

宏观 | 点评报告

证券研究报告

2025/4/10

3月通胀数据点评——

部分积极变化显现

证券分析师： 徐超
分析师登记编号： S1190521050001

证券分析师： 万琦
分析师登记编号： S1190524070001

目录

- 1、CPI同比降幅收窄，环比好于季节性
- 2、外部传导叠加内部供需因素，PPI降幅进一步下探

- 中国3月CPI同比-0.1%，预期-0.1%，前值-0.7%。
- 中国3月PPI同比-2.5%，预期-2.2%，前值-2.2%。

图表1：通胀数据主要分项

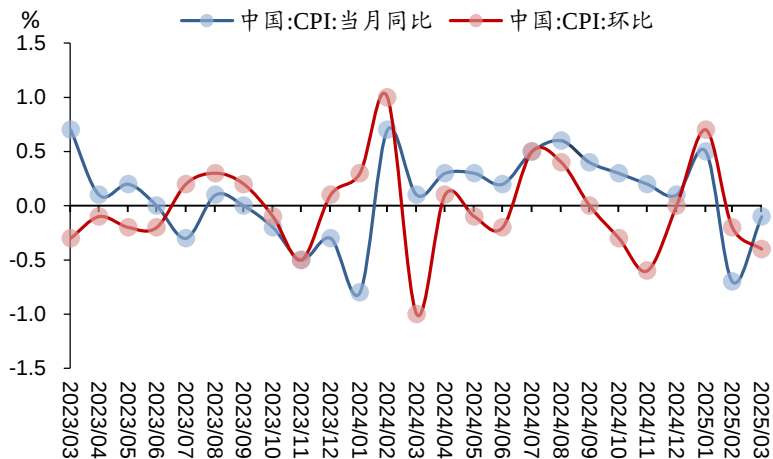
	CPI和PPI的同比和环比增速												
(%)	2025-03	2025-02	2025-01	2024-12	2024-11	2024-10	2024-09	2024-08	2024-07	2024-06	2024-05	2024-04	2024-03
CPI同比	-0.1	-0.7	0.5	0.1	0.2	0.3	0.4	0.6	0.5	0.2	0.3	0.3	0.1
食品	-1.4	-3.3	0.4	-0.5	1.0	2.9	3.3	2.8	0.0	-2.1	-2.0	-2.7	-2.7
非食品	0.2	-0.1	0.5	0.2	0.0	-0.3	-0.2	0.2	0.7	0.8	0.8	0.9	0.7
核心	0.5	-0.1	0.6	0.4	0.3	0.2	0.1	0.3	0.4	0.6	0.6	0.7	0.6
CPI环比	-0.4	-0.2	0.7	0.0	-0.6	-0.3	0.0	0.4	0.5	-0.2	-0.1	0.1	-1.0
食品	-1.4	-0.5	1.3	-0.6	-2.7	-1.2	0.8	3.4	1.2	-0.6	0.0	-1.0	-3.2
非食品	-0.2	-0.1	0.6	0.1	-0.1	0.0	-0.2	-0.3	0.4	-0.2	-0.2	0.3	-0.5
核心	0.0	-0.2	0.5	0.2	-0.1	0.0	-0.1	-0.2	0.3	-0.1	-0.2	0.2	-0.6
PPI同比	-2.5	-2.2	-2.3	-2.3	-2.5	-2.9	-2.8	-1.8	-0.8	-0.8	-1.4	-2.5	-2.8
生产资料	-2.8	-2.5	-2.6	-2.6	-2.9	-3.3	-3.3	-2.0	-0.7	-0.8	-1.6	-3.1	-3.5
生活资料	-1.5	-1.2	-1.2	-1.4	-1.4	-1.6	-1.3	-1.1	-1.0	-0.8	-0.8	-0.9	-1.0
PPI环比	-0.4	-0.1	-0.2	-0.1	0.1	-0.1	-0.6	-0.7	-0.2	-0.2	0.2	-0.2	-0.1
生产资料	-0.4	-0.2	-0.2	0.0	0.1	0.1	-0.8	-1.0	-0.3	-0.2	0.4	-0.2	-0.1
生活资料	-0.4	0.0	0.0	-0.1	0.0	-0.4	-0.1	0.0	0.0	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1

资料来源：iFinD，太平洋证券

1、CPI同比降幅收窄，环比好于季节性

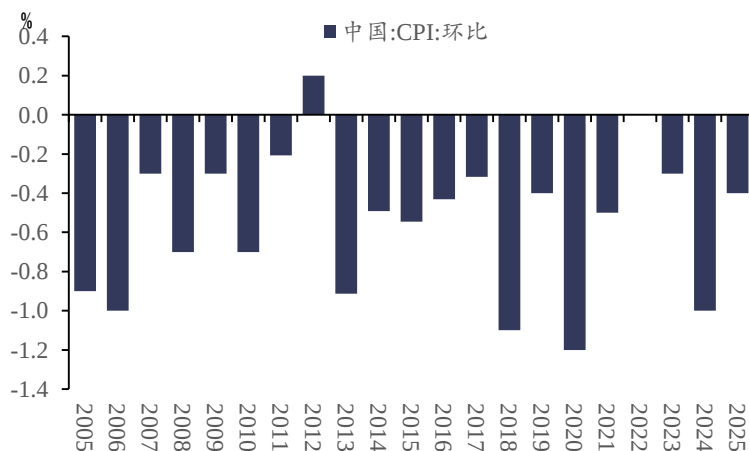
► **季节性及外部因素主导CPI环比走势。**3月CPI同比下降0.1%，较前值收窄0.6个百分点，与市场一致预期相符。环比而言下降0.4%，上月为环比下降0.2%。边际而言，本月CPI同比以及环比释放出一定积极信号。一是随春节错月扰动消退，CPI同比降幅有所收窄；二是环比降幅小于季节性水平。近五年、十年同期平均水平均为-0.6个百分点。这也反映季节性因素是本月CPI环比延续下降走势的一大驱动，背后逻辑可能在于天气转暖以及假期效应退潮，一方面气温升高有利于食品市场供给，另一方面，3月假期效应消退，旅游出行等行业价格有所回调。除了季节性因素，大宗商品的输入性影响同样带动CPI边际下行。本月国际油价向下调整，国内能源相关行业价格也相应下降。

图表2：CPI环比及同比



资料来源：Wind，太平洋证券

图表3：3月CPI环比

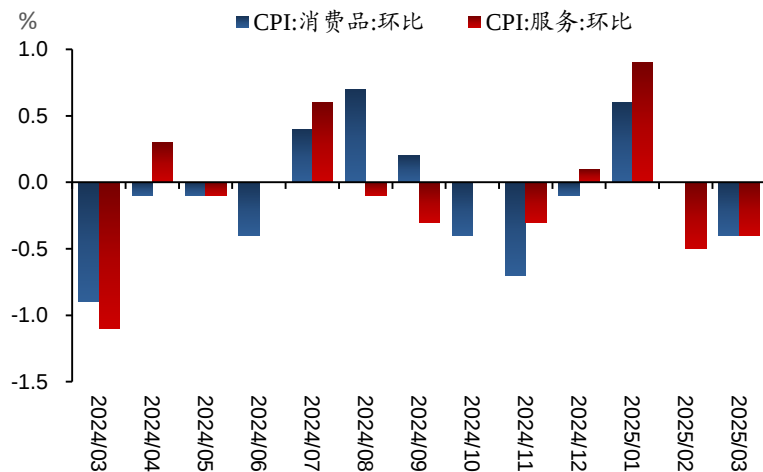


资料来源：Wind，太平洋证券

1、CPI同比降幅收窄，环比好于季节性

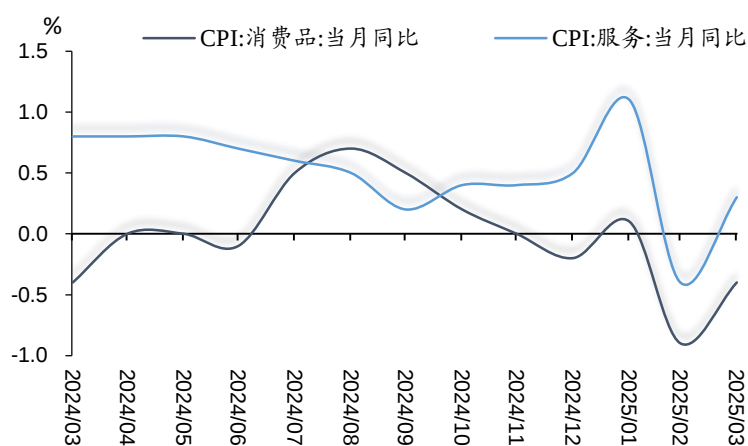
- **消费与服务价格边际均有走弱。**本月消费品与服务价格均环比下降0.4个百分点，其中消费品价格由环比持平转为负增长，拖累一是来自能源相关。扣除能源之后的工业消费品价格环比是正增长，上涨0.5%；二是来自食品相关。根据国家统计局，本月食品价格影响CPI环比下降约0.24个百分点，占CPI总降幅六成。

图表4：消费品及服务环比



资料来源：Wind，太平洋证券

图表5：消费品及服务同比

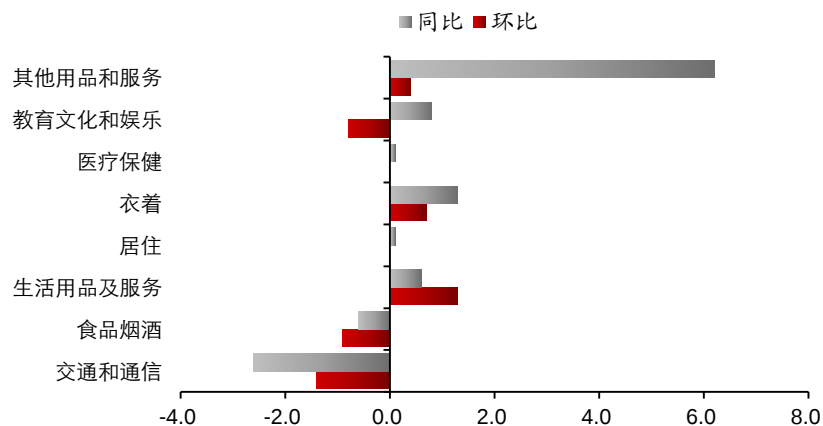


资料来源：Wind，太平洋证券

1、CPI同比降幅收窄，环比好于季节性

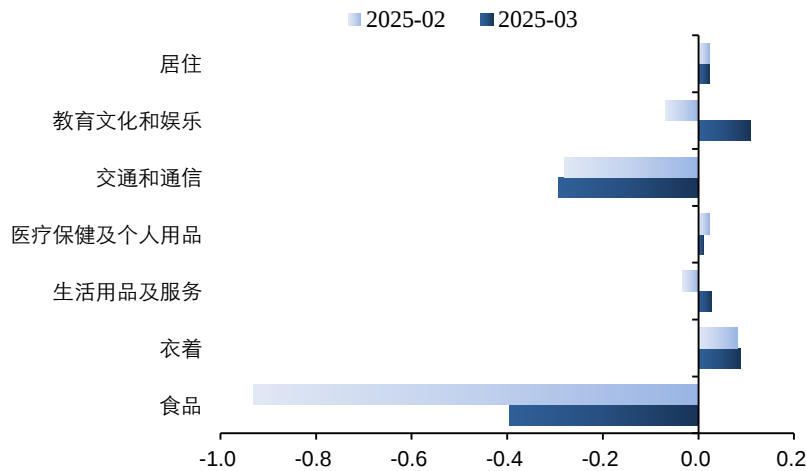
►与上月多数环比负增的表现不同，本月主要分项价格有所分化。食品烟酒、交通和通信、教育文化和娱乐价格环比均在负增区间进一步下探，主要与前文提及的供给充足、国际输入性影响、需求收缩等因素相关。而衣着、生活用品及服务价格环比均由负转正。基于各分项对CPI同比拉动的边际变化，可以看出除交通和通信、医疗保健及个人用品、居住外，其余四项对于整体CPI同比的拉动效应均有加强，尤其是食品价格，对CPI同比的下拉影响比上月明显减少，是支撑CPI同比降幅收窄的主要原因。

图表6：3月各分项价格环比及同比



资料来源: Wind, 太平洋证券

图表7：各分项对CPI同比的拉动

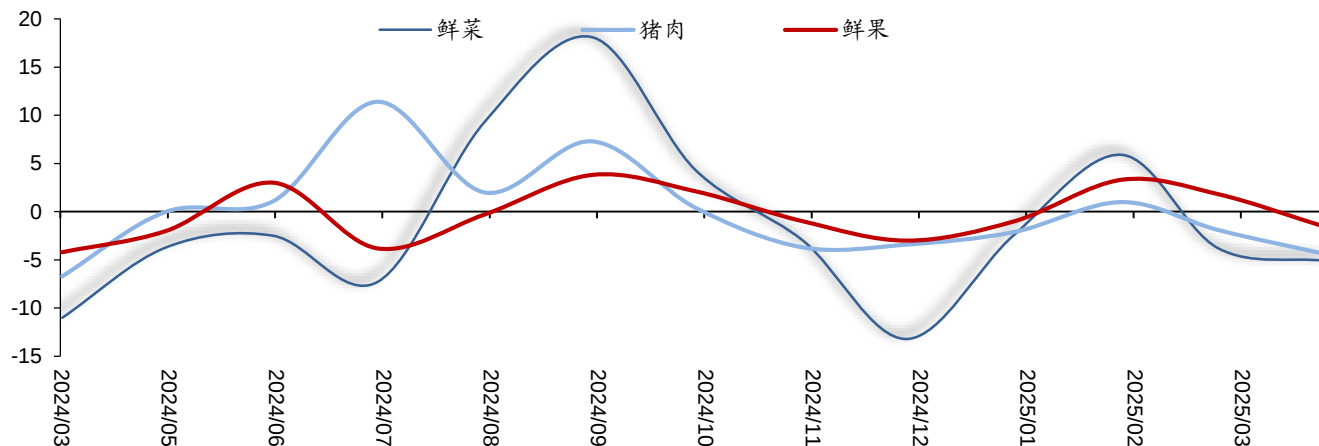


资料来源: Wind, 太平洋证券

1、CPI同比降幅收窄，环比好于季节性

➤ **市场供应相对充足，食品价格季节性回落。**本月食品价格环比下降1.4%，前值为下降0.5%。这一变动符合季节性特征，过去十年同期食品价格环比平均下降2.4个百分点。细分项来看，本月对食品价格拖累较大的主要是一些鲜活食品以及猪肉。本月鲜菜、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。上述品类价格的下行主要受供给侧因素的影响。一是3月天气有利于生产运输，鲜菜、鲜果等市场供应较为充足；二是3月生猪出栏增加，带动产能释放。此外3月传统猪肉消费淡季，偏弱需求同样压制猪价。

图表8：部分食品分项价格环比

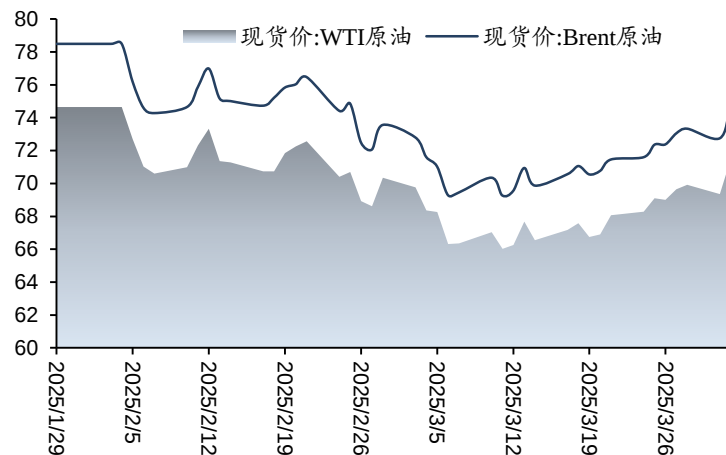


资料来源：Wind，太平洋证券

1、CPI同比降幅收窄，环比好于季节性

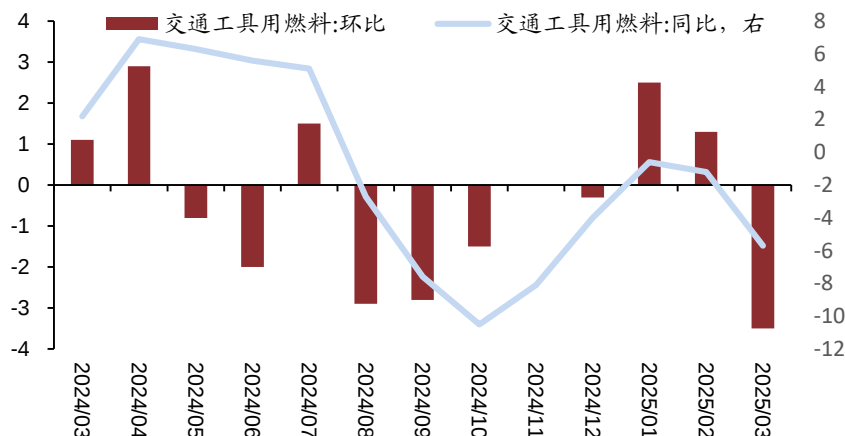
就非食品的消费品而言，其价格变动表现出一定的内部政策导向与外部传导特征。一方面，国内提振消费政策相关的品类价格边际上行。家用器具价格环比上涨2.8%，涨幅好于季节性；另一方面，原油、黄金等国际大宗商品价格的变动相应也传导至国内相关行业。3月国际金价震荡上行，金饰品价格环比上涨2.8%，汽油价格则受国际原油价格的向下调整环比下降3.5%。

图表9：国际油价



资料来源：Wind，太平洋证券

图表10：交通燃料价格环比及同比

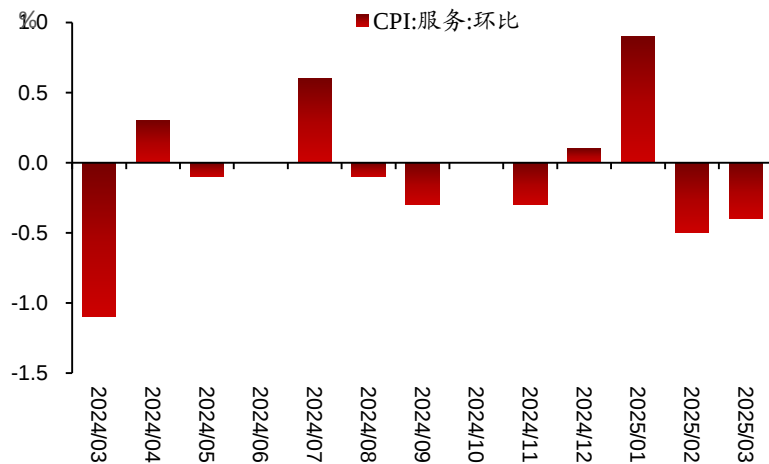


资料来源：Wind，太平洋证券

1、CPI同比降幅收窄，环比好于季节性

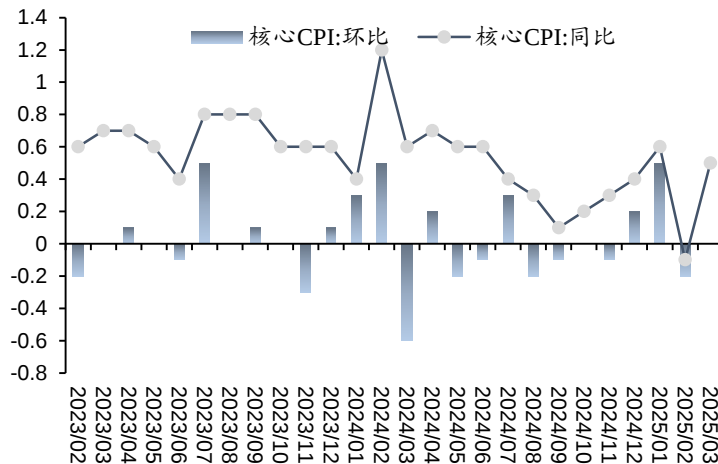
► **旅游淡季出行需求减弱，服务价格季节性回落。** 本月服务分项价格环比下降0.4个百分点（前值为环比下降0.5%），符合季节性特征。同比则由上月下降0.4%转为上涨0.3%，对CPI的影响由上月下拉0.15个百分点转为上拉0.13个百分点。服务价格的边际走弱受到出行相关行业的拖累，本月飞机票和旅游价格分别下降11.5%和5.9%，合计影响CPI环比下降约0.13个百分点。剔除能源及食品，核心CPI在本月迎来修复，同比由上月下降0.1%转为上涨0.5%，环比也由上月下降0.2个百分点转为持平。该指标的边际改善一方面表明国内提振消费需求相关政策显效，供需结构有所优化；另一方面可能也受到去年同期基数走低的影响。其中，家政服务、文娱耐用消费品价格涨幅相对明显，分别

图表11：服务价格环比



资料来源：Wind，太平洋证券

图表12：核心CPI同比及环比

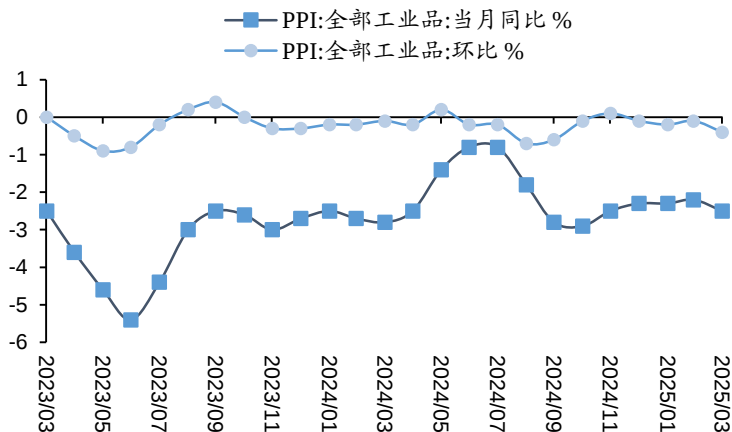


资料来源：Wind，太平洋证券

2、外部传导叠加内部供需因素，PPI降幅进一步下探

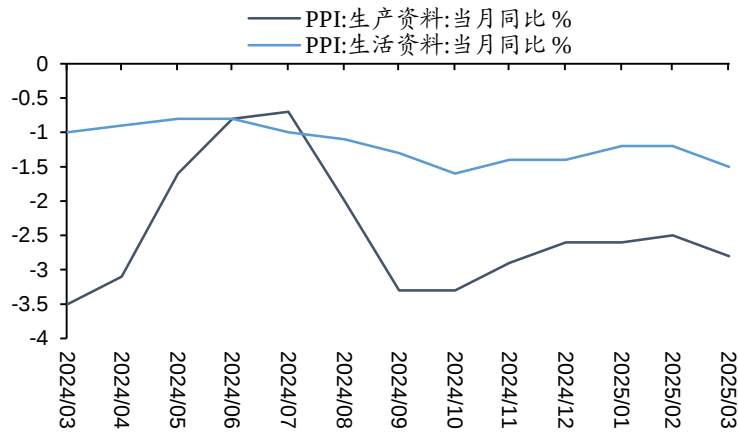
► **内外因素叠加，PPI持续偏弱运行。**3月PPI同比下降2.5%，较前值下行0.3个百分点，小幅低于市场预期，环比而言则下降0.4%，前值为下降0.1%。本月PPI进一步承压，既有外部输入性因素的影响，也与国内工业产业的供需格局有关。

图表13：PPI同比及环比



资料来源：Wind，太平洋证券

图表14：生产资料及生活资料同比

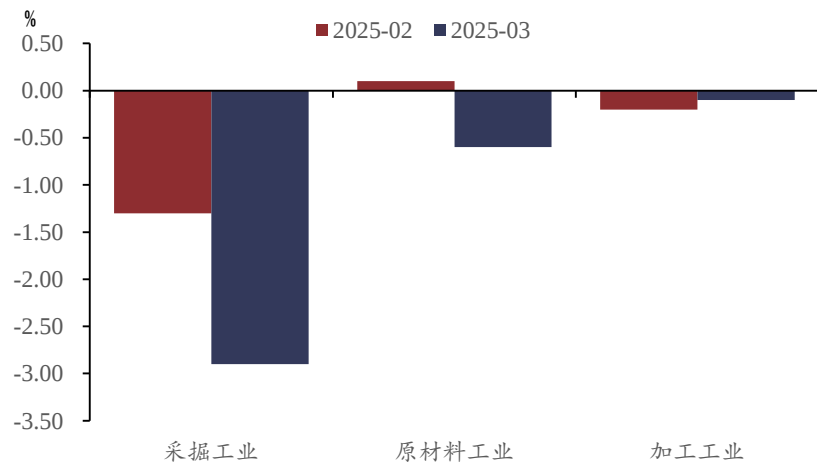


资料来源：Wind，太平洋证券

2、外部传导叠加内部供需因素，PPI降幅进一步下探

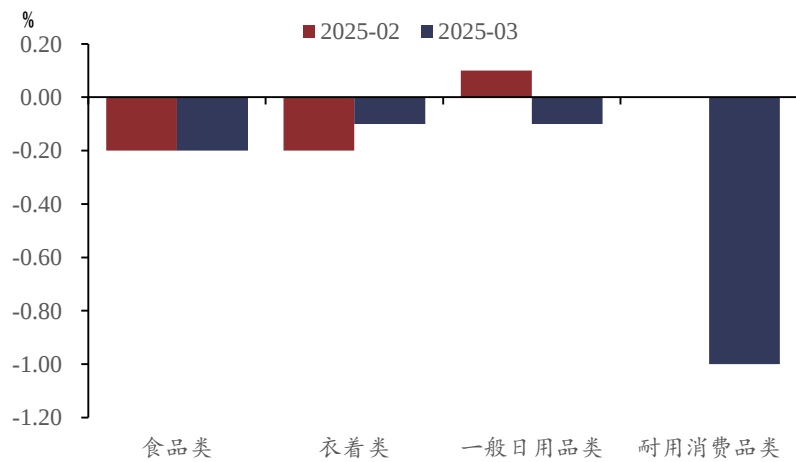
► **生产资料及生活资料价格均有走弱。**本月生活资料与生产资料均对PPI构成拖累，两者环比均有下行，同比降幅也都有扩大。其中，生产资料价格的制约主要来自中上游的采掘工业以及原材料工业，生活资料中，耐用消费品类是价格压力的主要来源，环比及同比降幅均相对明显。

图表15：生产资料细分项环比



资料来源：Wind，太平洋证券

图表16：生活资料细分项环比



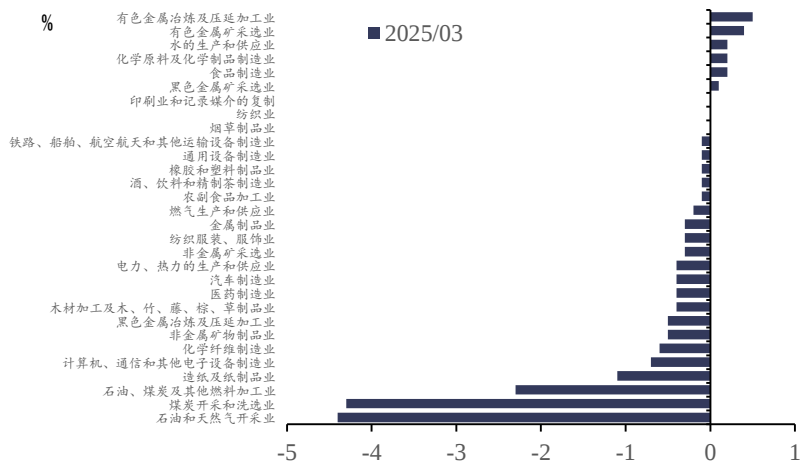
资料来源：Wind，太平洋证券

2、外部传导叠加内部供需因素，PPI降幅进一步下探

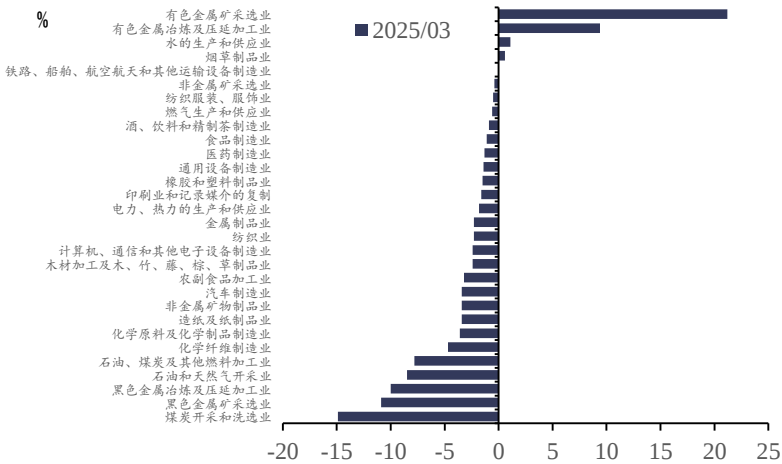
► 细分项看，本月工业品价格遵循以下主线。一则，国际输入性因素主导的价格调整。前文提及本月国际原油价格下行，在这一因素的传导效应下，国内石油相关行业价格环比也有所回落。石油和天然气开采业价格下降4.4%，精炼石油产品制造价格下降1.7%，有机化学原料制造价格下降0.2%。二则，需求偏弱带来的价格下行压力。一方面，本月国内地产、基建项目开工建设热度仍不算强劲，由此衍生出的建材原材料相关需求也较为有限，供需缺口尚待弥合，价格向下调整。本月黑色金属冶炼和压延加工业、非金属矿物制品业价格环比均下降0.5%，合计影响PPI环比下降约0.05个百分点。另一方面，随天气转暖，供暖用煤、用电需求季节性减弱，导致价格下行。本月煤炭开采和洗选业价格环比下降4.3%，电力热力生产和供应业价格环比下降0.4%。三则，政策支持助力价格改善。本月部分新质生产力以及“两新”政策相关行业价格边际变化较为积极。新能源车整车制造、电子电路制造、电力电子元器件制造同比价格降幅均有收窄，文教工美体育和娱乐用品制造业、可穿戴智能设备制造价格同比涨幅均在4个百分点以上。

图表17：主要行业PPI环比

图表18：主要行业PPI同比



资料来源：Wind，太平洋证券



资料来源：Wind，太平洋证券

风险提示

- 关税政策不确定性；
- 全球经济衰退风险；
- 地缘政治风险；
- 内需修复不及预期。

太平洋证券股份有限公司

云南省昆明市盘龙区北京路926号同德广场写字楼31楼



投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。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机构和个人的投资建议，投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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研究人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。