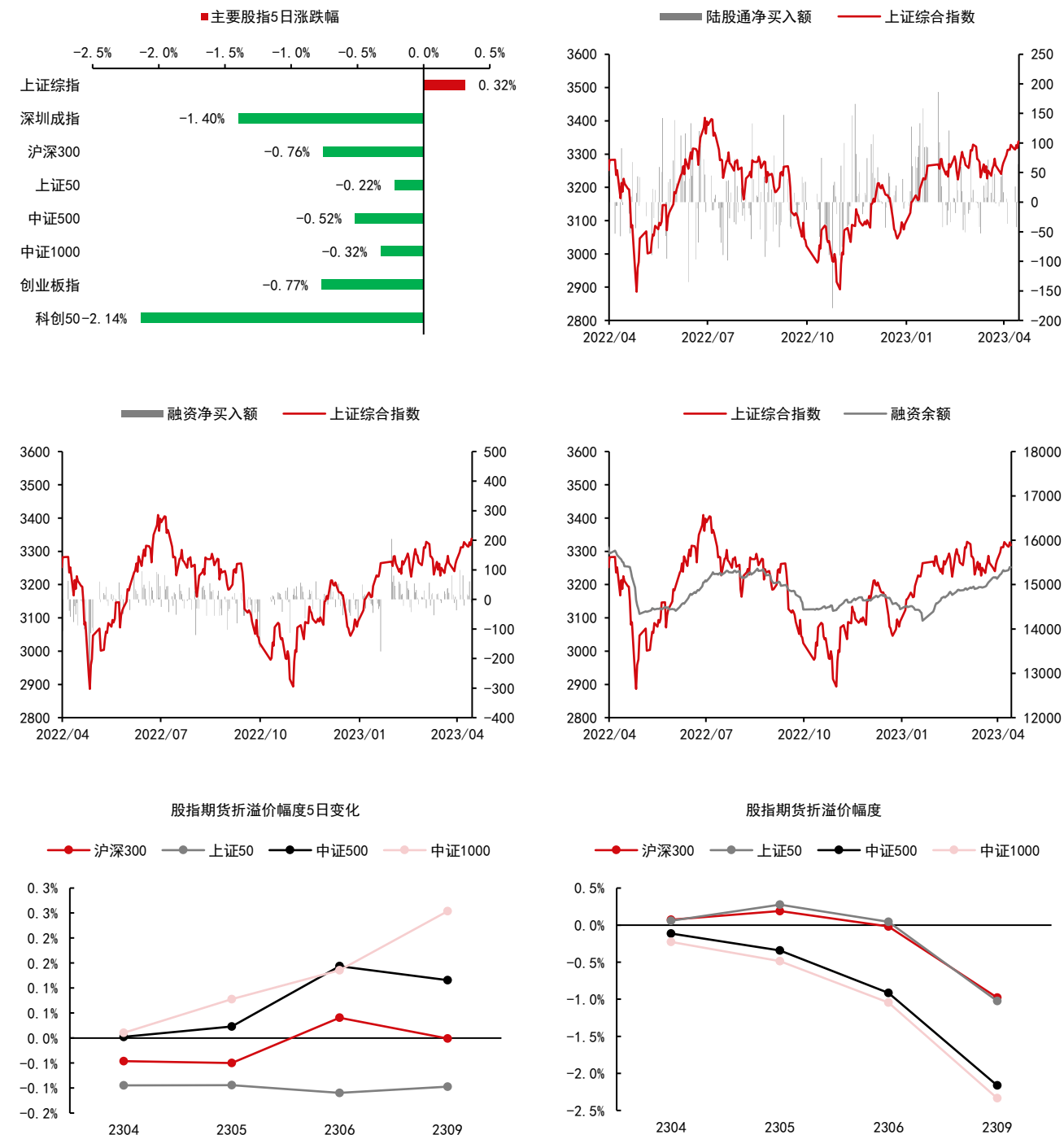
图表1：重要经济数据及事件

日期	北京时间	国家/地区	数据/事件	前值	预期	今值
2023-04-17	09:20	中国	4 月中期借贷便利(MLF):利率:1 年	2.75		
2023-04-18	10:00	中国	3 月工业增加值:当月同比(%)	2.4	4.3	
2023-04-18	10:00	中国	3 月社会消费品零售总额:当月同比(%)	3.5	6.9	
2023-04-18	10:00	中国	1-3 月固定资产投资:累计同比(%)	5.5	5.4	
2023-04-18	10:00	中国	第一季度 GDP:当季同比(%)	2.9	4	
2023-04-18	17:00	欧盟	4 月欧元区:ZEW 经济景气指数	10		
2023-04-18	20:30	美国	3 月新屋开工:私人住宅:折年数:季调(千套)	1450	1400	
2023-04-19	16:00	欧盟	3 月欧元区:CPI:环比(%)	0.8		
2023-04-19	16:00	欧盟	3 月欧元区:CPI:同比(%)	8.5	6.9	
2023-04-19	16:00	欧盟	3 月欧元区:核心 CPI:环比(%)	0.8	0.8	
2023-04-19	16:00	欧盟	3 月欧元区:核心 CPI:同比(%)	5.6	5.6	
2023-04-20	09:15	中国	贷款市场报价利率(LPR):1 年	3.65		
2023-04-20	09:15	中国	贷款市场报价利率(LPR):5 年	4.3		
2023-04-20	20:30	美国	4 月 15 日当周初次申请失业金人数(万人)	23.9		
2023-04-20	20:30	美国	4 月 08 日持续领取失业金人数(万人)	181		
2023-04-20	22:00	美国	3 月成屋销售折年数(万套)	458	449	
2023-04-21	14:00	欧盟	4 月欧元区:制造业 PMI(初值)	47.3	49	
2023-04-21	14:00	欧盟	4 月欧元区:服务业 PMI(初值)	55	52.5	
2023-04-21	21:45	美国	4 月 Markit 制造业 PMI:季调	49.2		
2023-04-21	21:45	美国	4 月 Markit 服务业 PMI:商务活动:季调	52.6		

资料来源: Wind 中信期货研究所

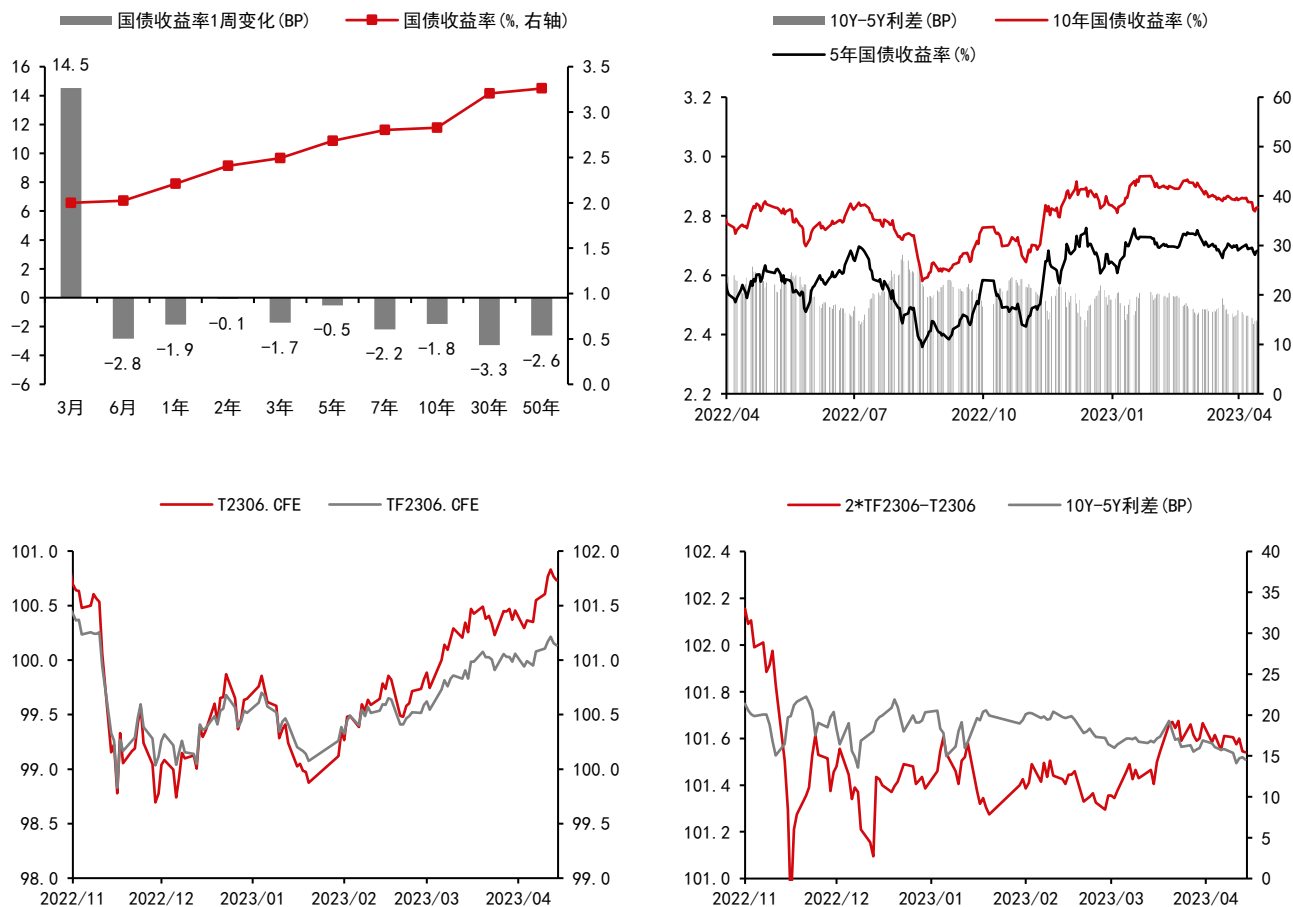
### 三、国内金融市场跟踪

图表2：国内股票市场



资料来源：Wind 中信期货研究所  
折溢价：期货价格/现货价格-1

图表3：国内债券市场



资料来源：Wind 中信期货研究所

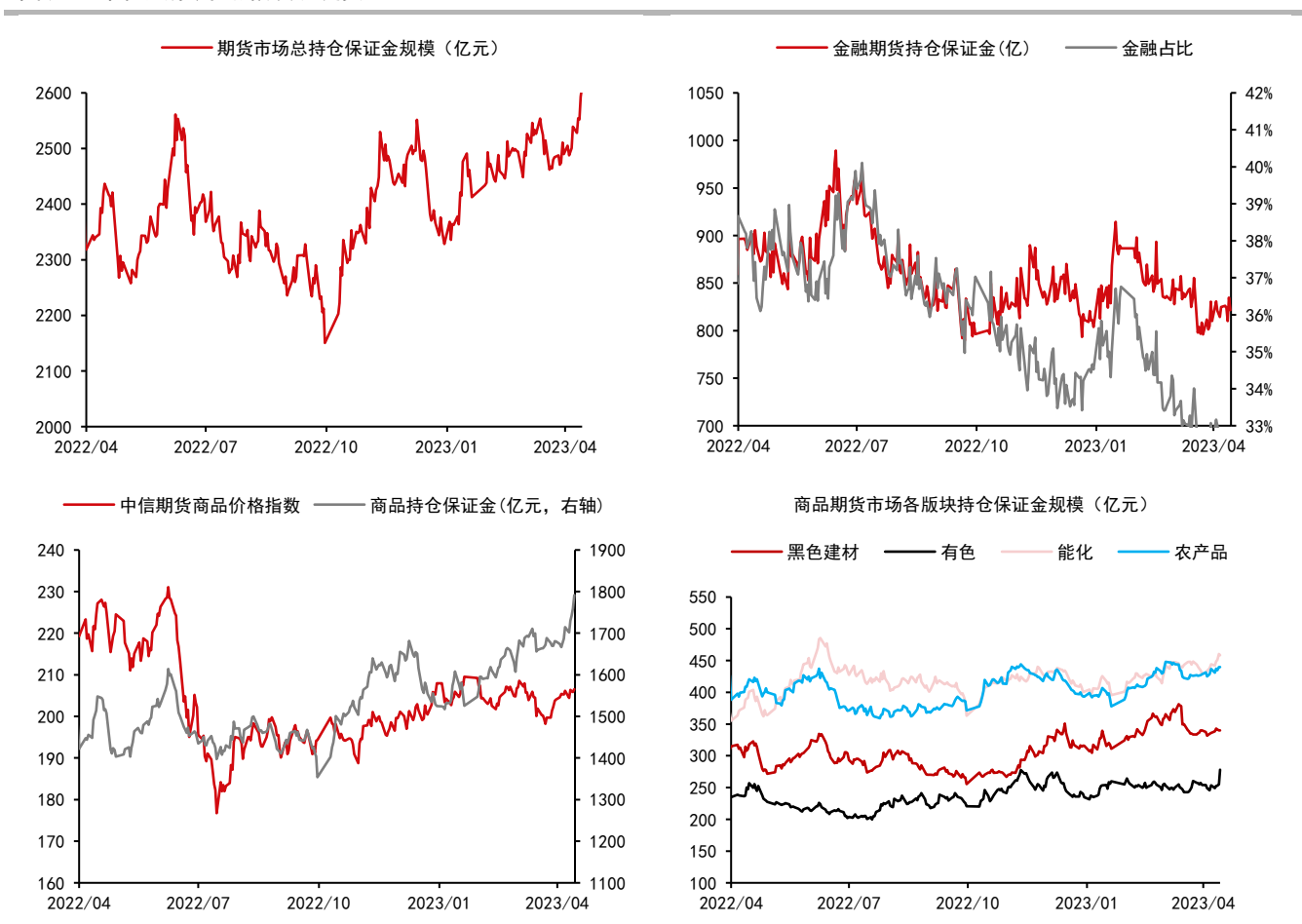
## 五、国内期货市场跟踪

图表4：国内期货市场板块价格指数及沉淀资金变化

板块	1日沉淀资金变化(亿)	板块	5日沉淀资金变化(亿)	板块	沉淀资金(亿)
合计	19.59	合计	73.76	合计	2612.98
金融	-12.98	金融	-3.36	金融	821.58
商品	32.57	商品	77.11	商品	1791.40
有色金属	23.06	1 贵金属	30.99	4 能源化工	458.36
贵金属	10.84	3 有色金属	24.52	5 农产品	439.92
农产品	0.26	4 能源化工	14.19	2 黑色建材	340.16
黑色建材	0.19	2 黑色建材	4.19	3 有色金属	278.31
能源化工	-1.80	5 农产品	3.23	1 贵金属	274.64

资料来源：Wind 中信期货研究所

图表5：国内期货市场板块沉淀资金



资料来源：Wind 中信期货研究所



图表6: 国内商品期货品种表现 (按价格涨跌幅排序)

品种	5日涨跌幅	振幅	活跃度	20日涨跌幅
玻璃	3.39%	5.74%	0.77	9.97%
沪银	3.35%	5.65%	1.05	14.76%
沪镍	3.27%	6.17%	1.49	5.80%
LPG	3.04%	5.80%	0.79	6.12%
沥青	2.77%	3.75%	0.80	8.69%
不锈钢	2.13%	4.59%	1.18	-4.62%
淀粉	1.59%	2.83%	0.77	-2.16%
沪铜	1.42%	2.98%	0.32	5.55%
粳米	1.34%	1.83%	0.32	2.62%
乙二醇	1.30%	3.25%	0.69	3.30%
TA	1.18%	4.21%	0.91	12.17%
燃油	1.16%	4.66%	1.62	20.62%
沪锌	1.09%	3.03%	0.88	1.44%
沪金	0.88%	2.72%	0.58	4.91%
玉米	0.86%	1.68%	0.45	-2.22%
沪锡	0.59%	5.31%	1.55	11.04%
菜粕	0.39%	3.10%	0.84	-4.31%
硅铁	0.38%	2.69%	0.53	0.82%
20号胶	0.35%	1.76%	0.56	1.22%
原油	0.33%	3.97%	2.32	18.61%
沪胶	0.31%	1.48%	0.68	-0.01%
沪铝	0.12%	2.16%	0.54	3.11%
塑料	0.07%	1.43%	0.63	2.15%
甲醇	0.05%	2.84%	0.53	-1.80%
沪铅	-0.06%	0.64%	0.62	0.33%
红枣	-0.13%	3.40%	0.54	0.25%
郑糖	-0.15%	1.97%	1.35	9.72%
郑棉	-0.37%	2.88%	0.67	6.11%
棉纱	-0.37%	2.23%	1.48	5.19%
PP	-0.38%	1.43%	0.61	0.66%
苯乙烯	-0.46%	2.01%	0.78	6.25%
鸡蛋	-0.53%	2.16%	0.45	-4.52%
豆粕	-0.75%	2.62%	0.62	-5.33%
苹果	-0.96%	3.69%	0.72	-7.34%
锰硅	-1.12%	2.13%	0.50	-2.69%
低硫燃油	-1.29%	3.35%	0.99	15.37%
豆二	-1.50%	2.39%	1.18	-5.30%
生猪	-1.85%	2.71%	0.37	-2.49%
菜油	-1.99%	4.06%	2.09	-3.14%
热卷	-2.06%	4.19%	0.54	-6.29%
连豆	-2.24%	2.81%	0.81	-6.93%
螺纹	-2.35%	4.11%	0.78	-6.65%
豆油	-3.00%	3.52%	0.94	-3.46%
尿素	-3.09%	6.59%	0.72	-11.30%
棕榈	-3.29%	5.29%	1.19	-5.24%
PVC	-3.34%	4.30%	0.89	-1.85%
纸浆	-3.47%	4.82%	0.99	-9.35%
铁矿	-3.66%	5.01%	0.66	-9.27%
焦炭	-4.09%	6.08%	0.73	-12.26%
纯碱	-4.38%	6.40%	1.02	-9.31%
焦煤	-6.06%	7.42%	0.66	-12.34%

资料来源: Wind 中信期货研究所



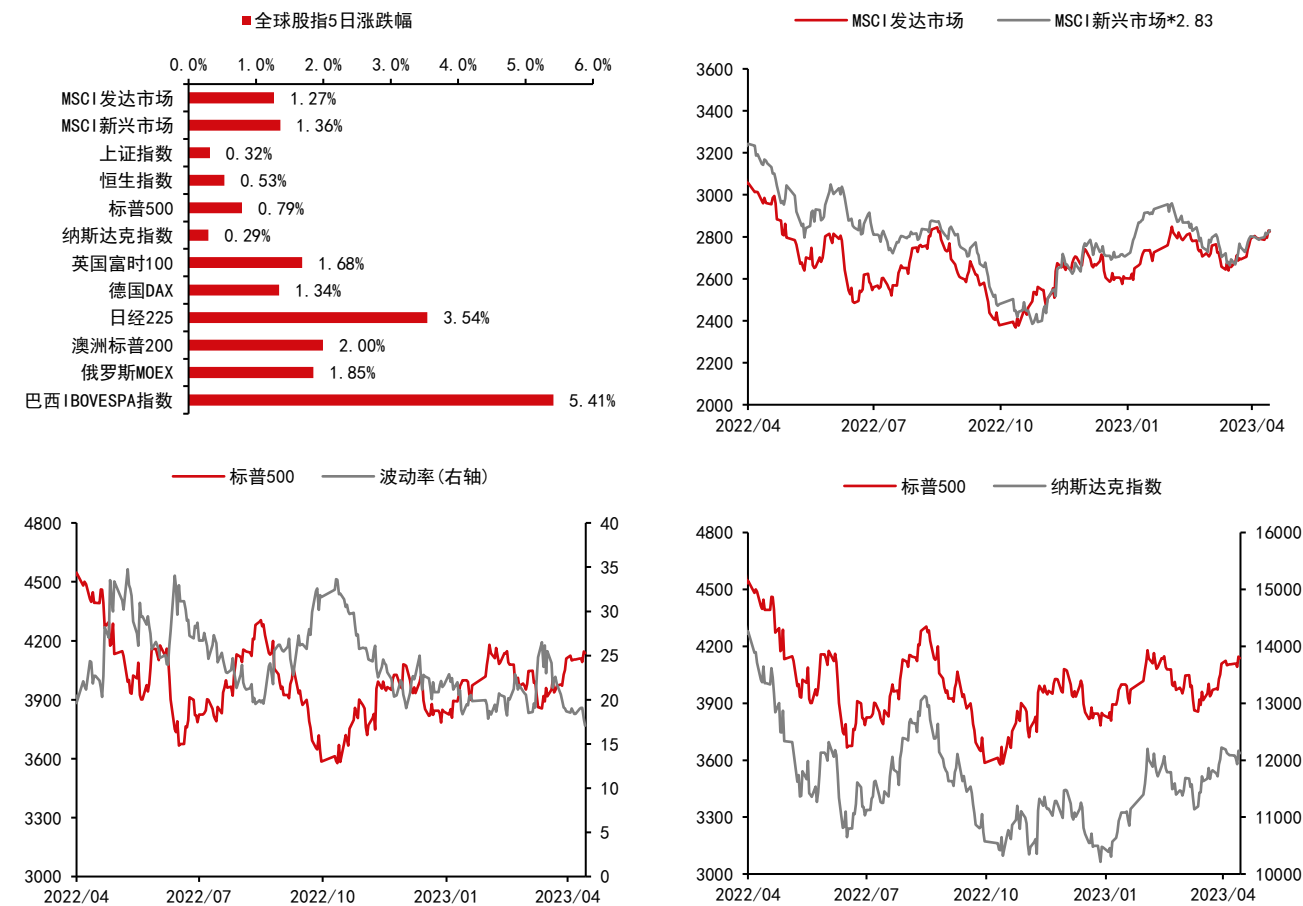
图表7：国内商品期货沉淀资金及其变化

品种	5日沉淀资金变化(亿)	品种	20日沉淀资金变化(亿)	品种	沉淀资金(亿)
沪金	20.54	沪金	52.66	沪铜	158.22
沪铜	11.21	沪银	26.60	沪金	155.76
沪银	10.45	郑糖	20.10	铁矿	122.60
PVC	6.03	沪铜	16.77	沪银	118.89
玻璃	5.50	TA	14.25	螺纹钢	92.30
棕榈	4.27	玻璃	8.70	豆粕	65.28
豆粕	3.02	燃油	5.53	TA	62.98
沥青	2.64	沪镍	4.89	郑糖	62.31
纸浆	2.40	PVC	4.62	棕榈	55.83
苯乙烯	2.09	生猪	4.39	郑棉	53.41
塑料	1.93	纸浆	4.35	豆油	53.22
沪镍	1.87	苯乙烯	2.93	甲醇	43.34
PP	1.57	不锈钢	2.76	沪铝	42.32
LPG	1.56	郑棉	2.75	生猪	39.67
低硫燃油	1.06	LPG	2.53	沪胶	36.86
沪锡	0.99	低硫燃油	2.26	纯碱	36.01
豆油	0.94	沥青	1.59	PVC	35.96
沪锌	0.71	锰硅	1.52	玻璃	35.50
菜粕	0.71	尿素	0.99	热卷	34.41
燃油	0.64	塑料	0.41	原油	33.86
乙二醇	0.61	淀粉	0.34	PP	31.58
尿素	0.55	鸡蛋	0.19	沪镍	29.15
热卷	0.47	硅铁	0.17	塑料	28.68
焦炭	0.46	粳米	0.14	玉米	28.50
锰硅	0.43	连豆	0.08	乙二醇	26.34
硅铁	0.38	焦炭	0.07	沥青	25.47
纯碱	0.20	棉纱	-0.06	菜油	23.52
豆二	0.17	豆油	-0.14	燃油	21.46
粳米	0.14	红枣	-0.16	沪锡	21.19
沪铝	0.11	焦煤	-0.22	沪锌	20.69
鸡蛋	0.11	棕榈	-0.31	苯乙烯	17.95
沪铅	0.11	豆粕	-0.38	纸浆	16.88
焦煤	0.11	豆二	-0.39	LPG	15.36
菜油	0.08	沪锌	-0.41	菜粕	13.44
棉纱	-0.03	菜粕	-0.50	苹果	13.39
连豆	-0.05	纯碱	-0.52	硅铁	13.27
20号胶	-0.07	沪铅	-0.68	锰硅	12.65
淀粉	-0.08	沪胶	-0.81	焦炭	10.83
红枣	-0.22	乙二醇	-0.96	连豆	10.77
不锈钢	-0.28	20号胶	-1.16	不锈钢	10.39
生猪	-0.47	甲醇	-1.42	尿素	9.56
螺纹钢	-0.52	PP	-2.29	低硫燃油	8.61
郑糖	-0.58	菜油	-2.38	焦煤	8.21
沪胶	-0.83	沪锡	-2.63	鸡蛋	7.77
原油	-1.06	热卷	-3.15	20号胶	7.45
玉米	-1.48	沪铝	-3.18	淀粉	7.28
苹果	-1.64	玉米	-3.69	沪铅	6.73
郑棉	-1.64	苹果	-4.50	豆二	2.20
TA	-1.71	螺纹钢	-5.93	红枣	2.18
铁矿	-2.35	铁矿	-13.19	粳米	0.94
甲醇	-3.42	原油	-13.28	棉纱	0.20

资料来源：Wind 中信期货研究所

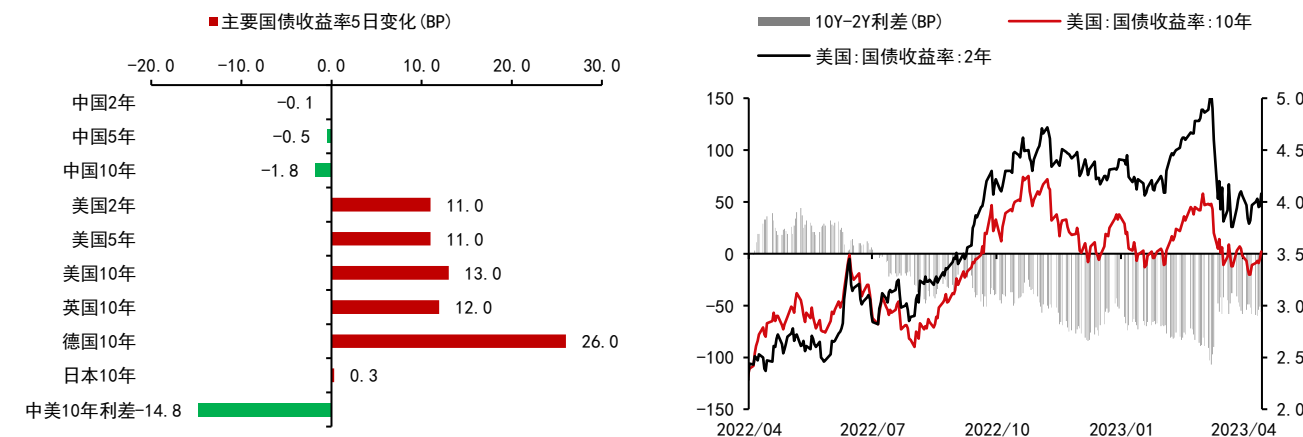
## 四、海外金融市场跟踪

图表8：全球股票市场



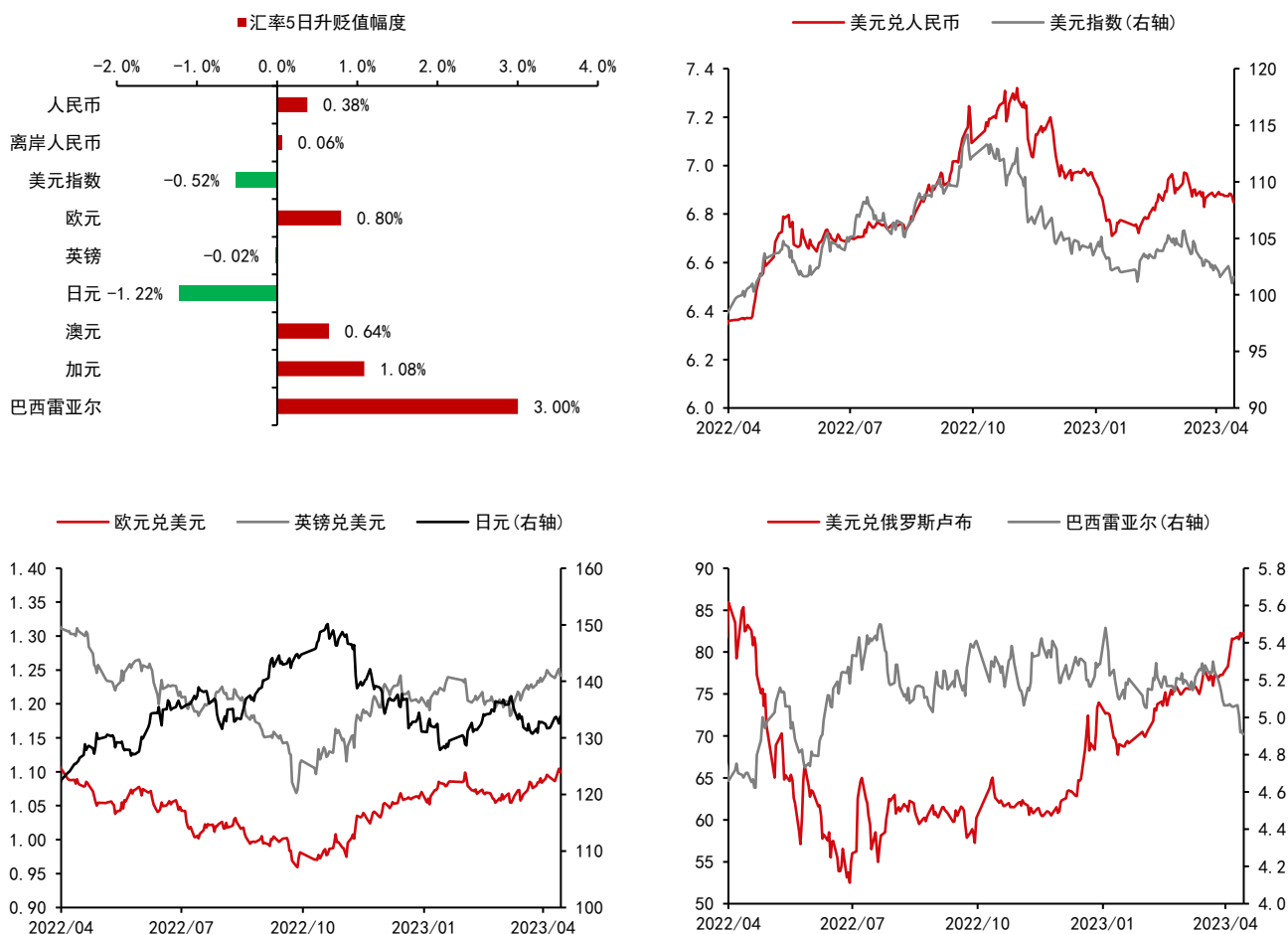
资料来源：Bloomberg 中信期货研究所

图表9：全球债券市场



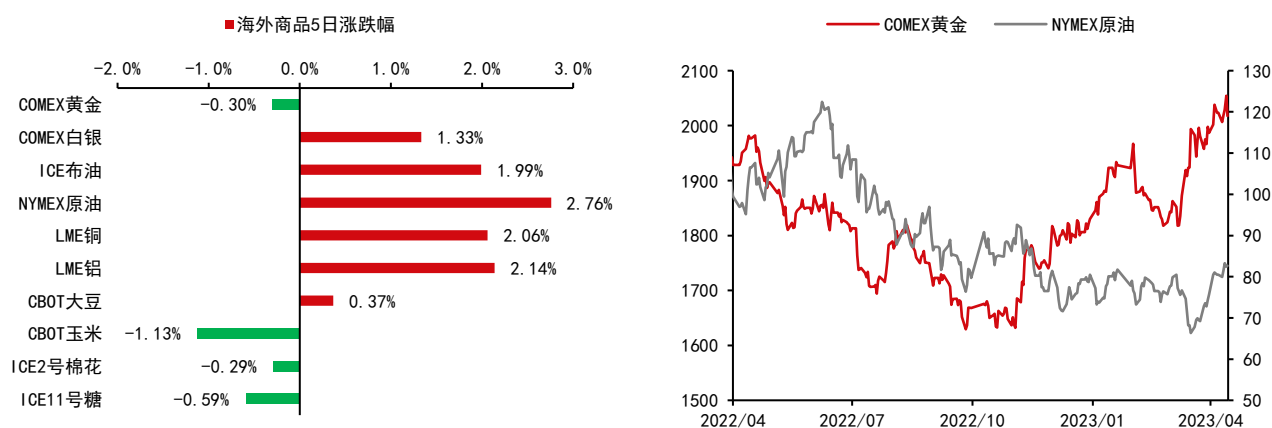
资料来源：Wind Bloomberg 中信期货研究所

图表10：全球外汇市场



资料来源：Bloomberg 中信期货研究所

图表11：海外商品



资料来源：Bloomberg 中信期货研究所

## 免责声明

除非另有说明，中信期货有限公司拥有本报告的版权和/或其他相关知识产权。未经中信期货有限公司事先书面许可，任何单位或个人不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、修改、翻译此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货有限公司所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记。未经中信期货有限公司或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。

如果在任何国家或地区管辖范围内，本报告内容或其适用与任何政府机构、监管机构、自律组织或者清算机构的法律、规则或规定内容相抵触，或者中信期货有限公司未被授权在当地提供这种信息或服务，那么本报告的内容并不意图提供给这些地区的个人或组织，任何个人或组织也不得在当地查看或使用本报告。本报告所载的内容并非适用于所有国家或地区或者适用于所有人。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货有限公司不会因接收人收到此报告而视其为客户。

尽管本报告中所包含的信息是我们于发布之时从我们认为可靠的渠道获得，但中信期货有限公司对于本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性以及完整性不作任何明确或隐含的保证。因此任何人不得对本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性产生任何依赖，且中信期货有限公司不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。本报告不应取代个人的独立判断。本报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货有限公司或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下。我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成任何投资、法律、会计或税务建议，且不担保任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成中信期货有限公司给予阁下的任何私人咨询建议。

## 深圳总部

地址：深圳市福田区中心三路8号卓越时代广场（二期）北座13层1301-1305、14层

邮编：518048

电话：400-990-8826

传真：(0755) 83241191

网址：<http://www.citicsf.com>