

2025年04月10日

证券分析师

刘思佳 S0630516080002

liusj@longone.com.cn

证券分析师

胡少华 S0630516090002

hush@longone.com.cn

联系人

李嘉豪

lijiah@longone.com.cn

核心CPI转正，PPI仍存结构性矛盾

——国内观察：2025年3月通胀数据

投资要点

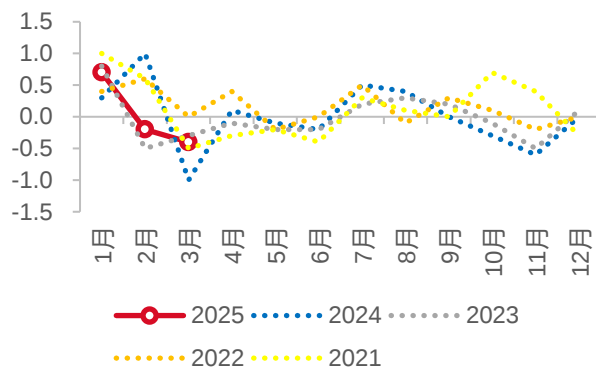
- **事件：**2025年4月10日，统计局发布3月通胀数据。3月，CPI当月同比-0.1%，前值-0.7%；环比-0.4%，前值-0.2%。PPI当月同比-2.5%，前值-2.2%；环比-0.4%，前值-0.4%。
- **核心观点：**3月CPI同比虽然仍为负，但CPI环比强于季节性，核心CPI也同比回正，扣除能源的工业消费品价格表现回升，体现出“两新”政策的效果，不过春节后服务消费走弱是主要拖累。PPI受到了油价等输入性价格因素的影响，虽然装备制造以及高新技术产业有支撑，但传统行业价格仍然承压。当前关税政策对国内通胀的影响相对有限，但由于政策本身变化的节奏较快，且存在较大不确定性，内需政策加码，呵护价格稳步回升，稳定企业盈利的必要性上升，关注4月政治局会议的边际变化。
- **CPI环比略强于季节性。**3月CPI环比-0.4%，略高于近5年同期均值-0.6%，推动CPI同比降幅的收窄。食品环比-1.4%，略高于近5年同期均值-2.6%；非食品环比-0.2%，低于近5年同期均值-0.1%。
- **关税对食品价格的影响可能主要在大豆等相关产品。**食品主要分项中，拖累主要来自于鲜果、鸡蛋，而鲜菜、猪肉表现略超季节性。从加征关税对食品价格的影响来看，鲜菜鲜果相对有限，对畜肉的影响主要体现在饲料成本的上升，不过考虑第一轮贸易战以后大豆进口口的结构性变化，总体影响程度仍有待进一步观察。
- **“以旧换新”政策支撑相关消费品价格。**实物消费相关行业表现相对较好，或是受益于“以旧换新”效果显现，消费品价格环比-0.4%，高于近5年同期均值-0.74%，扣除能源的工业消费品价格环比0.5%，较上月扩大0.3个百分点。假期后，出行以及服务消费相关价格季节性回落，服务价格环比-0.4%，低于近5年同期均值-0.32%。分项来看，生活用品及服务、衣着强于季节性，交通和通信、教育文化和娱乐、医疗保健略弱于季节性，居住、其他用品和服务持平于季节性。
- **基数回落叠加环比的超季节性表现，推动核心CPI同比回正。**一方面同比基数由1.2%回落至0.6%；另一方面，3月核心CPI环比0.6%，明显高于近5年同期均值0.0%。两者共同推动3月核心CPI同比由前值的-0.1%升至0.5%，高于去年下半年均值0.3%，进一步验证2月走弱主要受春节错位影响。
- **PPI仍处低位，仍存结构性矛盾。**3月PPI环比-0.4%，弱于近5年同期均值0.32%。3月PMI中原材料购进价格指数以及出厂价格指数也均低于荣枯线。3月PPI走弱的主要原因：1.上游能源价格普遍表现偏弱，原油价格下行受国际输入因素影响，煤炭需求季节性回落。2.虽然高技术产业、装备制造业等行业有拉动，但传统产业受内需影响价格仍相对偏弱，PPI仍然存在结构性的矛盾。
- **关税政策对PPI的影响。**从中国自美国进口的产品结构来看，除了农产品之外，能源产品、电气、机械、光学医疗等相关产品的进口比重较高，后续可能影响PPI中相关行业价格。但中国自美国进口占整体进口的比重仅为6%左右，故影响相对可控。目前来看，本轮关税政策最大的担忧，仍然可能集中在全球贸易规模的萎缩而导致需求下滑，出口美国较多的产品影响可能较大。当前环境下，内需政策重要性凸显。
- **风险提示：**国内政策落地不及预期；美国对中国关税政策继续超预期的风险；金融市场波动引发危机的风险。

图1 CPI 当月同比, %



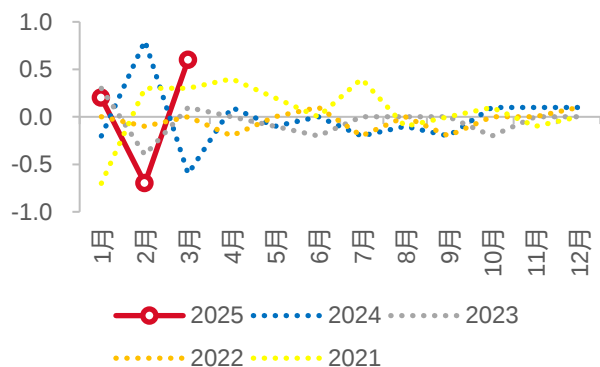
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图2 CPI 环比季节性, %



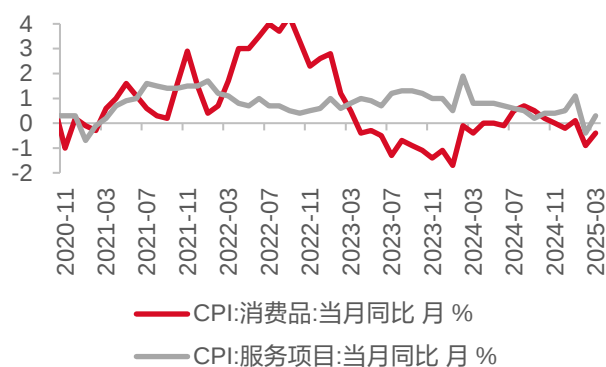
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图3 核心CPI 环比, %



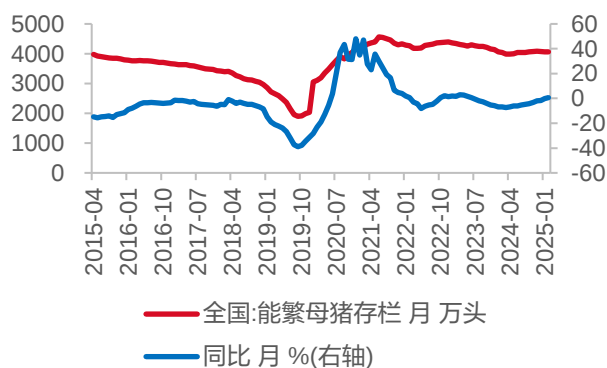
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图4 消费品及服务CPI 当月同比, %



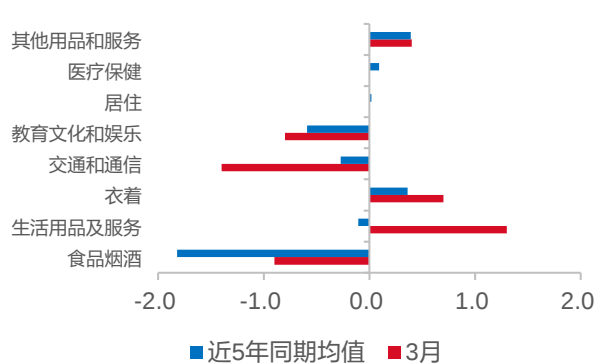
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图5 能繁母猪存栏及同比, 万头, %



资料来源：种猪信息网，农业农村部，东海证券研究所

图6 CPI 主要分项环比及近5年同期均值



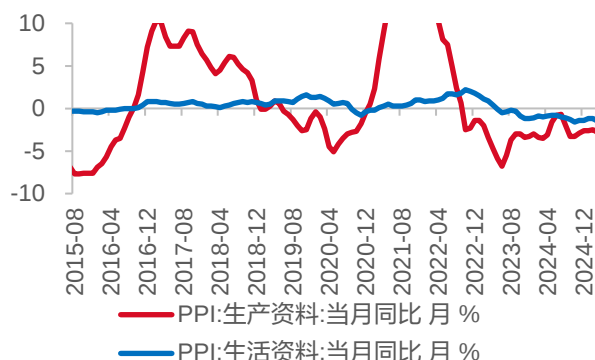
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图7 PPI 当月同比, %



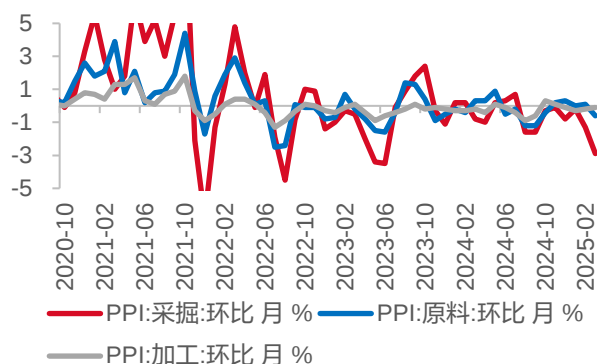
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图8 PPI 生产和生活资料类同比, %



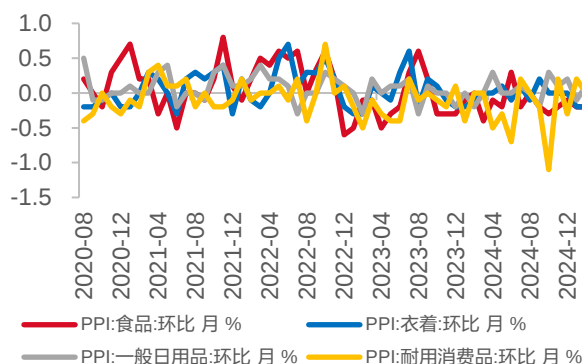
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图9 PPI 生产资料分项环比, %



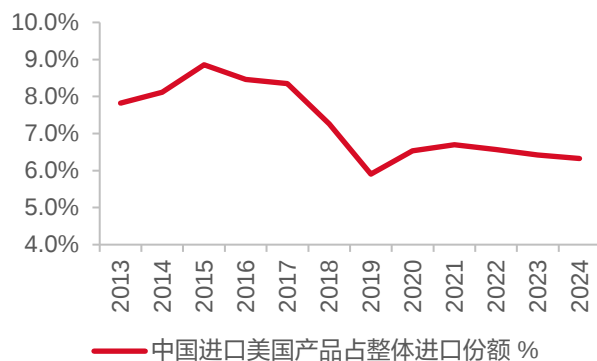
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图10 PPI 生活资料分项环比, %



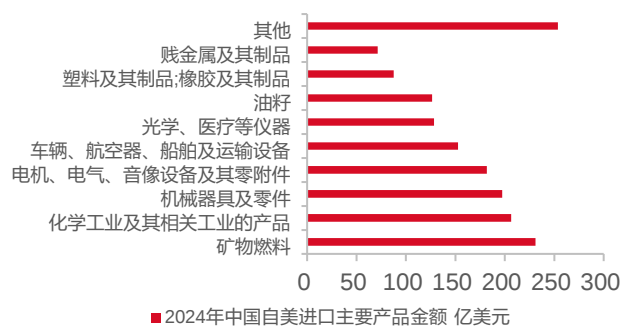
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图11 中国进口美国产品占整体进口份额, %



资料来源：海关总署，东海证券研究所

图12 2024 年中国自美国进口主要产品金额, 亿美元



资料来源：海关总署，东海证券研究所

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

二、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注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告所涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明：

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证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，本公司亦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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明：

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址：Http://www.longone.com.cn
 座机：(8621) 20333275
 手机：18221959689
 传真：(8621) 50585608
 邮编：200125

北京 东海证券研究所

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址：Http://www.longone.com.cn
 座机：(8610) 59707105
 手机：18221959689
 传真：(8610) 59707100
 邮编：100089