



经济透视

中国 3 月通胀继续回落

2023 年 4 月 11 日

分析员:姚少华博士

电话: 852-2147 8863

电邮: yaoshao-hua@abci.com.hk

- 中国 3 月份 CPI 同比涨幅由 2 月份的 1.0% 放缓至 0.7%，亦低于市场预期的 1.0%。3 月 CPI 同比出现回落主要因为 2022 年同期较高的基数效应。按月来看，3 月份 CPI 环比下降 0.3%，而 2 月份环比下降 0.5%。3 月剔除波动性较大的食品和能源价格后的核心 CPI 通胀同比上涨 0.7%，环比持平，同比与环比均较 2 月小幅反弹，说明内需略微增强
- 3 月份 PPI 同比下跌 2.5%，与市场预期一致，而 2 月同比下跌 1.4%。3 月 PPI 同比降幅出现扩大主要受 2022 年同期石油、煤炭、钢材等行业对比基数走高影响。按月来看，3 月份 PPI 环比持平，与 2 月份一致
- 整体来看，3 月份的中国的通胀压力温和，为后续货币政策以及财政政策的宽松提供了空间。展望未来，由于消费难于明显攀升，我们预计通胀在 2023 年将维持温和态势，尤其是 PPI 通胀将处于低位。目前中国经济面临的最大的挑战还是总需求偏疲弱，特别是外需在今年将明显回落。我们预计未来数月人民银行仍会采取偏宽松的货币政策来支持增长。人民银行已于 3 月 27 日降低金融机构存款准备金率 0.25 个百分点，我们预期未来数月降息的机会仍存在，特别是与按揭相关的 5 年期 LPR

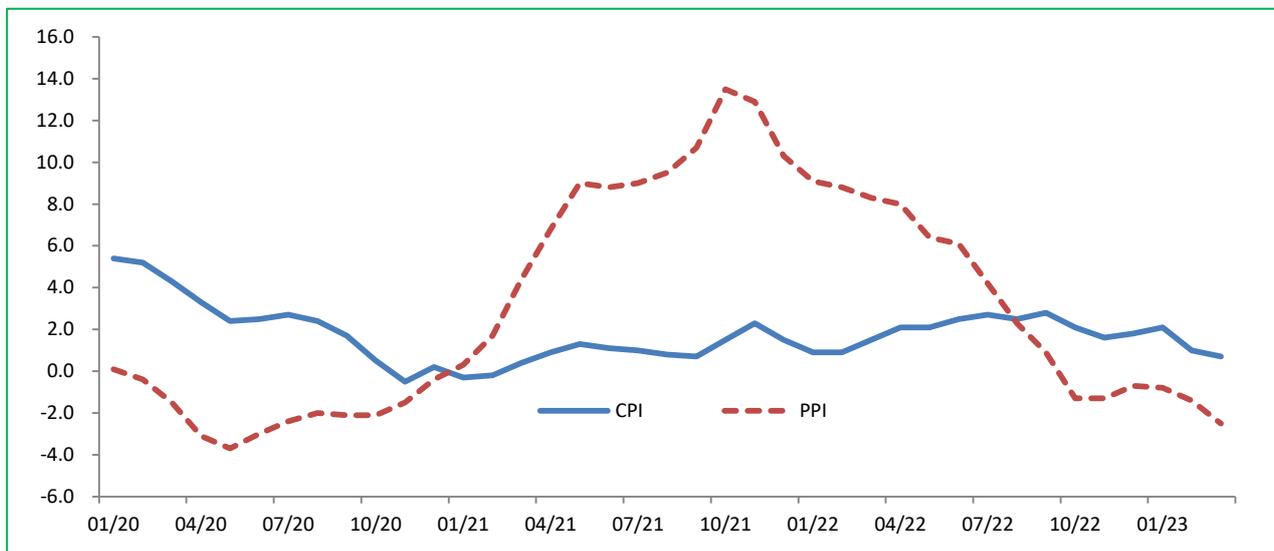
中国 3 月份 CPI 同比涨幅由 2 月份的 1.0%¹ 放缓至 0.7%，亦低于市场预期的 1.0%（图 1）。整体食品价格继 2 月份同比上涨 2.6% 后，3 月份上涨 2.4%，影响 CPI 上涨约 0.43 个百分点。而 3 月非食品价格则由 2 月 0.6% 小幅回落至 0.3%，影响 CPI 上涨约 0.23 个百分点。3 月 CPI 同比出现回落主要因为 2022 年同期较高的基数效应，其表现为 2022 年 3 月的 CPI 由 2 月的 0.9% 上升至 1.5%。从食品分项来看，3 月鲜果价格同比上涨 11.5%，涨幅较 2 月扩大 3.0 个百分点。3 月猪肉价格同比上涨 9.6%，涨幅比 2 月扩大 5.7 个百分点。3 月鲜菜价格同比下跌 11.1%，而 2 月同比下降 3.8%。非食品中，3 月份服务价格同比上涨 0.8%，涨幅比 2 月扩大 0.2 个百分点。受能源和汽车价格下降影响，3 月份汽油和柴油价格同比分别下降 6.6% 和 7.3%，燃油小汽车价格同比下降 4.5%。

按月来看，3 月份 CPI 环比下降 0.3%，而 2 月份环比下降 0.5%。3 月食品价格环比下降 1.4%，降幅比 2 月收窄 0.6 个百分点，影响 CPI 环比下降约 0.27 个百分点。食品分项来看，天气转暖带动鲜菜供给增加，3 月鲜菜价格环比下降 7.2%，降幅比 2 月扩大 2.8 个百分点。3 月份猪肉价格下降 4.2%，但降幅较 2 月份收窄 7.2 个百分点。3 月份粮食、食用油、鲜果、鸡蛋、禽肉类等食品价格较为稳定，环比涨跌幅在 -0.1%—0.4% 之间。非食品价格由 2 月下降 0.2% 转为持平。非食品中，出行需求持续恢复，宾馆住宿和机票价格分别上涨 3.5% 和 2.9%；春装换季上新，服装价格上涨 0.5%；车企降价促销，燃油小汽车价格下降 1.9%。3 月剔除波动性较大的食品和能源价格后的核心 CPI 通胀同比上涨 0.7%，环比持平，同比与环比均较 2 月小幅反弹，说明内需略微增强。

¹除另有指明外，本报告列示的变动比率均为按年变化



图 1：中国 3 月份 CPI 与 PPI (%)



来源: 国家统计局, 农银国际证券

3 月份 PPI 同比下跌 2.5%，与市场预期一致，而 2 月同比下跌 1.4%。3 月 PPI 同比降幅出现扩大主要受 2022 年同期石油、煤炭、钢材等行业对比基数走高影响。3 月份生产资料价格同比下跌 3.4%，降幅较 2 月扩大 1.4 个百分点，影响 PPI 下降约 2.65 个百分点。3 月份 PPI 中的生活资料价格同比上涨 0.9%，涨幅较 2 月回落 0.2 个百分点，影响 PPI 上涨约 0.20 个百分点。主要行业同比来看，3 月份石油、有色金属及相关行业价格下降较多，其中石油和天然气开采业价格同比下降 15.7%，降幅较 2 月份扩大 12.7 个百分点。3 月份石油煤炭及其他燃料加工业价格同比由 2 月上涨 1.7% 转为下降 6.1%。3 月份化学原料和化学制品制造业价格同比下降 7.7%，降幅较 2 月份扩大 1.7 个百分点。3 月份有色金属冶炼和压延加工业价格下降 8.0%，降幅较 2 月扩大 2.7 个百分点。此外，3 月份黑色金属冶炼和压延加工业价格同比下降 11.0%，煤炭开采和洗选业价格同比下降 3.2%。

按月来看，3 月份 PPI 环比持平，与 2 月份一致。此外，3 月份工业生产者购进价格同比下降 1.8%，环比持平，而 2 月份同比下降 0.5%，环比下降 0.2%。

整体来看，3 月份的中国的通胀压力温和，为后续货币政策以及财政政策的宽松提供了空间。此外，3 月份 CPI 同比涨幅高于 PPI 达 3.2 个百分点，较 2 月 2.4 个百分点的剪刀差进一步扩大，显示中下游企业的原材料等成本压力进一步减轻，企业的盈利状况或得到进一步改善。展望未来，由于 2023 年消费增速难于超过 10%，我们预计通胀在 2023 年将维持温和态势，尤其是 PPI 通胀将处于低位。我们预计 2023 年 CPI 与 PPI 全年增长 2.0% 与 0% 不变。目前中国经济面临的最大的挑战还是总需求偏疲弱，特别是外需在今年将明显回落。我们预计未来数月人民银行仍会采取偏宽松的货币政策来支持增长。人民银行已于 3 月 27 日降低金融机构存款准备金率 0.25 个百分点，我们预期未来数月降息的机会仍存在，特别是与按揭相关的 5 年期 LPR。



权益披露

分析员，姚少华，作为本研究报告全部或部分撰写人，谨此证明有关就研究报告中提及的所有公司及/或该公司所发行的证券所做出的观点，均属分析员之个人意见。分析员亦在此证明，就研究报告内所做出的推荐或个人观点，分析员并无直接或间接地收取任何补偿。此外，分析员及分析员之关联人士并没有持有研究报告内所推介股份的任何权益，并且没有担任研究报告内曾提及的上市法团的高级工作人员。

评级的定义

评级	定义
买入	股票投资回报 ≥ 市场回报(约 9%)
持有	负市场回报 (约-9%) ≤ 股票投资回报 < 市场回报(约 9%)
卖出	股票投资回报 < 负市场回报(约-9%)

注：股票收益率=未来 12 个月股票价格预期百分比变化+总股息收益率

市场回报率=自 2006 年以来的平均市场回报率（恒指总回报指数于 2006-22 年间的年复合增长率为 8.4%）

目标价的时间范围：12 个月

股票评级可能与所述框架有所偏离，原因包括但不限于：公司治理、市值、相对于相应基准指数的历史价格波动率、相对于股票市值的平均每日成交量、公司于相应行业的竞争优势等。

免责声明

该报告只为客户使用，并只在适用法律允许的情况下分发。本研究报告并不牵涉具体用户的投资目标，财务状况和特殊要求。该等信息不得被视为购买或出售所述证券的要约或要约邀请。我等并不保证该等信息的全部或部分可靠，准确，完整。该报告不应代替投资人自己的投资判断。文中分析建立于大量的假设基础上，我等并不承诺通知阁下该报告中的任何信息或观点的变动，以及由于使用不同的假设和标准，造成的与其它分析机构的意见相反或不一致。分析员(们)负责报告的准备，为市场信息采集、整合或诠释，或会与交易、销售和其它机构人员接触。农银国际证券有限公司不负责文中信息的更新。农银国际证券有限公司对某一或某些公司内部部门的信息进行控制，阻止内部流动或者进入其它部门及附属机构。负责此研究报告的分析员的薪酬完全由研究部或高层管理者(不包括投资银行)决定。分析员薪酬不取决于投行的收入，但或会与农银国际证券有限公司的整体收入(包括投行和销售部)有关。报告中所述证券未必适合在其它司法管辖区销售或某些投资人。文中所述的投资价格和价值、收益可能会有波动，历史表现不是未来表现的必然指示。外币汇率可能对所述证券的价格、价值或收益产生负面影响。如需投资建议、交易执行或其它咨询，请您联系当地销售代表。农银国际证券有限公司或任何其附属机构、总监、员工和代理，都不为阁下因依赖该等信息所遭受的任何损失而承担责任。进一步的信息可应要求而提供。

版权所有 2023 年农银国际证券有限公司

该材料的任何部分未经农银国际证券有限公司的书面许可不得复印、影印、复制或以任何其他形式分发；

办公地址：香港中环，红棉路 8 号，东昌大厦 13 楼，农银国际证券有限公司

电话：(852) 2868 2183