

2025 年 04 月 11 日

实物消费价格表现仍好于服务

宏观研究团队

宏观经济点评

何宁（分析师）

hening@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

郭晓彬（联系人）

guoxiaobin@kysec.cn

证书编号：S0790123070017

事件：3 月 CPI 同比-0.1%，预期-0.1%，前值-0.7%；PPI 同比-2.5%，预期-2.2%，前值-2.2%。

● 农产品供给增加，带动 CPI 环比回落

3 月 CPI 同比较前值上升 0.6 个百分点至-0.1%，环比较前值下降 0.2 个百分点至-0.4%。

1、农产品供给增加带动食品 CPI 环比下行

3 月 CPI 食品项环比降幅扩大，环比较前值下降 0.9 个百分点至-1.4%。蔬菜方面，天气转暖供给增加，鲜菜 CPI 环比降幅扩大，往后看，进口农产品价格提升或将带动国内农产品价格。猪肉方面，需求回落，猪肉价格下降，往后看，预计需求将边际改善，进口饲料与肉类价格上涨或将带动猪肉价格回升。

2、核心 CPI 环比降至季节性以下，服务消费有待提振

3 月 CPI 非食品环比较前值下降 0.1 个百分点至-0.2%。3 月核心 CPI 环比较前值上升 0.2 个百分点至 0%，在 2024 年 12 月-2025 年 1 月连续两个月超季节性(2025 年 4 月季节性采用 2019、2021、2023-2024 年环比平均值)回升后连续两个月降至季节性以下。

服务消费有待提振。从结构上看，3 月核心 CPI 环比低于季节性 0.07 个百分点，实物消费的 8 个细分项目中，除卷烟、中药、西药外其他 5 个项目均高于季节性，而服务消费的 8 个细分项目中，除交通工具使用和维修、旅游、通信服务外的其他 5 个项目均低于季节性，且服务 CPI 低于季节性均值 0.43 个百分点，表明核心 CPI 环比较低主要受服务消费价格拖累。从 1-2 月社零消费结构来看，同样呈现出实物消费好于服务消费特征，其中商品零售环比略超季节性，而服务零售环比则不及季节性。

● PPI 同比回落，能源、黑色价格回落，建材价格回升

3 月 PPI 同比较前值回落 0.3 个百分点至-2.5%，环比较前值回落 0.3 个百分点至-0.4%。

能源方面，美国衰退预期升温，原油价格承压，石油链产品价格环比由正转负；供给相对稳定而需求平淡，PPI 煤炭开采和洗选业环比回落。金属方面，需求不及预期，黑色环比较前值回落，美联储降息预期升温，有色环比略有回升；基建开工速度逐渐加快，非金属矿物制品业环比降幅收窄。

● 预计 4 月 CPI 同比回升，PPI 同比持平

CPI 方面，结合农产品批发价格指数等高频数据，我们预计 4 月 CPI 环比在 0.1% 左右，同比或在 0% 左右，再往后，关税政策或将推高大豆、猪肉等农产品价格，在无政策支持下，服务与实物消费或将平缓修复，CPI 同比或震荡上行，2025 年全年平均同比或在 0%-1% 区间。PPI 方面，结合 CRB 现货指数等高频数据，我们预计 4 月 PPI 环比略有回升，同比持平于现值，再往后，海外需求整体偏弱，国际定价大宗商品价格难有大幅上涨，或将震荡偏弱运行，2025 年全年平均同比或在-1%--2% 区间。

● **风险提示：**政策变化超预期，大宗商品价格波动超预期。

相关研究报告

《战略性看多黄金—宏观经济专题》

-2025.4.10

《新建房与二手房市场出现明显分化

—宏观周报》-2025.4.6

《非农就业已非当前美国市场主要

矛盾—美国 3 月非农就业数据点评》

-2025.4.5

目 录

1、农产品供给增加，带动 CPI 环比回落	3
1.1、农产品供给增加带动食品 CPI 环比下行	3
1.2、核心 CPI 环比仍在季节性以下，服务消费有待提振	4
2、PPI 同比回落，能源、黑色价格回落，建材价格回升	5
2.1、多重复合指标显示，上下游产品价格均承压	5
2.2、能源、黑色价格回落，建材价格回升	6
3、后续通胀预测：4 月 CPI 同比回升，PPI 同比持平	6
3.1、CPI 预测：预计 4 月 CPI 同比有所回升	6
3.2、PPI 预测：预计 4 月 PPI 同比持平	6
4、风险提示	7

图表目录

图 1：2025 年 3 月 CPI 同比增速有所回升	3
图 2：2025 年 3 月食品 CPI 环比降幅扩大	3
图 3：服务价格表现弱于实物	4
图 4：2025 年 3 月，核心 CPI 环比略弱于季节性	5
图 5：2025 年 3 月，服务 CPI 环比与季节性差距较大	5
图 6：2025 年 1-2 月，商品零售额环比高于季节性	5
图 7：2024 年 10 月，服务零售额环比低于季节性	5
图 8：2025 年 3 月 PPI 同比有所回落	6
图 9：PPI 重点工业品中多数产品价格回落	6
图 10：预计 4 月 CPI 同比回升，PPI 同比持平	7
图 11：预计 4 月 CPI-PPI 同比剪刀差扩大	7

事件：3月CPI同比-0.1%，预期-0.1%，前值-0.7%；PPI同比-2.5%，预期-2.2%，前值-2.2%。

1、农产品供给增加，带动CPI环比回落

3月CPI同比较前值上升0.6个百分点至-0.1%，环比较前值下降0.2个百分点至-0.4%。

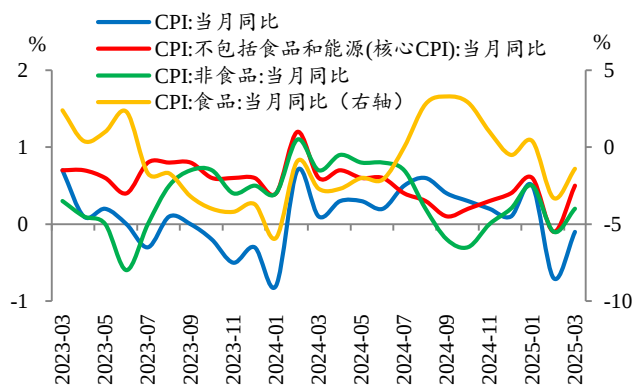
1.1、农产品供给增加带动食品CPI环比下行

3月CPI食品项环比降幅扩大，环比较前值下降0.9个百分点至-1.4%。鲜菜、猪肉环比降幅扩大，鲜果环比由正转负，蛋类环比降幅收窄。

蔬菜方面，天气转暖供给增加，3月鲜菜CPI环比较前值下降1.3个百分点至-5.1%。往后看，进口农产品价格提升或将带动国内农产品价格，4月1日-4月9日的28种重点监测蔬菜平均批发价较3月平均价格环比上升1.2%。

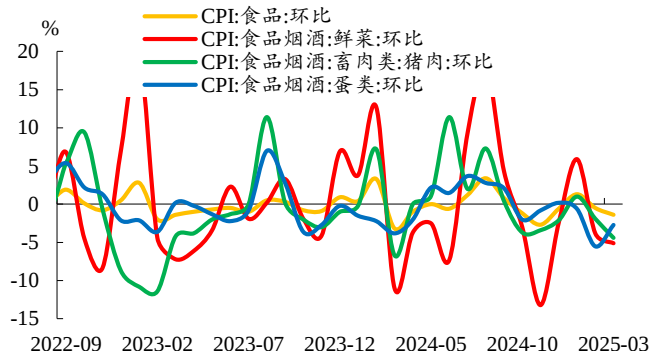
猪肉方面，需求回落，3月猪肉CPI环比较前值下降2.5个百分点至-4.4%。往后看，预计需求将边际改善，进口饲料与肉类价格上涨或将带动猪肉价格回升。

图1：2025年3月CPI同比增速有所回升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：2025年3月食品CPI环比降幅扩大



数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2、核心 CPI 环比仍在季节性以下，服务消费有待提振

3 月 CPI 非食品环比较前值下降 0.1 个百分点至-0.2%。分项看，家庭服务、家用器具、邮递服务环比回升相对明显；交通工具用燃料、旅游环比回落幅度较大。

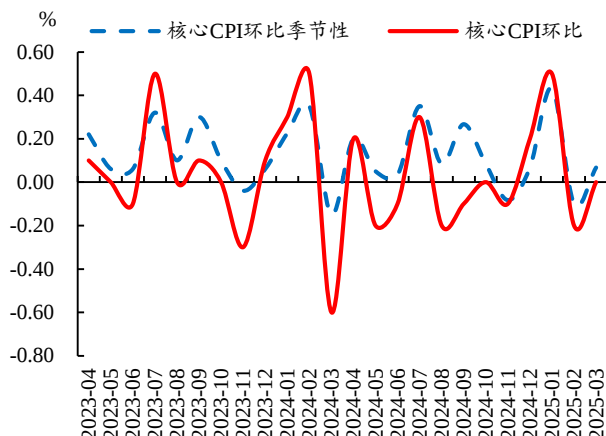
3 月核心 CPI 环比较前值上升 0.2 个百分点至 0%，在 2024 年 12 月-2025 年 1 月连续两个月超季节性（2025 年 4 月季节性采用 2019、2021、2023-2024 年环比平均值）回升后又连续两个月降至季节性以下。

服务消费有待提振。从结构上看，3 月核心 CPI 环比低于季节性 0.07 个百分点，实物消费的 8 个细分项目中，除卷烟、中药、西药外其他 5 个项目均高于季节性，而服务消费的 8 个细分项目中，除交通工具使用和维修、旅游、通信服务外的其他 5 个项目均低于季节性，且服务 CPI 低于季节性均值 0.43 个百分点，表明核心 CPI 环比较低主要受服务消费价格拖累。此外，从 1-2 月社零消费结构来看，同样呈现出实物消费好于服务消费特征，其中商品零售环比略超季节性，而服务零售环比不及季节性。

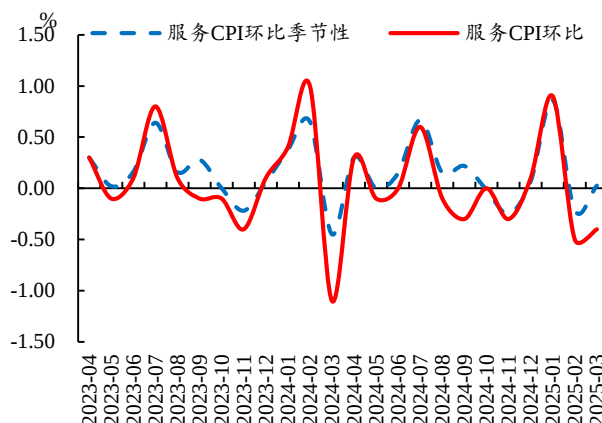
图3：服务价格表现弱于实物

当月环比-季节性环比 (%)	2024-04	2024-05	2024-06	2024-07	2024-08	2024-09	2024-10	2024-11	2024-12	2025-01	2025-02	2025-03	近一年环比不弱于季节性比重	近半年环比不弱于季节性比重	近半年边际变化
核心 CPI	0.00	-0.25	-0.13	-0.05	-0.28	-0.37	-0.08	-0.02	0.13	0.07	-0.10	-0.07	25%	33%	上
卷烟	0.07	-0.03	-0.05	0.02	-0.10	-0.05	-0.03	-0.10	0.05	-0.05	-0.03	-0.04	25%	17%	下
酒类	-0.02	-0.35	-0.58	-0.15	-0.27	-0.70	0.20	-0.55	-0.20	-0.20	-0.50	0.20	17%	33%	上
衣着	-0.17	0.19	0.01	-0.01	-0.05	0.00	-0.46	0.13	0.19	0.09	0.15	0.11	58%	83%	上
家用器具	-0.15	-1.05	-0.90	0.10	-0.53	-0.08	-0.37	-0.50	0.07	0.32	0.08	2.62	42%	67%	上
交通工具	-0.35	-0.60	-0.73	-0.40	-0.23	-0.07	-0.18	0.18	0.30	-0.05	-0.11	0.24	25%	50%	上
通信工具	-0.63	0.05	1.10	0.03	-0.25	-0.60	0.37	1.62	2.42	0.08	-0.03	0.10	67%	83%	上
中药	-0.17	-0.38	-0.45	-0.45	-0.47	-0.57	-0.28	-0.35	-0.13	-0.36	-0.39	-0.32	0%	0%	平
西药	-0.48	-0.53	-0.37	-0.45	-0.47	-0.28	-0.22	-0.30	-0.15	-0.19	-0.28	-0.48	0%	0%	平
服务 CPI	0.00	-0.10	-0.15	-0.07	-0.25	-0.52	0.02	-0.05	0.03	0.04	-0.29	-0.43	33%	50%	上
租赁房租	-0.22	-0.15	-0.12	-0.20	-0.33	-0.25	-0.08	-0.02	0.05	0.02	-0.41	-0.21	17%	33%	上
家庭服务	-0.12	-0.08	-0.18	-0.20	-0.17	-0.18	-0.15	-0.10	0.07	2.42	-3.29	-0.01	17%	33%	上
交通工具使用和维修	-0.15	-0.07	-0.08	0.02	-0.10	-0.08	-0.08	-0.20	-0.10	-1.15	-0.03	0.23	17%	17%	平
通信服务	0.00	0.05	0.07	0.12	0.07	0.08	0.02	0.00	0.02	0.03	0.00	0.00	92%	83%	下
邮递服务	0.08	-0.35	-0.02	-0.12	-0.08	0.00	-0.07	-0.07	-0.05	1.15	-1.15	-0.05	25%	17%	下
教育服务	-0.05	-0.02	-0.03	-0.17	-0.08	-0.35	-0.10	-0.02	-0.02	-0.11	-0.17	0.02	8%	17%	上
旅游	0.42	-0.10	-1.35	2.05	-0.80	-3.78	2.32	-2.02	-0.03	3.30	1.18	-4.31	42%	50%	上
医疗服务	0.08	0.00	-0.05	-0.33	-0.28	-0.47	-0.23	-0.08	-0.33	-0.64	-0.23	-0.17	17%	0%	下
居住	-0.08	-0.15	-0.01	-0.14	-0.23	-0.32	-0.17	-0.07	0.04	-0.16	-0.27	-0.16	8%	17%	上
生活用品及服务	0.25	-0.73	-0.30	0.18	-0.69	-0.02	-0.04	-0.52	0.01	0.45	-0.11	1.46	42%	50%	上
教育文化娱乐	0.14	-0.03	-0.26	0.12	-0.13	-0.94	0.26	-0.11	-0.04	0.19	0.26	-0.59	42%	50%	上
医疗保健	-0.06	-0.17	-0.13	-0.31	-0.30	-0.40	-0.23	-0.15	-0.27	-0.43	-0.21	-0.23	0%	0%	平
其他用品及服务	1.49	-0.01	-0.25	0.32	-0.75	-0.22	1.14	0.19	0.05	0.32	0.86	-0.01	58%	83%	上

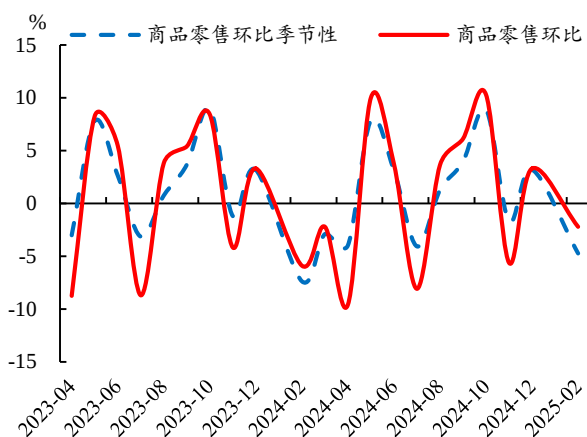
数据来源：Wind、开源证券研究所；注：2024 年 1-3 月季节性采用 2016、2018-2019、2021 年环比平均值，2024 年 4-12 月采用 2016-2019、2021、2023 年环比平均值；2025 年 1-3 月季节性采用 2014、2017、2023 年环比平均值，2025 年 4-12 月季节性采用 2019、2021、2023-2024 年环比平均值，下同。

图4：2025年3月，核心CPI环比略弱于季节性


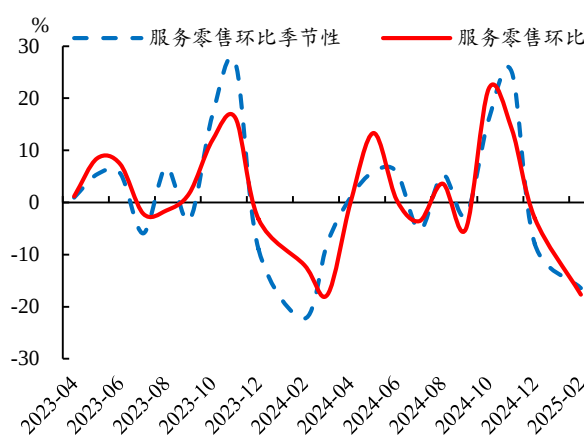
数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：2025年3月，服务CPI环比与季节性差距较大


数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：2025年1-2月，商品零售额环比高于季节性


数据来源：Wind、开源证券研究所；注：1、为保证环比口径可比，以2023年各月零售额作为基准，2012-2022年、2024-2025年零售额为根据累计同比回溯或前推而来。2、当月服务零售额为当月社零总额与商品零售额之差。3、其中2024年2月数值为1-2月合计值/2与2023年12月环比得出，下同。

图7：2024年10月，服务零售额环比低于季节性


数据来源：Wind、开源证券研究所

2、PPI 同比回落，能源、黑色价格回落，建材价格回升

3月PPI同比较前值回落0.3个百分点至-2.5%，环比较前值回落0.3个百分点至-0.4%。

2.1、多重复合指标显示，上下游产品价格均承压

3月CPI-PPI同比剪刀差扩大，较前值上升0.9个百分点至2.4%，PPI生活资料-生产资料同比增速差持平于前值，为1.3%；上游采掘工业、原材料工业价格同比回落，加工工业回升；下游衣着、一般日用品、耐用消费品价格同比回落，食品回升。

综合以上复合指标，若以同比为衡量基准，除下游部分产品受供需季节性因素影响

有所回升外，其他产品价格均有所回落。

2.2、能源、黑色价格回落，建材价格回升

(1)美国衰退预期升温，原油价格承压，石油链产品价格环比由正转负；供给相对稳定而需求平淡，PPI 煤炭开采和洗选业环比回落。

美国衰退预期升温，原油价格承压。3 月 WTI 原油期货价格环比回落 4.6%，国内石油链产品价格环比由正转负，PPI 石油和天然气开采业环比-4.4%，前值+0.3%。

供给相对稳定而需求平淡，煤炭价格延续回落，3 月 PPI 煤炭开采和洗选业环比较前值回落，环比-4.3%，前值-3.3%。

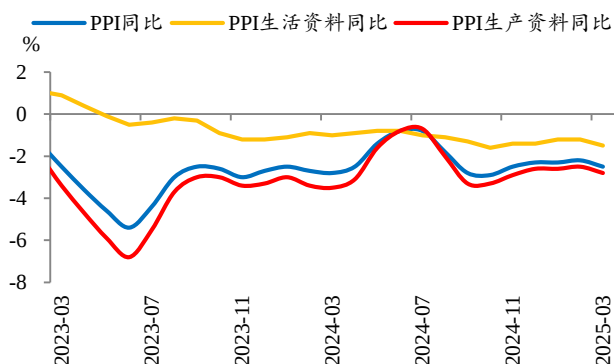
(2)金属方面，需求不及预期，黑色环比较前值回落，美联储降息预期升温，有色环比略有回升；基建开复工速度逐渐加快，非金属矿物制品业环比降幅收窄。

黑色方面，需求不及预期，3 月螺纹钢价格环比回落 2.8%，PPI 黑色金属冶炼和压延加工业环比-0.5%，前值-0.2%。

有色方面，美联储降息预期增强，有色价格略有回升，PPI 有色金属冶炼及压延加工业环比+0.5%，前值+0.3%。

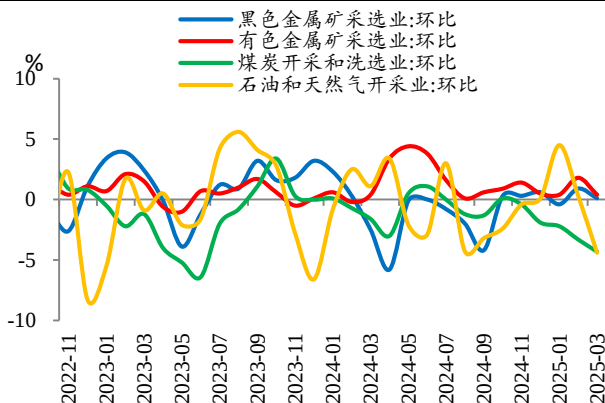
非金属矿方面，基建开复工速度逐渐加快，3 月水泥价格有所企稳，PPI 非金属矿物制品业环比-0.5%，前值-0.9%。

图8：2025 年 3 月 PPI 同比有所回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：PPI 重点工业品中多数产品价格回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

3、后续通胀预测：4 月 CPI 同比回升，PPI 同比持平

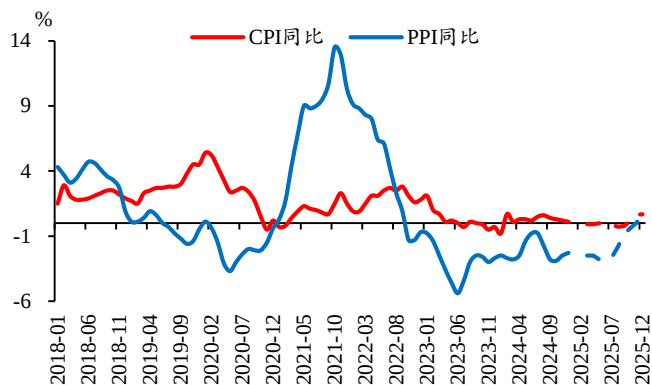
3.1、CPI 预测：预计 4 月 CPI 同比有所回升

高频数据看，截至 4 月 9 日的农产品批发价格 200 指数环比上升 0.7%，我们预计 4 月食品 CPI 环比有所回升；非食品按等于季节性（2019 年、2021 年、2023-2024 年同期均值）假设，考虑成品油价格的调整，我们预计 4 月 CPI 环比为 0.1%左右，同比在 0%左右，再往后，关税政策或将推高大豆、猪肉等农产品价格，在无政策支持下，服务与实物消费或将平缓修复，CPI 同比或震荡上行，2025 年全年平均同比或在 0%-1%区间。

3.2、PPI 预测：预计 4 月 PPI 同比持平

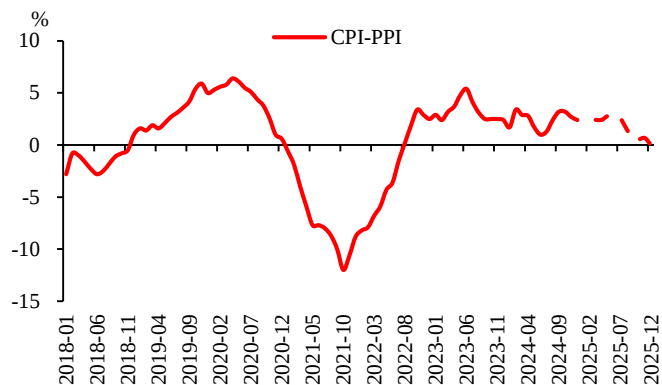
高频数据看，截至4月8日的CRB现货指数平均值环比回落2.0%，截至4月9日的南华工业品指数平均值环比回落2.8%，我们预计3月PPI环比略有回升，同比大致持平于现值，再往后，海外需求整体偏弱，国际定价大宗商品价格难有大幅上涨，或将震荡偏弱运行，2025年全年平均同比或在-1%--2%区间。

图10：预计4月CPI同比回升，PPI同比持平



数据来源：Wind、开源证券研究所；注：虚线部分为预测数据

图11：预计4月CPI-PPI同比剪刀差扩大



数据来源：Wind、开源证券研究所；注：虚线部分为预测数据

4、风险提示

政策变化超预期，大宗商品价格波动超预期。

特别声明

《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）》已于2017年8月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其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。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将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。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

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。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，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。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn