

油价是主要拖累，核心CPI同比转涨 ——2025年3月通胀数据点评

点评

- **CPI同比降幅如期收敛，食品和核心CPI强于季节性。同比来看**，2025年3月，春节错位影响解除，CPI同比降幅收敛0.6个百分点至-0.1%，基本符合市场预期。一季度，CPI同比下降0.1%，低于2024年0.2%的涨幅。其中，3月食品价格同比降幅收敛1.9个百分点至-1.4%，非食品价格同比由下降0.1%转为上涨0.2%；**环比来看**，3月CPI环比降幅走扩0.2个百分点至-0.4%，主要受季节性因素和油价下行的影响，环比增速略高于近十年以来同期平均下降0.58%的水平，较季节性表现偏强。其中，食品价格环比降幅扩大0.9个百分点至-1.4%，高于过去十年同期表现（平均环比约-2.36%），非食品价格环比降幅扩大0.1个百分点至-0.2%，低于过去十年同期表现（平均环比约-0.1%），非食品价格走势略弱于季节性。3月，核心CPI同比由上月下降0.1%转为上涨0.5%，环比也从下降0.2%转为持平，核心通胀表现较好。
- **鲜菜价格季节性走低，猪肉价格走势平稳。同比来看**，3月食品细项中除了鲜果、卷烟同比上涨外，其余食品细项价格同比均下降。其中，受基数波动影响，鲜菜价格同比涨幅扩大1.9个百分点至2.4%，畜肉类价格同比降幅收敛1.7个百分点至-0.1%，鲜果价格也从上月下降1.8%转为上涨0.9%。**环比来看**，除了粮食、奶类、卷烟价格持平、酒类价格上升外，其余类别价格环比均下降。季节性因素影响下，鲜活食品大量上市，食品供应充足，鲜菜、猪肉、鸡蛋和鲜果价格分别下降5.1%、4.4%、3.1%和1.6%，合计影响CPI环比下降约0.22个百分点。3月份猪价保持在21元/公斤左右窄幅震荡，春节后猪肉消费进入淡季，猪价自2月份有所走低，但由于养殖端压栏以及二次育肥的操作，猪价难涨难跌。截至2025年4月9日，高频数据显示4月初28种重点监测蔬菜平均批发价同比由下降转为上涨，7种重点监测水果平均批发价同比涨幅扩大，猪肉平均批发价同比涨幅收缩，鸡蛋平均批发价同比降幅走扩；28种重点监测蔬菜、7种重点监测水果平均批发价环比由下降转为上涨，猪肉平均批发价环比降幅收敛。**2025年4月，由于养殖端压栏增重，或推迟至4月出栏，对猪价或有一定压制，4月初出现“倒春寒”，对蔬菜价格或有小幅影响，但总体蔬菜价格或延续季节性下行趋势，食品CPI同比或保持平稳。**
- **油价拖累非食品价格，政策效应有所支撑。**3月，非食品中消费品价格同比降幅收敛0.5个百分点至-0.4%，扣除能源的工业消费品价格环比上涨0.5%，涨幅比上月扩大0.3个百分点，受基数波动影响，服务价格同比由下降0.4%转为上涨0.3%，对CPI的影响由上月下拉0.15个百分点转为上拉0.13个百分点。其中，七大类价格同比六涨一降，除交通通信价格同比下降外，其他类别同比均上涨，其中衣着、生活用品及服务、教育文化娱乐价格同比增速边际走高。3月由于国际油价下行，交通工具用燃料价格同比降幅扩大4.5个百分点至-1.2%；受基数波动影响，旅游价格同比降幅收敛8.7个百分点至-0.9%，仍呈负增长态势；家政服务、美发、文化娱乐服务价格分别上涨2.4%、1.2%和0.7%。七大类价格环比三涨两平两降，交通通信、教育文化娱乐价格环比走低，居住和医疗保健价格环比持平，其余类别价格环比上涨。“以旧换新”等政策效应逐渐显现，家用器具、金饰品和服装价格环比分别上涨2.8%、2.3%和

西南证券研究院

分析师：叶凡
执业证号：S1250520060001
电话：010-57631106
邮箱：yefan@swsc.com.cn

分析师：刘彦宏
执业证号：S1250523030002
电话：010-55758502
邮箱：liuyan hong@swsc.com.cn

相关研究

1. 欧洲财政转向之路漫漫——详解欧洲财政机制、现状、空间以及制约因素 (2025-04-09)
2. 科技金融加快部署，美国关税大棒挥舞 (2025-04-06)
3. “金三”如期回升，但季节性偏弱——3月PMI数据点评 (2025-04-01)
4. MLF工具重磅调整，美国关税风云又起 (2025-03-28)
5. 促消费政策频出，美联储继续观望 (2025-03-21)
6. 开年经济稳中向好，新产业表现亮眼——1-2月经济数据点评 (2025-03-18)
7. 社融增速走高，政府债仍是支撑——2月社融数据点评 (2025-03-15)
8. 育儿补贴细则出炉，欧美贸易战打响 (2025-03-14)
9. 基数扰动进出口增速，“抢出口”效应仍在——1-2月贸易数据点评 (2025-03-09)
10. 宏观调控力度不减，德国财政大转向 (2025-03-07)

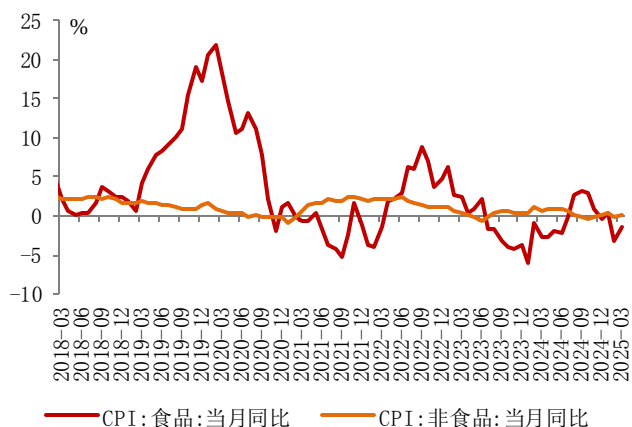
0.7%，涨幅均高于近十年同期平均水平；国际油价下行带动交通工具用燃料价格环比降幅扩大 4.5 个百分点至-5.7%，汽油价格环比下降 3.5%，影响 CPI 环比下降约 0.12 个百分点；春节出行效应减弱，飞机票和旅游价格分别下降 11.5%和 5.9%，合计影响 CPI 环比下降约 0.13 个百分点。4 月份，在清明以及五一假期的带动下旅游相关服务价格有望回升，但 4 月初国际油价仍呈下降趋势，或对非食品价格继续形成拖累，预计非食品价格将稳中趋降。



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

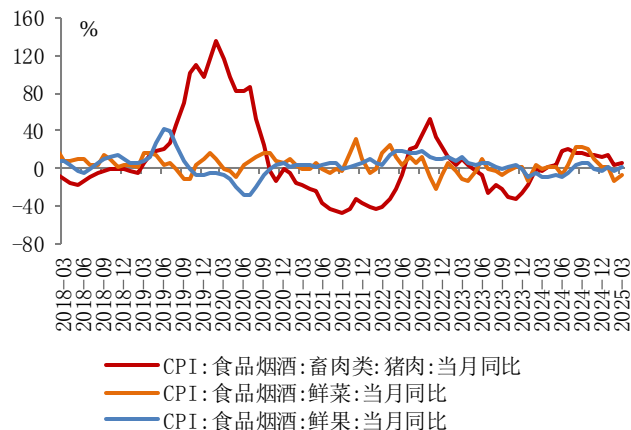
- **PPI 同比降幅走扩，国际油价下降或是主因。**3 月，PPI 同比下降 2.5%，降幅较上月扩大 0.3 个百分点。其中，生产资料价格下降 2.8%，降幅扩大 0.3 个百分点；生活资料价格下降 1.5%，降幅同样扩大 0.3 个百分点。从主要行业来看，3 月价格同比降幅扩大较多的主要是石油相关行业，比如石油和天然气开采业、石油、煤炭及其他燃料加工业价格同比降幅分别扩大 5.2 和 2.3 个百分点至-8.5%和-7.8%，主要受国际油价下降的拖累，煤炭开采和洗选业价格同比降幅也走扩 2.4 个百分点至-14.9%。**从环比看**，3 月 PPI 下降 0.4%，降幅较上月扩大 0.3 个百分点。其中，生产资料价格环比下降 0.4%，降幅亦扩大 0.2 个百分点；生活资料价格则由上月持平转为下降 0.4%。石油和天然气开采业环比下降 4.4%，煤炭开采和洗选业下降 4.3%，显示出国际油价调整的影响；煤炭开采和洗选业价格环比下降 4.3%，供暖能源需求季节性走低；黑色金属冶炼和压延加工业、非金属矿物制品业价格环比均下降 0.5%，主要因节后房地产、基建项目开工进度相对偏慢；促消费和设备更新等政策显效，部分行业供需结构有所改善，可穿戴智能设备制造价格上涨 4.6%，航空航天器及设备制造价格同比上涨 2.0%，文教工美体育和娱乐用品制造业价格同比上涨 7.6%，新能源车整车制造价格同比下降 1.1%，降幅比上月收窄 1.6 个百分点。从国际上看，特朗普“对等关税”引发国际大宗商品价格剧烈波动，虽然特朗普表示将对多数国家暂缓“对等关税”的征收，但仍有 10%的基础关税税率，且后续关税政策仍具不确定性，短期国际大宗商品价格波动或加剧；从国内来看，在美国关税影响下国内将加快经济内循环，财政、货币政策后续有望加快释放效能，且也有进一步加码的可能性，预计将带动内需驱动的相关工业品价格回升，预计短期 4 月 PPI 同比降幅可能继续扩大，后续部分工业品价格可能在政策支持下有所支撑，但受去年同期基数抬升影响，PPI 同比可能仍面临一定下行压力。
- **4 月 CPI 同比或趋于平稳，PPI 同比降幅或略有扩大。**3 月，CPI 继续高于 PPI，CPI-PPI 剪刀差较 2 月扩大至 2.4 个百分点。CPI 方面，猪肉供需情况较为平稳，蔬菜价格或延续季节性下降，食品 CPI 或保持平稳，国际油价继续走低，非食品价格或稳中有降，预计 4 月 CPI 同比或趋于稳定，后续在扩内需政策持续发力下，CPI 有望逐步回升；PPI 方面，国际大宗商品价格在关税政策扰动下波动剧烈，预计短期 4 月 PPI 同比降幅可能略有扩大，国内政策或支撑部分工业品价格，但由于基数逐渐走高，PPI 同比可能仍有一定下行压力。
- **风险提示：**政策落地节奏不及预期，国际大宗商品价格波动超预期。

图 1：食品价格同比降幅缩小，非食品价格同比由降转涨



数据来源: wind、西南证券整理

图 2：食品类分项价格表现



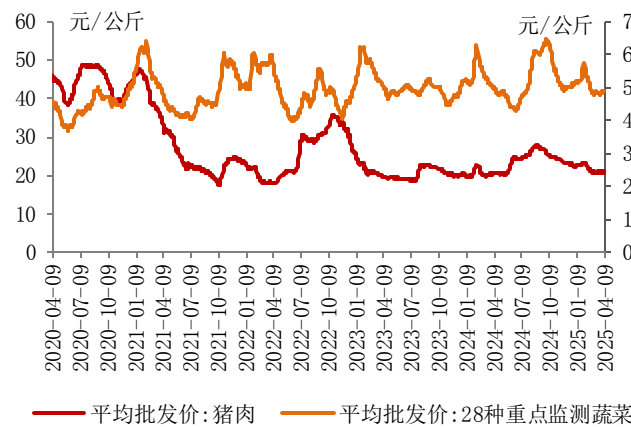
数据来源: wind、西南证券整理

图 3：2025 年 4 月初农产品价格指数有所回升



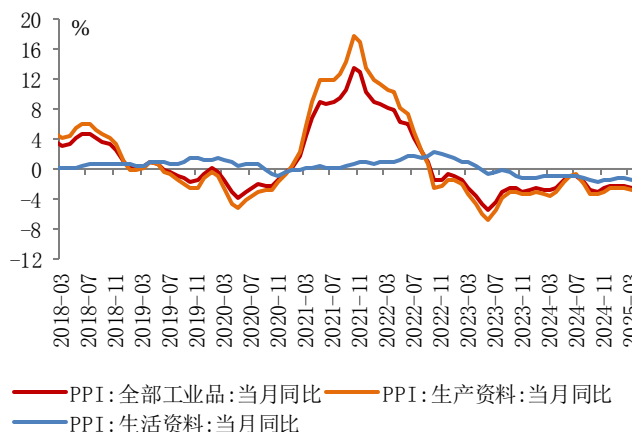
数据来源: wind、西南证券整理

图 4：2025 年 4 月初蔬菜价格略回升、猪肉价格平稳



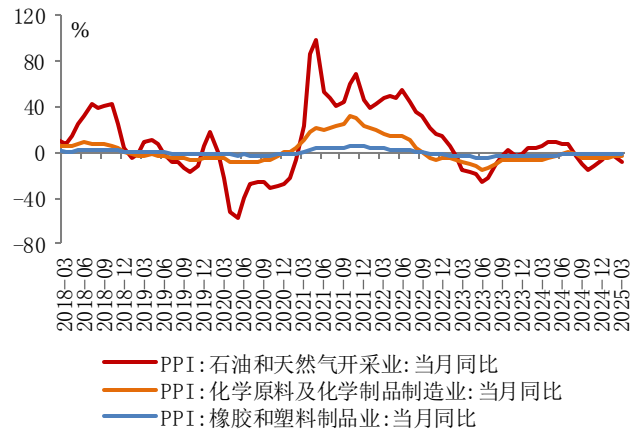
数据来源: wind、西南证券整理

图 5：生活资料、生产资料价格同比降幅扩大



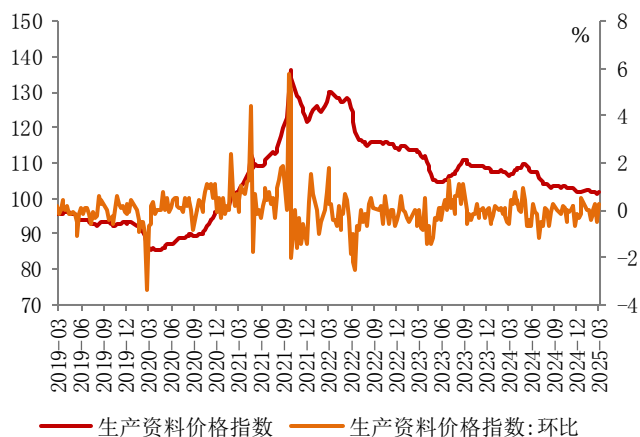
数据来源: wind、西南证券整理

图 6：石油相关行业价格同比走势



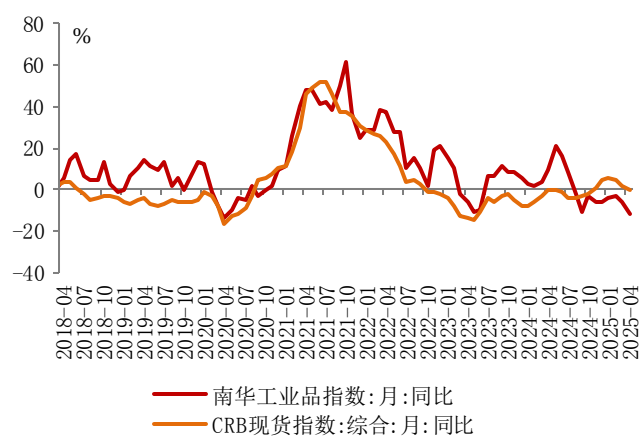
数据来源: wind、西南证券整理

图 7：2025 年 3 月生产资料价格指数小幅走低



数据来源: wind、西南证券整理

图 8：2025 年 4 月初南华工业品指数同比降幅走扩



数据来源: wind、西南证券整理

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注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	资深销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	资深销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	高级销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn

广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	杨举	销售经理	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyyf@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzt@swsc.com.cn