

3 月 CPI 同比降幅明显收窄，当前物价水平为扩内需对冲外部波动提供充分空间

——2025 年 3 月物价数据点评

研究发展部总监 冯琳

事件：根据国家统计局公布的数据，2025 年 3 月，CPI 同比下降 0.1%，上月为下降 0.7%；1-3 月 CPI 累计同比下降 0.1%；3 月 PPI 同比下降 2.5%，上月为下降 2.2%，1-3 月 PPI 累计同比下降 2.3%。

基本观点：3 月 CPI 环比季节性下行，同比降幅明显收窄，主要是受上年同期基数下沉带动，与此同时，以旧换新政策扩围加力，也对家电、汽车、电子产品价格带来支撑。我们认为，在春节错期效应导致年初两个月数据大幅颠簸之后，3 月 CPI 同比更能体现当前整体物价稳中偏弱状况。3 月 PPI 环比、同比跌幅扩大，主因国际原油价格总体继续下跌并逐步传导至国内相关行业，国内需求偏弱拖累下，煤炭、钢铁等工业品价格亦有所下行，另外，终端消费不足导致生活资料价格跌幅也有所加深。总体上看，当前国内物价水平稳中偏弱，为扩消费对冲外部冲击提供了充分的空间。

展望未来，4 月外部经贸环境变数骤然加大，部分出口转内销需求可能会对物价形成一定下行压力。不过，我们判断新一轮增量政策将会出台，超常规逆周期调节有望出手，扩内需成为当前的首要任务，重点是大力提振消费。这将对物价形成有力支撑。综合上年同期基数变化，短期物价走势，我们判断 4 月 CPI 同比将在 0% 左右。这也意味着后期国内促消费空间广阔，不用担心通胀问题。PPI 方面，美国宣布“对等关税”后，国际大宗商品价格大幅下跌，同时外需放缓也将对国内工业品价格有一定抑制作用，预计 4 月 PPI 同比降幅将进一步扩大至 -3.0% 左右。

具体来看：

一、3 月 CPI 环比季节性下行，同比降幅明显收窄，主要是受上年同期基数下沉带动，与此同时，以旧换新政策扩围加力，也对家电、汽车、电子产品价格带来支撑。我们认为，在春节错期效应导致年初两个月数据大幅颠簸之后，3 月 CPI 同比更能体现当前整体物价状况。总体上看，当前国内物价水平稳中偏弱，为扩消费对冲外部冲击提供了充分的空间。

具体来看，3月春节消费旺季影响进一步消退，加之天气转暖，部分鲜活食品大量上市，当月猪肉、鲜菜、水果等主要食品价格都有不同程度下降；不过，受上年同期食品价格基数偏低影响，3月猪肉、鲜菜、水果价格同比都有一定幅度回升，食品CPI同比降幅收窄1.9个百分点，至-1.4%，对CPI同比的下拉影响比上月减少约0.35个百分点，是推动当月CPI同比降幅收窄的主要因素。

非食品价格方面，3月成品油价格“二连降”，同比降幅也有所扩大，即由2月的-1.4%扩大至-6.5%，主要体现国际输入性因素影响。其他工业品价格方面，3月在耐用消费品以旧换新政策扩围加力支持下，家电、汽车、电子产品价格获得支撑，同比都有不同程度改善，并带动工业消费品价格同比降幅有所收窄。但受消费不振影响，当前消费品价格整体仍然较为低迷，这是制约3月CPI同比未能回正的一个主要因素。

服务CPI方面，节后旅游出行需求快速下行，3月飞机票和旅游价格环比分别下降11.5%和5.9%，不过，在上年同期基数下沉推动下，3月服务价格同比回正，这是推动当月整体CPI同比降幅收窄的另一个主要原因。

鉴于春节错期对1月和2月CPI月度同比影响较大，3月CPI同比实际上更能代表当前整体物价水平——3月CPI同比为-0.1%，1-3月CPI累计同比也为-0.1%。另外，3月剔除波动较大的食品、能源价格，更能体现根本物价水平的核心CPI同比为0.5%，较上月上升0.6个百分点，1-3月累计同比为0.3%。这显示3月及年初物价水平稳中偏弱。这一方面源于当前商品和服务供应充足，另一方面是市场需求不足现象依然比较突出。背后主要是房地产市场持续调整影响居民消费信心——根据国家统计局最新数据，2025年2月，国家统计局公布的消费者信心指数是88.4%，较上月上升0.9个百分点，连续三个月回升，背后是四季度经济增速回升，楼市活跃度上升，消费者信心有所恢复。不过，当前消费者信心指数仍然明显低于100的中值水平，背后是受房地产市场持续调整，居民财富“缩水”，以及2024年居民收入增速有所下滑等影响，当前居民消费信心偏弱。

需要指出的是，去年四季度以来包括消费品以旧换新在内的促消费政策加码，对物价有一定支撑作用。可以看到，去年11月至今年3月，汽车等交通工具价格累计下降0.5%，而之前的五个月累计下降2.2%。家电方面，去年11月至今年3月，家用器具价格累计上升2.9%，而之前的五个月累计降幅为1.9%。这意味着2025年促消费力度进一步加码，特别是消费品换新支持额度由上年的1500亿翻番至3000亿，将对汽车、家电及数码电子产品等主要消费领域物价有一定支撑作用。

展望未来，4月外部经贸环境变数骤然加大，部分出口转内销需求可能会对物价形成一定下行压力。不过，我们判断新一轮增量政策将会出台，超常规逆周期调节有望出手，扩内需成为当前的首要任务，重

点是大力提振消费。这将对物价形成有力支撑。综合上年同期基数变化，短期物价走势，我们判断4月CPI同比将在0%左右。这也意味着后期国内促消费对冲外部冲击的空间广阔，不用担心通胀问题。

二、3月PPI环比、同比跌幅扩大，主因国际原油价格总体继续下跌并逐步传导至国内相关行业，国内需求偏弱拖累下，煤炭、钢铁等工业品价格亦有所下行，另外，终端消费不足导致生活资料价格跌幅也有所加深。展望4月，美国宣布“对等关税”后，国际大宗商品价格大幅下跌，同时外需放缓也将对国内工业品价格有一定抑制作用，预计4月PPI同比降幅将进一步扩大。

3月PPI环比下跌0.4%，同比下跌2.5%，环比、同比跌幅较上月均扩大0.3个百分点。这主要受内外两方面因素影响：一方面，受美国政府能源政策取向及贸易战风险加大等因素影响，3月国际原油价格总体继续下跌，当月布伦特原油期货价月均值环比下跌3.4%，同比跌幅较上月扩大4.5个百分点。自1月中下旬以来，国际油价较快下行，对国内原油相关行业PPI的下拉效应逐步显现，3月国内石油和天然气开采业PPI环比下降4.4%，同比下降8.5%，石油、煤炭及其他燃料加工业PPI环比下降2.3%，同比下降7.8%，降幅较上月均有所扩大。

另一方面，国内需求偏弱拖累下，3月煤炭、钢铁等工业品价格亦有所下行。其中，随天气转暖，北方供暖季结束，煤炭需求季节性下降，3月煤炭开采和洗选业PPI环比跌幅扩大至4.3%，同比跌幅扩大至14.9%；房地产开发投资延续下滑背景下，钢铁等工业品需求继续承压，3月钢铁行业PPI环比下跌0.5%，非金属矿物制品业PPI环比下跌0.5%，同比跌幅分别为-10.0%和-3.4%，与上月相比有小幅收敛。另外，3月生活资料PPI环比、同比跌幅均有所加深，显示终端消费不足对整体PPI表现亦有所拖累。

分大类看，3月生产资料PPI环比下跌0.4%，同比下跌2.8%，跌幅较上月分别扩大0.2和0.3个百分点，这主要受能源及部分工业品价格拖累。因此从分项来看，当月采掘工业PPI环比、同比跌幅明显扩大，原材料工业PPI环比、同比跌幅也有所加深，但下游加工工业PPI环比、同比跌幅则小幅收敛。我们关注到，受高技术产业快速发展，设备更新等政策显效拉动，近期部分下游行业供需结构有所改善，价格呈现积极变化——3月电子电路制造、工业自动控制系统装置制造、电力电子元器件制造价格同比降幅较上月分别收窄0.6、0.4和0.2个百分点，航空航天器及设备制造价格同比上涨2.0%，船舶及相关装置制造价格同比上涨0.7%，制药专用设备、包装专用设备、纺织专用设备制造价格同比分别上涨6.1%、1.9%和0.2%。

生活资料方面，3月生活资料PPI环比下跌0.4%，同比下跌1.5%，跌幅较上月分别扩大0.4和0.3个

百分点。从分项来看，当月食品、衣着、一般日用品、耐用消费品 PPI 环比均有所下跌，且除日用消费品 PPI 同比上涨外，其他分项 PPI 同比也均为下降。其中，或主要受汽车价格战影响，3 月耐用消费品 PPI 环比下跌 1.0%，同比下跌 3.4%，跌幅较上月分别扩大 1.0 和 0.9 个百分点，对当月生活资料 PPI 整体表现造成明显拖累。

展望 4 月，美国宣布所谓“对等关税”后，原油、铜、铝等国际大宗商品价格出现大幅下跌走势。同时，外部经贸环境变化带来出口放缓，也将对国内工业品价格有一定抑制作用——近年出口交货值在制造业产值中的比重稳定在 45% 左右。综合以上，4 月 PPI 同比降幅将进一步扩大，预计在 -3.0% 左右。往后看，年内 PPI 同比能否转正，除了要关注原油等国际大宗商品价格走势外，将主要取决于接下来逆周期调节发力对冲外需放缓的效果，同时国内房地产支持政策的影响也很重要。

权利及免责声明：

本研究报告及相关的信用分析数据、模型、软件、评级结果等所有内容的著作权和其他相关知识产权均归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构及个人未经东方金诚书面授权不得修改、复制、逆向工程、销售、分发、储存、引用或以任何方式传播。

本研究报告中引用的标明出处的公开资料，其合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方/发布方负责，东方金诚对该等资料进行了合理审慎的核查，但不应视为东方金诚对其合法性、真实性、准确性及完整性提供了任何形式的保证。

由于评级预测具有主观性和局限性，东方金诚对于评级预测以及基于评级预测的结论并不保证与实际情况一致，并保留随时予以修正或更新的权利。

本研究报告仅用于为投资人、发行人等授权使用方提供第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资者应审慎使用本研究报告，自行对投资行为和投资结果负责，东方金诚不对其承担任何责任。

本研究报告仅授权东方金诚指定的使用者使用，且该等使用者必须按照授权确定的方式使用，相关引用必须注明来自东方金诚且不得篡改、歪曲或有任何类似性质的修改行为。

未获授权的机构及人士不应获取或以任何方式使用本研究报告，东方金诚对本研究报告的未授权使用、超授权使用和非法使用等不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。