

非能源通胀企稳

3 月通胀数据点评

相关研究报告

《美债与美国自然利率》20230402
 《加息尾声的美元反弹》20230521
 《关注货币活性下降》20230813
 《美债利率上行遇阻》20231029
 《如何看待美债利率回落》20231105
 《中债收益率曲线已较为平坦》20231112
 《如何看待美债长期利率触顶》20231122
 《联储表态温和、降息预期高涨》20231214
 《“平坦化”存款降息》20231217
 《长期利率或将度过快速下行阶段》20231231
 《房贷利率仍是长期利率焦点》20240225
 《利率债与房地产的均衡分析》20240331
 《新旧动能与利率定价》20240407
 《美联储能否实现“软着陆”？》20240602
 《当前影响利率的财政因素》20240630
 《中性利率成为关键》20240922
 《如何看中美元债对降息的反应》20240929
 《美国经济看点：AI 浪潮与家庭债务》20241103
 《特朗普交易：预期与预期之外》20241124
 《提前开始关税叫价？》20241207
 《低通胀惯性仍是主要矛盾》20250105
 《如何看待美国通胀形势》20250119
 《DeepSeek, DOGE, 贸易摩擦》20250209
 《美国的赤字、储蓄率与利率》20250216
 《AI、黄金与美债》20250302
 《“以股看债”或成重要思路》20250309
 《中、美央行面临选择》20250316
 《美联储如期放缓“缩减”》20250321
 《美国经济：失速还是滞胀？》20250330

中银国际证券股份有限公司
 具备证券投资咨询业务资格

固定收益

证券分析师：张鹏

peng.zhang_bj@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300520090001

证券分析师：肖成哲

(8610) 66229354

chengzhe.xiao@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300520060005

上游价格呈现企稳态势，反映内需改善。政策利率降息可能取决于贸易摩擦对居民储蓄倾向的冲击效应。

- 在 2025 年 3 月的通胀数据中，核心及食品 CPI 同比变化率均较前月改善。3 月能源价格通胀受贸易摩擦不确定性影响，预计在 4 月将继续面临压力。
- 上游价格呈企稳态势，反映内需改善。在贸易摩擦背景下，稳定的内需使我国在对外博弈中更有定力。
- 通胀温和赋予货币政策较大的自由度，但政策利率降息仍在一定程度上受制于银行净息差偏低。后续能否降息或主要取决于贸易摩擦对于居民储蓄倾向的冲击效应，若储蓄倾向能带动银行负债成本下降，政策利率降息的逻辑较为顺畅。
- 风险提示：国内外实体经济出现超预期变化；国内政策超预期收紧；国际地缘政治紧张局势升级等。

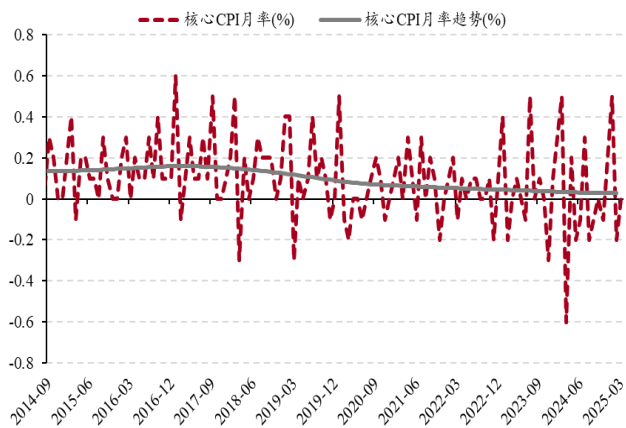
事件：

国家统计局 2025 年 4 月 10 日发布 2025 年 3 月通胀数据。3 月，全国居民消费价格指数 CPI 同比降 0.1%，其中，食品价格降 1.4%，非食品价格涨 0.2%；消费品价格降 0.4%，服务价格涨 0.3%。CPI 环比降 0.4%，其中，食品价格降 1.4%，非食品价格降 0.2%；消费品价格降 0.4%，服务价格降 0.4%。3 月，全国工业生产者出厂价格（PPI）同比降 2.5%，环比降 0.4%。工业生产者购进价格同比降 2.4%，环比降 0.2%。

点评：

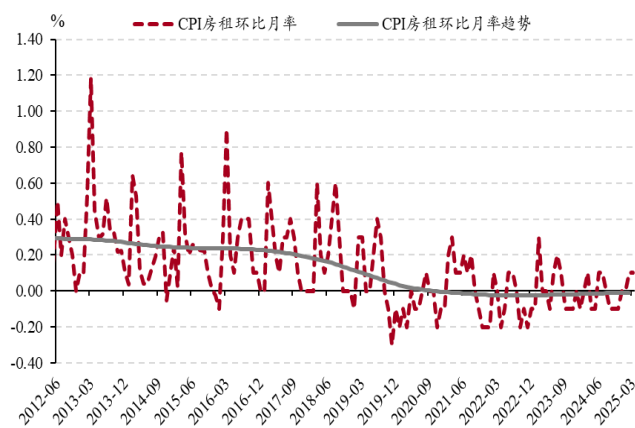
2025 年 3 月的通胀数据中，核心及食品 CPI 同比变化率均较前月改善。核心 CPI 环比持平，同比涨 0.5%，月率趋势继续企稳。其中，房租类 CPI 环比涨 0.1%，同比降幅收窄至 0.1%。在楼市“止跌回稳”的过程中，城镇住房供求更加均衡。3 月份，万得追踪的 30 大中城市商品房成交面积平均约 29.1 万平米/天，高于 2024 年 3 月的 30 城商品房成交面积日平均水平（约 28.4 万平米/天）。

图表 1. 核心 CPI 趋势企稳



资料来源：iFinD，中银证券。注：趋势项使用 HP 滤波方法得到。

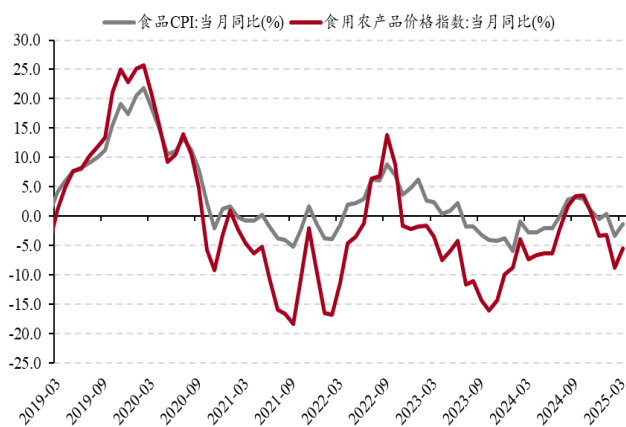
图表 2. 房租类 CPI 趋势稳定



资料来源：万得，中银证券。注：趋势项使用 HP 滤波方法得到。

节后食品 CPI 环比下降、但同比降幅收敛。今年春节假期延续至 2 月，春节效应对 2 月食品价格仍有影响，3 月食品类 CPI 虽然环比继续下降 1.4%，但同比降幅也收窄至 1.4%。

图表 3. 食品类 CPI 与食用农产品价格



资料来源：万得，中银证券

图表 4. 柴油价格与布伦特现价



资料来源：iFinD，中银证券

3月能源价格通胀受贸易摩擦不确定性影响，预计在4月将继续面临压力。尽管受美国重启对伊朗石油制裁等因素影响，3月OPEC+原油产量意外下滑，但由于贸易摩擦的不确定性，3月国际油价整体仍较2月有所下降，带动国内油价走低。进入4月后，贸易摩擦风险进一步显现，叠加OPEC+同意在5月加速增产，4月能源通胀预计将继续面临压力。

上游价格呈企稳态势，反映内需改善。由于供给充足，食用农产品价格指数从去年4季度开始整体处于下行趋势，生产资料价格指数也自去年6月开始进入下行趋势，但二者今年3月底均出现企稳迹象，反映内需在前期政策促进下已有改善。在贸易摩擦背景下，稳定的内需使我国在对外博弈中更有定力。我国对美国关税反制，或影响农产品等进口产品价格，但近年来我国农产品进口来源有更加多元化的趋势。截至4月9日南华期货农产品指数仍低于去年同期水平。

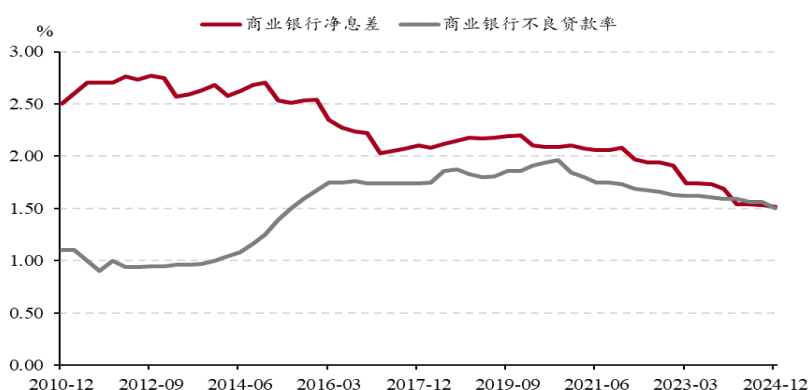
图表 5. 生产资料和食用农产品价格



资料来源：iFinD，中银证券

通胀温和赋予我国货币政策较大的自由度，但政策利率降息仍在一定程度上受制于银行净息差偏低。截至去年4季度，我国商业银行平均净息差与平均不良贷款率基本一致，即银行投放信贷的净息差收益恰好覆盖预期的不良贷款率。后续能否降息或主要取决于贸易摩擦对居民储蓄倾向的冲击效应，如果储蓄倾向能带动银行负债成本下降，政策利率降息的逻辑较为顺畅。

图表 6. 商业银行净息差与不良贷款率



资料来源：iFinD，中银证券

风险提示：国内外实体经济出现超预期变化；国内政策超预期收紧；国际地缘政治紧张局势升级等。

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刊载或转发的，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