



宏观研究

【粤开宏观】PPI 结束 41 个月同比负增长：物价转正背后的结构性温差

2026 年 04 月 10 日

投资要点

分析师：罗志恒

执业编号：S0300520110001
电话：010-83755580
邮箱：luozhiheng@y kzq.com

分析师：马家进

执业编号：S0300522110002
电话：13645711472
邮箱：majiajin@y kzq.com

近期报告

《【粤开宏观】1998-2025 年中国各省份土地出让收入排名变迁》2026-04-06

《【粤开宏观】一季度经济观察及二季度前瞻》2026-04-02

《【粤开宏观】从地方预算报告看 2025 年化债进展》2026-03-29

《中美人工智能（AI）竞争：道路比技术更重要》2026-03-25

《【粤开宏观】如何看待 A 股近期调整？压力释放而非趋势逆转》2026-03-24

摘要

3 月国内物价延续去年下半年以来的温和回升态势。在美伊冲突引发国际油价大幅上涨的推动下，PPI 同比上涨 0.5%，结束了连续 41 个月的同比负增长；CPI 同比上涨 1.0%，剔除“春节错月”的季节性扰动后亦保持回升趋势。预计一季度 GDP 平减指数同比由负转正至 0.1% 左右，结束连续 11 个季度的同比下降，名义 GDP 同比增速有望时隔两年半重回 5% 左右。

值得关注的是，油价上涨从上游向下游、从 PPI 向 CPI 的传导存在明显的时滞和衰减效应，往往呈现出“PPI 先行、CPI 滞后，上游涨幅大、下游涨幅小”的传导特征。大量成本压力被中下游企业以利润压缩的方式消化，由此带来显著的结构性分化：上游能源企业盈利能力增强，中下游制造业和服务业利润空间被挤压，中小微企业处境尤为困难；低收入群体因食品和交通等基本支出占比较高，实际购买力受到的冲击也更为显著。

展望后续，若油价持续在 80 美元/桶以上，叠加去年同期的低基数效应，二季度 PPI 同比有望维持正值区间；CPI 同比全年温和回升的基本趋势不变，预计同比中枢在 1.5% 左右。

面对输入性通胀与有效需求不足并存的复杂局面，货币政策应维持当前适度宽松的基调、避免因供给侧冲击而过早收紧，财政政策应精准纾困受冲击较大的中下游企业和低收入群体，同时加强预期管理和价格调控，防止一次性供给冲击演变为持续性通胀压力。

风险提示：外部冲击超预期、稳增长政策超预期



目 录

一、3月PPI同比由负转正，CPI同比季节性回落.....	3
（一）油价上涨驱动PPI同比结束连续41个月负增长，供需改善提供内生支撑.....	3
（二）“春节错月”导致CPI同比季节性回落，剔除扰动后延续温和回升态势.....	4
二、油价上涨传导存在时滞和衰减，上下游利润与居民福利呈现结构性分化.....	5
三、下阶段物价展望及政策建议.....	6
（一）物价展望.....	6
（二）政策建议.....	7

图表目录

图表 1：国内物价自 2025 年下半年以来温和回升.....	3
图表 2：国际油价上涨推动 3 月 PPI 同比由负转正.....	4
图表 3：“春节错月”导致 2025 年和 2026 年年初 CPI 环比增速错位.....	5
图表 4：PPI 同比上升将带动工业企业利润总额同比回升.....	6

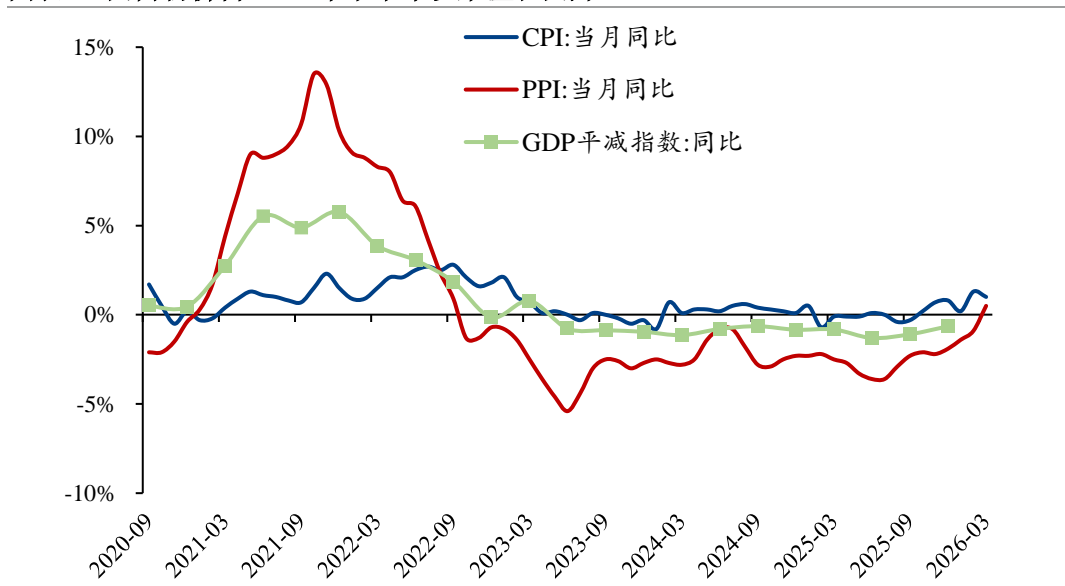


一、3月PPI同比由负转正，CPI同比季节性回落

3月国内物价延续去年下半年以来的温和回升态势。3月PPI同比上涨0.5%，结束了此前连续41个月的同比负增长；CPI同比上涨1.0%，亦高于1—2月的0.8%。

预计一季度GDP平减指数同比由负转正，由去年三四季度的-1.1%和-0.6%回升至0.1%左右，结束连续11个季度的同比负增长，名义GDP同比增速有望时隔两年半重回5%左右。

图表1：国内物价自2025年下半年以来温和回升



资料来源：Wind、粤开证券研究院

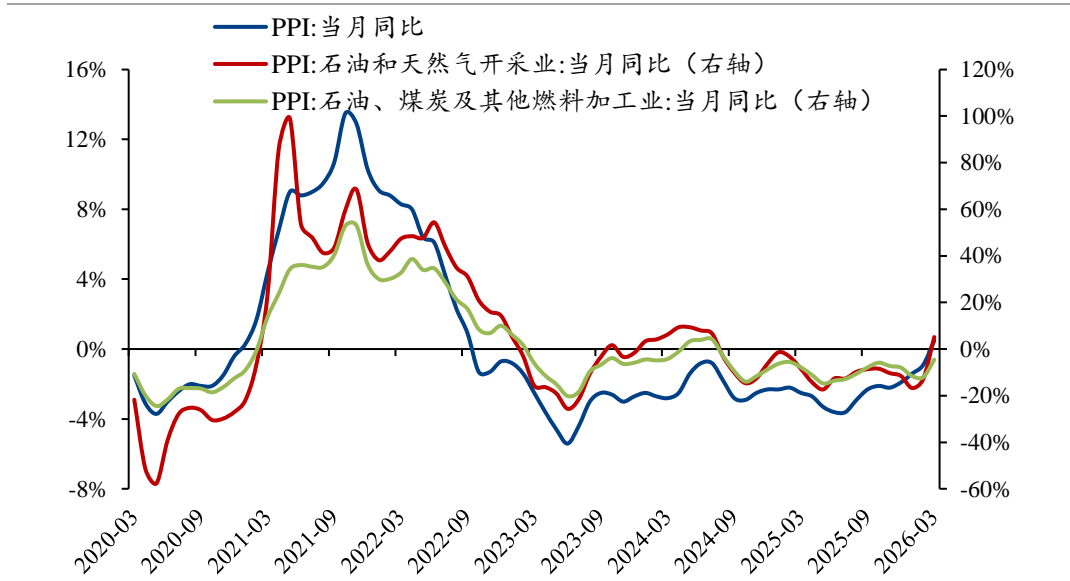
（一）油价上涨驱动PPI同比结束连续41个月负增长，供需改善提供内生支撑

3月PPI同比上涨0.5%，较上月的-0.9%大幅上升1.4个百分点，主要源自美伊冲突导致的国际油价大涨。布伦特原油现货月均价格由2月的71.4美元/桶飙升至3月的104.1美元/桶，3月环比和同比涨幅分别达45.8%和43.2%。油价上涨通过石化产业链、能源替代等多个渠道传导扩散，其中，3月石油和天然气开采业价格同比由上月下降12.9%转为上涨5.2%；石油煤炭及其他燃料加工业、煤炭开采和洗选业、化学纤维制造业、化学原料和化学制品制造业价格同比降幅分别较上月收窄7.5个、4.8个、3.7个和3.4个百分点。仅上述五个行业的价格变化，预计将拉动3月PPI同比回升超过0.8个百分点。

PPI同比回升的根本动力，源自供需关系的持续改善。一是全球人工智能快速发展带动算力和能源投资，3月有色金属矿采选业、有色金属冶炼及压延加工业价格同比分别上涨36.4%和22.4%，较上月加快6.2个和0.3个百分点；二是财政发力拉动基建投资，3月非金属矿采选业、黑色金属冶炼及压延加工业价格同比降幅分别较上月收窄0.8个和0.9个百分点；三是“反内卷”政策推动市场竞争秩序持续优化，3月光伏设备及元器件制造、锂离子电池制造价格同比分别上涨5.2%和2.5%。



图表2：国际油价上涨推动3月PPI同比由负转正



资料来源：Wind、粤开证券研究院

（二）“春节错月”导致CPI同比季节性回落，剔除扰动后延续温和回升态势

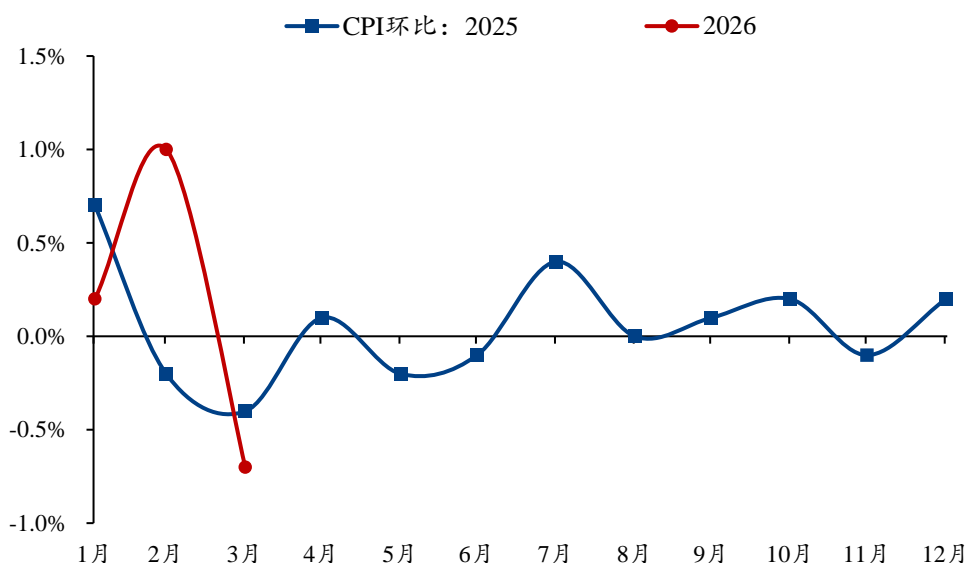
3月CPI同比上涨1.0%，较上月的1.3%回落0.3个百分点，主要受“春节错月”的季节性因素影响。去年春节在1月29日，节前备货和消费旺季主要集中在1月；今年春节在2月17日，节前消费高峰则落在2月。今年2月，春节前居民集中采购食品、出行需求旺盛，鲜菜、鲜果、猪肉等食品价格以及交通出行、旅游住宿等服务价格普遍走高，叠加去年同期春节效应已消退、基数相对较低，共同推升CPI同比至1.3%的较高水平。进入3月后，春节效应迅速消退，节后需求回归常态，加之气温回升有利于鲜菜等农产品供给恢复，食品和服务价格均出现季节性回落，CPI同比因此从2月的高点有所下行。3月鲜菜、猪肉、旅行社及其他旅游服务价格环比分别下降10.1%、7.3%和12.9%，同比分别较2月回落6.0个、2.9个和8.5个百分点。

3月CPI同比也受到国际输入性因素的影响。一是国际油价上涨，3月交通工具用能源价格同比上涨3.4%，较上月的-9.0%上升12.4个百分点；二是国际金价下行，包含黄金饰品的其他用品及服务价格同比较上月回落1.9个百分点；三是人工智能算力需求激增导致全球存储芯片短缺，成本上升推动手机涨价，3月通信工具价格同比上涨2.6%，较上月的1.9%上升0.7个百分点。

总体而言，3月CPI的回落更多是技术性、季节性波动，剔除“春节错月”的扰动后，物价运行仍保持温和回升态势，3月同比1.0%高于1—2月的0.8%。



图表3：“春节错月”导致 2025 年和 2026 年年初 CPI 环比增速错位



资料来源：Wind、粤开证券研究院

二、油价上涨传导存在时滞和衰减效应，上下游利润与居民福利呈现结构性分化

短期来看，国内物价仍将受到输入性通胀的扰动。美伊谈判具有较高不确定性，尽管布伦特原油期货价格已从谈判前 110 美元/桶以上的高点回落，但目前仍维持在 95 美元/桶左右，显著高于冲突爆发前 70 美元/桶左右的水平，意味着输入性通胀压力并未实质性解除。

不过，油价上涨从上游向下游、从 PPI 向 CPI 的传导存在明显的时滞和衰减效应，往往呈现出“PPI 先行、CPI 滞后，上游涨幅大、下游涨幅小”的传导特征。有以下几方面原因：一是企业利润缓冲，中下游企业面对上游涨价，短期内倾向于压缩自身利润率来消化成本，而非立即提价；二是产业链层层过滤，从原材料到最终消费品往往经历多个加工和流通环节，每个环节都会部分吸收和分摊涨价压力，链条越长衰减越明显；三是市场竞争约束，在充分竞争的行业中，企业担心提价导致客户流失，往往尽量推迟和压缩涨价幅度；四是终端需求弹性制约，对于消费者价格敏感度较高、可替代性较强的商品，企业提价空间有限，否则销量下滑，反而得不偿失；五是政府调控平抑波动，水电燃气、公共交通等民生领域价格受到政策调控，政府还可通过释放储备、调整税费、定向补贴等方式主动平抑价格波动。例如，为减缓国际油价异常上涨带来的冲击，发改委在保持现行价格机制框架的基础上，对国内成品油价格采取临时调控措施，3月23日国内汽、柴油价格每吨分别应上调 2205 元、2120 元，调控后实际上调 1160 元、1115 元。

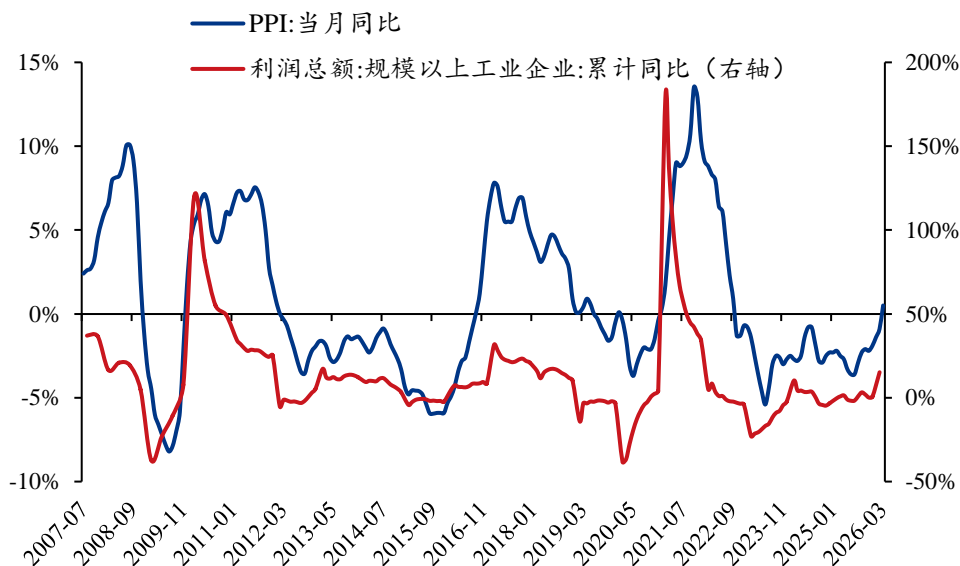
上述传导机制意味着，油价上涨的成本压力在很大程度上被中下游企业以利润压缩的方式所承担，而非完全传导至终端消费者，由此带来企业利润的显著分化。上游能源企业直接受益于产品价格上升，营收增长快于成本增长，盈利能力显著增强。中游制造业的情况较为复杂：议价能力较强、拥有品牌溢价的企业能将部分成本向下游转嫁，影响相对可控；而处于充分竞争格局中的中小制造企业，则面临“原材料涨价但产品提价困难”的两难困境，利润率明显承压。下游服务业和终端零售行业，虽然直接原材料中原油占比不高，但运输成本上升和上游涨价的层层传导仍会压缩其利润空间，尤其对毛



利率本就偏低的快递物流、大众餐饮等行业冲击更为直接。此外，不同规模企业的处境也不均衡：大型企业通常拥有更强的成本管控能力、更完善的套期保值工具和更大的价格谈判空间，能够在一定程度上对冲油价波动；而中小微企业往往缺乏这些缓冲手段，成本压力更容易变为利润压力。

从宏观层面看，油价上涨推升整体价格水平，名义 GDP 增速会因价格因素而回升，但存在显著的结构性的分配效应。行业方面，名义 GDP 的增量更多地向上游能源和资源部门集中，石油开采、炼化、煤炭等行业的营收和利润明显改善，而中下游制造业和服务业则承受成本抬升的压力、利润空间被挤压，呈现出“上游得利、下游受损”的利润再分配格局。居民方面，油价上涨的影响同样不对称。低收入群体的消费结构中，食品和交通等基本生活支出占比较大，油价上涨引发的运输成本增加和出行费用上升对其实际购买力的冲击更为显著；而高收入群体消费结构中基本生活品占比较低，受到的冲击较小。

图表4：PPI 同比上升将带动工业企业利润总额同比回升



资料来源：Wind、粤开证券研究院

三、下阶段物价展望及政策建议

(一) 物价展望

展望二季度及下半年，国内物价走势将取决于国际输入性因素与国内供需基本面的共同作用。

PPI 方面，短期内同比将持续回升。即使油价从当前 95 美元/桶左右的水平进一步回落，只要不跌破 80 美元/桶，考虑到去年同期的低基数效应，二季度 PPI 同比仍有望维持在正值区间。叠加全球算力投资拉动有色金属需求、国内财政发力支撑基建投资等结构性因素，PPI 同比回升具备油价之外的内生支撑。如果美伊谈判取得实质性进展、油价快速回落至冲突前水平，则 PPI 同比的回升斜率将明显放缓甚至出现回落。

CPI 方面，全年温和回升的基本趋势不变，但节奏上可能呈现波动。二季度随着“春节错月”的季节性扰动消退，CPI 同比将更真实地反映基本面的供需变化。内需在政策



支持下渐进修复，服务消费活跃度有望维持；猪肉价格虽处于周期下行阶段但产能去化已在推进，下半年存在企稳回升的可能；国际油价若维持高位，交通出行类价格将持续受到支撑。但是，国内消费复苏力度仍然偏温和，终端需求对提价的承受力有限；工业消费品领域产能总体充裕，竞争格局约束了涨价空间。综合来看，预计全年 CPI 同比中枢在 1.5% 左右，呈温和回升态势。

（二）政策建议

面对输入性通胀与有效需求不足并存的复杂局面，政策应对需要兼顾短期稳价与中长期结构优化。

一是货币政策应维持当前适度宽松的基调，避免因输入性通胀而过早收紧。本轮物价回升的主要驱动力来自国际油价等供给侧冲击，而非国内需求过热，货币政策收紧难以对冲外部供给冲击带来的成本推升，反而可能进一步压制本就偏弱的内需，加重经济下行压力。货币政策应容忍短期供给冲击带来的价格波动，继续为实体经济提供合理充裕的流动性支持。同时，注重运用结构性货币政策工具，加大对受成本冲击较大的中下游制造业和中小微企业的定向支持力度。

二是财政政策发挥结构性缓冲作用，精准纾困受冲击群体。油价上涨对低收入群体冲击更大，财政政策应重点关注民生托底。可考虑对城乡低收入群体发放阶段性生活补贴或价格临时补贴，缓解食品和交通费用上升带来的生活压力。对受成本冲击严重的中下游行业 and 中小微企业，可实施阶段性减税降费、社保缓缴等纾困措施，帮助企业渡过成本高企的困难期。

三是加强预期管理，防止通胀预期自我强化。输入性通胀能否从一次性供给冲击演变为持续性通胀，关键在于通胀预期是否显著偏离合理区间。如果企业普遍预期油价将长期维持高位，可能加速将成本转嫁至终端售价；如果居民形成物价持续上涨的预期，可能引发“工资—通胀”螺旋。适度的通胀预期回升有助于走出低通胀困境，日本近年来借助输入性通胀和政策引导，形成“涨价—涨薪—消费扩张”的正向循环，初步走出长期通缩困境。但若预期管理失当、通胀预期过度升温，则可能重蹈美国 2021—2023 年的覆辙，被迫以激进加息重新锚定预期，对经济增长造成冲击。当前中国正处于从低通胀预期中走出的关键窗口，需在“修复预期”与“防止脱锚”之间把握好平衡。因此，应通过及时、透明的政策沟通向市场传递清晰信号，表明当前物价回升主要受外部冲击和低基数驱动、不存在全面通胀的基础，稳定社会各界的通胀预期。

四是用好价格调控工具箱，平抑短期价格波动。密切跟踪国际油价走势和国内成品油调价节奏，必要时进行临时调控，避免国际油价的短期剧烈波动过快传导至国内终端；合理运用国家战略石油储备的释放和补充机制，在油价异常波动时起到稳定市场的作用；保障国内煤炭、天然气等替代能源的稳定供应，防止能源品种间的涨价联动进一步放大通胀压力。



分析师简介

罗志恒，2020年11月加入粤开证券，现任副总裁，兼首席经济学家、研究院院长，证书编号：S0300520110001。
马家进，经济学博士，2021年7月加入粤开证券，现任首席宏观分析师，证书编号：S0300522110002。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。
本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于10%；

增持：相对大盘涨幅在5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数5%以下。



免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司（以下简称“本公司”）向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的公开信息和资料，但本公司不保证信息的准确性和完整性，亦不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，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。在任何情况下，本公司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。投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“粤开证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。本公司并不对其他网站和各类媒体转载、摘编的本公司报告负责。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，本公司不承担任何法律责任。

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。

联系我们

广州市黄埔区科学大道 60 号开发区控股中心 19、22、23 层

北京市西城区广安门外大街 377 号

网址：www.ykzq.com