

应对新一轮关税冲击，逆周期政策组合拳正当时

——2025 年 3 月通胀数据点评

宏观点评

3 月份，CPI 以及核心 CPI 整体表现均较为平稳，单月波动更多受前期春节月价格扰动影响。其中，部分商品和服务价格表现较好。家用电器及通信工具价格，累计同比增速分别较上月提升 1 和 0.2 个百分点。这可能主要受“以旧换新”政策支持的影响；其他如衣着、酒类、教育文化和娱乐以及其他用品和服务价格累计同比增速较上月提升 0.1 个百分点。能源价格下行则成为 CPI 的主要拖累项。不过 PPI 受油价及季节性因素拖累表现偏弱。

通胀整体偏弱叠加 4 月我们将迎来一轮关税冲击，我国物价未来面临较大的下行压力。因此，需要尽快出台相应逆周期调节政策，做好对冲，实现我国国民经济平稳向好运行。

● 风险提示：对等关税演化存在较大不确定性；全球贸易下滑；全球资本市场波动加大。

邢曙光（分析师）

xingshuguang@cctgsc.com.cn

登记编号：S0280520050003

钟 山（研究助理）

zhongshan01@cctgsc.com.cn

登记编号：S0280123070001

窦 凯（研究助理）

doukai@cctgsc.com.cn

登记编号：S0280124090001

相关报告

《美国经济滞胀风险有多大》2025-03-27

《积极有为，乘风破浪》2024-12-30



目 录

1、CPI 整体维持平稳，单月波动更多受前期春节月价格扰动影响，油价下行是主要拖累	3
2、核心 CPI 累计同比较上月持平，部分商品及服务价格增速上行	4
3、受油价以及季节性因素拖累，PPI 增速回落	5
4、全球关税博弈下，我国或面临较大通缩压力	7

图表目录

图 1：3 月，CPI 同比增速上升，环比增速下降	3
图 2：3 月，食品通胀同比增速上行，能源通胀下行	3
图 3：3 月，能源 CPI 当月同比及累计同比增速均下行	4
图 4：1 月以来，原油价格大幅回落	4
图 5：3 月，核心 CPI 同比增速上升，环比增速下降	4
图 6：3 月，部分商品和服务价格累计同比增速上行	4
图 7：3 月份，PPI 当月同降幅扩大	5
图 8：3 月多数行业 PPI 环比增速下滑	5
图 9：2 月以来，GDPNow 模型持续下调一季度美国增长	6
图 10：2 月以来，Staff Nowcast 模型持续下调一季度美国增长	6
图 11：3 月，全国主要电厂煤炭日耗量季节性回落	6
图 12：开年以来，主要港口煤炭库存较往年偏高	6
图 13：4 月 2 日前，美国对中国平均关税为 42.1%	7
图 14：4 月 2 日前，美国已对所有中国产品征收关税	8
图 15：中国出口美国商品前十大品类	8
图 16：中国从美国进口商品前十大品类	8

3 月份，CPI 以及核心 CPI 整体表现均较为平稳，部分品类受政策支撑表现较强。不过 PPI 受油价及季节性因素拖累表现偏弱。通胀整体偏弱叠加 4 月我们将迎来一轮关税冲击，我国物价未来面临较大的下行压力。因此，需要尽快出台相应逆周期调节政策，做好对冲，实现我国国民经济平稳向好运行。

1、CPI 整体维持平稳，单月波动更多受前期春节月价格扰动影响，油价下行是主要拖累

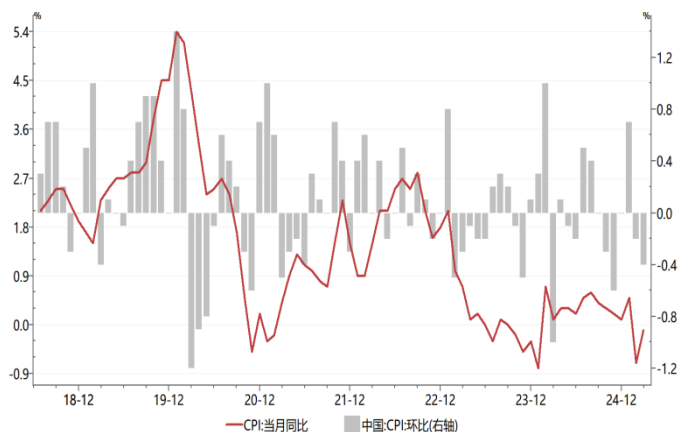
3 月份，CPI 同比下滑 0.1%，降幅较前值收窄 0.6 个百分点，基本符合市场预期；CPI 环比下滑 0.4%，降幅小于近十年同期平均 0.2% 的水平。剔除春节月的扰动，CPI 累计同比下滑 0.1%，降幅与上月持平。整体看，3 月份，通胀水平整体维持平稳运行。

从细分项看，食品 CPI 同比下滑 1.4%，降幅较上月收窄 1.9 个百分点。其中，牛肉、鲜菜、鸡蛋和水产品价格分别下降 10.8%、6.8%、1.6% 和 0.2%，降幅均有收窄；鲜果价格由上月下降 1.8% 转为上涨 0.9%；猪肉价格上涨 6.7%，涨幅有所扩大。不过从弱剔除春节月扰动，食品 CPI 累计同比下滑 1.5%，降幅与上月持平。

非食品价格也有类似的特点，3 月份同比增长 0.2%，较上月提升 0.3 个百分点。不过从累计同比增速看，3 月份增速为 0.2%，较上月持平。

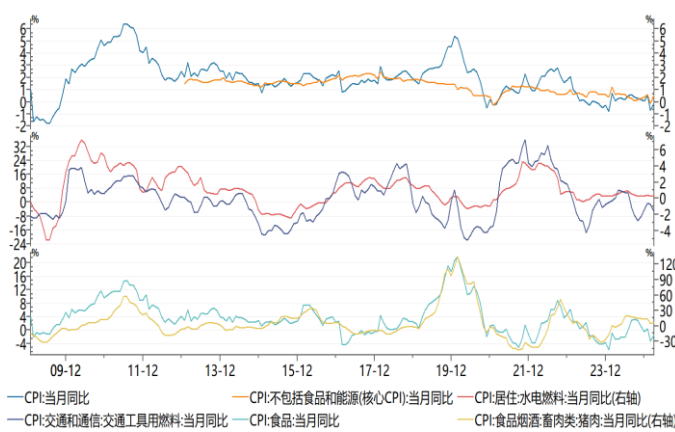
能源价格下行则成为 CPI 的主要拖累项。3 月份，交通工具燃料价格同比回落 5.7%，增速较上月下行 4.5 个百分点。同时，累计同比增速为 2.5%，增速较上月下行 1.6 个百分点。受市场担忧美国经济进入衰退的影响，国际原油价格自 1 月以来便开始回落，由最高约 80 美元/桶，3 月份最低跌至 70 美元/桶附近。近期，受特朗普全球对等关税政策的负面影响，原油价格进一步回落，最低跌至 70 美元/桶附近。

图1：3 月，CPI 同比增速上升，环比增速下降



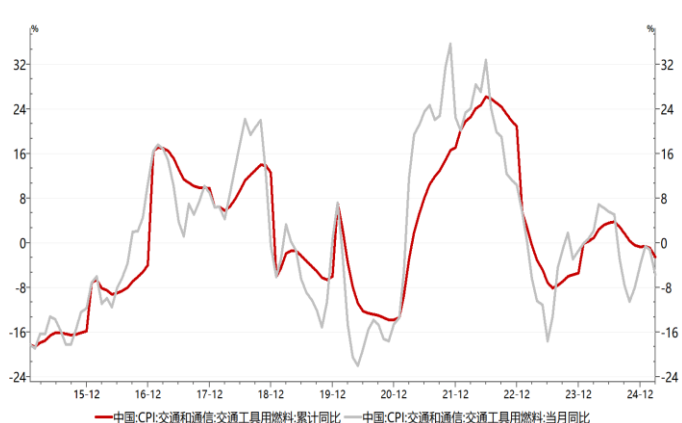
资料来源：Wind，诚通证券研究所

图2：3 月，食品通胀同比增速上行，能源通胀下行



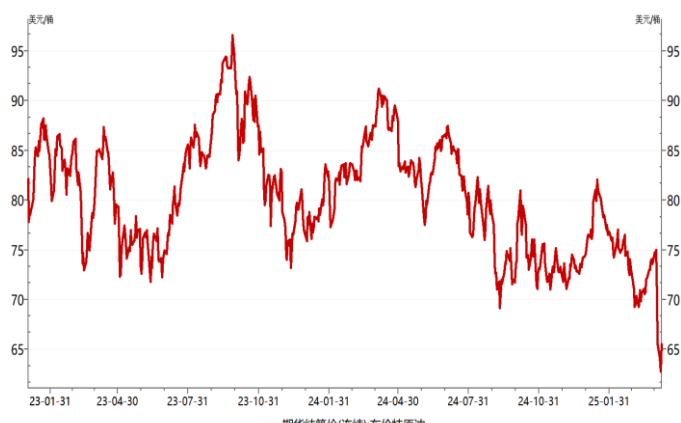
资料来源：Wind，诚通证券研究所

图3：3月，能源CPI当月同比及累计同比增速均下行



资料来源：Wind，诚通证券研究所

图4：1月以来，原油价格大幅回落



资料来源：Wind，诚通证券研究所

2、核心CPI累计同比较上月持平，部分商品及服务价格增速上行

3月份，核心CPI当月同比增长0.5%，较上月提升0.6个百分点。环比与上月持平，增速较上月提升0.2个百分点，增速高于近十年同期平均水平。不过3月份，核心CPI累计同比增长0.3%，增速较上月持平。这也表明核心通胀整体上也维持在低位，并没有显著改善。

其中，3月份，服务价格累计同比增长0.3%，增速较上月持平。消费品价格累计同比回落0.4%，跌幅也较上月持平。细分品类中表现较好的如，家用电器及通信工具价格，累计同比增速分别较上月提升1和0.2个百分点。这可能主要受“以旧换新”政策支持的影响；其他如衣着、酒类、教育文化和娱乐以及其他用品和服务价格累计同比增速较上月提升0.1个百分点。

图5：3月，核心CPI同比增速上升，环比增速下降

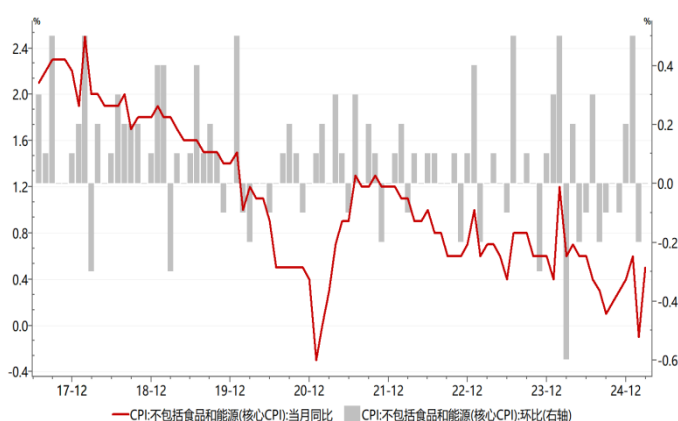
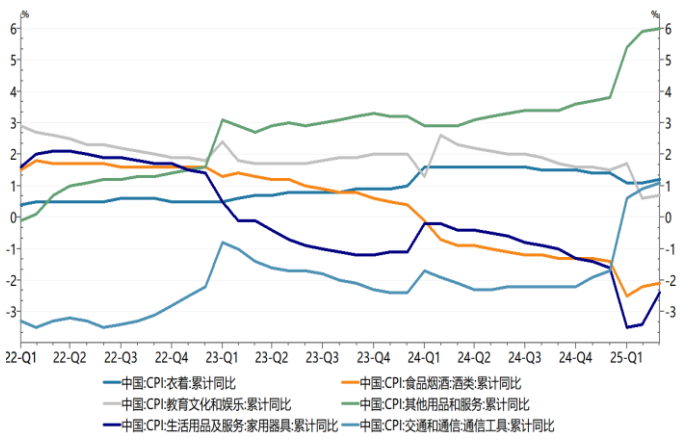


图6：3月，部分商品和服务价格累计同比增速上行



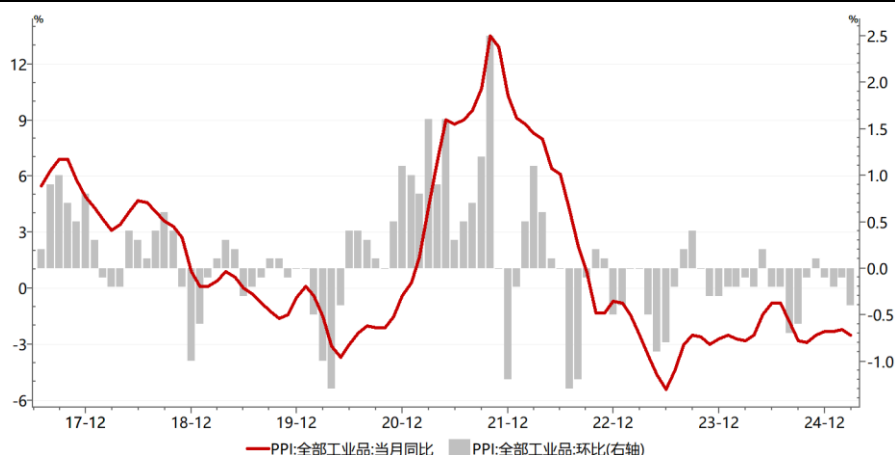
资料来源：Wind，诚通证券研究所

资料来源：Wind，诚通证券研究所

3、受油价以及季节性因素拖累，PPI 增速回落

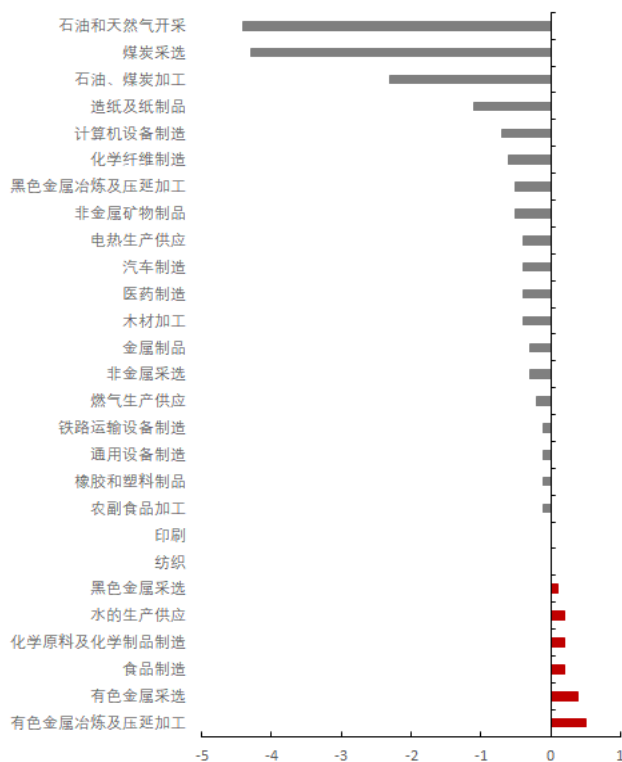
3 月份，PPI 同比回落 2.5%，降幅超市场预期的 2.3%，较上月回落 0.3 个百分点。环比看，降幅为 0.4%，也较上月有所扩大。其中，采掘工业价格下降 8.3%，原材料工业价格下降 2.4%，降幅分别扩大 2 和 0.9 个百分点。加工工业价格下降 2.6%，降幅收窄 0.1 个百分点。可见 PPI 回落可能更多受上游商品价格波动影响。

图7： 3 月份，PPI 当月同降幅扩大



资料来源：Wind，诚通证券研究所

图8： 3 月多数行业 PPI 环比增速下滑



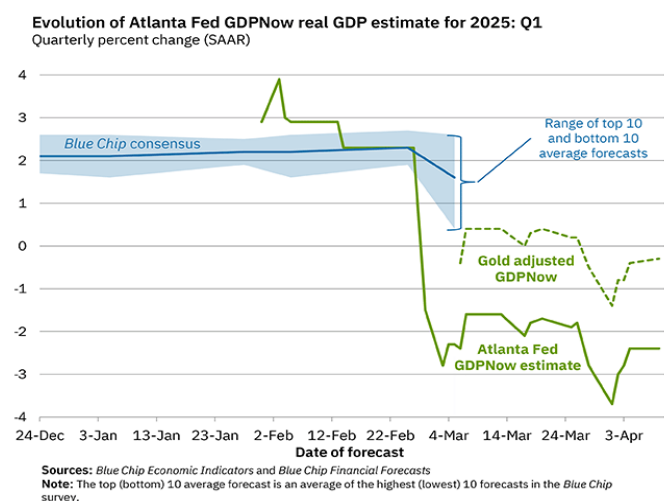
资料来源：Wind，诚通证券研究所

具体分行业价格看，环比跌幅较大的为石油和天然气开采业、煤炭开采和洗选业、煤炭加工业价格，跌幅分别为4.4%、4.3%和2.3%。涨幅靠前的则为有色金属冶炼及压延加工、有色金属采选业和食品制造业。

其中，原油价格大幅下跌主要受美国悲观的经济预期影响。年初自马斯克一直强调要削减政府赤字以来，市场便开始对美国经济产生担忧。而美国两个主流的GDP即时预测模型自2025年2月份开始均预测，美国经济正在回落，甚至有陷入衰退的风险。

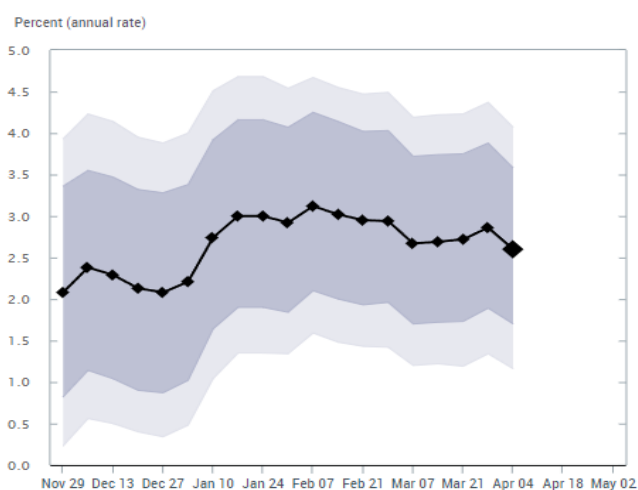
煤炭价格大幅下跌有季节性因素的影响。北方冬季供暖陆续结束，采暖用煤需求下降，3月以来主要电厂煤炭日耗量季节性回落。不过，主要港口煤炭库存仍处于高位，去库不明显。

图9：2月以来，GDPNow模型持续下调一季度美国增长



资料来源：亚特兰大联储，诚通证券研究所

图10：2月以来，Staff Nowcast模型持续下调一季度美国增长

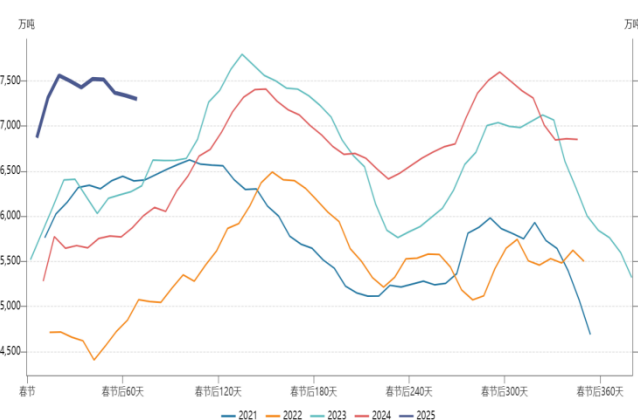


资料来源：纽约联储，诚通证券研究所

图11：3月，全国主要电厂煤炭日耗量季节性回落



图12：开年以来，主要港口煤炭库存较往年偏高



资料来源：Wind，诚通证券研究所

资料来源：Wind，诚通证券研究所

4、全球关税博弈下，我国或面临较大通缩压力

4月2日，美国总统特朗普在白宫宣布对贸易伙伴征收对等关税措施并签署总统行政命令。具体而言，额外加征的对象包括中国大陆 34%，欧盟 20%，越南 46%，中国台湾 32%，日本 24%，印度 26%，韩国 25%等。

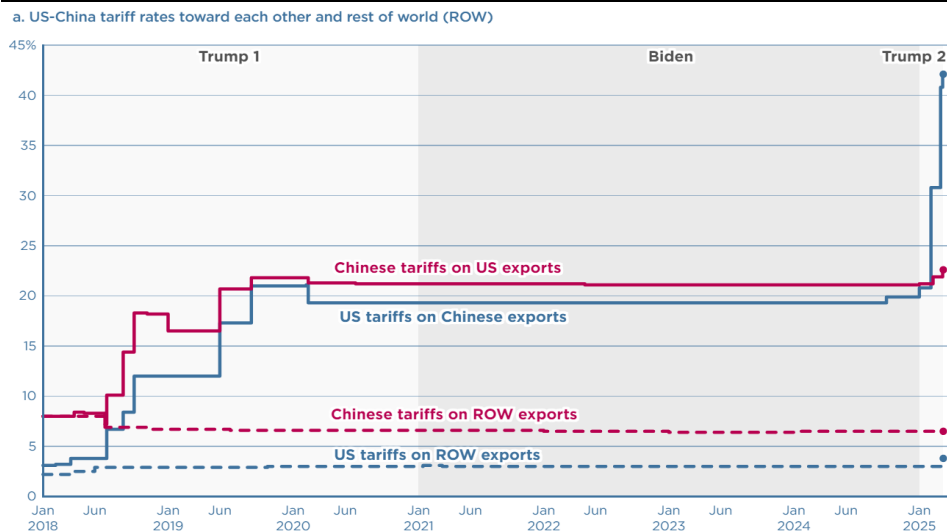
其后，经过多轮博弈，美国宣布对中国加征的关税提高到 125%，对其他国家对等关税则暂停 90 天，维持 10%的基准关税。而中国则对原产于美国的所有进口商品加征 84%的关税。

据 PIIE 测算，截至 4 月 2 日特朗普宣布对中国征收对等关税之前，美国对中国出口商品的平均关税为 42.1%。而中国对美国出口的平均关税提高到 22.6%，关税覆盖范围达 63.0%。因此，若中美关税博弈没有进一步变化，4 月 10 日起，美国对中国出口商品的关税将达 167.1%，而中国对美国出口商品的关税达 106.6%。这一方面将抬高中美双边进口商品的价格，另一方面将减少中美双边出口商品的数量，具有输入通胀、加大内生通缩的双重作用。

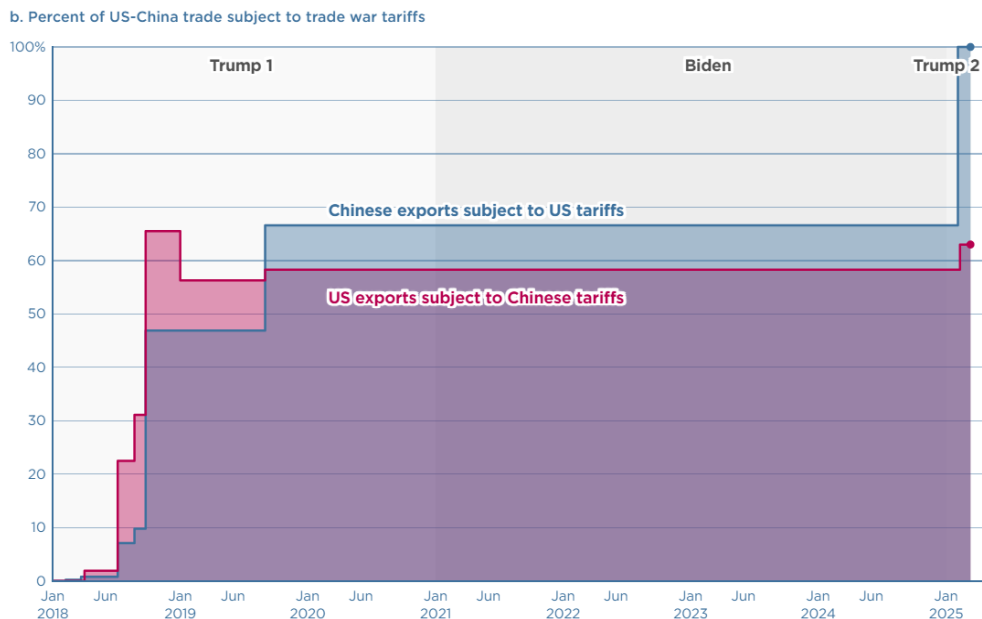
就输入通胀而言，2024 年美国对华出口总额 1636 亿美元，主要品类有农产品、航空航天设备、半导体及电子元件、医疗设备及药品等。其中，农产品的价格传导可能会更明显一些，如我国大豆严重依赖进口，2024 年我国从美进口大豆占比约 21%，加征关税短期内会抬高进口成本。对于高端设备、芯片而言，日常消费中涉及的比较少，因此预计对通胀影响并不大。

就内生通缩而言，2024 年中国对美出口总额达 5246.56 亿美元，主要品类有机电设备、家具照明设备、纺织品和服装、车辆及其零配件、塑料制品等。面对接近 170%的关税，中国出口商品基本上没了竞争力。不过特朗普对其他国家暂缓 90 天对等关税政策给了我们转出口的时间。假设最高能有一半的中国商品实现转出口，同时受关税影响，贸易量下降 10%。那么预计会带来约 2 万亿美元的损失。这将给通胀带来巨大的压力。因此，为了应对即将到来的贸易冲击，我们需要尽快出台逆周期调节政策，保障国民经济平稳运行。

图13： 4月2日前，美国对中国平均关税为 42.1%



资料来源：PIIE，诚通证券研究所

图14： 4月2日前，美国已对所有中国产品征收关税

资料来源：PIIE，诚通证券研究所

图15： 中国出口美国商品前十大品类

排名	行业大类	出口额 (亿美元)	占比
1	机电设备及零件	1,049.3	20.0%
2	家具及照明设备	472.2	9.0%
3	纺织品及服装	419.7	8.0%
4	车辆及其零配件	367.3	7.0%
5	塑料制品	253.9	4.8%
6	光学及医疗仪器	198.5	3.8%
7	玩具及运动用品	183.6	3.5%
8	钢铁制品	161.6	3.1%
9	鞋类产品	146.5	2.8%
10	化工产品	137.9	2.6%

资料来源：wind，诚通证券研究所

图16： 中国从美国进口商品前十大品类

排名	行业大类	出口额 (亿美元)	占比
1	农产品	469.8	28.7%
2	航空航天设备	120.0	7.3%
3	半导体及电子元件	98.6	6.0%
4	医疗设备及药品	85.4	5.2%
5	化工原料	76.3	4.7%
6	原油及成品油	68.9	4.2%
7	汽车及零部件	61.2	3.7%
8	塑料及制品	54.7	3.3%
9	木材及纸制品	43.8	2.7%
10	光学仪器	32.5	2.0%

资料来源：wind，诚通证券研究所

特别声明

根据《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》规定，诚通证券评定此研报的风险等级为 R3（中风险），适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为 C3、C4、C5 的普通投资者。若您为非专业投资者及风险承受能力低于 C3 的普通投资者，请勿阅读、收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

若因适当性不匹配，给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

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，认真审慎、专业严谨、独立客观的出具本报告并对报告内容和观点负责。

分析师的薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资评级说明

诚通证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐： 未来6—12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性： 未来6—12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避： 未来6—12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

诚通证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%—20%。该评级由分析师给出。

中性： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%—5%。该评级由分析师给出。

回避： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

诚通证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由诚通证券股份有限公司（以下简称诚通证券）供其机构或个人客户（以下简称客户）使用，诚通证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给诚通证券客户的，属于机密材料，只有诚通证券客户才能参考或使用，如接收人并非诚通证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。诚通证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。诚通证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。诚通证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是诚通证券在发表本报告当日的判断，诚通证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但诚通证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。诚通证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

对于浏览过程中可能涉及的诚通证券网站以外的地址或超级链接，诚通证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

除非另有说明，所有本报告的版权属于诚通证券。未经诚通证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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，均为诚通证券的商标、服务标识及标记。诚通证券版权所有并保留一切权利。

联系我们

诚通证券股份有限公司 研究所
北京市朝阳区东三环北路27号楼12层
公司网址：<http://www.cctgsc.com.cn>

邮编：100020