

宏观点评 20250410

警惕关税带来的价格压力——3 月物价数据点评

2025 年 04 月 10 日

证券分析师 芦哲

执业证书：S0600524110003

luzhe@dwzq.com.cn

证券分析师 占烁

执业证书：S0600524120005

zhansh@dwzq.com.cn

相关研究

《人民币有序贬值或为货币宽松打开窗口》

2025-04-10

《“科特估”为“国产化”重塑估值——关税压力下的资本市场战略协同》

2025-04-08

- **数据：**3 月，CPI 环比-0.4%（前值-0.2%），同比-0.1%（前值-0.7%），降幅收窄；PPI 环比-0.4%（前值-0.1%），同比-2.5%（前值-2.2%），降幅扩大。
- **核心观点：**3 月物价仍然偏弱，主要有三方面拖累，一是国际油价下跌，国际油价下行带动国内汽油价格环比下降 3.5%，影响 CPI 环比下降约 0.12 个百分点；二是气候偏暖带来食品价格下跌，食品价格环比下降 1.4%，影响 CPI 环比下降约 0.24 个百分点；三是终端消费和工业需求仍然偏弱，服务消费价格环比略低于历史同期水平，工业原材料价格也仍在继续下行。
- **往后看，国内物价的驱动因素将开始切换，关税冲击将成为影响价格演变的重要因素。**一季度价格背后有两股力量博弈，一是供过于求的基本面，使得价格低位运行的局面不改；二是扩内需政策效果的边际走弱。二季度开始，出口冲击和增量政策将成为价格运行新的驱动。关税冲击将从供需两端带来价格走低压力，供给端，销往海外的部分产品回流国内，国内市场供给更充足；需求端，出口链条的连锁反应会压制私人部门需求。尽管对美进口关税可能提高部分产品的进口价格，但受限于较低的进口比例和国内供需格局，这对整体物价影响有限。所以，应对关税冲击的增量政策十分关键，促消费和稳地产的力度和效果将是决定价格走势的关键力量。
- **去产能政策可能面临更艰难的抉择。**此前两会期间国家发改委明确将出台分行业的化解产能矛盾的政策。去产能政策对工业生产的影响呈现“短期阵痛-中期修复-长期优化”的轨迹，在关税冲击之下，国内经济能否承担去产能带来的短期阵痛，是不确定的。因此，接下来的去产能政策势必会面临更艰难的抉择，从供给端促进价格回升的逻辑也具有更大的不确定性。
- 具体来看，3 月价格具有以下特点：
- **CPI 方面，油价、食品、服务环比增速均偏低，核心商品价格上涨带动核心 CPI 环比增速上行，但持续性仍不确定。**
- **天气转暖，食品价格出现季节性下降。**食品价格环比下降 1.4%，影响 CPI 环比下降约 0.24 个百分点，占 CPI 总降幅六成。其中，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。
- **国际油价下跌拖累 CPI。**3 月布油均价 71.5 美元/桶，相比 2 月均价 75 美元/桶，下降了 4.7%，受此影响，国内汽油价格环比下降 3.5%，影响 CPI 环比下降约 0.12 个百分点。
- **服务价格降幅仍然较大，服务消费需求亟待提振。**服务消费环比-0.4%，虽然说 3 月服务价格会季节性下降，但今年降幅略高于历史均值，2013-2024 年平均下降 0.31%。另外，如果合并 1-3 月来看，今年一季度服务价格累计涨幅为 0，不仅低于 2013-2024 年一季度平均涨幅 0.6%，更是 2013 年以来同期最低涨幅。
- **商品价格涨幅超预期，主要是家用器具涨价创历史最高水平，但可能难以持续。**3 月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。涨幅的主要贡献，一是家用器具价格环比上涨 2.8%，是有数据以来的最高水平（此前历史最高涨幅仅为 1.1%）；二是衣着价格环比上涨 0.7%，高于 2013-2024 年同期均值 0.51%。但其他耐用消费品价格仍不乐观，交通工具环比-0.4%，低于 2013-2024 年同期均值-

0.29%；通信工具环比-0.2%，与 2013-2024 年同期均值-0.25%差别不大。

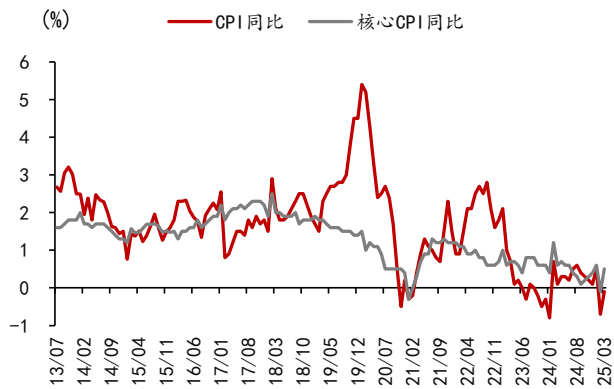
- **服务价格下降、商品价格上涨，二者对冲之下，3 月核心 CPI 环比为 0，略高于 2013-2024 年同期均值-0.1%。**
- **PPI 方面，环比-0.4%达到去年 9 月以来最大降幅，主要是装备制造业和原材料工业拖累。**从趋势来看，去年 9 月一揽子政策出台后，PPI 环比增速先升后降，在 11 月达到+0.1%的高点后开始回落。我们测算了原材料工业、消费品制造业、装备制造、公用事业等四类行业对 PPI 环比增速的贡献，发现在 PPI 环比从上月-0.1%回落到本月-0.4%的过程中，主要是原材料工业贡献-0.2 个点、装备制造业贡献-0.1 个点，消费品制造业和公用事业变化不大。
- **原材料工业中，原油、煤炭、钢铁、水泥等价格降幅都较大，受到国际输入、国内房地产边际走弱等因素影响。**原油方面，国际原油价格下行带动国内石油相关行业价格环比下降，其中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%。**煤炭方面**，北方冬季供暖陆续结束，采暖用煤需求季节性下降，煤炭开采和洗选业价格环比下降 4.3%。**钢铁水泥方面**，3 月建筑业 PMI 反弹斜率偏低，实物需求仍待提振，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%。
- **风险提示：**房地产市场走弱；出口下行；增量政策不及预期的风险。

表1: 3月物价数据概览

同比	CPI	食品	非食品	核心CPI	消费品	服务		PPI	生产资料	采掘	原材料	加工	生活资料	食品	衣着	一般日用品	耐用消费品
2025-03	-0.1	-1.4	0.2	0.5	-0.4	0.3		-2.5	-2.8	-8.3	-2.4	-2.6	-1.5	-1.4	-0.3	0.7	-3.4
2025-02	-0.7	-3.3	-0.1	-0.1	-0.9	-0.4		-2.2	-2.5	-6.3	-1.5	-2.7	-1.2	-1.6	-0.2	0.9	-2.5
2025-01	0.5	0.4	0.5	0.6	0.1	1.1		-2.3	-2.6	-4.9	-1.9	-2.7	-1.2	-1.4	-0.1	0.5	-2.6
2024-12	0.1	-0.5	0.2	0.4	-0.2	0.5		-2.3	-2.6	-4.6	-2.2	-2.7	-1.4	-1.4	-0.1	0.6	-3.1
2024-11	0.2	1.0	0.0	0.3	0.0	0.4		-2.5	-2.9	-4.9	-2.9	-2.7	-1.4	-1.5	-0.3	0.2	-2.7
环比																	
2025-03	-0.4	-1.4	-0.2	0.0	-0.4	-0.4		-0.4	-0.4	-2.9	-0.6	-0.1	-0.4	-0.2	-0.1	-0.1	-1.0
2025-02	-0.2	-0.5	-0.1	-0.2	0.0	-0.5		-0.1	-0.2	-1.3	0.1	-0.2	0.0	-0.2	-0.2	0.1	0.0
2025-01	0.7	1.3	0.6	0.5	0.6	0.9		-0.2	-0.2	-0.2	0.0	-0.3	0.0	-0.2	-0.2	-0.1	0.2
2024-12	0.0	-0.6	0.1	0.2	-0.1	0.1		-0.1	0.0	-0.8	0.3	-0.1	-0.1	-0.1	0.0	0.2	-0.3
2024-11	-0.6	-2.7	-0.1	-0.1	-0.7	-0.3		0.1	0.1	-0.1	0.2	0.1	0.0	-0.2	0.0	0.1	0.2

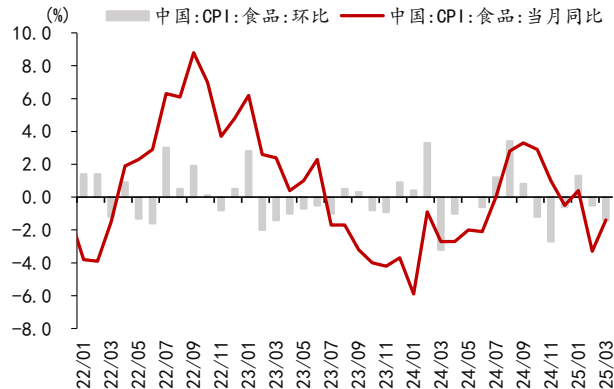
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图1: CPI与核心CPI同比



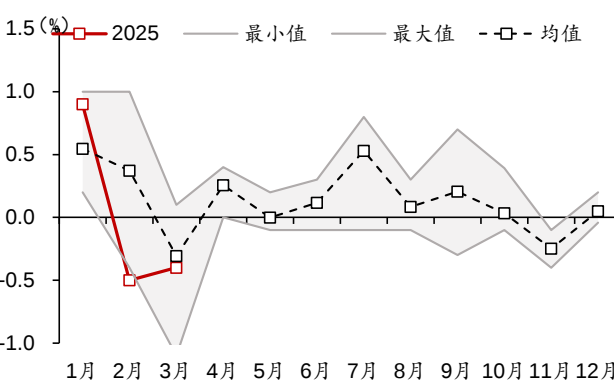
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图2: 食品CPI环比和同比



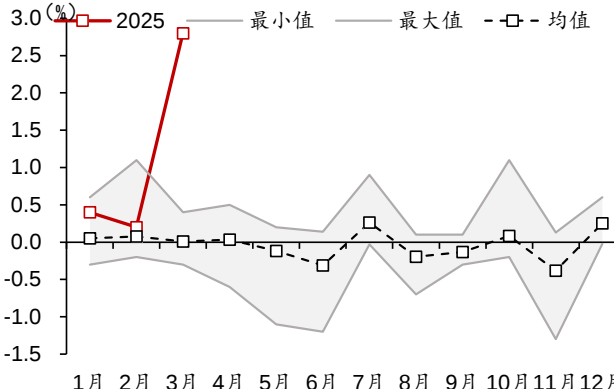
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图3: 2013-2025年服务CPI环比增速



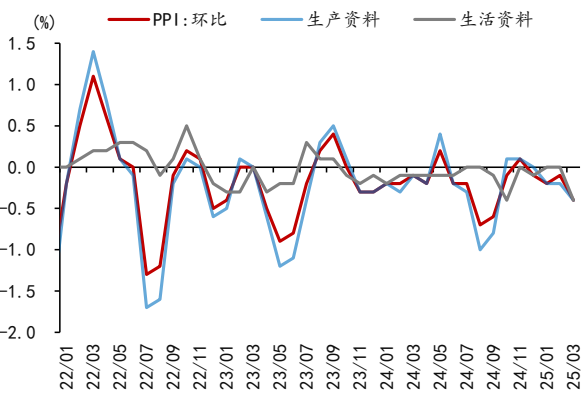
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图4: 2013-2025年家用器具CPI环比增速



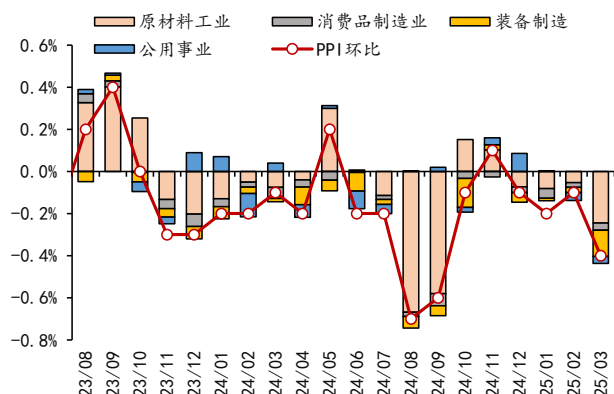
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图5: PPI 环比增速



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: 各行业大类对 PPI 环比的拉动



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

免责声明

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

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 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），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>