

# 宏观经济宏观月报

## 一季度中国经济开局良好，二季度仍有向上修复空间

### 核心观点

**一季度中国经济开局良好，后续仍有向上修复空间。**2023年一季度中国第三产业GDP、固定资产投资完成额、社会消费品零售总额同比增速均已超过疫情期间同期平均增速，实现良好开局。但一季度中国整体经济的修复仍不够充分，二季度仍有进一步向上修复的空间：2023年一季度中国出口增速低于疫情前和疫情期间的平均增速；此外，和疫情前相比，2023年一季度中国投资、消费增速都明显偏低。

**二季度海外补库存或推动出口增长：**3月海外的补库存仍不够充分，整体一季度仍处于去库存阶段，预计二季度国内出口产品将延续3月的补库存，推动出口增长。

**二季度服务业修复或带动消费需求增长：**服务业是国内最主要的就业渠道，而国内服务业产能的恢复难以一蹴而就，这导致一季度国内就业虽然有良好的恢复但仍然面临较严重的结构问题，一季度国内消费需求潜力未能得到充分释放。预计二季度国内服务业产能将进一步向上修复，从而继续推动国内失业率下降，提高居民收入，进而推动国内消费需求继续向上修复。

**二季度房地产开发投资回暖或拉动投资需求增长：**一季度中国固定资产投资完成额增速主要受房地产开发投资拖累。考虑到一季度国内房地产销售逐月改善，3月国内商品房销售面积和销售金额同比已开始转正。预计二季度国内房地产开发投资增速将随着房地产销售的回暖而回升，从而带动国内投资需求进一步回暖。

**3月国内经济增长：处于较陡的去库存阶段。**3月国内工业和服务业生产相对2019年同期的复合同比增速均较1-2月有所回落，而固定资产投资完成额、社会消费品零售总额、出口相对2019年同期的复合同比增速均较1-2月上升，表明3月国内供给端增长有所放缓但需求端增长仍在继续上升，3月国内处于较陡的去库存阶段。

**3月CPI环比表现偏强，CPI同比下行源于高基数。**3月国内CPI同比继续回落至0.7%，回到1%以下的历史较低水平，但这主要源于去年同期的高基数，实际上3月国内CPI环比表现偏强。3月CPI环比为-0.3%，高于季节性水平约0.1个百分点，其中3月食品和非食品价格环比均高于季节性。考虑到去年4月延续高基数，因此预计今年4月国内CPI同比或继续回落至0.5%。

**风险提示：**政策刺激力度减弱，经济增速下滑。

### 经济研究·宏观月报

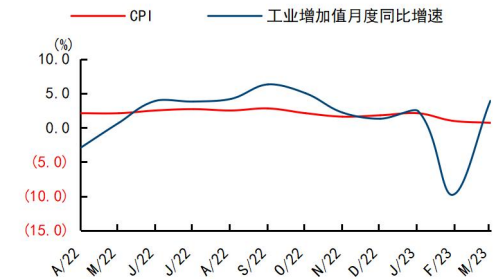
证券分析师：李智能  
0755-22940456  
lizn@guosen.com.cn  
S0980516060001

证券分析师：董德志  
021-60933158  
dongdz@guosen.com.cn  
S0980513100001

#### 基础数据

固定资产投资累计同比	5.10
社零总额当月同比	10.60
出口当月同比	14.80
M2	12.70

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

- 《宏观经济宏观月报-1-2月国内就业得到较好的恢复，经济实现开门红》——2023-03-15
- 《宏观经济宏观月报-12月政府投资和疫情防控政策优化带动国内经济动能增加》——2023-01-18
- 《宏观经济宏观月报-疫情冲击下经济继续探底，感染峰值过后或迎来快速复苏》——2022-12-16
- 《宏观经济宏观月报-防疫政策优化降低了人流和物流限制，国内经济有望回升》——2022-11-16
- 《宏观经济宏观月报-三季度国内经济增速明显回升，但内需不足问题仍较突出》——2022-10-24

## 内容目录

一季度中国经济开局良好，后续仍有进一步向上修复空间 .....	4
3 月经济增长：处于较陡的去库存阶段 .....	7
就业：3 月城镇调查失业率下降，但年轻人失业率继续明显上升 .....	8
生产端：3 月国内工业和服务业生产真实景气均回落 .....	9
需求端：投资——国内投资真实景气仍在上升 .....	11
需求端：消费——国内消费景气继续上升，但餐饮景气有所回落 .....	14
需求端：进出口——海外补库存推动出口同比增速大幅抬升 .....	15
3 月通胀解读：CPI 环比表现偏强，CPI 同比下行源于高基数 .....	17
2023 年 3 月 CPI 数据分析与未来走势判断 .....	17
2023 年 3 月 PPI 数据分析与未来走势判断 .....	21
风险提示 .....	24
免责声明 .....	25

## 图表目录

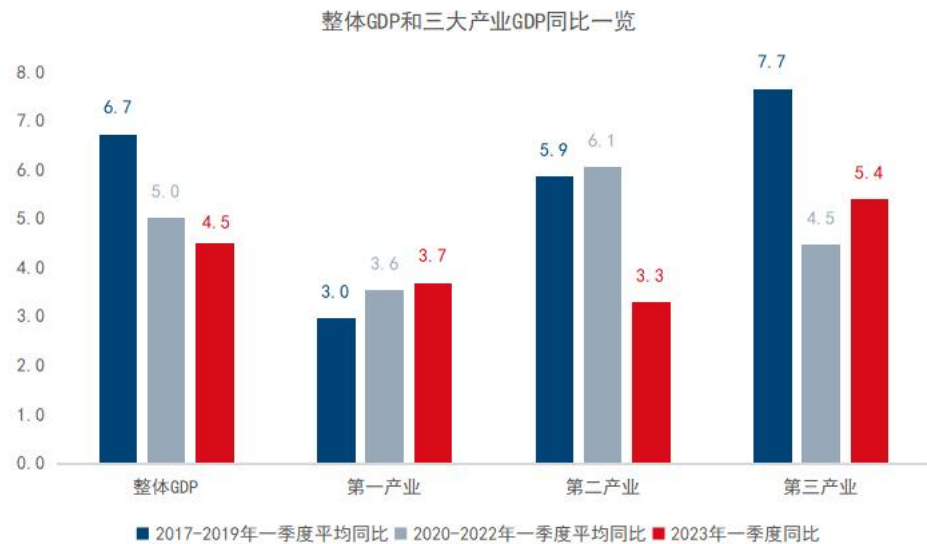
图 1: 中国整体 GDP 和三大产业 GDP 不变价同比一览	4
图 2: 中国月度需求指标的季度同比一览	5
图 3: 中国三大产业就业人口占比一览	6
图 4: 中国固定资产投资完成额季度同比一览	7
图 5: 2022 年以来中国月度实际 GDP 同比增速测算	8
图 6: 3 月整体调查失业率下降, 但 16-24 岁人口失业率明显上升	9
图 7: 工业增加值当月同比与当月复合同比增速一览	9
图 8: 3 月采矿业增加值当月同比增速明显回落, 制造业、公用事业明显上升	10
图 9: 3 月各品类产品产量增速普遍上升	10
图 10: 3 月机器人、集成电路产量同比明显回升	10
图 11: 历年 3 月工业增加值定基指数环比增速一览	11
图 12: 3 月服务业生产指数当月同比继续明显上升, 但复合同比回落	11
图 13: 3 月固定资产投资同比增速有所回落	12
图 14: 3 月国内固定资产投资金额环比高于 2017-2019 年同期平均值	12
图 15: 3 月房地产开发、基建、制造业、其他投资同比均有所回落	13
图 16: 国内固定资产投资主要分项环比增速一览	13
图 17: 房地产销售当月同比增速一览	14
图 18: 3 月国内社会消费品零售总额同比增速继续明显上升	14
图 19: 商品零售当月同比与复合同比一览	15
图 20: 餐饮收入当月同比与复合同比一览	15
图 21: 历年 3 月社会消费品零售总额环比一览	15
图 22: 中国进口、出口金额同比走势一览	16
图 23: 国内不同出口产品对整体出口同比的贡献	16
图 24: 历年中国进口、出口金额环比走势一览	17
图 25: CPI 环比与历史均值比较	18
图 26: CPI 食品项环比与历史均值比较	18
图 27: CPI 非食品项环比与历史均值比较	19
图 28: CPI 非食品服务项环比与历史均值比较	19
图 29: CPI 非食品工业品项环比与历史均值比较	20
图 30: 4 月食品价格延续下跌	21
图 31: 非食品高频价格指数走势	21
图 32: 2023 年 3 月 PPI 生产资料价格环比低于历史均值, 生活资料高于历史均值	22
图 33: 2023 年 3 月 PPI 生产资料各分项价格环比与历史均值比较	22
图 34: 2023 年 3 月 PPI 生活资料各分项价格环比与历史均值比较	23
图 35: 流通领域生产资料价格高频指标走势图	23

## 一季度中国经济开局良好，后续仍有进一步向上修复空间

2023 年一季度中国实际 GDP 同比增长 4.5%，较 2022 年四季度抬升 1.6 个百分点，但仍低于疫情期间 2020-2022 年同期实际 GDP 同比均值 5.0%，亦明显低于疫情前 2017-2019 年同期实际 GDP 同比均值 6.7%。

从三大产业来看，今年一季度第一产业 GDP 增速高于疫情期间的平均增速，也高于疫情前的平均增速；第二产业 GDP 增速则明显低于疫情期间的平均增速，也明显低于疫情前的平均增速；第三产业 GDP 增速高于疫情期间的平均增速，但明显低于疫情前的平均增速。

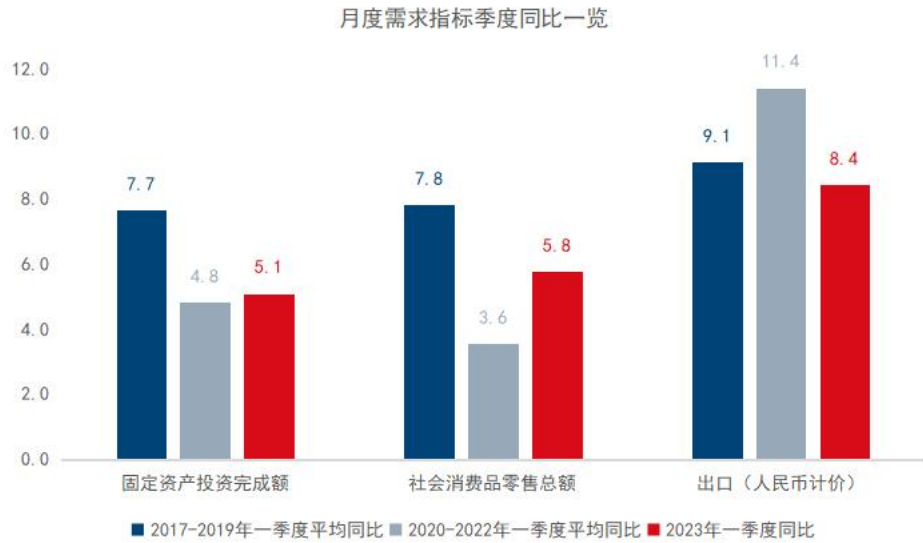
图1：中国整体 GDP 和三大产业 GDP 不变价同比一览



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理及测算

从中国月度需求指标的季度同比来看，一季度固定资产投资完成额同比增速高于疫情期间的平均增速，但明显低于疫情前的平均增速；社会消费品零售总额同比增速高于疫情期间的平均增速，但仍明显低于疫情前的平均增速；出口金额同比增速明显低于疫情期间的平均增速，也低于疫情前的平均增速。

图2：中国月度需求指标的季度同比一览



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理及测算

综上，2023 年一季度中国第三产业 GDP、固定资产投资完成额、社会消费品零售总额同比增速均已高于疫情期间同期平均增速，国内经济实现良好开局。但一季度中国整体经济的修复仍不够充分，二季度仍有进一步向上修复的空间：2023 年一季度中国出口增速低于疫情前和疫情期间的平均增速；此外，和疫情前相比，2023 年一季度中国投资、消费增速都明显偏低。

### 1、出口需求分析

根据国信宏观组总结的海外需求与国内出口增速的数量关系，2022 年四季度美英法德四国美元计价的现价 GDP 合计同比约为 4.4%，对应 2022 年四季度中国合理的美元计价出口同比增速约为 7.9%。而实际上 2022 年四季度中国美元计价的出口同比约为-6.4%，远低于按海外需求拟合的数值，表明 2022 年四季度中国出口产品处于非常陡的去库存阶段。

2023 年 1 月以来，以美国为首的西方发达国家表现出较强的经济增长韧性，前期的去库存很可能存在过度调整，因此后续存在补库存需求。3 月中国出口同比增速大幅抬升，很可能是补库存带来的结果。

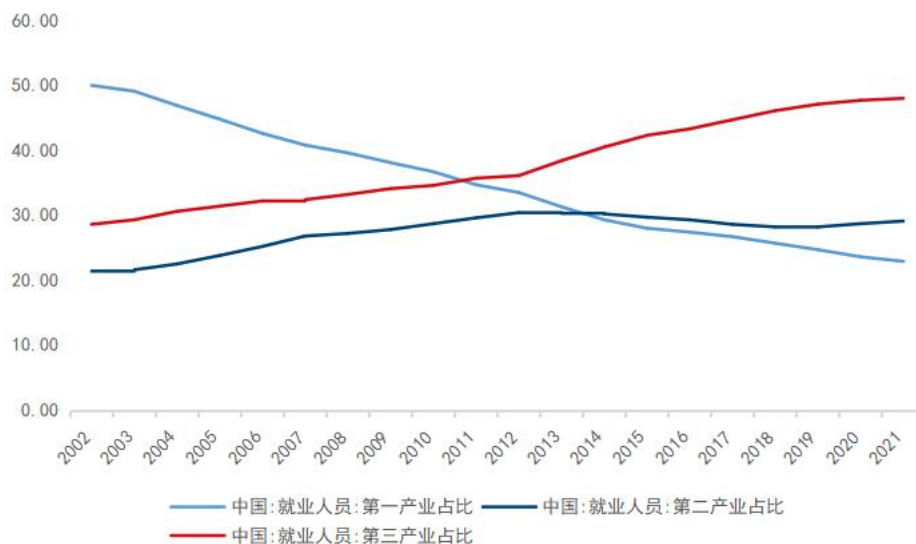
2023 年一季度中国美元计价出口同比约为 0.5%，对应美英法德四国美元计价的现价 GDP 合计同比约为 1.9%，结合 2023 年一季度美英法德四国的 CPI、欧元兑美元汇率、英镑兑美元汇率数据，可反算得到对应的美英法德四国实际 GDP 同比平均值或低于-2.5%。考虑到 2023 年一季度美英法德四国真实的实际 GDP 同比平均值大概率高于-2.5%，这意味着 2023 年一季度中国出口产品整体仍然处于去库存过程中，这也表明 3 月海外的补库存仍不够充分。预计二季度国内出口产品很可能延续 3 月的补库存，推动二季度国内出口增长。

### 2、消费需求分析

考虑到服务业是国内最主要的就业渠道，因此在去年的低基数下一季度国内消费同比增速仍明显低于疫情前，或主要与过去三年疫情对国内服务业产能的削减有关。由于中国服务业吸纳全国将近一半的就业人口，因此服务业产能遭遇削减会伴随着较严重的就业问题，从而明显拖累居民收入和消费增长。

服务业产能的恢复难以在一个季度这么短的时间内一蹴而就，这导致一季度国内就业虽然有好的恢复但仍然面临较严重的结构问题，因此一季度国内消费需求潜力未能得到充分释放。预计二季度国内服务业产能将进一步向上修复，从而继续推动国内失业率下降，提高居民收入，进而推动国内消费需求继续向上修复。

图3: 中国三大产业就业人口占比一览

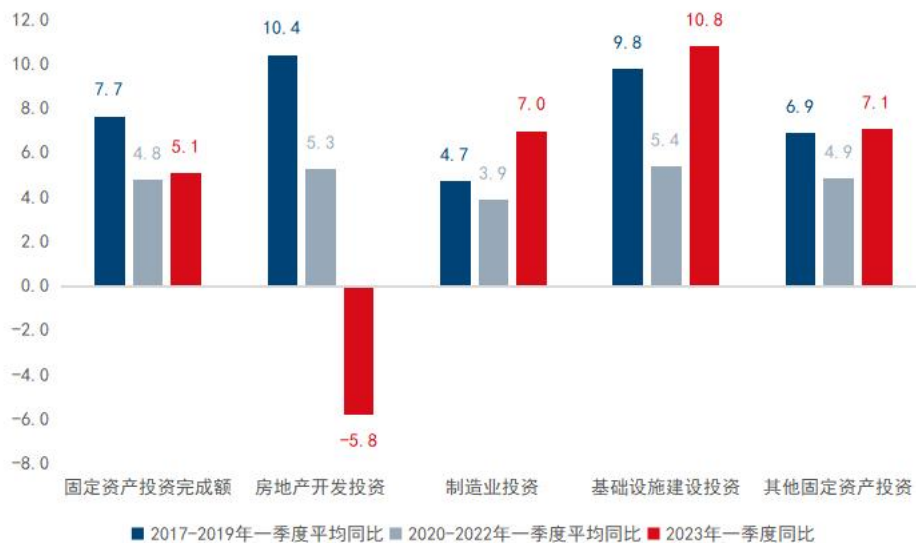


资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

### 3、投资需求分析

投资方面，一季度中国固定资产投资完成额增长主要受房地产开发投资的拖累。考虑到一季度国内房地产销售逐月改善，3月国内商品房销售面积和销售金额同比已开始转正。预计后续国内房地产开发投资增速将随着房地产销售的回暖而回升，从而带动二季度国内投资需求进一步回暖。

图4：中国固定资产投资完成额季度同比一览



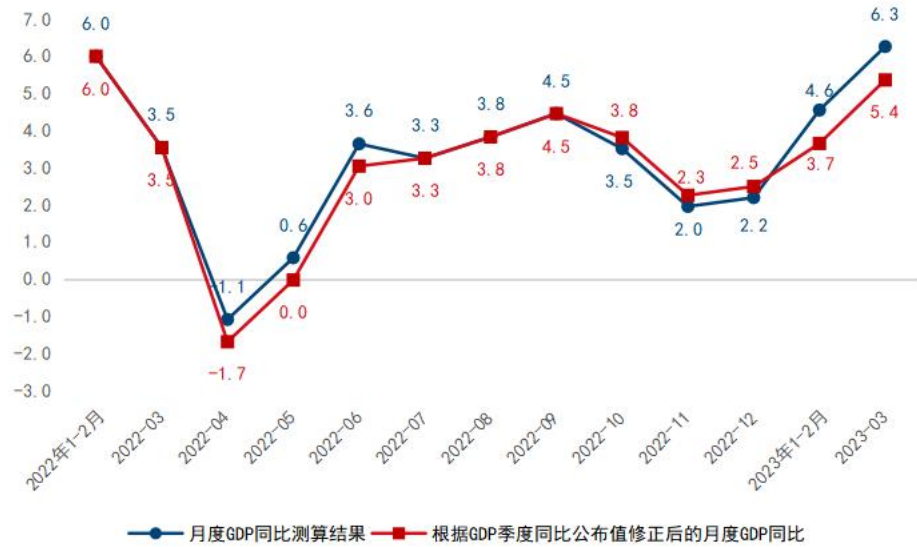
资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理及测算

### 3 月经济增长：处于较陡的去库存阶段

3 月国内工业和服务业生产相对 2019 年同期的复合同比增速均较 1-2 月有所回落，而固定资产投资完成额、社会消费品零售总额、出口相对 2019 年同期的复合同比增速均较 1-2 月上升，表明 3 月国内供给端增长有所放缓但需求端仍在继续向上修复，3 月国内处于较陡的去库存阶段。

根据我们总结的月度经济指标与 GDP 之间的数量关系（详见报告《国信证券-宏观经济专题：疫情冲击下 GDP 的再评估-20220328》），我们测算了 2022 年以来中国月度实际 GDP 同比增速。2023 年 3 月国内实际 GDP 同比增速或约为 5.4%，较 1-2 月继续上升 1.7 个百分点。

图5：2022 年以来中国月度实际 GDP 同比增速测算



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理和测算

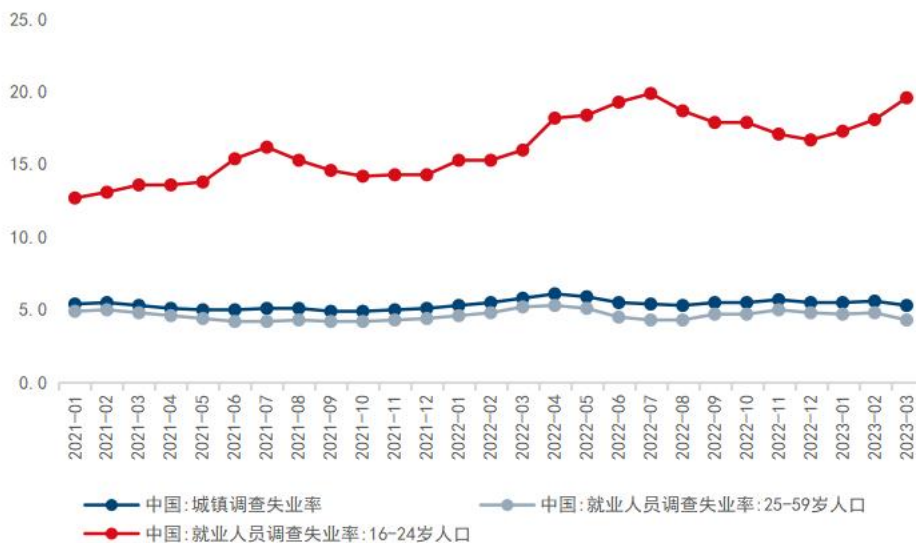
### 就业：3 月城镇调查失业率下降，但年轻人失业率继续明显上升

3 月国内城镇调查失业率为 5.3%，较 2 月回落 0.3 个百分点。2018 年以来 3 月城镇调查失业率较 2 月的变化量平均值约为零。今年 3 月国内城镇调查失业率回落幅度大于历史平均水平，表明今年 3 月国内整体就业情况继续好转。

但 3 月 16-24 岁人口调查失业率约为 19.6%，较 2 月继续上升 1.5 个百分点。2018 年以来 3 月 16-24 岁人口城镇调查失业率较 2 月的变化量平均值约为 0.2 个百分点。今年 3 月国内 16-24 岁人口调查失业率上升幅度远大于历史平均水平，表明今年 3 月国内年轻人就业情况仍在继续恶化。



图6: 3月整体调查失业率下降, 但16-24岁人口失业率明显上升

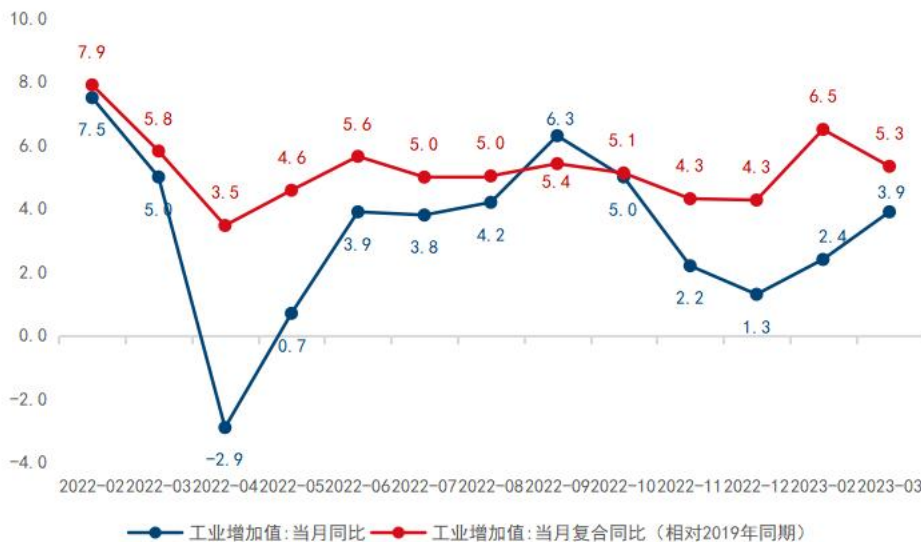


资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

### 生产端: 3月国内工业和服务业生产真实景气均回落

3月国内规模以上工业增加值同比增速为3.9%, 较1-2月继续上升1.5个百分点。但从相对2019年同期的当月复合同比增速来看, 3月国内工业生产的真实景气较1-2月有所回落。

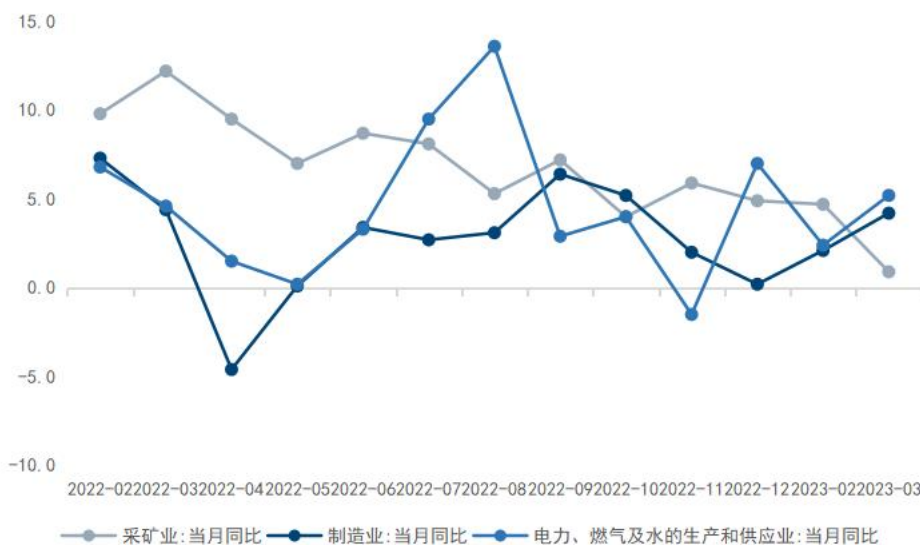
图7: 工业增加值当月同比与当月复合同比增速一览



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

分三大门类看, 3月采矿业增加值当月同比增速明显回落, 制造业、公用事业当月同比增速上升。3月采矿业当月同比0.9%, 较1-2月明显回落3.8个百分点; 制造业4.2%, 明显上升2.1个百分点; 公用事业5.2%, 明显上升2.8个百分点。

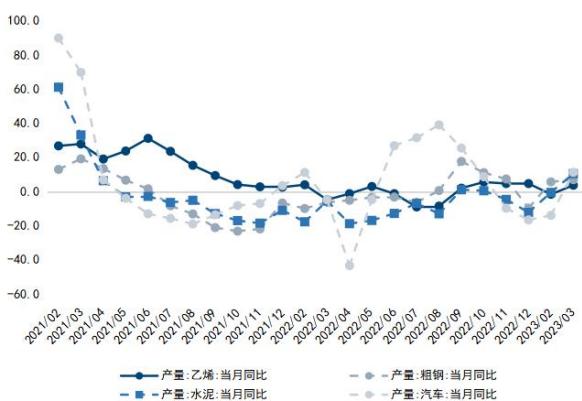
图8: 3月采矿业增加值当月同比增速明显回落, 制造业、公用事业明显上升



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

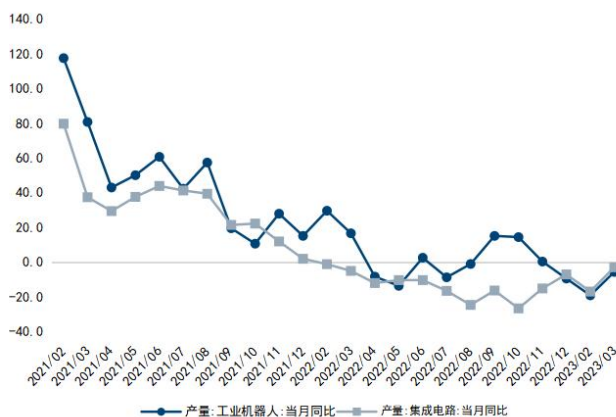
分产品看, 3月各品类产品产量同比增速普遍上升。3月粗钢产量同比为6.9%, 较1-2月上升1.3个百分点; 钢材8.1%, 上升4.5个百分点; 水泥10.4%, 上升11.0个百分点; 乙烯3.6%, 上升5.3个百分点; 十种有色金属6.9%, 回落2.9个百分点; 汽车11.2%, 上升25.2个百分点; 工业机器人-5.7%, 上升13.5个百分点; 集成电路-3.0%, 上升14.0个百分点; 整体高技术制造业增加值3月同比为1.5%, 较1-2月上升1.0个百分点。

图9: 3月各品类产品产量增速普遍上升



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

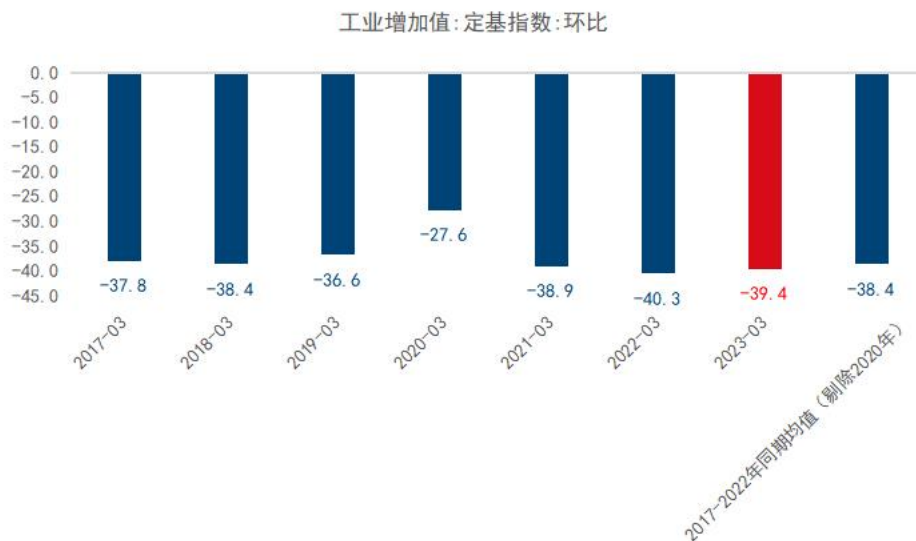
图10: 3月机器人、集成电路产量同比明显回升



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

根据工业增加值定基指数可以计算得到3月定基指数环比上月增速为-39.4%, 低于2017-2022年同期均值(剔除2020年)。3月国内工业生产环比增长偏弱。

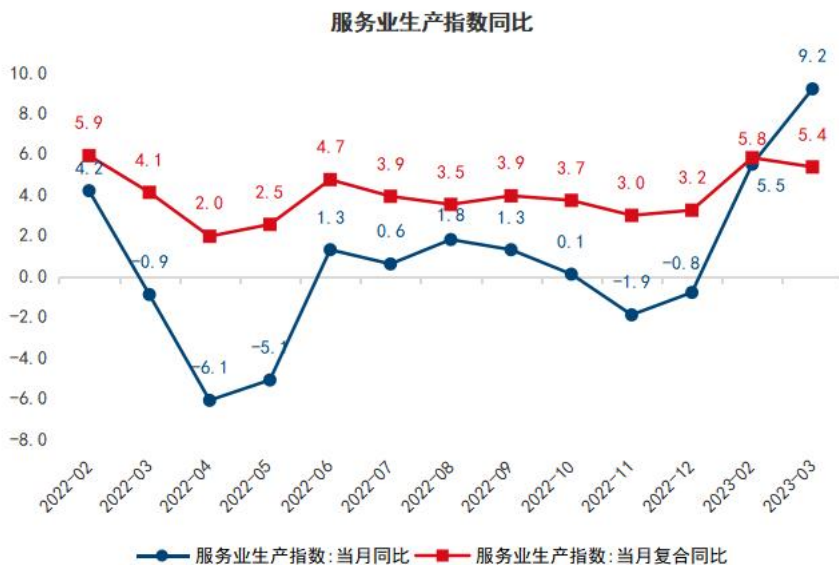
图11: 历年3月工业增加值定基指数环比增速一览



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

服务业生产方面, 2023年3月国内服务业生产指数同比增速为9.2%, 较1-2月明显抬升3.7个百分点; 但从相对2019年同期的当月复合同比增速来看, 2023年3月国内服务业生产真实景气较1-2月有所回落。

图12: 3月服务业生产指数当月同比继续明显上升, 但复合同比回落

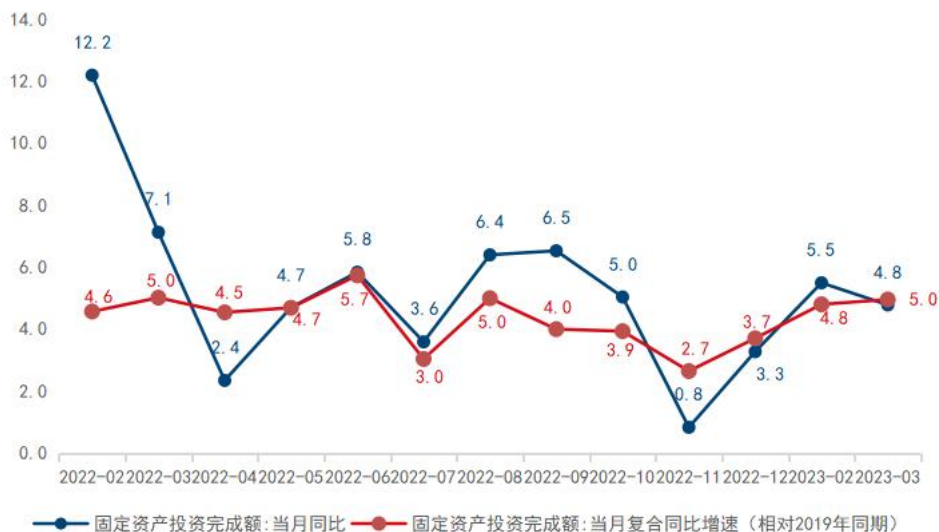


资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

### 需求端: 投资——国内投资真实景气仍在上升

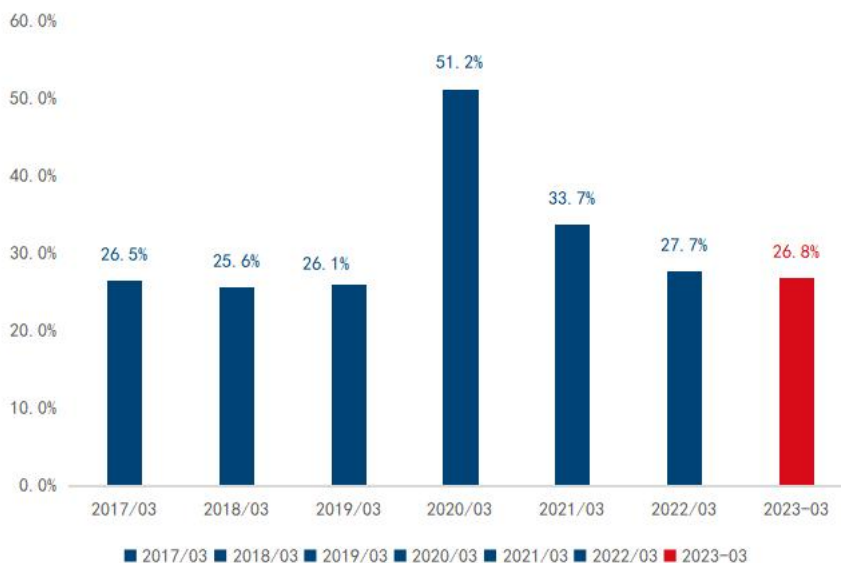
3月国内固定资产投资当月同比增速有所回落, 但相对2019年的复合同比增速继续上升, 且环比高于疫情前2017-2019年同期水平, 可见3月国内投资当月同比回落主要源于高基数, 真实投资景气仍在上升。

图13: 3月固定资产投资同比增速有所回落



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图14: 3月国内固定资产投资金额环比高于2017-2019年同期平均值



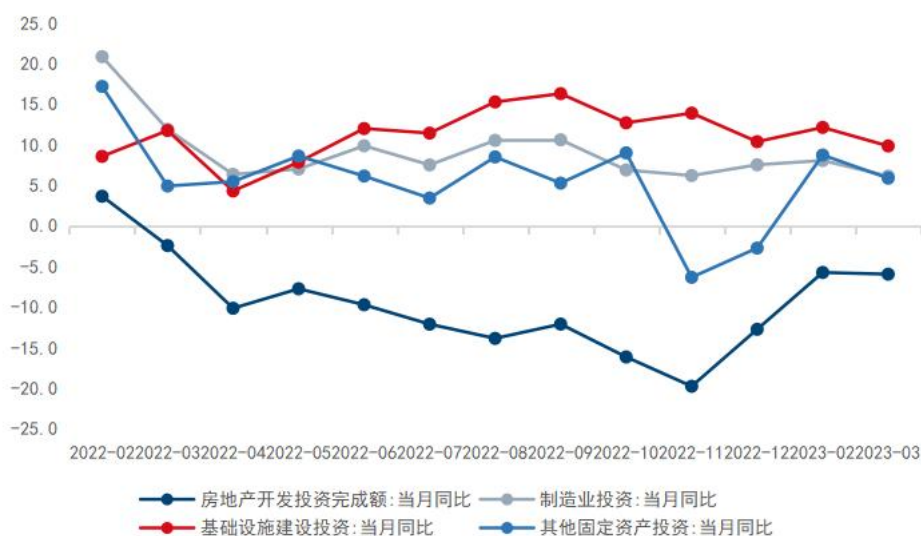
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

3月房地产开发投资同比为-5.9%，较1-2月回落0.2个百分点；制造业投资同比为6.2%，回落1.9个百分点；基建投资同比9.9%，回落2.3个百分点；其他投资（主要是服务业相关投资）同比5.9%，回落2.9个百分点。

从环比来看，3月房地产开发、制造业、其他投资环比表现偏弱，基建投资仍偏强。3月房地产开发投资环比为-8.7%，低于2017-2022年（剔除2020年）同期环比均值；制造业投资环比为31.5%，低于2017-2022年（剔除2020年）同期环比均值；基建投资环比为43.4%，高于2017-2022年（剔除2020年）同期环比均

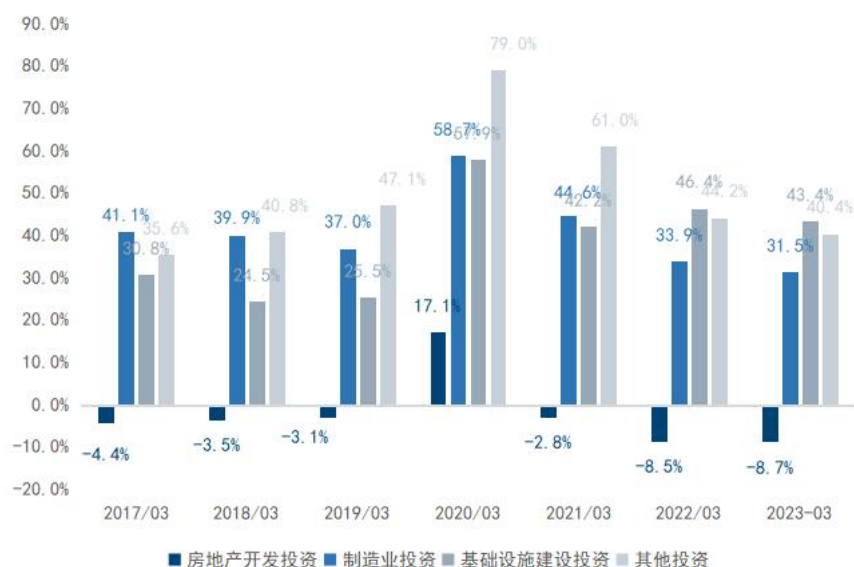
值；其他投资环比为 40.4%，低于 2017-2022 年（剔除 2020 年）同期环比均值。

图 15: 3 月房地产开发、基建、制造业、其他投资同比均有所回落



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 16: 国内固定资产投资主要分项环比增速一览



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

3 月国内商品房销售继续回暖，商品房销售面积和销售金额同比开始转正。3 月商品房销售面积同比约为 0.05%，较 1-2 月上升 3.6 个百分点；商品房销售金额同比为 8.7%，较 1-2 月上升 8.8 个百分点。

图17: 房地产销售当月同比增速一览



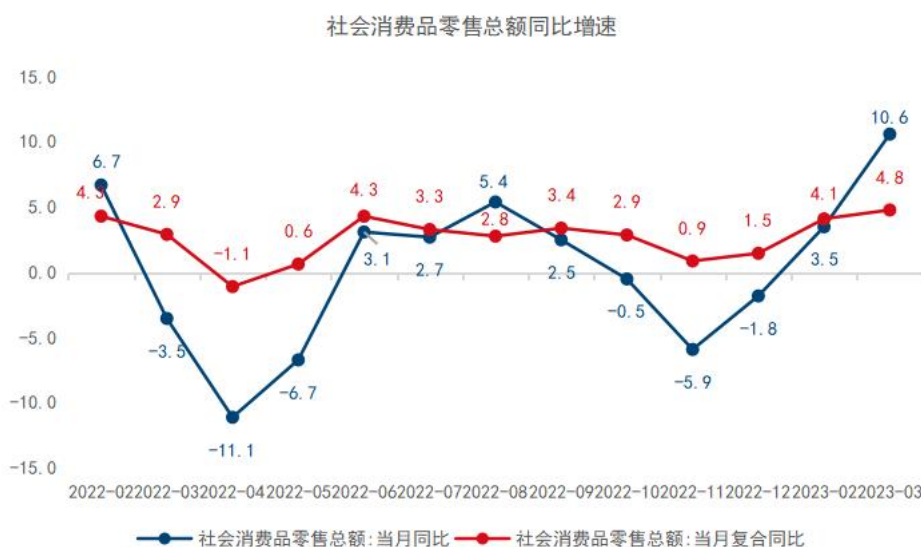
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

### 需求端: 消费——国内消费景气继续上升, 但餐饮景气有所回落

3月社会消费品零售总额同比为10.6%, 较1-2月继续明显上升7.1个百分点。其中商品零售同比为9.1%, 上升6.2个百分点; 餐饮26.3%, 上升17.1个百分点。

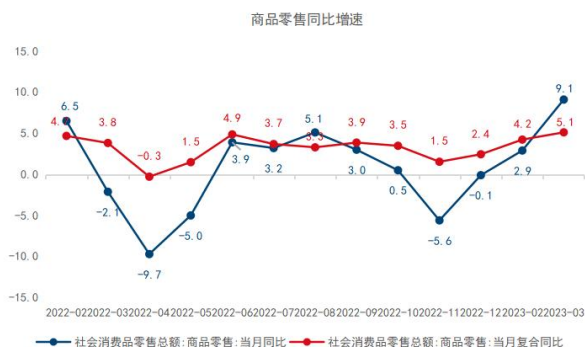
相对2019年同期的当月复合同比增速可衡量真实的景气程度。3月社会消费品零售总额相对2019年同期的当月复合同比增速继续上升, 其中商品零售当月复合同比上升, 但餐饮收入当月复合同比有所回落。

图18: 3月国内社会消费品零售总额同比增速继续明显上升



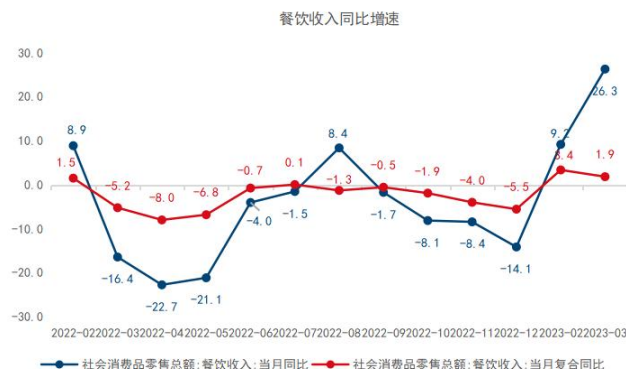
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理及测算

图 19: 商品零售当月同比与复合同比一览



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理及测算

图 20: 餐饮收入当月同比与复合同比一览



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理及测算

从环比来看, 今年 3 月社会消费品零售总额环比 1-2 月增速为-50.9%, 高于 2017-2022 年 (剔除 2020 年) 同期环比均值, 表明 3 月国内消费景气较高。

图 21: 历年 3 月社会消费品零售总额环比一览

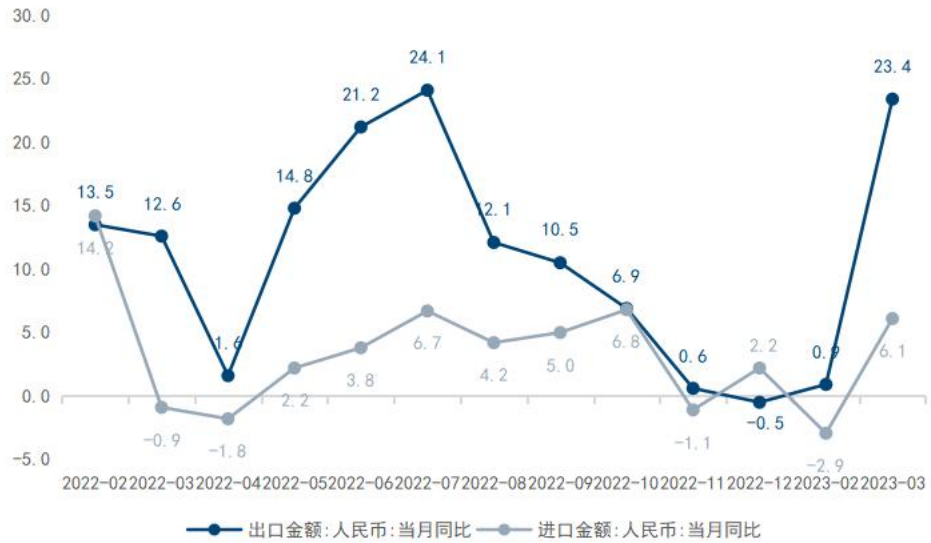


资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

### 需求端: 进出口——海外补库存推动出口同比增速大幅抬升

3 月中国出口 (人民币计价, 若无特别提示, 后文进出口均为人民币计价) 同比大幅回升, 进口同比也明显上升。3 月中国出口同比增速为 23.4%, 较 1-2 月大幅抬升 22.5 个百分点, 其中机电产品增速继续明显上升, 对整体出口同比的贡献从 1-2 月的 0.1 个百分点大幅上升至 3 月的 12.2 个百分点; 进口同比增速为 6.1%, 较 1-2 月明显上升 9.0 个百分点。

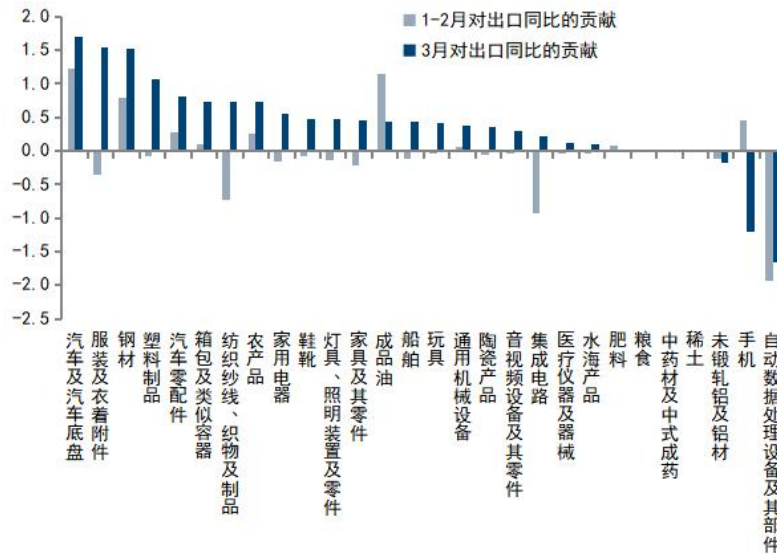
图22: 中国进口、出口金额同比走势一览



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

大部分出口产品对3月整体出口同比的贡献均为正值且较1-2月有较明显的上升, 3月出口增速回升是普遍性的, 不是个别产品的特殊带动。

图23: 国内不同出口产品对整体出口同比的贡献

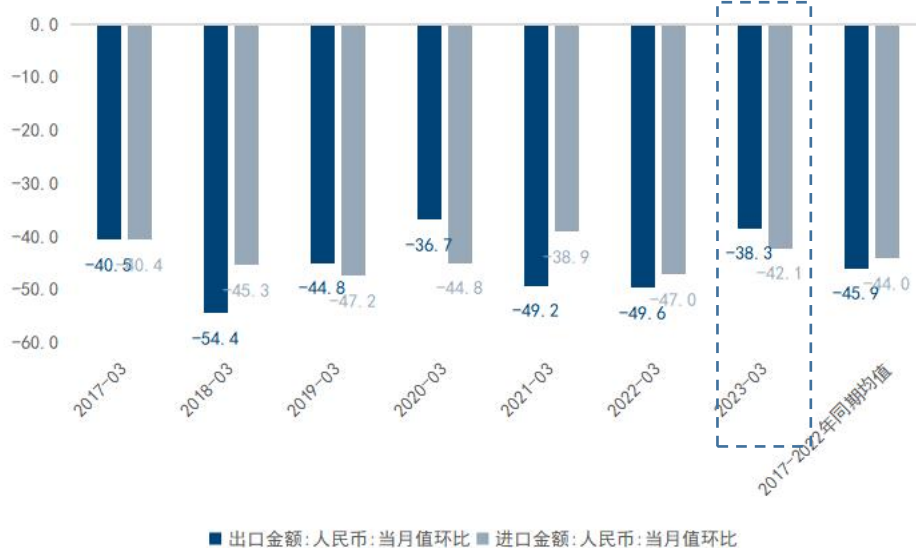


资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

从环比来看, 2023年3月出口金额环比增速为-38.3%, 明显高于2017-2022年同期环比均值-45.9%, 2023年3月国内出口环比明显偏高; 3月进口环比为-42.1%, 亦高于2017-2022年同期环比均值-44.0%, 2023年3月国内进口环比亦偏高。



图 24: 历年中国进口、出口金额环比走势一览



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

根据我们在专题报告《宏观经济专题: 2023 年中国出口同比增速下行幅度测算》总结的线性关系, 2022 年四季度美英法德四国美元计价的现价 GDP 合计同比约为 4.4%, 对应 2022 年四季度中国合理的美元计价出口同比增速约为 7.9%。而实际上 2022 年四季度中国美元计价的出口同比约为-6.4%, 远低于按海外需求拟合的数值, 表明 2022 年四季度中国出口产品处于非常陡的去库存阶段。

2023 年 1 月以来, 以美国为首的西方发达国家表现出较强的经济增长韧性, 前期的去库存很可能存在过度调整, 因此后续海外存在补库存需求。3 月中国出口同比增速大幅抬升, 很可能是海外补库存带来的结果。

2023 年一季度中国美元计价出口同比约为 0.5%, 对应美英法德四国美元计价的现价 GDP 合计同比约为 1.9%, 结合 2023 年一季度美英法德四国的 CPI、欧元兑美元汇率、英镑兑美元汇率数据, 可反算得到对应的美英法德四国实际 GDP 同比平均值或低于-2.5%。考虑到 2023 年一季度美英法德四国真实的实际 GDP 同比平均值大概率高于-2.5%, 这意味着 2023 年一季度中国出口产品整体仍然处于去库存阶段, 3 月海外的补库存还不够充分, 因此 2023 年二季度中国出口产品或延续 3 月的补库存。

### 3 月通胀解读: CPI 环比表现偏强, CPI 同比下行源于高基数

3 月国内 CPI 同比继续回落至 0.7%, 回到 1% 以下的历史较低水平, 但这主要源于去年同期的高基数, 实际上 3 月国内 CPI 环比表现偏强。3 月 CPI 环比为-0.3%, 高于季节性水平约 0.1 个百分点, 其中 3 月食品和非食品价格环比均高于季节性。

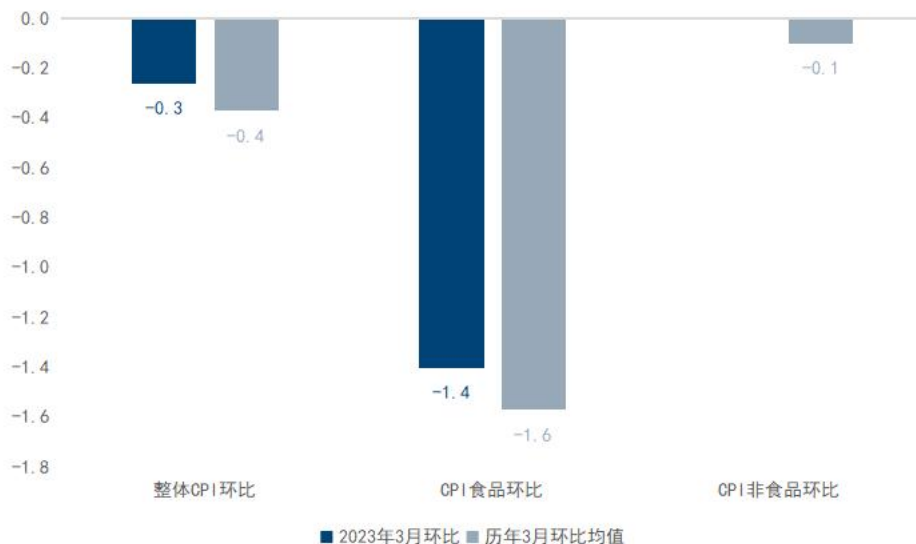
考虑到去年 4 月延续高基数, 因此预计今年 4 月国内 CPI 同比或继续回落至 0.5%。

#### 2023 年 3 月 CPI 数据分析与未来走势判断

3 月 CPI 同比为 0.7%, 较 2 月继续回落 0.3 个百分点。3 月 CPI 环比为-0.3%, 高

于季节性水平约 0.1 个百分点。其中 3 月食品和非食品价格环比均高于季节性。（季节性指 2005-2021 年春节在 1 月年份的同月环比均值，下同）

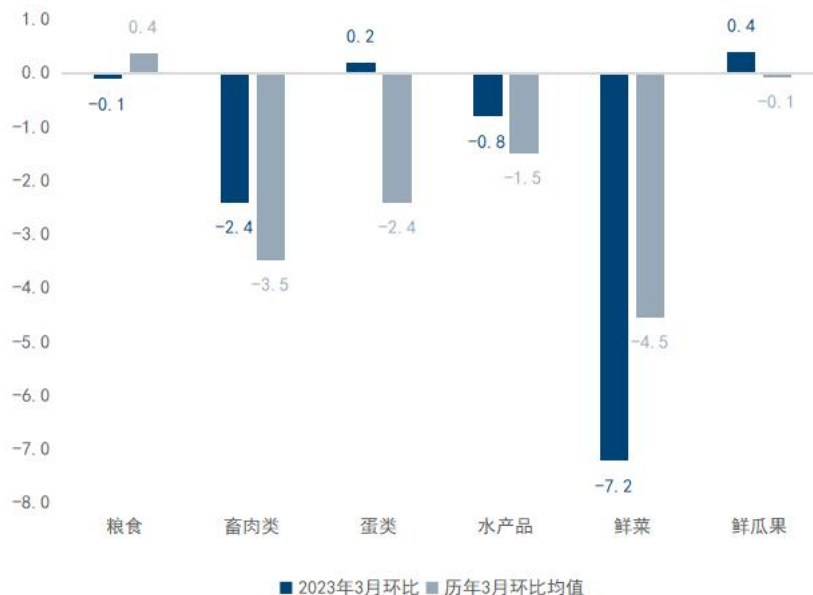
图 25: CPI 环比与历史均值比较



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

3 月食品环比为-1.4%，高于季节性约 0.2 个百分点，其中畜肉类、蛋、水产品价格环比高于季节性部分对食品环比的额外贡献分别为 0.2、0.1、0.1 个百分点。

图 26: CPI 食品项环比与历史均值比较

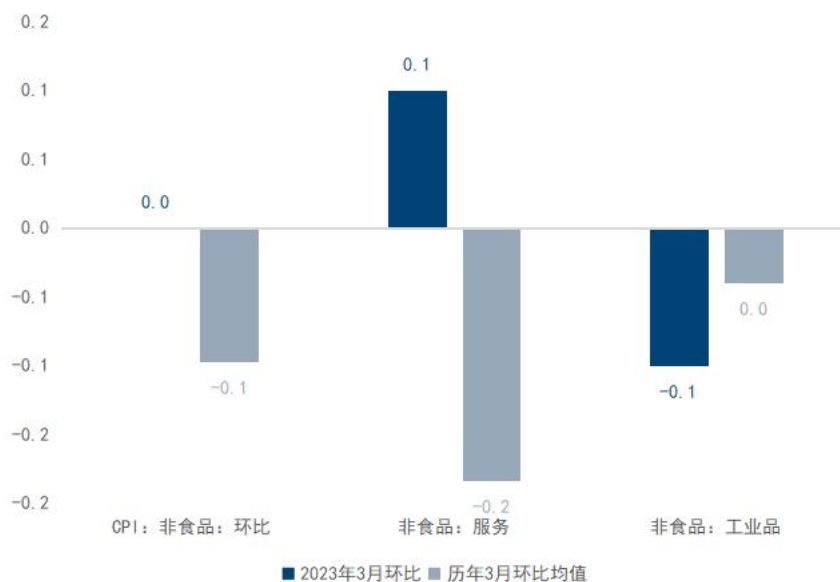


资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

3 月非食品环比为零，高于季节性约 0.1 个百分点。非食品中服务价格环比为 0.1%，高于季节性约 0.3 个百分点，其中家庭服务、车辆使用及维修费、旅游价格环比明显高于季节性；非食品中工业品价格环比约为-0.1%，低于季节性约 0.1 个百分

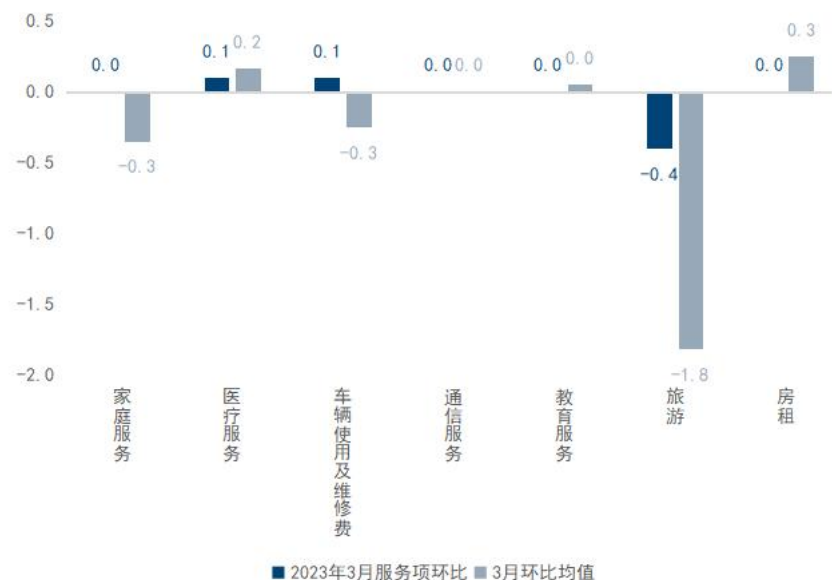
点，其中交通工具价格环比明显低于季节性，但烟草、酒类、服装、家用器具、中药材及中成药、通信工具、交通工具用燃料、居民水电燃料价格环比均高于季节性。

图27: CPI 非食品项环比与历史均值比较



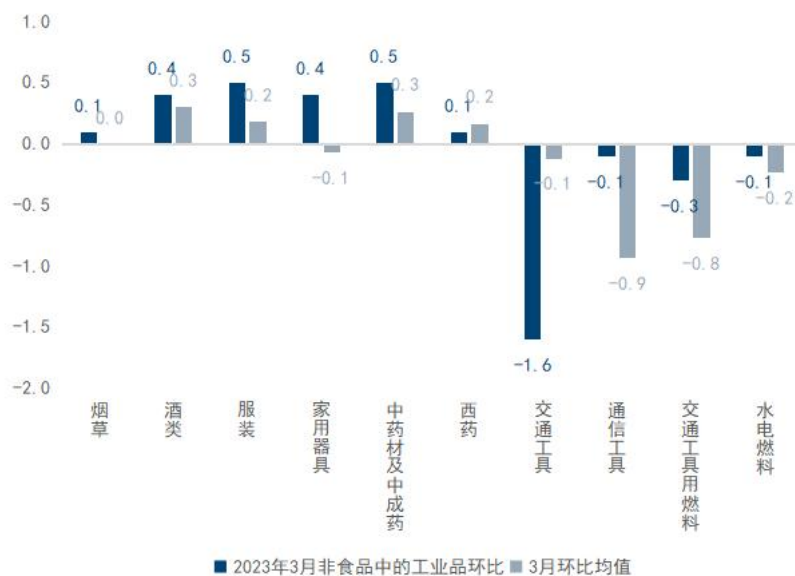
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图28: CPI 非食品服务项环比与历史均值比较



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图29: CPI 非食品工业品项环比与历史均值比较



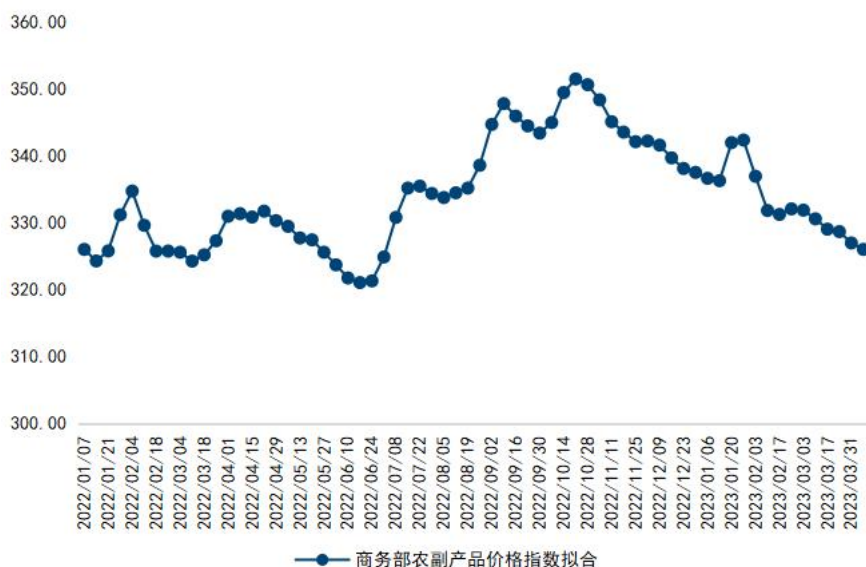
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

截至4月7日,国信拟合的商务部食品高频综合指数4月环比为-1.0%,持平历史平均水平-1.0%,预计2023年4月食品价格环比或持平季节性水平。

非食品方面,截至4月14日,4月国信非食品高频指标环比为-2.0%,低于历史均值-0.3%,但考虑到服务品价格很可能继续超季节性上涨,预计4月整体非食品环比高于季节性水平。

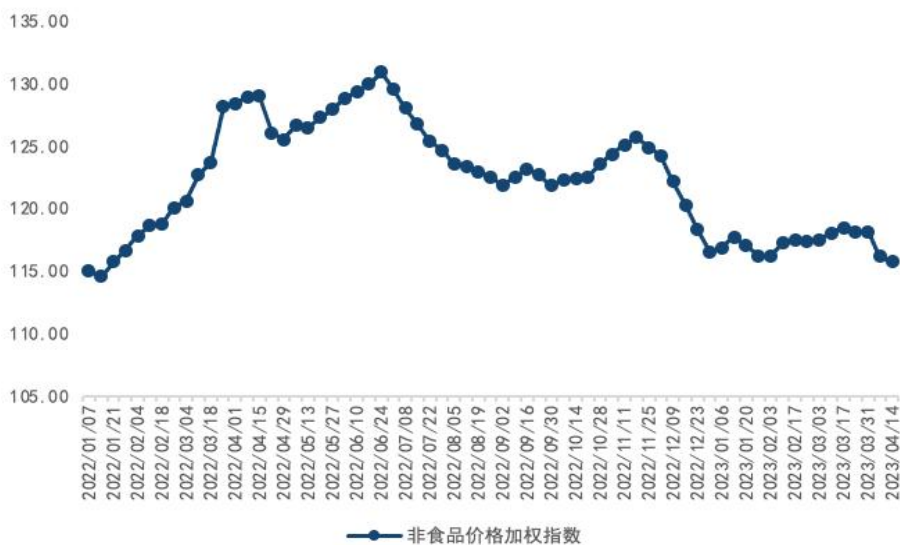
预计2023年4月CPI食品环比约为-0.5%,非食品环比约为0.3%,CPI整体环比约为0.2%,高基数带动下2023年4月CPI同比或继续回落至0.5%。

图 30: 4 月食品价格延续下跌



资料来源: CEIC、WIND、国信证券经济研究所整理

图 31: 非食品高频价格指数走势



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

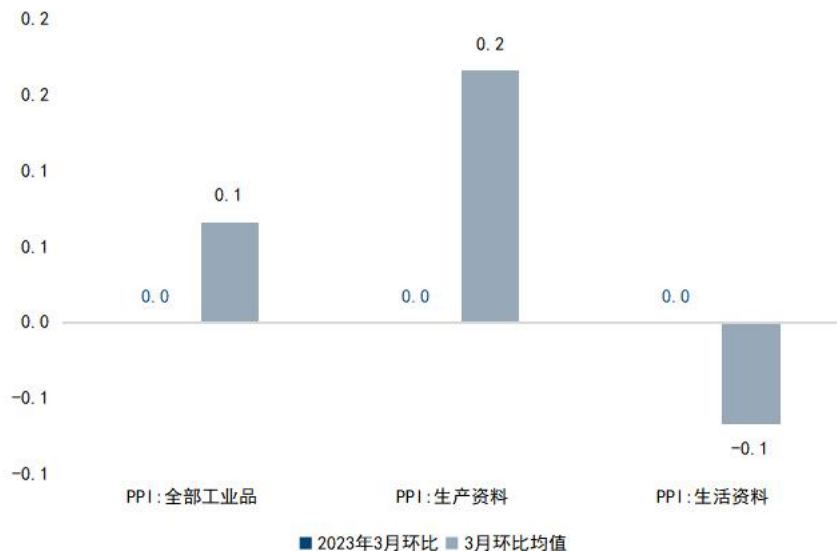
## 2023 年 3 月 PPI 数据分析与未来走势判断

3 月 PPI 同比继续明显回落, 环比持平上月。3 月 PPI 同比为-2.5%, 较上月回落 1.1 个百分点; 环比为零, 持平上月, 3 月环比略低于疫情前三年同期均值。

3 月 PPI 生产资料价格环比低于疫情前三年同期均值, 生活资料价格环比高于疫情前三年同期均值。PPI 生产资料 3 月环比为零, 较上月回落 0.1 个百分点, 低

于历史均值 0.1 个百分点；PPI 生活资料 3 月环比为零，高于上月 0.3 个百分点，高于历史均值 0.1 个百分点。

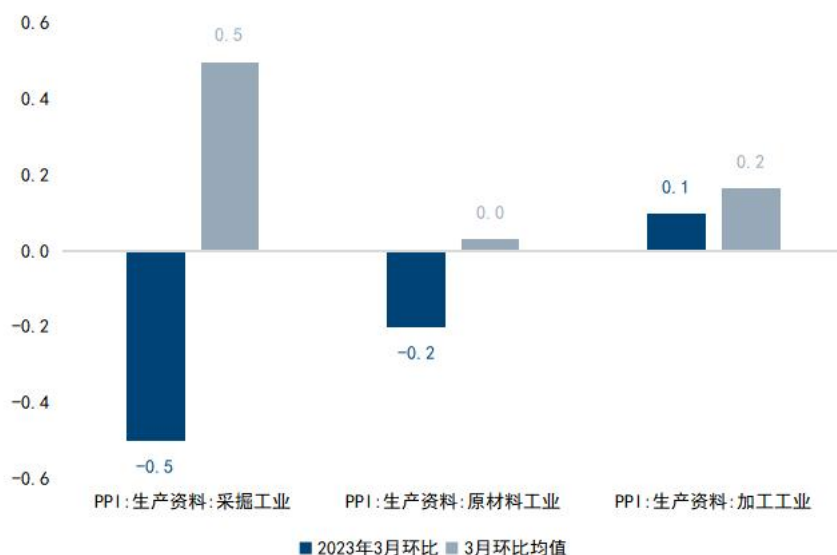
图 32: 2023 年 3 月 PPI 生产资料价格环比低于历史均值，生活资料高于历史均值



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

从生产资料各分项价格环比与疫情前三年同期均值比较来看，3 月采掘工业、加工工业、原材料工业环比均低于历史均值。采掘工业、加工工业、原材料工业生产资料价格环比低于历史均值 1.0、0.2、0.1 个百分点。

图 33: 2023 年 3 月 PPI 生产资料各分项价格环比与历史均值比较

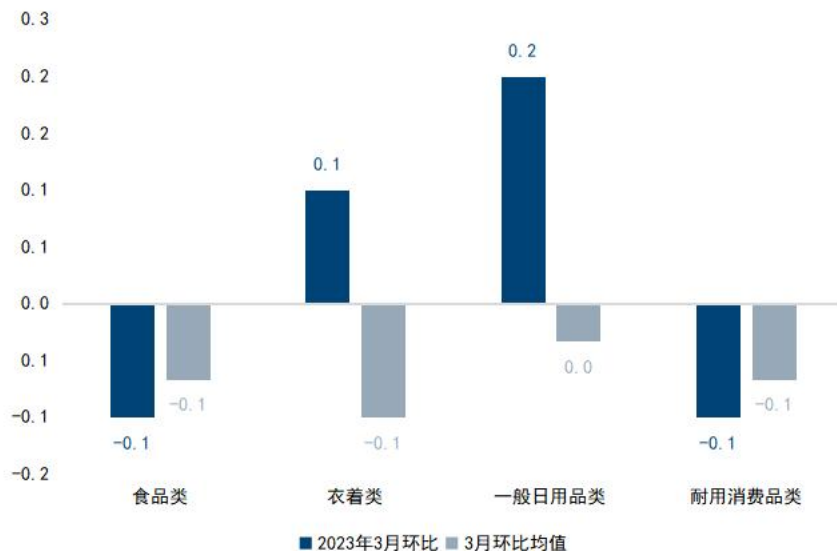


资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

从生活资料各分项价格环比与疫情前三年同期均值比较来看，食品类、耐用消费品类基本持平历史均值，衣着类、一般日用品类高于历史均值。

生活资料各分项中，衣着类、一般日用品类价格环比高于历史均值的幅度为 0.2、0.2 个百分点。

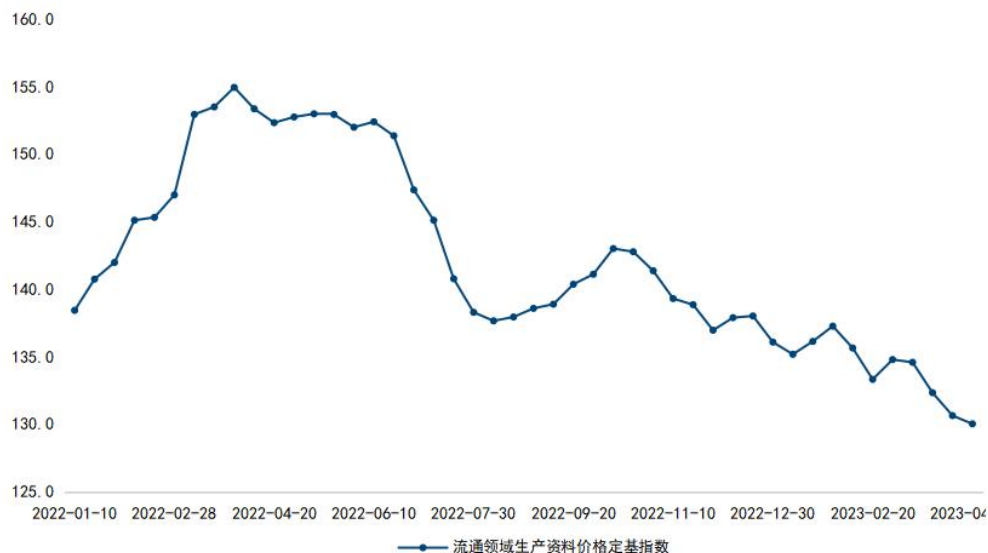
图 34: 2023 年 3 月 PPI 生活资料各分项价格环比与历史均值比较



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

2023 年春节后国内生产供应明显增加，压制了国内生产资料价格。3 月上旬、中旬、下旬国内生产资料价格持续回落；4 月上旬继续下跌，但跌幅有所收窄。预计 2023 年 4 月国内 PPI 环比转负，高基数带动下 PPI 同比继续回落至-3.5%左右。

图 35: 流通领域生产资料价格高频指标走势图



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

## 风险提示

政策刺激力度减弱，经济增速下滑。



## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032