

3月通胀点评

能源价格上行的影响有所显现

3月CPI同比增速低于万得一致预期，PPI同比增速符合万得一致预期；CPI增速受春节长假后消费季节性回落影响，食品和服务价格对CPI同比增速造成明显拖累；PPI同比增速主要受输入性因素影响，同比增速转正；国际能源价格上行对PPI的影响更大，对CPI的影响一定程度上受成品油价格调整机制减小；我们预计年内PPI同比增速有望震荡上行。

- 3月CPI环比下降0.7%，同比增长1.0%，核心CPI同比增长1.1%，服务价格同比增长0.8%，消费品价格同比增长1.3%。
- 3月，食品价格受天气转暖供给增加、节后需求回落等因素影响，环比由上月的上涨转为下降；长假过后消费需求季节性回落较多，加之节后部分服务业供给有所增加，飞机票、交通工具租赁、旅行社收费、宠物服务、车辆修理与保养、家政服务、电影及演出票、在外餐饮八项合计影响CPI环比下降约0.48个百分点。
- 春节因素消退影响食品和服务价格，输入性因素影响工业消费品价格。从3月同比看：食品中，鲜菜、牛肉、羊肉和鲜果合计影响CPI同比上涨约0.24个百分点，猪肉和鸡蛋合计影响CPI同比下降约0.23个百分点；服务价格影响CPI同比上涨约0.36个百分点；工业消费品价格影响CPI同比上涨约0.67个百分点，其中汽油价格影响CPI同比上涨约0.11个百分点，黄金饰品价格涨幅回落10.8个百分点，但仍上涨65.8%。从3月环比看：食品影响CPI环比下降约0.48个百分点，服务影响CPI环比下降约0.51个百分点；调控后汽油价格影响CPI环比上涨约0.31个百分点。考虑到国内有成品油调价机制，预计国际油价波动对我国CPI的影响程度可能有所减弱，但从2026年全年来看，食品价格偏低和内需释放缓慢，可能持续拖累CPI同比增速表现，在不调整油价预期的情况下，我们预计年内CPI同比增速或仍将在0.5%-1.0%区间波动。
- 3月PPI环比增长1.0%，同比增长0.5%，其中生产资料同比增长1.0%，生活资料同比下降1.3%。PPIRM环比增长1.2%，同比增长0.8%。
- 3月主要行业中出厂价格同比增速较高的是，有色金属矿采选业（36.4%），有色金属冶炼及压延加工业（22.4%）和石油和天然气开采业（5.2%），同比增速较2月上升较多的是石油和天然气开采业，石油、煤炭及其他燃料加工业和有色金属矿采选业。
- PPI环比上涨1.0%，为48个月以来最大涨幅。3月PPI价格表现受两方面主要影响，一是受国际原油等价格大幅上涨影响，国内石油相关行业价格快速上行，是PPI环比涨幅扩大的主要原因，二是节后工业企业、建筑项目逐步复工复产，用能用电等需求有所回升。从2026年全年情况看，我们认为PPI继3月同比增速回正之后，年内都将保持同比正增长，并且同比增速震荡上行，四季度同比增速或有望升至2.0%附近。
- **风险提示：**全球通胀二次上行的风险；欧美经济回落速度偏快；国际局势复杂化。

相关研究报告

《策略点评》20260410
 《A股风格月报》20260409
 《市场点评》20260408

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

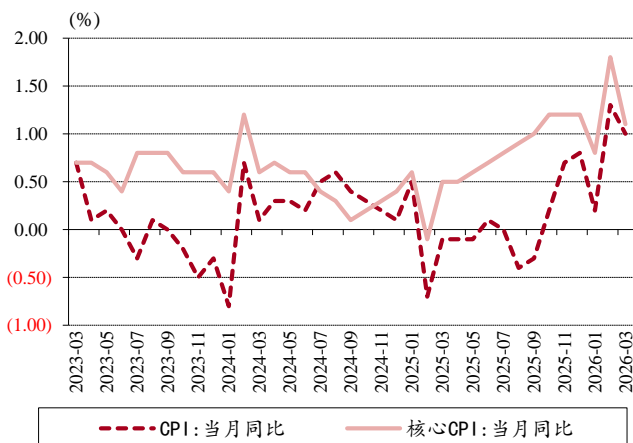
3月CPI同比增速低于万得一致预期，增速较2月下行。3月CPI环比下降0.7%，增速较2月下降1.7个百分点。从分项环比看，3月环比上涨的包括衣着(0.4%)、交通通信(0.4%)、居住(0.1%)、医疗保健(0.1%)，环比增速下降的包括生活用品及服务(-0.1%)、其他用品和服务(-1.4%)、教育文化娱乐(-1.6%)、食品烟酒(-1.8%)；3月分项中较2月环比增速上升的有衣着、居住，环比增速下降的有生活用品及服务、交通通信、食品烟酒、教育文化娱乐、其他用品和服务，医疗保健环比增速持平于2月。3月CPI同比增长1.0%，较2月下降0.3个百分点，核心CPI同比增长1.1%，较2月下降0.7个百分点，服务价格同比增长0.8%，较2月下降0.8个百分点，消费品价格同比增长1.3%，较2月上升0.2个百分点。从分项同比看，3月同比增长的是其他用品和服务(13.5%)、医疗保健(1.9%)、衣着(1.6%)、生活用品及服务(1.5%)、教育文化娱乐(1.1%)、交通通信(0.9%)、食品烟酒(0.4%)，同比下降的仅有居住(-0.2%)，同比增速较2月上升的仅有交通通信，同比增速较2月下降的有衣着、教育文化娱乐、食品烟酒、生活用品及服务、其他用品和服务，居住和医疗保健同比增速较2月持平。

春节后食品价格环比回落。从环比看，3月食品价格由上月环比上涨1.9%转为环比下降2.7%，影响CPI环比下降约0.48个百分点；食品中，受天气转暖供给增加、节后需求回落等因素影响，鲜菜、鲜果、猪肉、鸡蛋和水产品五项合计影响CPI环比下降约0.45个百分点。从同比看，3月食品价格上涨0.3%，涨幅比上月回落1.4个百分点；鲜菜、牛肉、羊肉和鲜果价格涨幅比上月均有回落，合计影响CPI同比上涨约0.24个百分点，猪肉和鸡蛋价格降幅比上月均有扩大，合计影响CPI同比下降约0.23个百分点。

春节后服务价格环比回落。从环比看，3月服务价格由上月上涨1.1%转为下降1.1%，影响CPI环比下降约0.51个百分点；服务中，长假过后消费需求季节性回落较多，加之节后部分服务业供给有所增加，飞机票、交通工具租赁和旅行社收费价格三项合计影响CPI环比下降约0.34个百分点，宠物服务、车辆修理与保养、家政服务、电影及演出票、在外餐饮五项合计影响CPI环比下降约0.14个百分点。从同比看，服务价格上涨0.8%，涨幅比上月回落0.8个百分点，影响CPI同比上涨约0.36个百分点；旅行社收费、宾馆住宿、飞机票和交通工具租赁价格涨幅回落至0.9%-3.3%之间，宠物服务、车辆修理与保养、家政服务、在外餐饮价格涨幅回落至1.2%-1.6%之间。

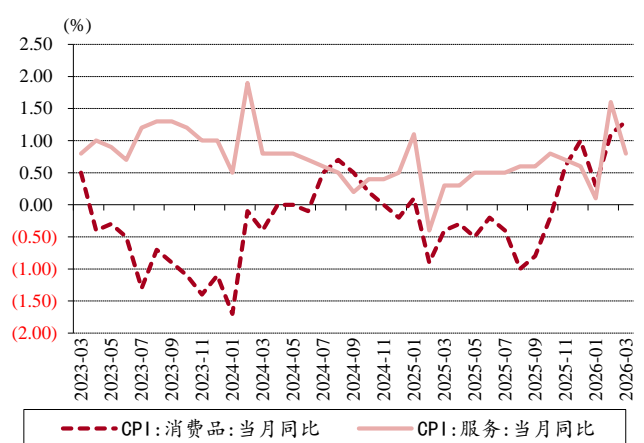
春节因素消退影响食品和服务价格，输入性因素影响工业消费品价格。从3月同比看：食品中，鲜菜、牛肉、羊肉和鲜果合计影响CPI同比上涨约0.24个百分点，猪肉和鸡蛋合计影响CPI同比下降约0.23个百分点；服务价格影响CPI同比上涨约0.36个百分点；工业消费品价格影响CPI同比上涨约0.67个百分点，其中汽油价格影响CPI同比上涨约0.11个百分点，黄金饰品价格涨幅回落10.8个百分点，但仍上涨65.8%。从3月环比看：食品影响CPI环比下降约0.48个百分点，服务影响CPI环比下降约0.51个百分点；调控后汽油价格影响CPI环比上涨约0.31个百分点。考虑到国内有成品油调价机制，预计国际油价波动对我国CPI的影响程度可能有所减弱，但从2026年全年来看，食品价格偏低和内需释放缓慢，可能持续拖累CPI同比增速表现，在不调整油价预期的情况下，我们预计年内CPI同比增速或仍将在0.5%-1.0%区间波动。

图表 1. CPI 和核心 CPI 同比走势



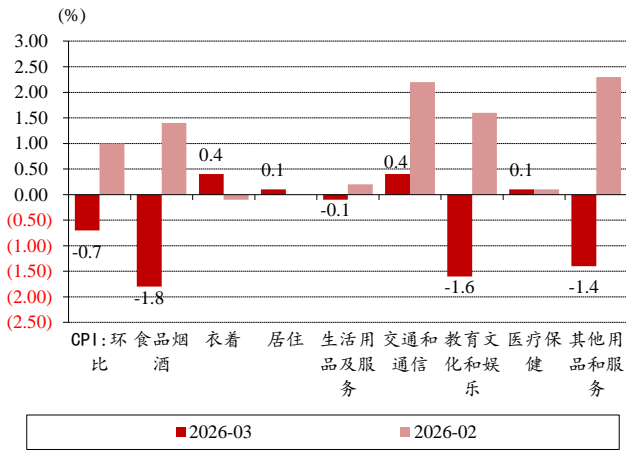
资料来源：万得，中银证券

图表 2. 消费品和服务 CPI 当月同比



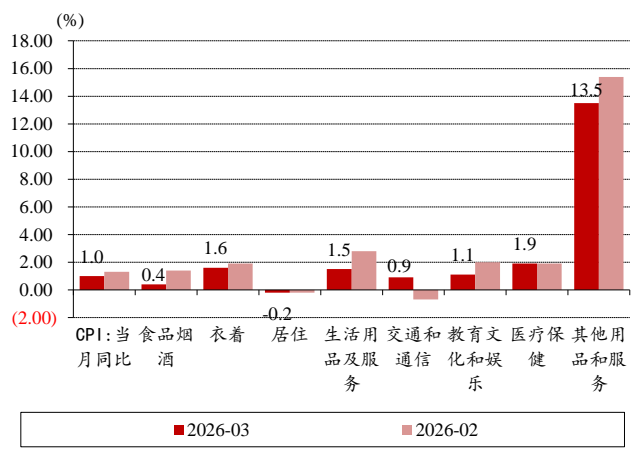
资料来源：万得，中银证券

图表 3. CPI 环比走势



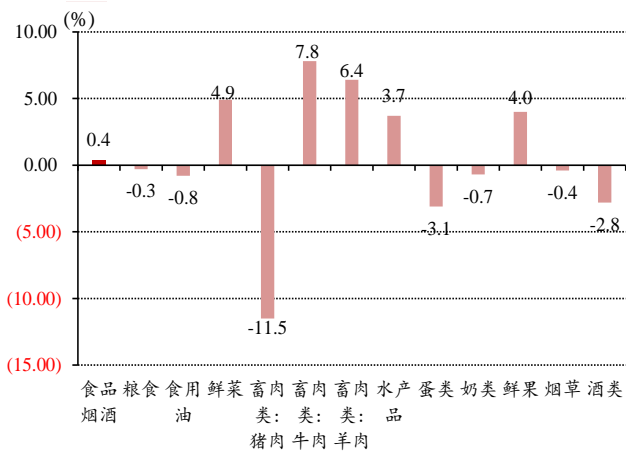
资料来源：万得，中银证券

图表 4. CPI 同比走势



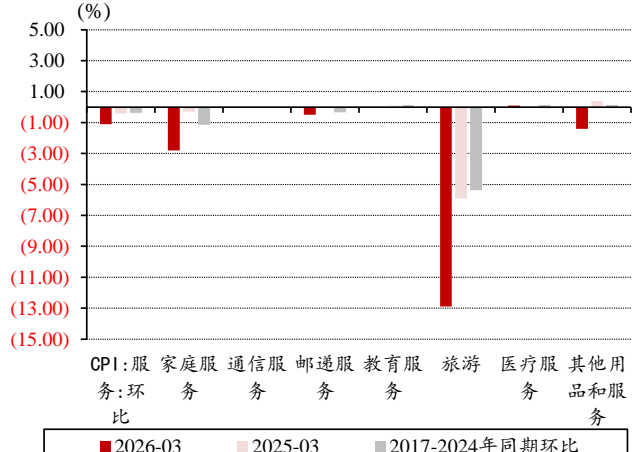
资料来源：万得，中银证券

图表 5. 3月食品烟酒分项下中类同比增速



资料来源：万得，中银证券

图表 6. 3月服务分类价格环比增速



资料来源：万得，中银证券

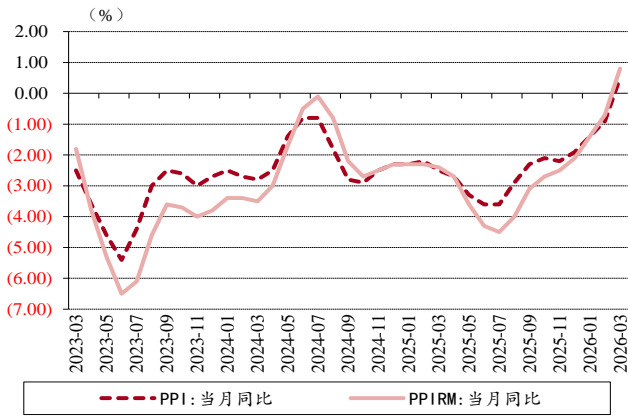
PPI

PPI 环比连续六个月上涨。3月PPI环比增长1.0%，较2月上升0.6个百分点，其中生产资料环比增长1.3%，生活资料环比下降0.1%。3月PPI同比增长0.5%，较2月上升1.4个百分点，其中生产资料同比增长1.0%，较2月上升1.7个百分点，生活资料同比下降1.3%，较2月上升0.3个百分点。3月PIRM环比增长1.2%，同比增长0.8%，较2月上升1.5个百分点；从构成来看，3月同比增速上升的仅有有色金属材料类（22.3%），同比增速下降较多的是建筑材料类（-4.4%），燃料、动力类（-3.8%），木材及纸浆类（-2.9%），农副产品（-2.7%），黑色金属（-2.3%）和化工原料（-2.2%）；所有品类中，同比增速较2月上升较多的是燃料、动力类，化工原料类和纺织原料类，同比增速下降的仅有农副产品类。3月主要行业中出厂价格同比增速较高的是，有色金属矿采选业（36.4%），有色金属冶炼及压延加工业（22.4%）和石油和天然气开采业（5.2%），同比增速较低的是非金属矿物制品业（-4.9%），医药制造业（-4.6%）和石油、煤炭及其他燃料加工业（-4.5%）；同比增速较2月上升较多的是石油和天然气开采业，石油、煤炭及其他燃料加工业和有色金属矿采选业，下降的仅有黑色金属矿采选业，汽车制造业和通用设备制造业。

PPI 同比增速回正。3月PPI同比运行的主要特点：一是国际输入性因素影响国内相关行业价格上涨或降幅收窄。有色金属矿采选业和有色金属冶炼和压延加工业价格涨幅比上月分别扩大6.2个和0.3个百分点；石油和天然气开采业价格同比由降转涨；石油煤炭及其他燃料加工业、化学原料和化学制品制造业价格同比降幅比上月分别收窄7.5个和3.4个百分点。二是国内部分行业供需关系改善，价格有所上行。如光伏设备及元器件制造、锂离子电池制造、光纤制造、外存储设备及部件、电子专用材料制造、生物质燃料加工、废弃资源综合利用业等。

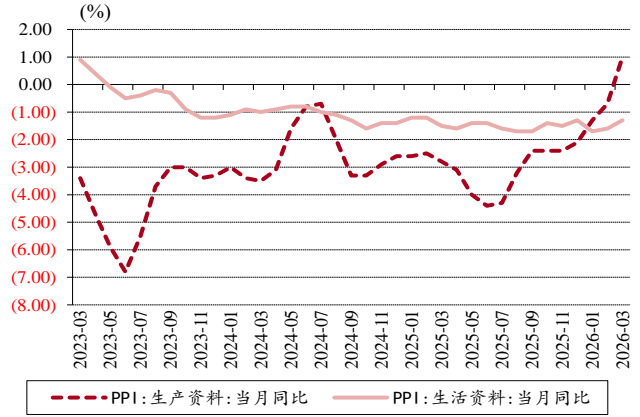
PPI 环比上涨 1.0%，为 48 个月以来最大涨幅。3 月 PPI 价格表现受两方面主要影响，一是受国际原油等价格大幅上涨影响，国内石油相关行业价格快速上行，是 PPI 环比涨幅扩大的主要原因，二是节后工业企业、建筑项目逐步复工复产，用能用钢等需求有所回升。从 2026 年全年情况看，我们认为 PPI 继 3 月同比增速回正之后，年内都将保持同比正增长，并且同比增速震荡上行，四季度同比增速或有望升至 2.0% 附近。

图表 7. PPI 和 PPIRM 当月同比增速



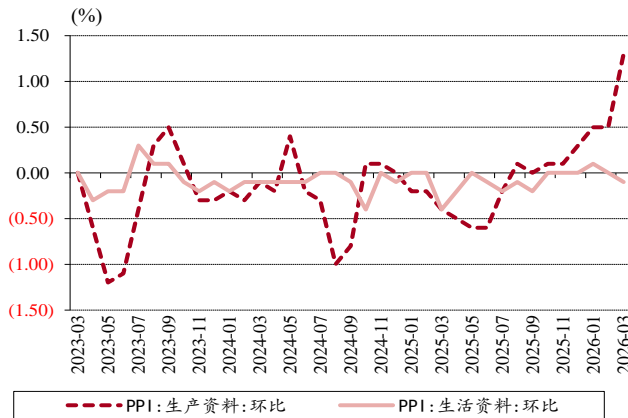
资料来源：万得，中银证券

图表 8. PPI 生产资料和生活资料当月同比走势



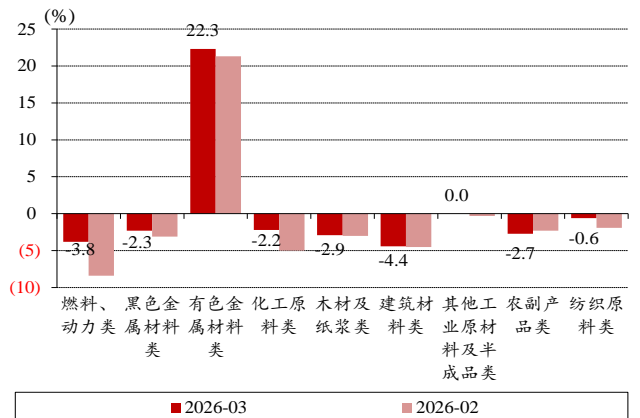
资料来源：万得，中银证券

图表 9. PPI 生产资料和生活资料环比走势



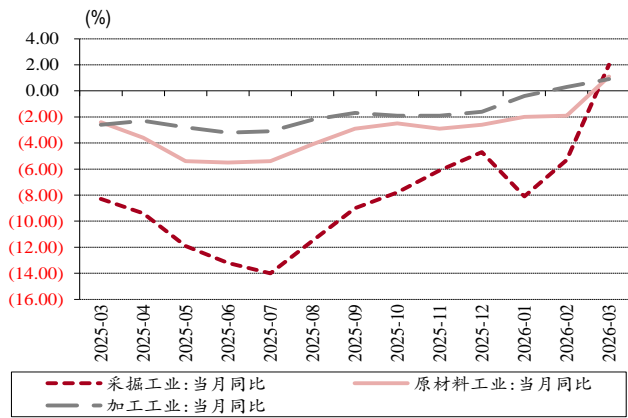
资料来源：万得，中银证券

图表 10. PPIRM 构成当月同比



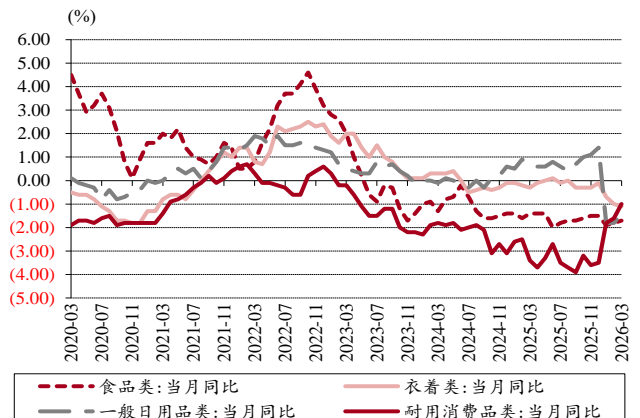
资料来源：万得，中银证券

图表 11. 生产资料价格同比走势



资料来源：万得，中银证券

图表 12. 生活资料价格同比走势



资料来源：万得，中银证券

风险提示：全球通胀二次上行的风险；欧美经济回落速度偏快；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