



消费和关税的“正、负反馈”

2025 年 04 月 12 日



分析师：陶川

执业证号：S0100524060005

邮箱：taochuan@mszq.com

分析师：张云杰

执业证号：S0100525020002

邮箱：zhangyunjie@mszq.com

➤ **事件：**4 月 10 日，国家统计局公布 3 月通胀数据，CPI 同比-0.1%、前值-0.7%、预期-0.1%；PPI 同比-2.5%、前值-2.2%、预期-2.2%。

➤ **CPI 好转是对政策成效和预期改善的“正反馈”，但在整体价格水平仍较低迷、工业品价格进一步下挫的现实背景下，稳经济的政策接续依然关键。**3 月 CPI 同比回升，一方面源自“两新”加力扩围的支持，另一方面或来自股市回暖下的预期改善，这都反映了前期政策的积极成效。考虑到外部关税的“超预期”、出口行业价格已出现下行压力，在一系列“稳市场”举措出台后，做好“稳经济”的接续同样重要。

➤ **随着“春节错位”和天气影响消退，食品和服务价格回暖，带动 CPI 同比改善。**我们在上月报告《CPI “转负”，这次有何不同？》中提到，“春节错位”和去年的低温、冻雨等极端天气对 2 月 CPI 同比读数造成了额外拖累。今年 3 月，随着错位影响消退和天气转暖，CPI 同比降幅收窄至-0.1%，其中主要是食品和服务价格回暖较多，当月同比分别较上月回升 0.2、0.3 个百分点。

➤ **核心 CPI 同比“转正”，表明消费需求边际修复。**

一是“以旧换新”扩围下，家用器具价格环比涨幅创新高。消费品以旧换新政策支持下，家用器具品类补贴范围明显扩大，家电产品由 8 大类扩围至 12 大类，家装补贴适用老化改造、加大补贴力度。受益于政策带动，3 月家用器具价格环比上涨 2.8%，为有数据统计以来新高。

二是交通工具使用维修、旅游等服务价格边际明显改善。交通工具使用维修包括交通工具的租用，可部分反映出行需求；3 月，该项价格同比边际回升 2.3 个百分点至 0.3%。相互印证的是，旅游价格亦大幅改善，同比降幅收窄 8.7 个百分点至-0.9%。

➤ **但需要注意的是，当前已出台“促消费”政策更多聚焦于供给端，“稳物价”或需要政策在“增收”方面有更多作为。**从 2024 年 7 月政策开始加大力度支持“以旧换新”的过往经验来看，补贴类政策带动“涨价”的持续性有待观察；以政策重点支持的汽车为例，2024 年 8 月起交通工具价格环比连续回升、年末创历史同期新高，但自今年初以来，价格再度呈现走弱迹象。目前消费复苏瓶颈，仍更多在于收入端。

➤ **PPI 方面，关注关税冲击下出口行业的价格下行压力。**3 月，PPI 同比降幅扩大至 2.5%，主要是新涨价因素拖累较大。究其原因：

一方面源自国际大宗商品的输入性影响，3 月国际原油价格下行导致国内相关产业链价格承压，石油天然气开采、石油煤炭加工跌幅在各行中居前。

另一方面部分出口行业价格的“负反馈”已经开始，和我们在报告《关税下出口：已知压力和未知风险》中所提示的一致。具体来看，计算机通信、铁路船舶航空、汽车价格同比分别较上月下滑 0.6、0.4、0.3 个百分点。

➤ **风险提示：**未来政策不及预期；国内经济形势变化超预期；出口变动超预期；美国关税政策超预期。

相关研究

1. 经济动态跟踪：增量政策的愿望清单-2025/04/10

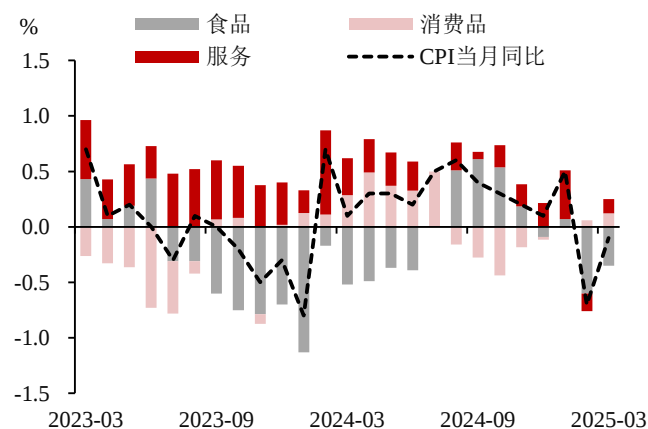
2. 经济动态跟踪：政策前奏：三条主线-2025/04/06

3. 美国政策前瞻：关税疑云：交易逻辑与终局-2025/04/06

4. 经济动态跟踪：关税风暴：政策对冲的经济账-2025/04/05

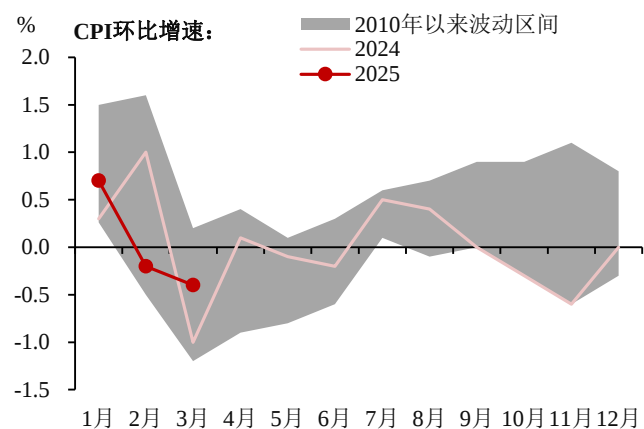
5. 经济动态跟踪：以史为鉴：重大关税冲击下的市场演绎-2025/04/02

图1：3月，CPI当月同比边际回升



资料来源：iFind，民生证券研究院

图2：3月CPI环比处于历史均值水平



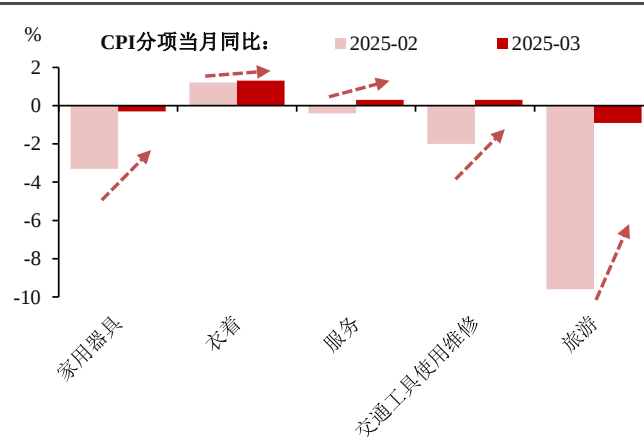
资料来源：iFind，民生证券研究院

图3：3月，食品和服务项同比边际回升较多

单位：%	2025-03	2025-02	2025-01
CPI当月同比	-0.1	-0.7	0.5
CPI食品	-1.4	-3.3	0.4
畜肉	-0.1	-1.8	2.5
猪肉	6.7	4.1	13.8
鲜菜	-6.8	-12.6	2.4
鲜果	0.9	-1.8	0.6
CPI消费品			
烟酒	5.4	0.6	1.0
衣着	1.3	1.2	1.1
交通工具	-4.0	-4.4	-4.1
通信工具	1.4	1.3	0.6
CPI服务	0.3	-0.4	1.1
核心CPI	0.50	-0.1	0.6

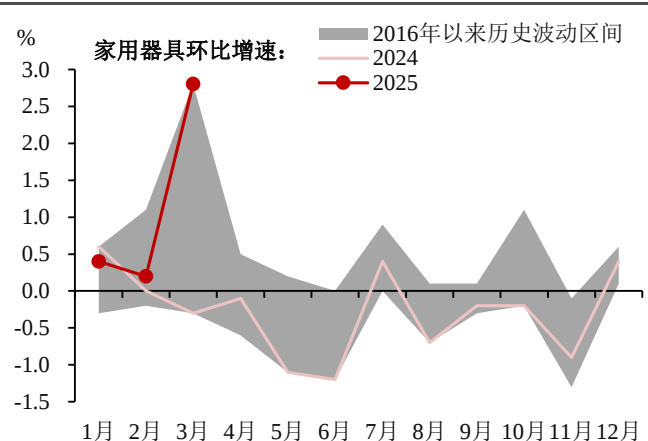
资料来源：iFind，民生证券研究院

图4：3月，部分消费品类价格改善幅度较大



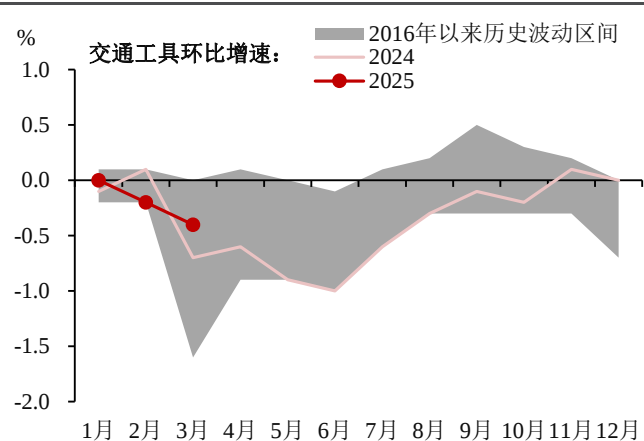
资料来源：iFind，民生证券研究院

图5：3月，家用器具价格环比创新高



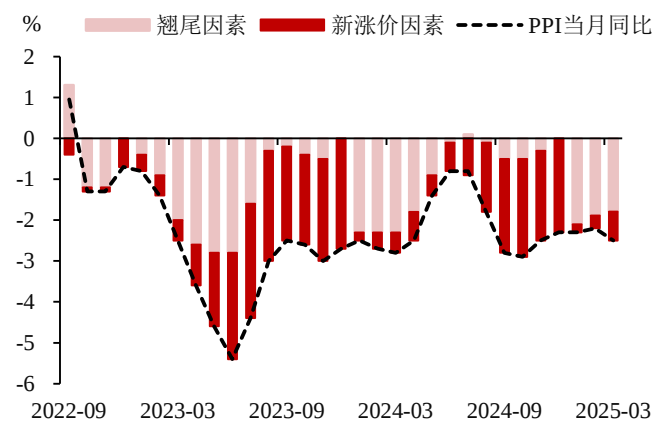
资料来源：iFind，民生证券研究院

图6：年初以来，交通工具价格有所转弱



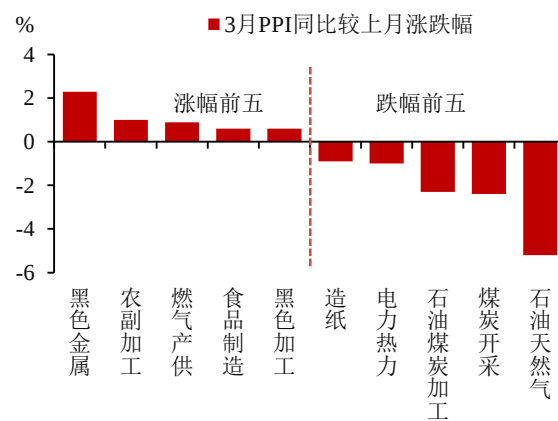
资料来源：iFind，民生证券研究院

图7：3月，PPI同比降幅有所扩大



资料来源：iFind，民生证券研究院

图8：3月，PPI分行业同比涨跌幅



资料来源：iFind，民生证券研究院

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的客户及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048