



## 經濟透視

分析員: 姚少華, PhD

電話: 852-2147 8863

電郵: yaoshaohua@abci.com.hk

## 中國 3 月份 CPI 與 PPI 繼續偏離

農銀國際研究部

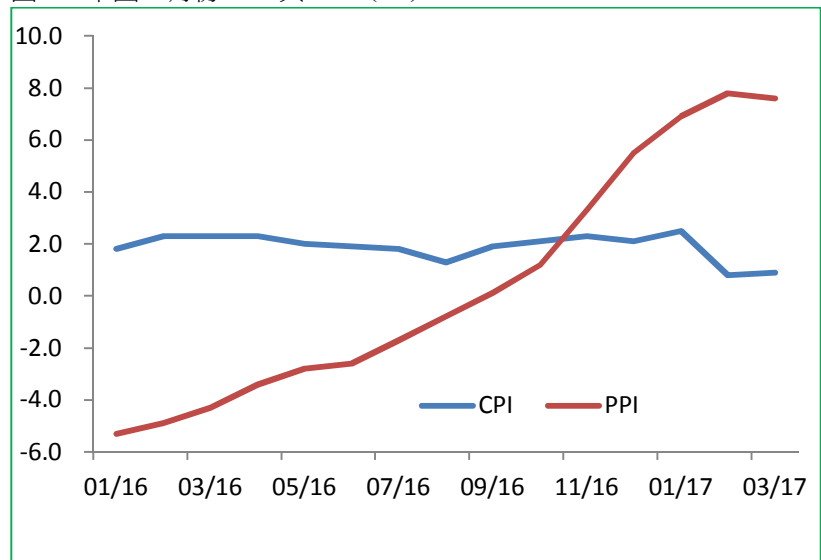
2017 年 4 月 12 日

- 中國 3 月份 CPI 保持溫和水平，按年僅上漲 0.9%，稍高於 2 月份 0.8% 的漲幅。儘管 3 月份 PPI 繼續保持高位，但漲幅由 2 月份的 7.8% 略微放緩至 7.6%。
- 未來數月 CPI 通脹或在食品價格上漲及較低基數效應下有所回升。有見於勞動力成本上升及全球大宗商品價格反彈，我們維持 2017 年消費物價通脹 2.0% 的預測不變。
- 有見於低基數效應逐步減退及大宗商品價格走勢回軟，我們預計未來數月 PPI 通脹或放緩。我們預期 2017 年全年 PPI 通脹或因疲弱的總需求受控在 4.0% 左右。
- 3 月份通脹數據顯示整體通脹壓力仍溫和，通脹料不會為政策制定帶來困擾。未來數月我們預期人民銀行將繼續維持中性偏緊的貨幣政策，以降低整體經濟的負債率水平。

中國 3 月份 CPI 保持溫和水平，按年僅上漲 0.9%<sup>1</sup>，稍高於 2 月份 0.8% 的漲幅（圖 1）。整體食品價格繼 2 月份下跌 4.3% 後，3 月份亦下跌 4.4%，而同期非食品價格則由 2 月份 2.2% 的漲幅略微反彈至 2.3%。按月來看，3 月份 CPI 按月下跌 0.3%，而 2 月份則下跌 0.2%。今年第 1 季消費物價水平較去年同期上漲 1.4%。

3 月份 PPI 繼續保持高位，但漲幅由 2 月份的 7.8% 略微放緩至 7.6%，與 3 月份製造業 PMI 中價格分項指數的回落相一致。按月漲幅來看，3 月份 PPI 繼續放緩，由 2 月份 0.6% 的按月漲幅回落至 0.3%。此外，3 月份 PPI 中的生活資料價格漲幅溫和，按年僅上漲 0.7%，按月則持平，2 月份按年上漲 0.8%，按月上漲 0.1%，顯示 PPI 向 CPI 傳導通脹的壓力不大。

圖 1：中國 3 月份 CPI 與 PPI (%)



來源: 國家統計局, 農銀國際證券

<sup>1</sup>除另有指明外，本報告列示的變動比率均為按年變化



展望未來數月，CPI 通脹或在食品價格上漲及較低基數效應下有所回升。有見於勞動力成本上升及全球大宗商品價格反彈，我們維持 2017 年消費物價通脹 2.0% 的預測不變，與 2016 年 2.0% 的通脹水平相同。儘管 PPI 通脹在第 1 季由於大宗商品及原材料價格回升保持高位，但有見於低基數效應逐步減退及大宗商品價格走勢回軟，我們預計未來數月 PPI 通脹或放緩。國家統計局發佈的流通領域重要生產資料市場價格的高頻數據亦印證了這一趨勢。我們預期 2017 年全年 PPI 通脹或因疲弱的總需求受控在 4.0% 左右。

3 月份通脹數據顯示整體通脹壓力仍溫和，通脹料不會為政策制定帶來困擾。未來數月我們預期人民銀行將繼續維持中性偏緊的貨幣政策，以降低整體經濟的負債率水平。此外，我們重申 2017 年人民銀行將維持基準利率穩定，但有見於通脹壓力較溫和以及外匯占款減少，人民銀行或下調 RRR 兩次，每次 50 個基點。



### 中國經濟數據

	2016												2017		
	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	1月	2月	3月	
實際國民生產總值 (同比%)	---	6.7	---	---	6.7	---	---	6.7	---	---	6.8	---	---	---	
以美元計出口增長 (同比%)	(25.4)	11.5	(1.8)	(4.1)	(4.8)	(4.4)	(2.8)	(10.0)	(7.3)	0.1	(6.1)	7.9	(1.3)	---	
以美元計進口增長 (同比%)	(13.8)	(7.6)	(10.9)	(0.4)	(8.4)	(12.5)	1.5	(1.9)	(1.4)	6.7	3.1	16.7	38.1	---	
貿易餘額 (美元/十億)	32.6	29.9	45.6	50.0	48.1	52.3	52.1	42.0	49.1	44.6	40.8	51.3	(9.1)	---	
零售額 (同比%)	10.2	10.5	10.1	10.0	10.6	10.2	10.6	10.7	10.0	10.8	10.9	9.5	9.5	---	
工業增加值 (同比%)	5.4	6.8	6.0	6.0	6.2	6.0	6.3	6.1	6.1	6.2	6.0	6.3	6.3	---	
製造業 PMI (%)	50.2	50.1	50.1	50.0	49.9	50.4	50.4	50.4	51.2	51.7	51.4	51.3	51.6	51.8	
非製造業 PMI (%)	53.8	53.5	53.1	53.7	53.9	53.5	53.7	53.7	51.2	50.9	51.9	54.6	54.2	55.1	
固定資產投資 (累計同比%)	10.2	10.7	10.5	9.6	9.0	8.1	8.1	8.2	8.3	8.3	8.1	8.9	8.9	---	
消費物價指數 (同比%)	2.3	2.3	2.0	1.9	1.8	1.3	1.9	1.9	2.1	2.3	2.1	2.5	0.8	0.9	
生產者物價指數 (同比%)	(4.3)	(3.4)	(2.8)	(2.6)	(1.7)	(0.8)	0.1	0.1	1.2	3.3	5.5	6.9	7.8	7.6	
廣義貨幣供應量 (同比%)	13.4	12.8	11.8	11.8	10.2	11.4	11.5	11.5	11.6	11.4	11.3	11.3	11.1	---	
新增貸款 (人民幣/十億)	727	1370	556	986	1380	464	949	1220	651	795	1040	2030	1170	---	
總社會融資 (人民幣/十億)	825	2404	751	660	1629	488	1470	1720	896	1740	1630	3740	1150	---	

### 世界經濟/金融數據

股指			大宗商品					債券收益率及主要利率			
收市價	周變化 (%)	市盈率	計價單位/貨幣	價格	周變化 (%)	5日平均交易量	息率 (%)	周變化 (基點)			
美國			能源					美國聯邦基金目標利率			
道瓊斯工業平均指數	20,651.30	(0.02)	19.04	紐約商品交易所輕質低硫原油實物期貨合約	美元/桶	53.54	2.49	616,859	美國基準借貸利率	4.00	0.00
標準普爾 500 指數	2,353.78	(0.07)	21.71	ICE 布倫特原油現金結算期貨合約	美元/桶	56.40	2.10	309,916	美國聯邦儲備銀行貼現窗口借款率	1.50	0.00
納斯達克綜合指數	5,866.77	(0.19)	110.8	紐約商品交易所天然氣期貨合約	美元/百萬英熱單位	3.17	(2.79)	169,052	美國 1 年期國債	0.7558	0.01
MSCI 美國指數	2,242.58	(0.05)	22.17	中國秦皇島環渤海動力煤價格指數 <sup>2</sup>	美元/公噸	61.80	N/A	N/A	美國 5 年期國債	1.8419	(7.77)
歐洲			普通金屬					日本 10 年期國債			
富時 100 指數	7,365.50	0.22	38.87	倫敦金屬交易所鋁期貨合約	美元/公噸	1,905.25	(2.14)	8,067	中國 10 年期國債	3.3260	2.70
德國 DAX30 指數	12,139.35	(0.70)	19.62	倫敦期貨交易所鋁期貨 3 個月轉遞交易合約	美元/公噸	1,921.00	(2.09)	33,526	歐洲央行基準利率 (再融資利率)	0.00	0.00
法國 CAC 40 指數	5,101.86	(0.65)	19.72	COMEX 銅期貨合約	美元/磅	5,739.75	(1.13)	8,715	美國 1 年期銀行同業拆借固定利率	0.9883	(0.17)
西班牙 IBEX 35 指數	10,416.30	(1.07)	19.46	倫敦金屬交易所銅期貨 3 個月轉遞交易合約	美元/公噸	5,767.00	(1.15)	41,120	美國 3 年期銀行同業拆借固定利率	1.1557	(0.19)
意大利 FTSE MIB 指數	20,109.06	(0.94)	N/A	貴金屬					隔夜上海同業拆借利率	2.3885	(10.7)
Stoxx 600 指數	381.18	(0.02)	26.43	COMEX 黃金期貨合約	美元/金衡盎司	1,277.60	1.61	250,351	1 月期上海同業拆借利率	4.0132	(10.48)
MSCI 英國指數	2,145.48	0.21	39.67	COMEX 銀期貨合約	美元/金衡盎司	18.34	1.01	79,416	香港 3 年期銀行同業拆借固定利率	0.9046	(1.71)
MSCI 法國指數	145.32	(0.68)	19.40	紐約商品交易所鈀金期貨合約	美元/金衡盎司	970.10	0.78	15,981	公司債券 (穆迪)		
MSCI 德國指數	152.9	(0.67)	19.77	農產品					Aaa	3.91	(2.00)
MSCI 意大利指數	56.05	(0.92)	N/A	2 號平價黃玉米及其替代品期貨合約	美元/蒲式耳	373.50	1.70	128,961	Baa	4.61	(1.00)
亞洲			農產品					附注:			
日經 225 指數	18,552.61	(0.60)	21.70	小麥期貨合約	美元/蒲式耳	433.00	2.12	87,520	1. 數據源: 彭博, 中國國家統計局, 農銀國際證券 (資料更新於報告發佈日期)		
澳大利亞 S&P/ASX 指數	5,934.00	1.22	20.41	11 號糖期貨合約	美元/蒲式耳	16.76	0.12	68,732	2. 為發熱量 5500 大卡/千克動力煤的價格		
恒生指數	24,174.59	(0.38)	13.47	2 號平價黃豆及其替代品期貨合約	美元/蒲式耳	944.00	0.21	110,792			
恒生中國企業指數	10,165.93	(1.05)	8.56								
滬深 300 指數	3,509.09	(0.25)	16.17								
上證綜合指數	3,274.19	(0.38)	19.03								
深證綜合指數	2,006.87	(1.06)	41.13								
MSCI 中國指數	66.59	(0.75)	14.68								
MSCI 香港指數	13,657.86	(0.38)	14.05								
MSCI 日本指數	895.80	0.36	18.35								

### 外匯

	歐元/美元	英鎊/美元	澳元/美元	美元/日元	美元/瑞郎	美元/人民幣	美元/港幣	美元/人民幣 - 12 個月無本金交割遠期
匯率	1.0616	1.2489	0.7493	109.70	1.0072	6.8956	7.7717	7.1010
周變化 (%)	0.24	0.95	(0.09)	1.27	0.19	0.07	(0.04)	0.01



## 權益披露

分析員，姚少華，作為本研究報告全部或部分撰寫人，謹此證明有關就研究報告中提及的所有公司及/或該公司所發行的證券所做出的觀點，均屬分析員之個人意見。分析員亦在此證明，就研究報告內所做出的推薦或個人觀點，分析員並無直接或間接地收取任何補償。此外，分析員及分析員之關聯人士並沒有持有研究報告內所推介股份的任何權益，並且沒有擔任研究報告內曾提及的上市法團的高級工作人員。

### 評級的定義

評級	定義
買入	股票投資回報 $\geq$ 市場回報
持有	市場回報 - 6% $\leq$ 股票投資回報 $<$ 市場回報
賣出	股票投資回報 $<$ 市場回報 - 6%

股票投資回報是未來 12 個月預期的股價百分比變化加上股息收益率

### 股價風險的定義

評級	定義
很高	$2.6 \leq 180$ 天波動率/180 天基準指數波動率
高	$1.5 \leq 180$ 天波動率/180 天基準指數波動率 $< 2.6$
中等	$1.0 \leq 180$ 天波動率/180 天基準指數波動率 $< 1.5$
低	$180$ 天波動率/180 天基準指數波動率 $< 1.0$

我們用股票價格波動率相對基準指數波動率來衡量股票價格風險；基準指數指恒生指數波動率是由每日價格和歷史日價格變化對數的標準偏差計算所得。180 天的價格波動率等於最近的 180 個交易日收盤價的相對價格變化的年化標準偏差。

### 免責聲明

該報告只為客戶使用，並只在適用法律允許的情況下分發。本研究報告並不牽涉具體用戶的投資目標，財務狀況和特殊要求。該等信息不得被視為購買或出售所述證券的要約或要約邀請。我等並不保證該等信息的全部或部分可靠，準確，完整。該報告不應代替投資人自己的投資判斷。文中分析建立在大量的假設基礎上，我等並不承諾通知閣下該報告中的任何信息或觀點的變動，以及由於使用不同的假設和標準，造成的與其它分析機構的意見相反或不一致。分析員(們)負責報告的準備，為市場信息採集、整合或詮釋，或會與交易、銷售和其它機構人員接觸。農銀國際證券有限公司不負責文中信息的更新。農銀國際證券有限公司對某一或某些公司內部部門的信息進行控制，阻止內部流動或者進入其它部門及附屬機構。負責此研究報告的分析員的薪酬完全由研究部或高層管理者(不包括投資銀行)決定。分析員薪酬不取決於投行的收入，但或會與農銀國際證券有限公司的整體收入(包括投行和銷售部)有關。報告中所述證券未必適合在其它司法管轄區銷售或某些投資人。文中所述的投資價格和價值、收益可能會有波動，歷史表現不是未來表現的必然指示。外幣匯率可能對所述證券的價格、價值或收益產生負面影響。如需投資建議、交易執行或其它諮詢，請您聯繫當地銷售代表。農銀國際證券有限公司或任何其他附屬機構、總監、員工和代理，都不為閣下因依賴該等信息所遭受的任何損失而承擔責任。進一步的信息可應要求而提供。

版權所有 2017 年農銀國際證券有限公司

該材料的任何部分未經農銀國際證券有限公司的書面許可不得複印、影印、複製或以任何其他形式分發；

辦公地址：香港中環，紅棉路 8 號，東昌大廈 13 樓，農銀國際證券有限公司  
電話：(852) 2868 2183