

## 3月通胀点评

### 二季度物价整体压力依旧不大

CPI 同比增速持续低于预期，除了食品价格回落的影响，消费品价格影响也较大，其中耐用消费品如汽车降价销售的影响较难持续；但内需仍在复苏过程中，服务价格同比小幅上行，且环比表现高于历史同期平均水平；PPI 环比连续两个月持平，但同比增速继续下降；基数效应的拖累将在二季度持续；整体看二季度物价整体压力依旧不大。

- 3月CPI环比下降0.3%，同比增长0.7%，核心CPI同比增长0.7%，服务价格同比增长0.8%，消费品价格同比上升0.5%。
- 从环比看，3月食品价格下降1.4%，降幅比上月收窄0.6个百分点，影响CPI下降约0.27个百分点，非食品价格由上月下降0.2%转为持平；从同比看，食品价格上涨2.4%，涨幅比上月回落0.2个百分点，影响CPI上涨约0.43个百分点，非食品价格上涨0.3%，涨幅比上月回落0.3个百分点，影响CPI上涨约0.23个百分点。
- 3月CPI与核心CPI同比小幅分化。3月CPI同比增速较2月下降，是受食品和消费品两方面拖累，但核心CPI同比较2月小幅上升，主因是服务价格同比增速较2月上升0.2个百分点。3月CPI同比增速低于预期不一定指向内需疲弱，一是耐用消费品价格下降，对消费品整体价格走低影响较大，如交通工具、通讯工具、家用器具价格同比均有不同程度的负增长，二是服务价格同比上行，包括旅游、家庭服务、维修、其他服务在内的3月价格环比表现均明显好于历史同期平均水平。但从基数效应看，一季度CPI同比增速可能是全年偏高的水平，而1-3月CPI同比平均上涨1.3%，或表明自二季度开始，CPI同比增速或整体落入1%以下区间。
- 3月PPI环比增速继续持平，其中生产资料和生活资料环比都持平。3月PPI同比下降2.5%，其中生产资料同比下降3.4%，生活资料同比增长0.9%。PPIRM同比下降1.8%。
- 从环比看，国内生产和市场需求持续改善，重点项目加快推进，钢材、水泥等行业价格环比有所上涨；国际输入性因素带动国内石油、有色金属相关行业价格环比下行；受气温回升等季节因素影响，用煤需求有所减少，煤炭开采和洗选业价格环比下降。从同比看，PPI降幅比上月扩大1.1个百分点，主要受上年同期石油、煤炭、钢材等行业对比基数走高影响。
- 二季度PPI或受三方面因素影响。一季度PPI同比增速走低主要受基数效应影响，进入二季度之后，PPI仍可能维持在同比负增长区间，但综合来看或受到三个因素影响，一是从基数效应和季节性因素看，二季度PPI同比增速可能继续下探，二是国内基建投资落地的情况和房地产投资恢复的情况，可能提振部分工业品价格，三是外需回落的情况和国际油价的波动。整体来看，我们认为二季度PPI同比增速或仍有回落空间。
- **风险提示：**全球通胀回落偏慢；欧美金融风险扩散；国际局势复杂化。

#### 相关研究报告

《信用债日均成交额走高，新债发行利率下行》

20230409

《转债市场上涨，成交量下降》20230409

《宏观和大类资产配置周报》20230409

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

宏观经济

证券分析师：张晓娇

xiaojiao.zhang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300514010002

证券分析师：朱启兵

(8610)66229359

qibing.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

## CPI

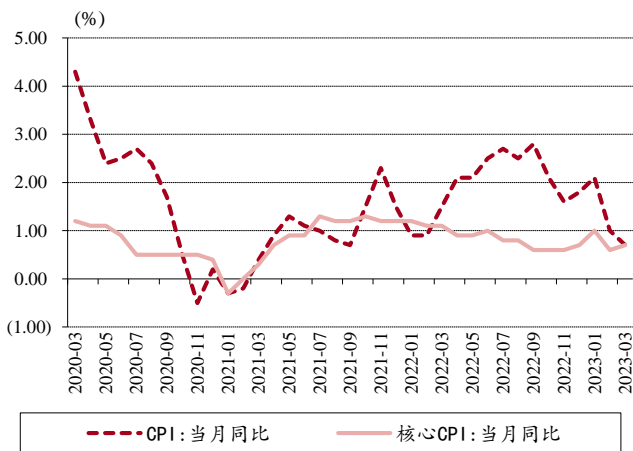
**3月CPI同比增速继续低于预期。**3月CPI环比下降0.3%，增速较2月上升0.2个百分点。从分项看，3月环比上涨的是其他用品和服务（0.8%）、衣着（0.5%）和医疗保健（0.1%），环比下降的是食品烟酒（-0.9%）、生活用品及服务（-0.5%）、交通通信（-0.4%）和教育文化娱乐（-0.1%）；3月分项中较2月环比增速上升较多的是其他用品和服务、教育文化娱乐、衣着和食品烟酒，环比增速下降的是居住和医疗保健。3月CPI同比增长0.7%，较2月下降0.3个百分点，核心CPI同比增长0.7%，较2月上升0.1个百分点，服务价格同比增长0.8%，较2月上升0.2个百分点，消费品价格同比上升0.5%，较2月下降0.7个百分点。从分项看，3月同比增速较高的是其他用品和服务（2.5%）、食品烟酒（2.1%）、教育文化娱乐（1.4%）和衣着（0.8%），同比增速较2月上升的是教育文化娱乐和衣着，较2月同比增速下降较多的是交通通信和生活用品及服务业。在3月份0.7%的CPI同比涨幅中，上年价格变动的翘尾影响约为0.7个百分点，与上月相同；新涨价影响约为0，上月为0.3个百分点。

**食品价格连续两个月环比下行。**从环比看，3月食品价格下降1.4%，降幅比上月收窄0.6个百分点，影响CPI下降约0.27个百分点；从同比看，食品价格上涨2.4%，涨幅比上月回落0.2个百分点，影响CPI上涨约0.43个百分点。3月生产生活持续恢复，消费市场供应充足，居民消费价格环比下降。天气转暖，鲜菜上市量增加，价格降幅比上月扩大2.8个百分点，影响CPI下降约0.17个百分点，占CPI环比总降幅近六成；受存栏量较为充裕及消费需求回落影响，猪肉价格下降4.2%，降幅收窄7.2个百分点，影响CPI环比下降约0.06个百分点。

**非食品价格环比由降转平，服务消费价格同比上升。**从环比看，3月非食品价格由上月下降0.2%转为持平；从同比看，非食品价格上涨0.3%，涨幅比上月回落0.3个百分点，影响CPI上涨约0.23个百分点。非食品中，出行需求持续恢复，宾馆住宿和飞机票价格环比上涨；春装换季上新，服装价格环比上涨；车企降价促销，燃油小汽车价格环比下降；服务价格同比涨幅扩大，其中飞机票、宾馆住宿、交通工具租赁费、旅游价格涨幅均有扩大；工业消费品价格同比由涨转降，主要受能源和汽车价格下降影响；汽油和柴油价格同比下降。

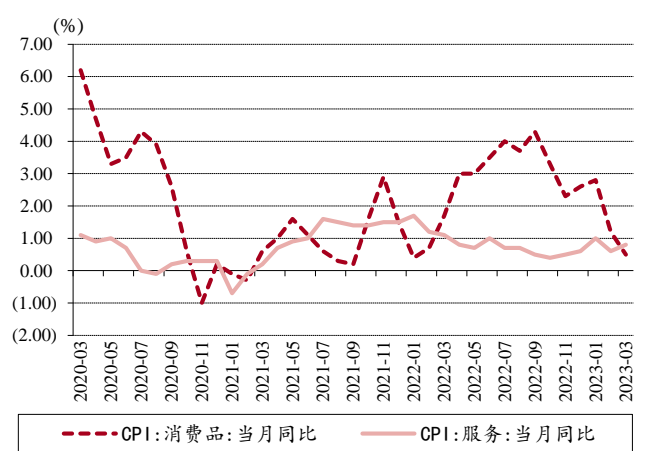
**3月CPI与核心CPI同比小幅分化。**3月CPI同比增速较2月下降，是受食品和消费品两方面拖累，但核心CPI同比较2月小幅上升，主因是服务价格同比增速较2月上升0.2个百分点。3月CPI同比增速低于预期不一定指向内需疲弱，一是耐用消费品价格下降，对消费品整体价格走低影响较大，如交通工具、通讯工具、家用器具价格同比均有不同程度的负增长，二是服务价格同比上行，包括旅游、家庭服务、维修、其他服务在内的3月价格环比表现均明显好于历史同期平均水平。但从基数效应看，一季度CPI同比增速可能是全年偏高的水平，而1-3月CPI同比平均上涨1.3%，或表明自二季度开始，CPI同比增速或整体落入1%以下区间。

图表 1. CPI 和核心 CPI 同比走势



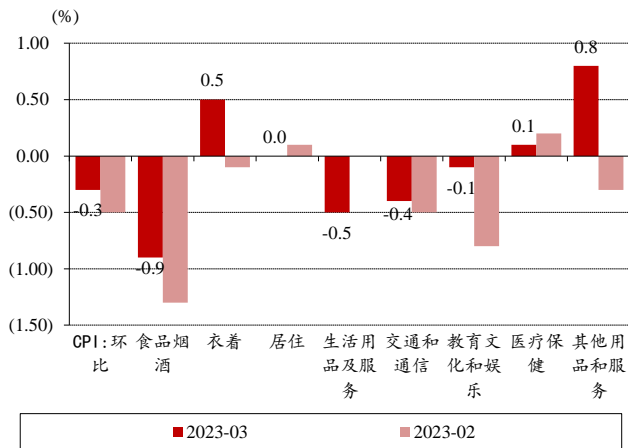
资料来源：万得，中银证券

图表 2. 消费品和服务 CPI 当月同比



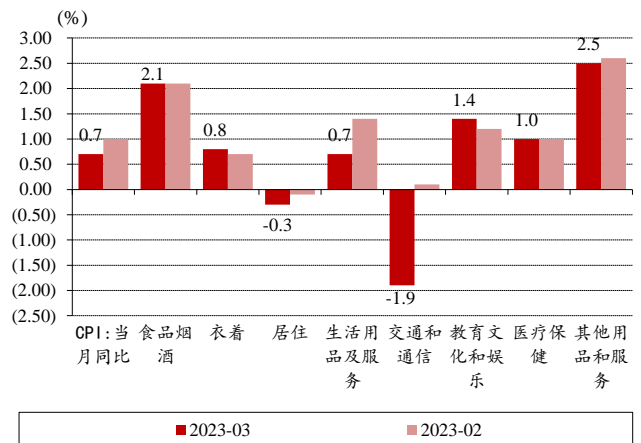
资料来源：万得，中银证券

图表 3. CPI 环比走势



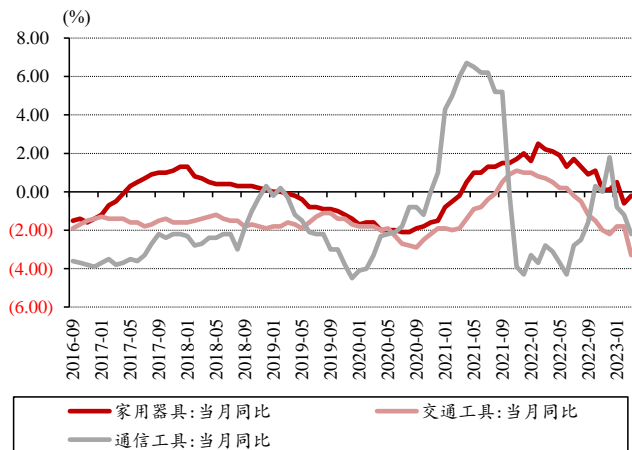
资料来源: 万得, 中银证券

图表 4. CPI 同比走势



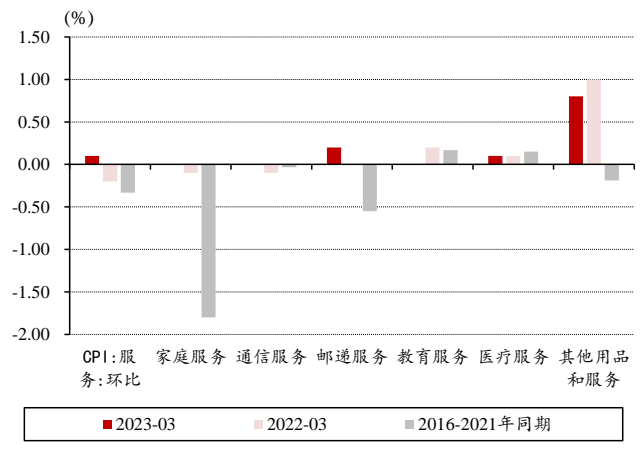
资料来源: 万得, 中银证券

图表 5. 耐用消费品价额同比继续走低



资料来源: 万得, 中银证券

图表 6. 3月服务价格环比上升



资料来源: 万得, 中银证券

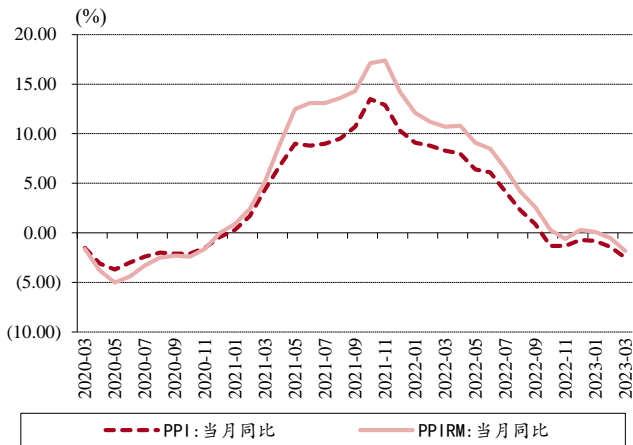
## PPI

**PPI 同比增速继续回落。**3月PPI环比增速继续持平,其中生产资料环比持平,生活资料环比持平。3月PPI同比下降2.5%,较2月下降1.1个百分点,其中生产资料同比下降3.4%,较2月下降1.4个百分点,生活资料同比增长0.9%,较2月下降0.2个百分点。PIRM同比下降1.8%,较2月下降1.3个百分点,从构成来看,3月同比增速上升的是农副产品(3.7%)、木材纸浆(2.5%)等,同比增速下降的是化工原料(-7.1%)、黑色金属(-7.0%)、建筑材料(-4.6%)、纺织原料(-4.5%)、有色金属(-3.5%)等,同比增速较2月上升的是建筑材料,较2月下降较多的则是燃料动力、化工原料、有色金属等。3月份2.5%的PPI同比降幅中,上年价格变动的翘尾影响约为-2.0个百分点,上月为-0.9个百分点;新涨价影响约为-0.5个百分点,与上月相同。

**3月PPI环比走平但同比低于预期。**3月生产资料价格中,采掘业环比下降0.5%,原材料业环比下降0.2%,加工业环比上升0.1%。从环比看,国内生产和市场需求持续改善,重点项目加快推进,钢材、水泥等行业价格环比有所上涨;国际输入性因素带动国内石油、有色金属相关行业价格环比下行;受气温回升等季节因素影响,用煤需求有所减少,煤炭开采和洗选业价格环比下降。从同比看,PPI降幅比上月扩大1.1个百分点,主要受上年同期石油、煤炭、钢材等行业对比基数走高影响。

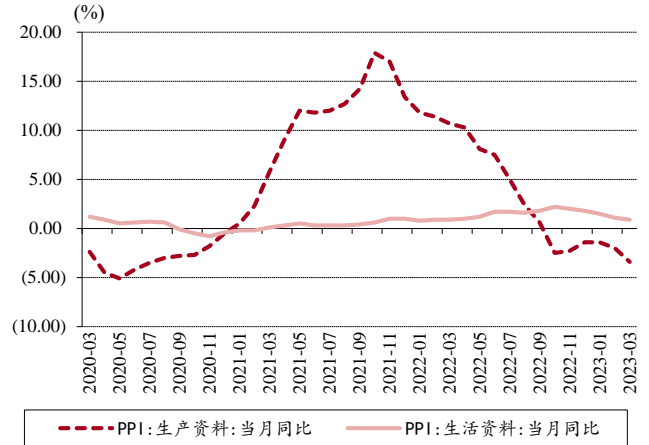
**二季度PPI或受三方面因素影响。**一季度PPI同比增速走低主要受基数效应影响,进入二季度之后,PPI仍可能维持在同比负增长区间,但综合来看或受到三个因素影响,一是从基数效应和季节性因素看,二季度PPI同比增速可能继续下探,二是国内基建投资落地的情况和房地产投资恢复的情况,可能提振部分工业品价格,三是外需回落的情况和国际油价的波动。整体来看,我们认为二季度PPI同比增速或仍有回落空间。

图表 7. PPI 和 PPIRM 当月同比增长



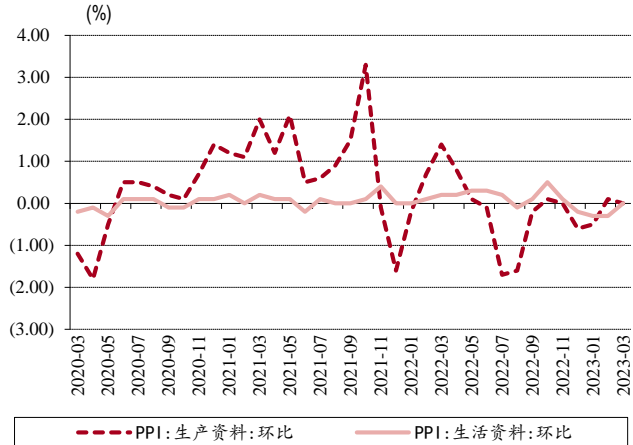
资料来源: 万得, 中银证券

图表 8. PPI 生产资料和生活资料当月同比走势



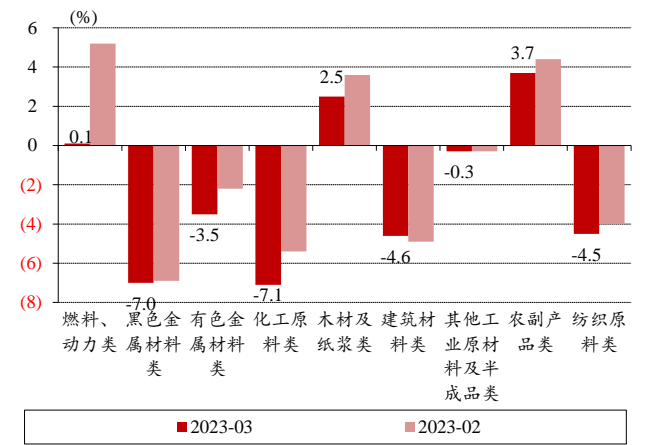
资料来源: 万得, 中银证券

图表 9. PPI 生产资料和生活资料环比走势



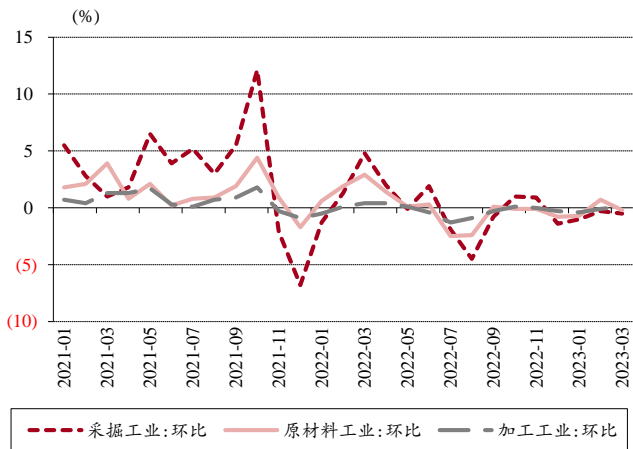
资料来源: 万得, 中银证券

图表 10. PPIRM 构成当月同比



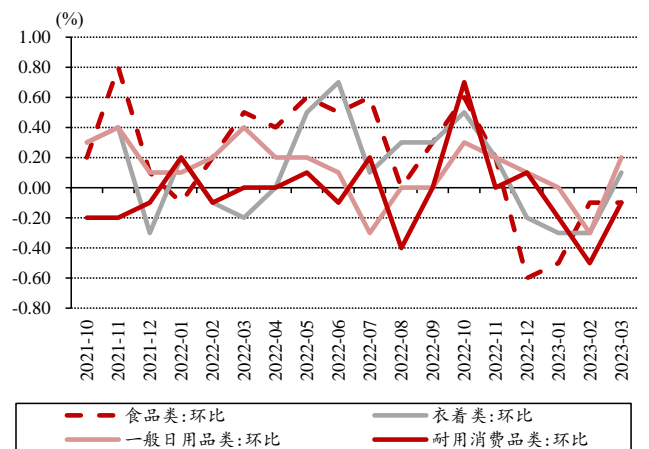
资料来源: 万得, 中银证券

图表 11. 生产资料价格环比继续走弱



资料来源: 万得, 中银证券

图表 12. 生活资料价格环比回升



资料来源: 万得, 中银证券

风险提示: 全球通胀回落偏慢; 欧美金融风险扩散; 国际局势复杂化。

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371