

内外因素共振，通胀面临压力

【事件】

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%。

【观点摘要】

整体来看，3 月份 CPI 数据同比降幅受基数效应减弱影响有所收窄，而 PPI 数据受国际原油价格下行的影响，同环比降幅均有所扩大，国内需求依旧偏弱。

3 月 CPI 同比增速为-0.1%，较上月收窄了 0.6%，其主要原因是由于基数的影响有所减弱。虽然春节消费旺季已过，天气转暖鲜果、鲜菜以及猪肉等等食品价格均有不同程度的回落，但是由于去年同期价格偏低的影响，3 月食品 CPI 同比降幅大幅收窄。非食品价格方面，在“以旧换新”政策支持之下，汽车、家电等产品价格同比出现改善，但交通工具燃料价格环比下跌 3.5%，对非食品项形成拖累。居民消费需求依然偏弱，内需改善偏缓带动消费品价格整体偏低迷，故而 3 月份 CPI 同比未能回正。

3 月 PPI 同环比继续下行，PPI 的下行一方面受到国际因素影响，贸易战风险加大以及特朗普能源主张的影响之下 3 月份国际原油价格下行，此外天气转暖，煤炭需求季节性下降，且国内需求依然偏弱，内外因素共同作用之下 PPI 增速回落。

展望未来，4 月份全球贸易环境波动加大，翘尾因素小幅回落，对等关税的影响叠加国际油价下行压力较大，工业品价格支撑减弱。而食品项价格环比以及服务价格可能受到假期以及政策的影响有所改善，CPI 同比维持负区间概率较大。PPI 同比预计延续负增格局，关税政策叠加 OPEC+ 供需基本面均对原油价格产生拖累，预计短期油价具有下行压力。而出口压力的增加可能导致国内产能过剩的压力有所增加，工业品价格下行，推动价格不收缩或为今年政策制定的真实锚点，后续预计会有系列措施推动供需关系优化和价格中枢上行。

投资咨询业务资格：

京证监许可【2012】76 号

霍柔安

电话：010-84555194

邮 箱

huorouan@guoyuanqh.com

期货从业资格号

F03129173

投资咨询资格号

Z0020307

【目 录】

一、 主要观点2

二、 图表详情2

三、 总结8

一、主要观点

整体来看，3 月份 CPI 数据同比降幅受基数效应减弱影响有所收窄，而 PPI 数据受国际原油价格下行的影响，同环比降幅均有所扩大，国内需求依旧偏弱。

3月CPI同比增速为-0.1%，较上月收窄了0.6%，其主要原因是由于基数的影响有所减弱。虽然春节消费旺季已过，天气转暖鲜果、鲜菜以及猪肉等等食品价格均有不同程度的回落，但是由于去年同期价格偏低的影响，3月食品CPI同比降幅大幅收窄，翘尾因素回落，推动CPI同比降幅收窄。非食品价格方面，在“以旧换新”政策支持之下，汽车、家电等产品价格同比出现改善，但交通工具燃料价格环比下跌3.5%，国际输入性因素影响创下去年以来最大跌幅，对非食品项形成拖累。此外，服务价格同比较上月虽然有所提高但是环比仍然低于历史同期均值，说明居民消费需求依然偏弱，内需改善偏缓带动消费品价格整体偏低迷，故而3月份CPI同比未能回正。

3月PPI同环比继续下行,同比下降0.3个百分点至-2.5%,环比下降0.3个百分点至-0.4%。PPI的下行一方面受到国际因素影响,贸易战风险加大以及特朗普能源主张的影响之下3月份国际原油价格下行,叠加近期OPEX+的增产预期,对原油价格形成拖累。此外天气转暖,煤炭需求季节性下降,且国内需求依然偏弱,虽然基建链条存在支撑,但房地产建材等行业价格环比为负,内外因素共同作用之下PPI增速回落。

二、图表详情

图 1. 近 1 年 CPI 及其分项同比变化

趋势																				
指标名称	CPI:当月同比	食品	非食品	核心CPI	消费品	服务项目	食品烟酒	粮食	鲜菜	畜肉类	猪肉	蛋	鲜果	衣着	服装	居住	生活用品及服务	交通和通信	教育文化和娱乐	医疗保健
2025-03	-0.1	-1.4	0.2	0.5	-0.4	0.3	-0.6	-1.5	-6.8	-0.1	6.7	-1.6	0.9	1.3	1.5	0.1	0.6	-2.6	0.8	0.1
2025-02	-0.7	-3.3	-0.1	-0.1	-0.9	-0.4	-1.9	-1.3	-12.6	-1.8	4.1	-2.7	-1.8	1.2	1.4	0.1	-0.7	-2.5	-0.5	0.2
2025-01	0.5	0.4	0.5	0.6	0.1	1.1	0.6	-1.4	2.4	2.5	13.8	0.7	0.6	1.1	1.3	0.1	-1.2	-0.6	1.7	0.7
2024-12	0.1	-0.5	0.2	0.4	-0.2	0.5	0	-1.3	0.5	1.7	12.5	-0.1	-3	1.2	1.4	0.1	-0.7	-2.2	0.9	0.9
2024-11	0.2	1	0	0.3	0	0.4	0.9	-1.1	10	3	13.7	-0.5	-0.3	1.1	1.3	-0.1	-0.3	-3.6	2.1	1.1
2024-10	0.4	2.9	-0.3	0.2	0.2	0.4	2	-0.7	21.9	2.8	14.2	-2.5	4.7	1.1	1.4	-0.1	0.1	-4.8	0.8	1.1
2024-09	0.4	3.3	-0.2	0.1	0.5	0.2	2.3	-0.7	22.6	3.8	16.2	-4.1	6.1	1.3	1.6	-0.1	-0.4	-1.1	0.6	1.2
2024-08	0.6	3.8	0.2	0.3	0.7	0.5	2.1	-0.1	21.8	3.8	16.1	-3.5	4.1	1.4	1.7	0	0.2	-2.7	1.3	1.4
2024-07	0.5	0	0.7	0.4	0.5	0.6	0.2	0.1	3.3	4.9	20.4	0.4	-4.2	1.5	1.7	0.1	0.7	-0.6	1.7	1.4
2024-06	0.2	-2.1	0.8	0.6	-0.1	0.7	-1.1	0.4	-7.3	3.5	18.1	-3.9	-8.7	1.5	1.8	0.2	0.9	-0.3	1.7	1.5
2024-05	0.3	-2	0.8	0.6	0	0.8	-1	0.5	2.3	-2.2	4.6	-7.4	-6.7	1.6	1.8	0.2	0.8	-0.2	1.7	1.5
2024-04	0.3	-2.7	0.9	0.7	0	0.8	-1.4	0.5	1.3	-3.2	4.6	-10.6	-9.7	1.6	1.8	0.2	1.4	0.1	1.8	1.1

数据来源：Wind、国元期货

图 2. 近 1 年 CPI 及其分项环比变化

趋势																				
指标名称	CPI：环比	食品	非食品	核心CPI	消费品	服务项目	食品烟酒	粮食	鲜菜	畜肉类	猪肉	蛋	鲜果	衣着	衣着：服装	居住	生活用品及服务	交通和通信	教育文化娱乐	医疗保健
2025-03	-0.40	-1.40	-0.20	0.00	-0.40	-0.90	0.00	-5.10	-2.20	-4.40	-2.70	-1.60	0.70	0.70	0.00	1.30	-1.40	-0.80	0.00	0.10
2025-02	-0.20	-0.50	-0.10	-0.20	-0.50	-0.20	0.00	-3.80	-0.90	-1.90	-5.50	1.80	-0.10	-0.10	0.00	-0.10	-0.40	-0.50	0.00	0.20
2025-01	0.70	1.30	0.60	0.50	0.90	0.90	-0.10	5.90	0.40	1.00	-0.60	3.30	-0.40	-0.40	0.00	0.70	1.70	1.50	0.00	0.30
2024-12	0.00	-0.60	0.10	0.20	0.10	-0.30	0.00	-2.40	-1.30	-2.10	0.20	-1.00	0.20	0.20	0.10	0.30	0.30	-0.70	0.00	0.00
2024-11	-0.60	-2.70	-0.10	-0.30	-0.30	-0.70	0.00	-13.20	-1.10	-3.30	0.00	-3.00	0.60	-0.90	-0.40	-0.80	-0.10	-0.70	0.00	0.00
2024-10	-1.30	-1.20	0.00	0.00	0.00	-0.80	0.00	-3.00	0.40	-2.00	-1.00	0.00	-0.10	0.00	0.10	0.70	-0.30	0.00	0.00	0.00
2024-09	0.00	0.80	-0.20	-0.10	-0.30	0.50	-0.20	3.30	0.40	0.40	2.10	2.10	0.80	0.80	-0.10	0.00	-1.30	-0.30	0.00	0.00
2024-08	0.40	3.40	-0.30	-0.20	-0.10	2.20	-0.10	18.10	3.60	7.30	2.80	3.80	-0.20	-0.20	0.00	-0.70	-1.10	-0.10	0.00	0.10
2024-07	0.50	1.20	0.40	0.30	0.60	0.70	-0.30	9.30	0.80	2.00	3.70	-0.30	-0.40	-0.30	0.00	0.40	0.90	1.30	0.00	0.00
2024-06	-0.20	-0.60	-0.20	-0.10	0.00	-0.40	-0.10	-7.30	4.50	11.40	1.50	-3.80	-0.20	-0.20	0.10	-0.40	-0.60	-0.20	0.10	0.00
2024-05	-0.10	0.00	-0.20	-0.20	-0.10	0.00	-0.20	-2.50	-0.40	1.10	2.20	3.00	0.40	0.40	-0.10	-0.70	-0.80	-0.10	0.00	0.10
2024-04	0.10	-1.00	0.30	0.20	0.30	-0.70	-0.20	-3.70	-0.80	0.00	-2.00	-2.00	-0.10	-0.10	0.00	0.40	1.00	0.50	0.20	0.00

数据来源：Wind、国元期货

图 3. 近 1 年 PPI 及其分项同比变化

趋势										
指标名称	PPI: 当月同比	生产资料	原料	采掘	加工	生活资料	食品	衣着	一般日用品	耐用消费品
2025-03	-2.5	-2.8	-2.4	-8.3	-2.6	-1.5	-1.4	-0.3	0.7	-3.4
2025-02	-2.2	-2.5	-1.5	-6.3	-2.7	-1.2	-1.6	-0.2	0.9	-2.5
2025-01	-2.3	-2.6	-1.9	-4.9	-2.7	-1.2	-1.4	-0.1	0.5	-2.6
2024-12	-2.3	-2.6	-2.2	-4.6	-2.7	-1.4	-1.4	-0.1	0.6	-3.1
2024-11	-2.5	-2.9	-2.9	-4.9	-2.7	-1.4	-1.5	-0.3	0.2	-2.7
2024-10	-2.9	-3.3	-4	-5.1	-2.9	-1.6	-1.6	-0.4	0.1	-3.1
2024-09	-2.80	-3.30	-3.20	-2.50	-3.30	-1.30	-1.60	-0.30	-0.30	-2.10
2024-08	-1.8	-2	-0.8	0.9	-2.7	-1.1	-1.3	-0.4	0	-1.9
2024-07	-0.8	-0.7	1.8	3.5	-2.1	-1	-0.7	-0.5	-0.3	-2
2024-06	-0.8	-0.8	1.6	2.7	-2	-0.8	-0.2	0	-0.1	-2.1
2024-05	-1.4	-1.6	0.5	-1.2	-2.6	-0.8	-0.7	0.4	0	-1.8
2024-04	-2.5	-3.1	-1.9	-4.8	-3.6	-0.9	-0.8	0.3	0.1	-1.9

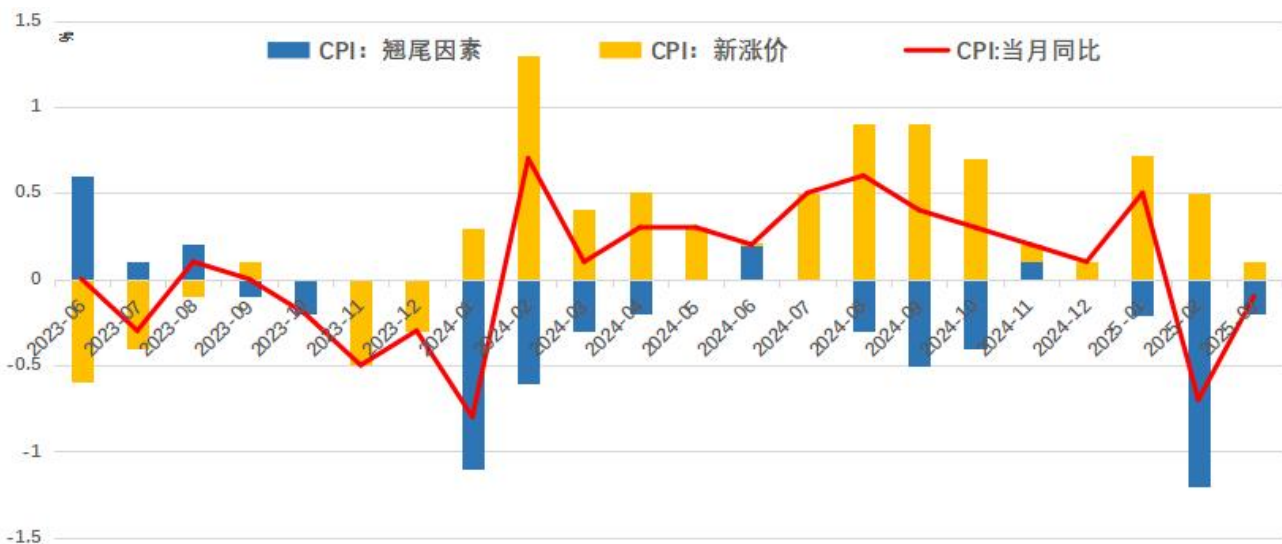
数据来源：Wind、国元期货

图 4. 近 1 年 PPI 及其分项环比变化

趋势										
指标名称	PPI: 环比	生产资料	原料	采掘	加工	生活资料	食品	衣着	一般日用品	耐用消费品
2025-03	-0.4	-0.4	-0.6	-2.9	-0.1	-0.4	-0.2	-0.1	-0.1	-1
2025-02	-0.1	-0.2	0.1	-1.3	-0.2	0	-0.2	-0.2	0.1	0
2025-01	-0.2	-0.2	0	-0.2	-0.3	0	-0.2	-0.2	-0.1	0.2
2024-12	-0.1	0	0.3	-0.8	-0.1	-0.1	-0.1	0	0.2	-0.3
2024-11	0.1	0.1	0.2	-0.1	0.1	0.0	-0.2	0.0	0.1	0.2
2024-10	-0.1	0.1	-0.4	-0.3	0.3	-0.4	-0.3	0	0.3	-1.1
2024-09	-0.60	-0.80	-1.20	-1.60	-0.60	-0.10	-0.20	0.20	-0.20	-0.20
2024-08	-0.7	-1	-1.2	-1.6	-0.9	0	0	-0.1	0	0
2024-07	-0.2	-0.3	-0.2	0.7	-0.4	0	-0.2	0.1	0.1	0.2
2024-06	-0.2	-0.2	-0.5	0.3	-0.1	-0.1	0.3	-0.1	0	-0.7
2024-05	0.2	0.4	0.9	0.2	0.1	-0.1	-0.2	0.1	0	-0.3
2024-04	-0.2	-0.2	0.3	-1	-0.4	-0.1	-0.1	0	0.3	-0.5

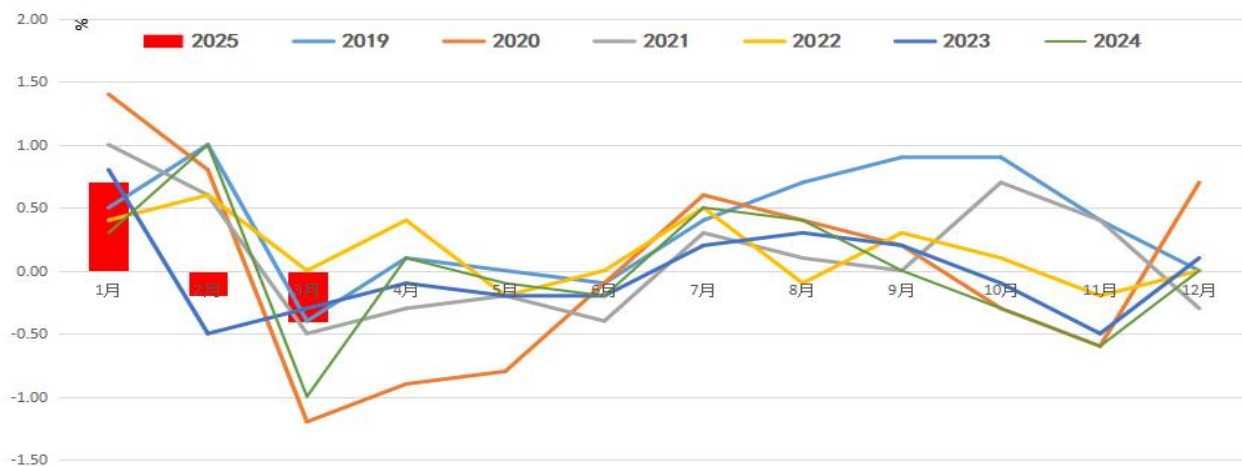
数据来源：Wind、国元期货

图 5. CPI 翘尾因素及新涨价占比



数据来源：Wind、国元期货

图 6. 历年 CPI 环比变化



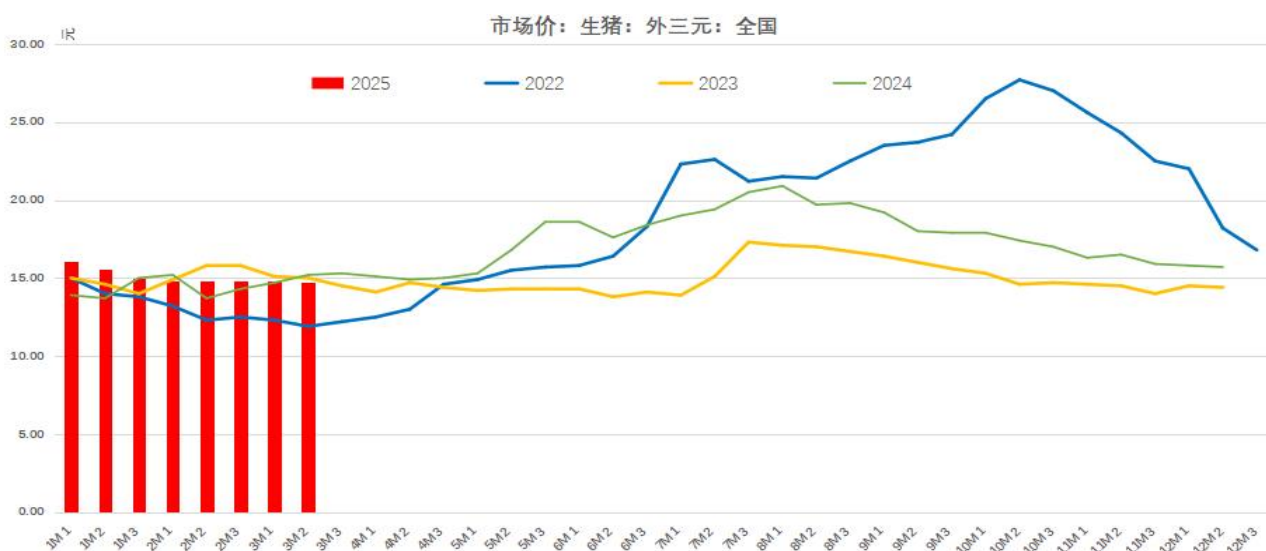
数据来源：Wind、国元期货

图 7. CPI 分项同比变化



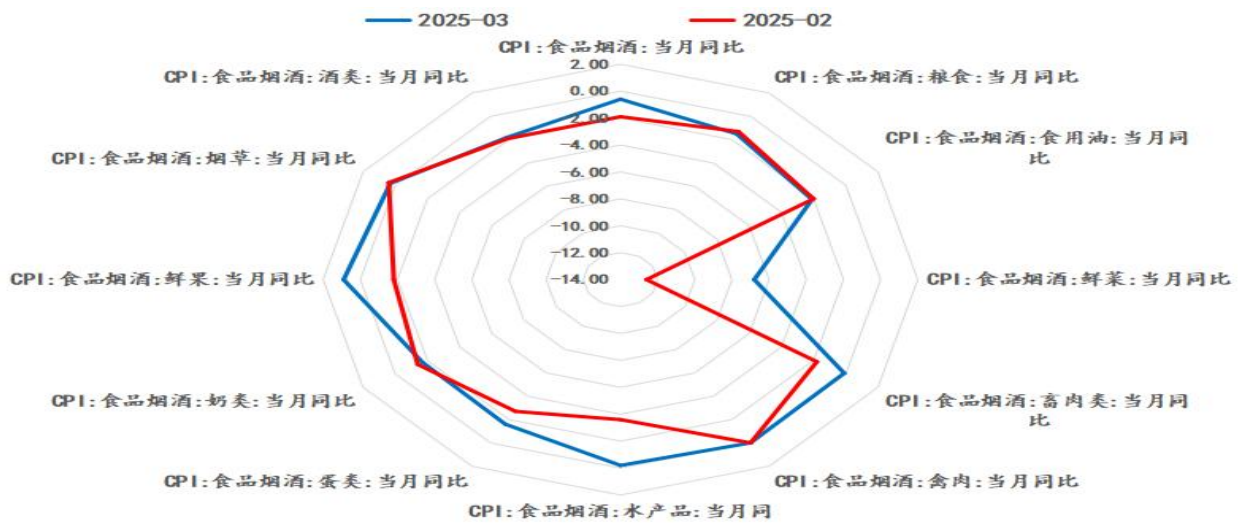
数据来源：Wind、国元期货

图 8. 猪肉价格季节性变化



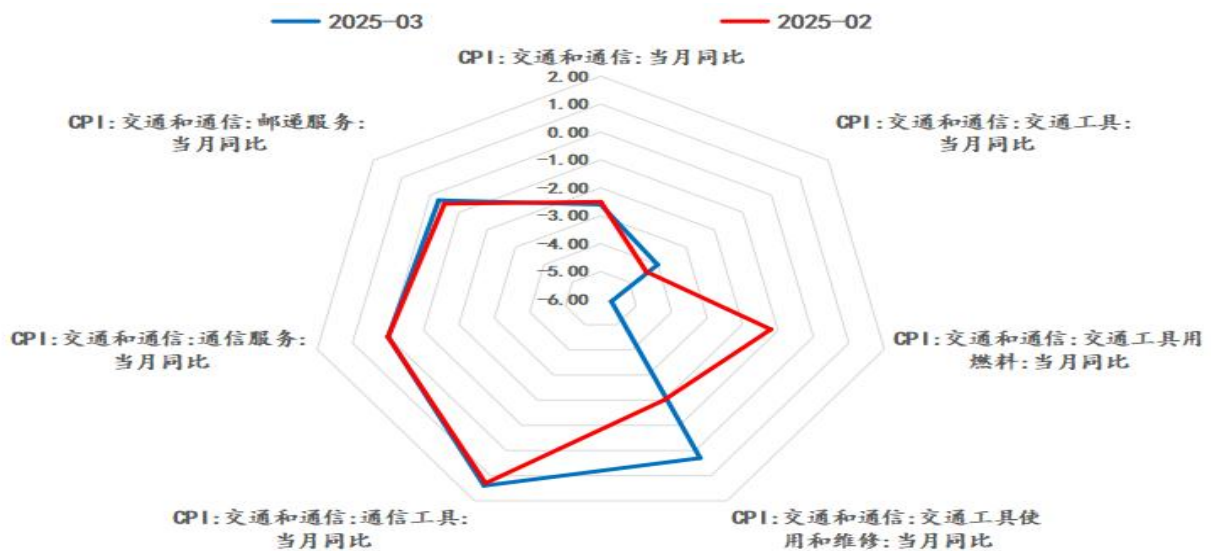
数据来源：Wind、国元期货

图 9. 食品烟酒分项同比变化



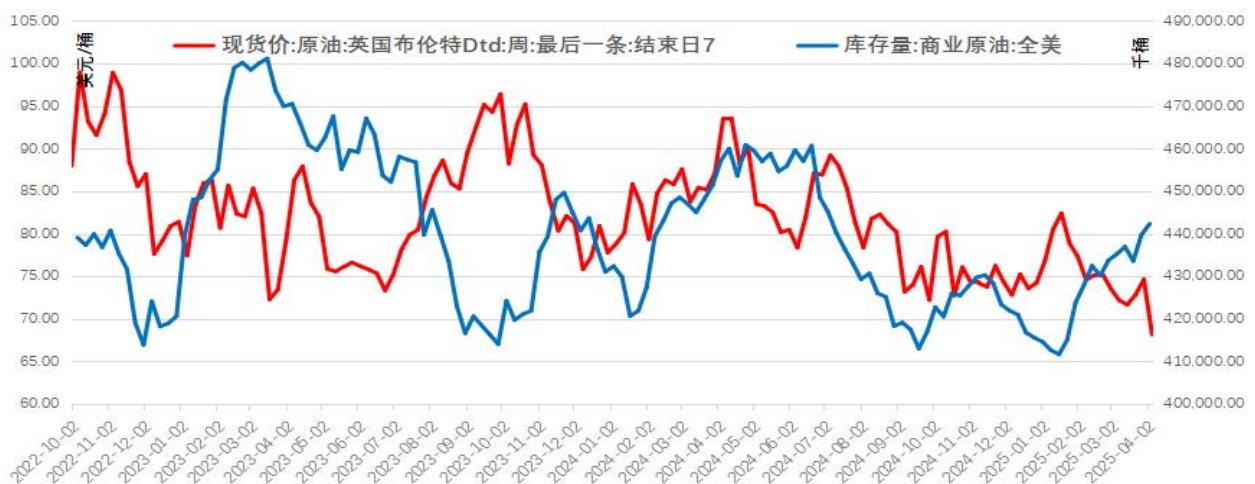
数据来源: Wind、国元期货

图 10. 交通和通信分项同比变化



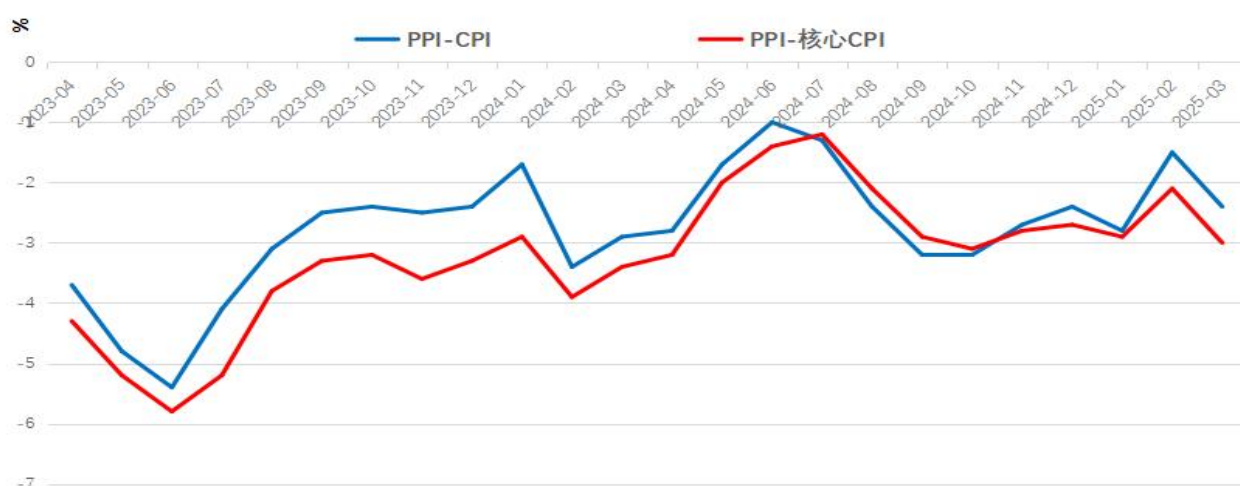
数据来源: Wind、国元期货

图 10. 原油价格变动



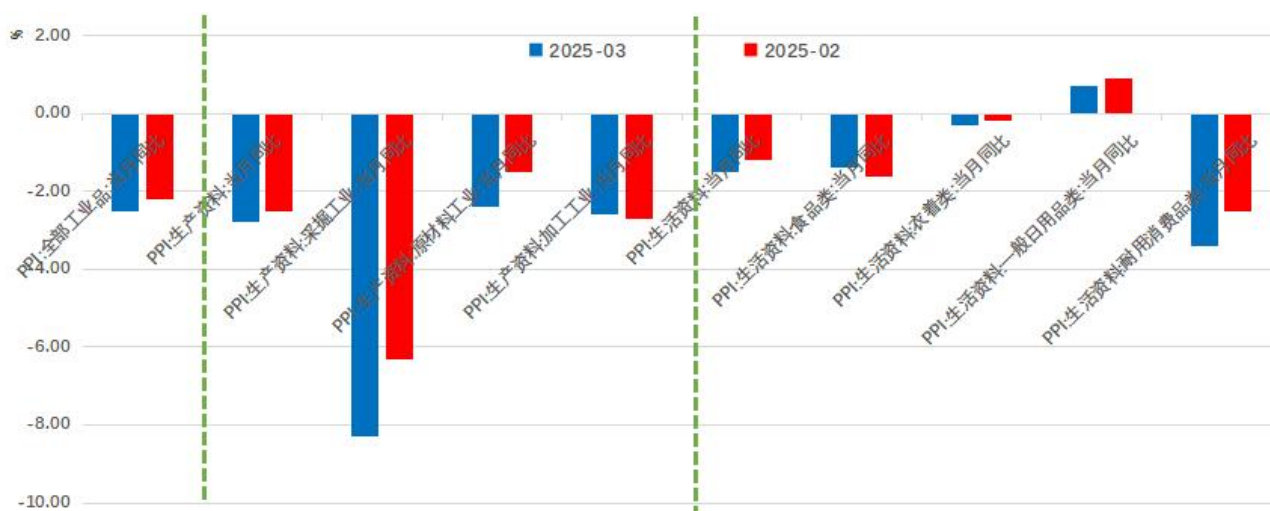
数据来源: Wind、国元期货

图 11. PPI-CPI 剪刀差变化



数据来源：Wind、国元期货

图 12. PPI 分项同比变化



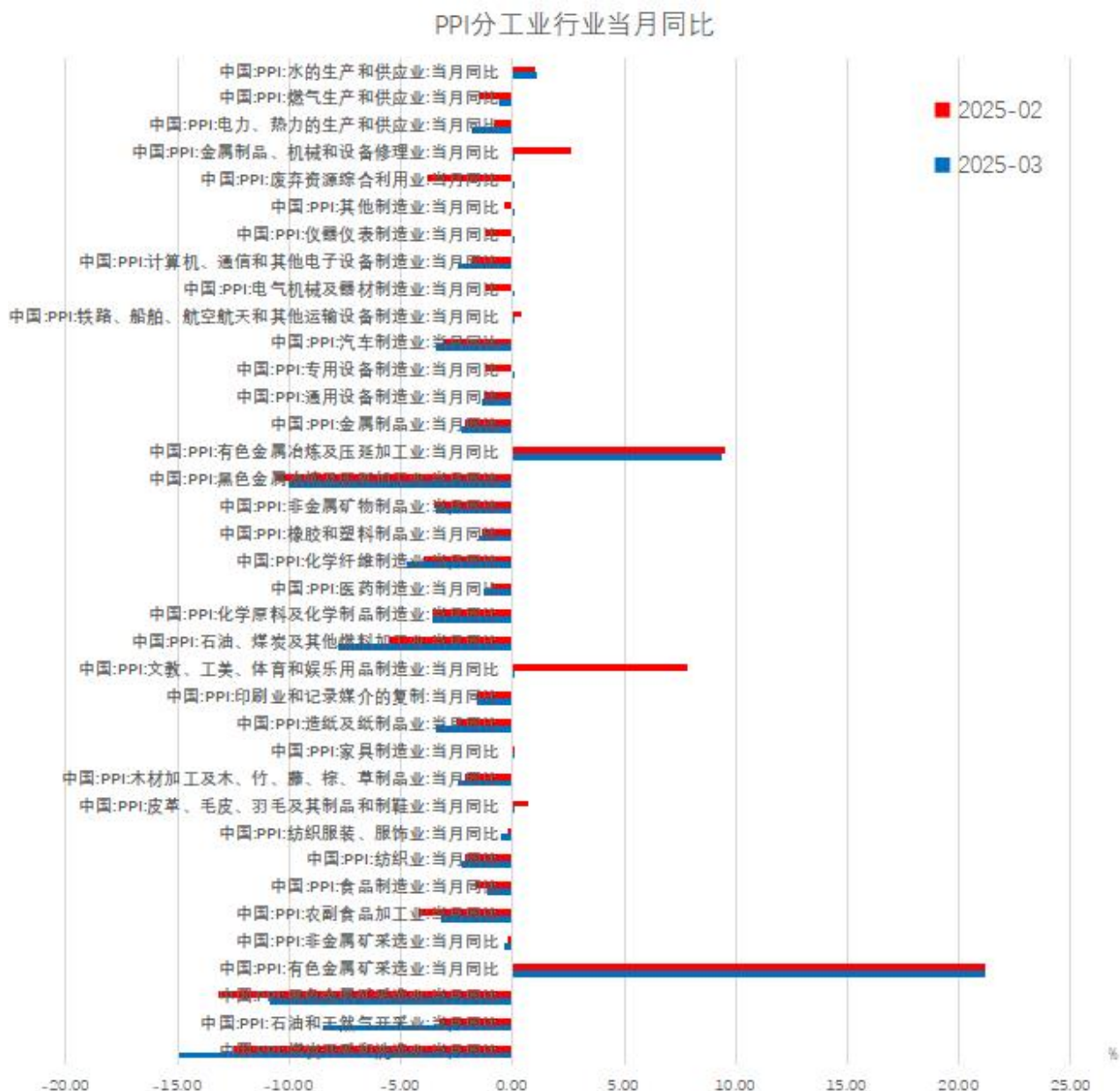
数据来源：Wind、国元期货

图 13. PPI 翘尾因素及新涨价占比



数据来源：Wind、国元期货

图 14. 各行业 PPI 当月同比变化



数据来源：Wind、国元期货

三、后期展望

展望未来，4月份全球贸易环境波动加大，翘尾因素小幅回落，对等关税的影响叠加国际油价下行压力较大，工业品价格支撑减弱。而食品项价格环比以及服务价格可能受到假期以及政策的影响有所改善，CPI 同比维持负区间概率较大。PPI 同比预计延续负增格局，关税政策叠加 OPEC+供需基本面均对原油价格产生拖累，预计短期油价具有下行压力。而出口压力的增加可能导致国内产能过剩的压力有所增加，工业品价格下行，推动价格不收缩或为今年政策制定的真实锚点，后续预计会有系列措施推动供需关系优化和价格中枢上行。

免责声明

本报告的著作权和/或其他相关知识产权归属于国元期货有限公司。未经国元期货许可，任何单位或个人都不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、链接、修改、翻译本报告的全部或部分内容。如引用、转载、刊发、链接需要注明出处为国元期货。违反前述要求侵犯国元期货著作权等知识产权的，国元期货将保留追究其相关法律责任的权利。

本报告基于国元期货及研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，我们力求分析及建议内容的客观、公正，研究方法专业审慎，分析结论合理，但国元期货对于本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性均不作任何明确或隐含的保证。国元期货可发出其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，本报告及该报告仅反映研究人员的不同设想、见解及分析方法，为免生疑，本报告所载的观点并不代表国元期货立场。

本报告所载全部内容仅作参考之用，不构成对任何人的投资、法律、会计或税务的操作建议，国元期货不对因使用本报告而做出的操作建议做出任何担保，不对因使用本报告而造成的损失承担任何责任。交易者根据本报告作出的任何投资决策与国元期货及研究人员无关，且国元期货不因接收人收到此报告而视其为客户，请交易者务必独立进行投资决策。

联系我们

全国统一客服电话：400-8888-218

国元期货总部

地址：北京市东城区东直门外大街 46 号 1 号楼 19 层 1901，9 层 906、908B

电话：010-84555000

福建分公司

地址：福建省厦门市思明区莲岳路 1 号 1304 室之 02-03 室（即磐基商务楼 1502-1503 室）

电话：0592-5312522

大连分公司

地址：辽宁省大连市沙河口区会展路 129 号国际金融中心 A 座期货大厦 2407、2406B。

电话：0411-84807840

西安分公司

地址：陕西省西安市雁塔区二环南路西段 64 号凯德广场西塔 6 层 06 室

电话：029-88604088

上海分公司

地址：中国（上海）自由贸易试验区浦电路 577 号 16 层（实际楼层 13 层）04 室

电话：021-50872756

广州分公司

地址：广东省广州市天河区珠江东路 28 号 4701 房自编 04A 单元

电话：020-89816681

北京分公司

地址：北京市东城区东直门外大街 46 号 1 号楼 22 层 2208B 室

电话：010-84555050

安徽分公司

地址：安徽省合肥市庐阳区国轩凯旋大厦四层

电话：0551-68115888

郑州营业部

地址：河南省郑州市金水区未来路 69 号未来大厦 1410 室

电话：0371-53386809

青岛营业部

地址：山东省青岛市崂山区秦岭路 15 号海韵东方 1103 户

电话：0532-66728681

深圳营业部

地址：广东省深圳市福田区莲花街道福中社区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 号楼 10B

电话：0755-82891269

杭州营业部

地址：浙江省杭州市滨江区江汉路 1785 号网新双城大厦 4 幢 2201-3 室

电话：0571-87686300

通辽营业部

地址：内蒙古自治区通辽市科尔沁区西门街道龙兴紫云公馆 9#楼 1-101-2 室

电话：0475-6380818

上海中山北路营业部

地址：上海市普陀区中山北路 1958 号 3 层西半部 318 室

电话：021-52650802、021-52650801

全资子公司：

国元投资管理（上海）有限公司

注册地址：上海市虹口区东大名路 501 号 504A 单元

办公地址：（北京地区）北京市东城区东直门外大街 46 号天恒大厦 A 座 906

（上海地区）上海市浦东新区潍坊新村街道源深路 1088 号平安财富大厦 1603B

电话：010-84555221