

2026 年 04 月 10 日

原油价格推动 PPI 同比转正

宏观研究团队

宏观经济点评

何宁 (分析师)

hening@kysec.cn

证书编号: S0790522110002

郭晓彬 (分析师)

guoxiaobin@kysec.cn

证书编号: S0790525070004

事件: 3 月 CPI 同比 1.0%，预期 1.3%，前值 1.3%；PPI 同比 0.5%，预期 0.5%，前值-0.9%。

● 需求季节性回落，CPI 环比增速大幅下行

3 月 CPI 同比较前值下降 0.3 个百分点至 1.0%；环比较前值下降 1.7 个百分点至-0.7%。

1、需求季节性回落，食品 CPI 环比大幅回落

3 月 CPI 食品项环比由正转负，环比较前值下降 4.6 个百分点至-2.7%。鲜菜环比降幅扩大，猪肉、鲜果、蛋类环比由正转负。

2、透支效应显现，节后核心 CPI 大幅弱于季节性

(1) 核心 CPI 环比大幅弱于季节性。3 月核心 CPI 环比前值下降 1.4 个百分点

至-0.7%，弱于季节性 0.40 个百分点，从具体分项来看，已公布的 8 个实物分项中，家用器具、交通工具、通信工具超季节性，其他分项低于季节性。(2) 服务

CPI 环比大幅弱于季节性。3 月服务 CPI 环比弱于季节性 0.43 个百分点，在已公布的 8 个分项中，旅游、家庭服务、交通工具使用和维修明显弱于季节性。我们观察到，服务 CPI 分项中价格波动较大的旅游、家庭服务、交通工具使用和

维修较节前不具连续性，节前明显高于季节性，节后明显低于季节性，表明 2 月春节提前透支该服务消费项目，实际总需求并未出现大幅回升。

● 石油化工链拉动 PPI 环比抬升

3 月 PPI 同比较前值上升 1.4 个百分点至+0.5%；环比较前值上升 0.6 个百分点至 1.0%。

环比来看，3 月 PPI 环比+1.0%，创 2023 年以来新高。其中输入性因素贡献 0.73 个百分点，是 3 月 PPI 环比回升的最主要原因。输入性因素中，石油化工链取代有色金属链，成为最主要贡献项。

● 后续通胀预测：4 月 CPI 同比增速回落，PPI 回升

CPI 方面，结合农产品批发价格指数等高频数据，我们预计 4 月 CPI 环比在-0.3%左右，同比或在 0.8%左右，考虑到中东地缘冲突对油价的影响，我们适当调高对于成品油价格预测，调整 2026 年全年平均同比至 0.5%左右。

PPI 方面，我国原油价格相对于国际原油价格变动存在滞后，3 月全球原油价格的上行或将继续推高 4 月 PPI，我们预计 4 月 PPI 环比较前值有所回升，同比较前值有所回升，假定 5 月后 WTI 原油价格中枢回落至 80 美元/桶，预计全年 PPI 平均同比或在 2.2%左右。

● **风险提示:** 政策变化超预期，大宗商品价格波动超预期。

相关研究报告

《对美以伊停火谈判前景及市场影响的几点观察—地缘政治追踪系列之三》-2026.4.8

《地产开工与成交均回暖—宏观经济专题》-2026.4.7

《美国就业形势改善，但中东局势仍是关键变量—美国 3 月非农就业数据点评》-2026.4.4

目 录

1、需求季节性回落，CPI 环比增速大幅下行	3
1.1、需求季节性回落，食品 CPI 环比大幅回落	3
1.2、透支效应显现，节后核心 CPI 大幅弱于季节性	3
2、石油化工链拉动 PPI 环比抬升	4
2.1、多重复合指标显示，上游价格回升速度快于下游	4
2.2、输入性因素带动 PPI 环比回升	5
3、后续通胀预测：4 月 CPI 同比增速回落，PPI 同比回升	6
3.1、CPI 预测：4 月 CPI 同比增速有所回落	6
3.2、PPI 预测：4 月 PPI 同比增速有所回升	6
4、风险提示	6

图表目录

图 1：2026 年 3 月 CPI 同比增速回落	3
图 2：2026 年 3 月食品 CPI 环比增速回落	3
图 3：旅游、家庭服务、交通工具使用和维修价格节前明显高于季节性，节后明显低于季节性	4
图 4：2026 年 3 月，核心 CPI 环比弱于季节性	4
图 5：2026 年 3 月，服务 CPI 环比弱于季节性	4
图 6：输入性因素贡献 PPI 环比 0.73 个百分点	5
图 7：输入性因素中石油化工链成为最主要贡献项	5
图 8：预计 4 月 CPI 同比增速回落，PPI 同比回升	6
图 9：预计 4 月 CPI-PPI 同比剪刀差收窄	6

事件：3月CPI同比1.0%，预期1.3%，前值1.3%；PPI同比0.5%，预期0.5%，前值-0.9%。

1、需求季节性回落，CPI环比增速大幅下行

3月CPI同比较前值下降0.3个百分点至1.0%；环比较前值下降1.7个百分点至-0.7%。

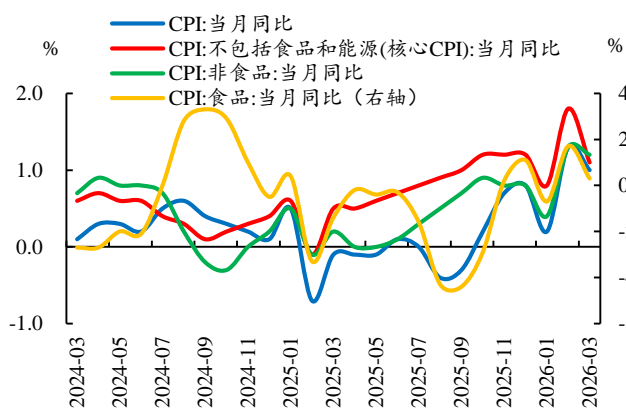
1.1、需求季节性回落，食品CPI环比大幅回落

3月CPI食品项环比由正转负，环比较前值下降4.6个百分点至-2.7%。鲜菜环比降幅扩大，猪肉、鲜果、蛋类环比由正转负。

蔬菜方面，供给增加，需求回归常态，3月鲜菜CPI环比较前值下降10.0个百分点至-10.1%。往后看，随着需求回落，蔬菜价格或将延续下行。

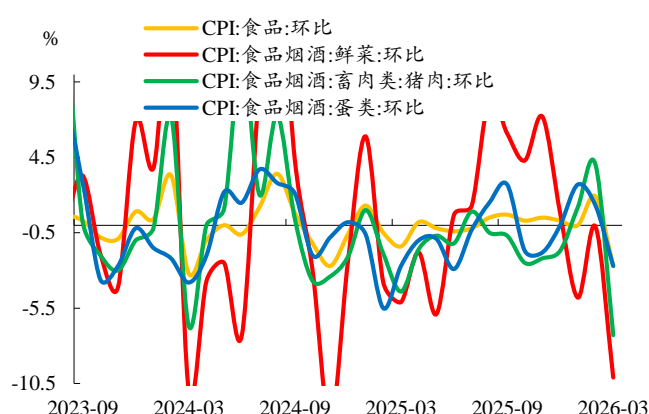
猪肉方面，消费需求季节性回落，3月猪肉CPI环比较前值下降11.3个百分点至-7.3%。往后看，预计供给逐步趋紧，需求边际向好，或将带动猪肉价格回升。

图1：2026年3月CPI同比增速回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：2026年3月食品CPI环比增速回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2、透支效应显现，节后核心CPI大幅弱于季节性

3月CPI非食品环比较前值下降1.0个百分点至-0.2%。分项看，交通工具用燃料、酒类、家用器具环比回升相对明显；旅游、交通工具使用和维修、家庭服务、环比回落幅度较大。

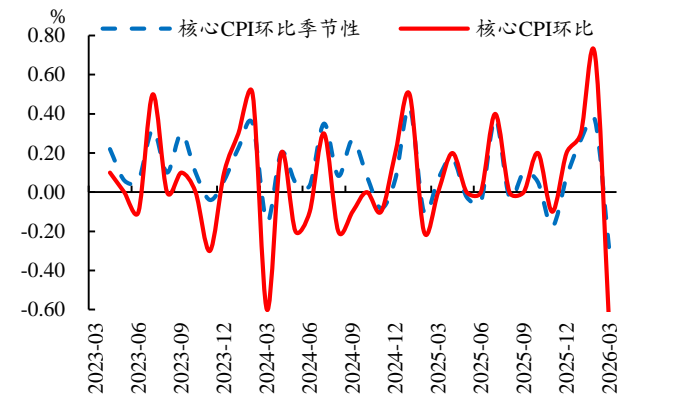
核心CPI环比大幅弱于季节性。3月核心CPI环比较前值下降1.4个百分点至-0.7%，弱于季节性0.40个百分点，从具体分项来看，已公布的8个实物分项中，家用器具、交通工具、通信工具超季节性，其他分项低于季节性。

服务CPI环比大幅弱于季节性。3月服务CPI环比弱于季节性0.43个百分点，在已公布的8个分项中，旅游、家庭服务、交通工具使用和维修明显弱于季节性。我们观察到，服务CPI分项中价格波动较大的旅游、家庭服务、交通工具使用和维修较节前不具连续性，节前明显高于季节性，节后明显低于季节性，表明2月春节提前透支该服务消费项目，实际总需求并未出现大幅回升。

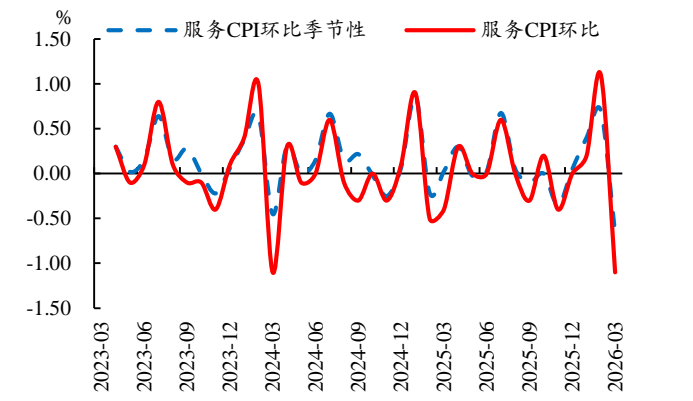
图3：旅游、家庭服务、交通工具使用和维修价格节前明显高于季节性，节后明显低于季节性

当月环比-季节性环比 (%)	2025-04	2025-05	2025-06	2025-07	2025-08	2025-09	2025-10	2025-11	2025-12	2026-01	2026-02	2026-03	近一年环比不弱于季节性比重	近半年环比不弱于季节性比重	近半年边际变化
核心CPI	0.03	0.03	0.05	0.03	0.03	-0.10	0.15	0.08	0.13	0.03	0.33	-0.40	83%	83%	平
卷烟	-0.08	-0.05	-0.18	-0.13	-0.13	-0.08	-0.15	-0.13	-0.08	-0.13	-0.20	-0.13	0%	0%	平
酒类	-0.05	-0.33	-0.25	-0.35	-0.15	0.15	-0.55	-0.15	-0.53	-0.37	-0.67	-0.23	8%	0%	下
衣着	-0.05	0.30	0.08	0.08	0.08	-0.10	-0.20	0.15	-0.08	0.13	0.20	-0.13	58%	50%	下
家用器具	0.03	-0.70	0.70	1.70	1.30	0.68	-0.93	-0.30	0.98	0.43	-1.10	0.07	67%	50%	下
交通工具	0.10	0.05	0.05	0.25	0.10	-0.10	0.00	-0.05	0.35	0.37	0.03	0.03	83%	83%	平
通信工具	-0.80	-0.15	-0.13	0.28	0.65	0.33	0.20	-0.18	1.33	1.10	0.50	0.90	67%	83%	上
中药	-0.40	-0.33	-0.43	-0.90	-0.60	-0.45	-0.25	-0.35	-0.18	-0.33	-0.23	-0.23	0%	0%	平
西药	-0.13	0.45	-0.18	-0.03	-0.13	-0.03	-0.13	-0.05	0.03	-0.10	-0.20	-0.23	8%	17%	上
服务CPI	0.00	0.03	-0.03	-0.08	-0.05	-0.20	0.20	-0.05	-0.05	-0.20	0.40	-0.43	33%	33%	平
租赁房租	0.00	-0.08	-0.05	-0.10	-0.15	0.05	0.00	-0.03	-0.03	0.00	-0.27	-0.23	33%	33%	平
家庭服务	-0.08	0.00	-0.15	-0.10	-0.18	-0.10	0.00	-0.15	-0.35	-1.13	1.13	-1.17	25%	33%	上
交通工具使用和维修	-0.03	-0.05	-0.03	-0.10	-0.03	-0.08	-0.18	-0.08	-0.18	-0.43	1.37	-1.27	8%	17%	上
通信服务	0.00	0.05	0.05	0.08	0.03	0.03	0.00	-0.03	0.00	0.03	0.00	0.03	92%	83%	下
快递服务	0.13	0.03	0.00	0.10	0.08	0.00	0.03	0.00	0.00	-0.07	-0.33	0.20	83%	67%	下
教育服务	-0.03	0.00	-0.03	-0.13	-0.05	-0.05	-0.08	-0.10	0.00	-0.10	-0.10	-0.17	17%	17%	平
旅游	-0.28	0.23	-0.13	0.33	-0.88	-1.63	2.05	-0.08	-0.03	-1.80	5.93	-3.57	33%	33%	平
医疗服务	0.18	0.25	0.20	0.20	0.13	0.30	0.43	0.18	0.08	0.13	-0.20	-0.03	83%	67%	下
居住	-0.03	0.03	-0.08	0.00	-0.08	-0.05	-0.20	-0.10	-0.13	-0.03	-0.07	-0.03	17%	0%	下
生活用品及服务	-0.20	-0.60	0.50	0.43	0.13	0.30	-0.35	-0.08	0.03	0.40	0.30	0.03	67%	67%	平
教育文化娱乐	-0.10	0.13	0.05	0.08	-0.13	-0.63	0.18	-0.10	0.08	-0.40	0.33	-0.23	50%	50%	平
医疗保健	0.08	0.05	-0.03	0.10	0.23	0.15	0.23	0.08	0.05	0.10	-0.10	0.03	83%	83%	平
其他用品及服务	1.45	0.48	0.53	0.18	0.03	1.03	3.45	1.70	2.78	1.70	2.40	-1.17	92%	83%	下

数据来源：Wind、开源证券研究所；注：2025年1-3月季节性采用2014、2017、2023年环比平均值，2025年4-12月季节性采用2019、2021、2023-2024年环比平均值；2026年1-3月季节性采用2019、2021、2024年环比平均值，2026年4-12月季节性采用2019、2021、2023-2025年环比平均值；下同。

图4：2026年3月，核心CPI环比弱于季节性


数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：2026年3月，服务CPI环比弱于季节性


数据来源：Wind、开源证券研究所

2、石油化工链拉动PPI环比抬升

3月PPI同比较前值上升1.4个百分点至+0.5%；环比较前值上升0.6个百分点至1.0%。

2.1、多重复合指标显示，上游价格回升速度快于下游

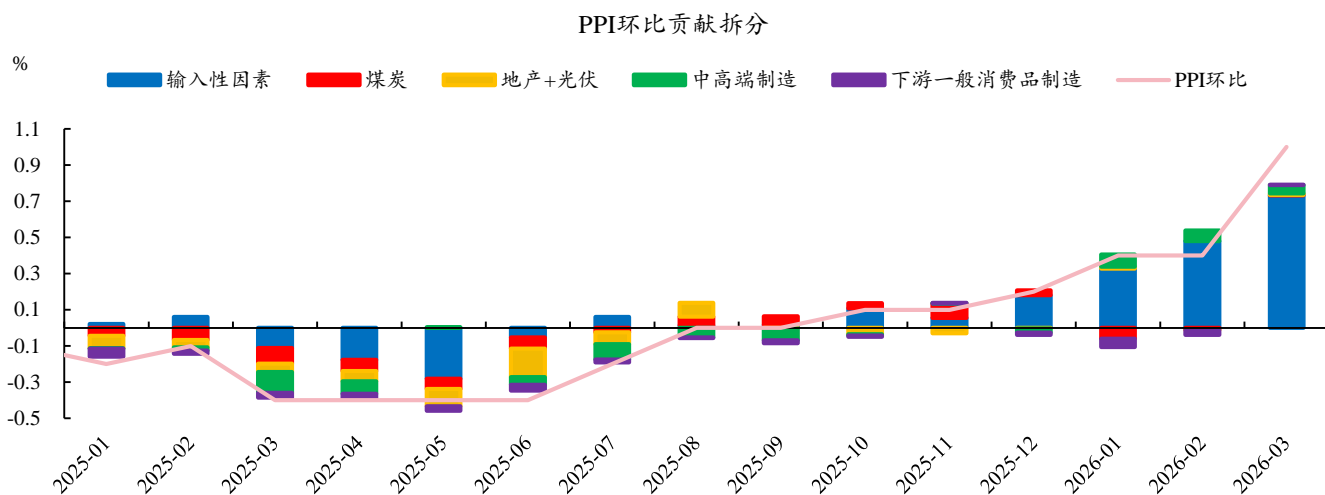
3月CPI-PPI同比剪刀差收窄，较前值下降1.7个百分点至0.5%，PPI生活资料-生产资料同比增速差降低，较前值下降1.4个百分点至-2.3%。上游采掘工业、原材料工业、加工工业价格同比较前值回升；下游食品、一般日用品、耐用消费品同比

较前值回升，衣着回落。综合以上复合指标，若以同比为衡量基准，上游整体价格回升速度快于下游。

2.2、输入性因素带动 PPI 环比回升

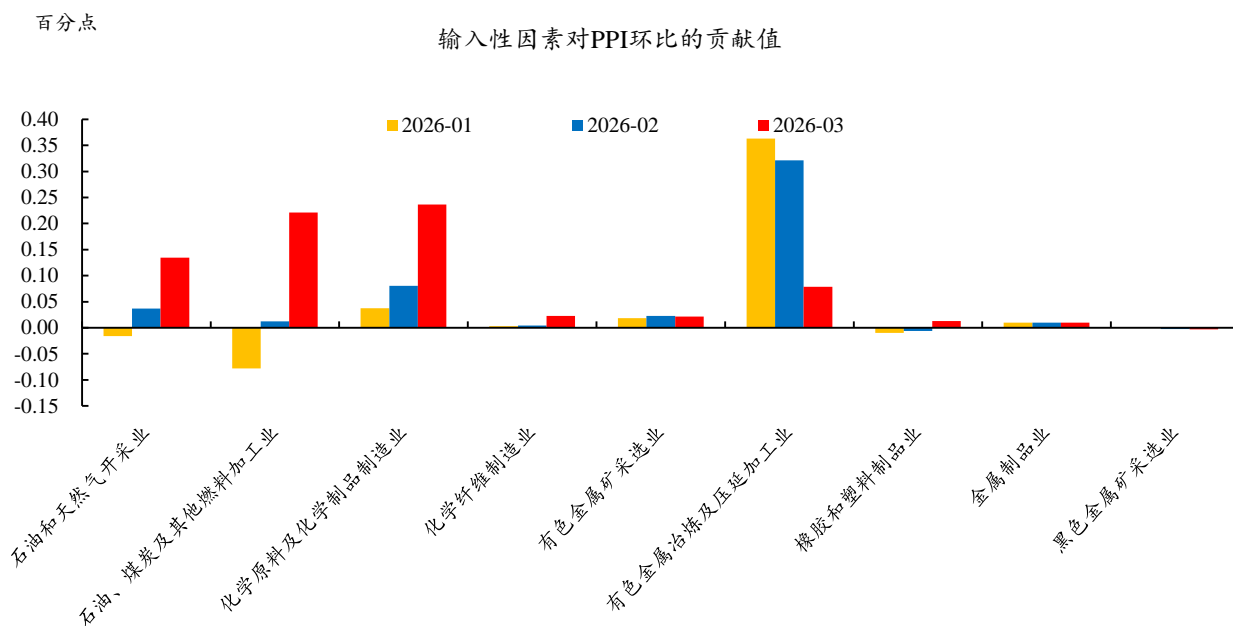
从环比来看，3 月 PPI 环比+1.0%，创 2023 年以来新高。其中输入性因素贡献 0.73 个百分点，是 3 月 PPI 环比回升的最主要原因。输入性因素中，石油化工链取代有色金属链，成为最主要贡献项。

图6：输入性因素贡献 PPI 环比 0.73 个百分点



数据来源：Wind、开源证券研究所；注：总体通胀数据公布当日，部分细分数据尚未公布，制造业中，专用设备、电气机械及器材、仪器仪表、金属制品、机械和设备修理、家具、文教、工美、体育和娱乐用品未纳入贡献统计中

图7：输入性因素中石油化工链成为最主要贡献项



数据来源：Wind、开源证券研究所

3、后续通胀预测：4月CPI同比增速回落，PPI同比回升

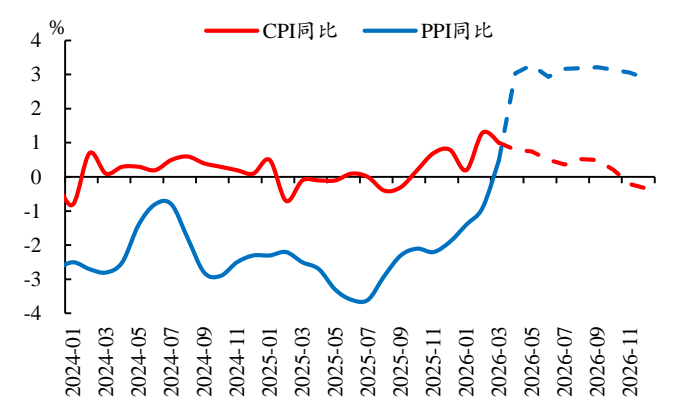
3.1、CPI预测：4月CPI同比增速有所回落

高频数据看，截至4月9日的农产品批发价格200指数环比下降3.6%，我们预计4月食品CPI环比有所回落；非食品按等于偏弱于季节性假设，考虑到中东地缘冲突对油价的影响，我们适当调高对于成品油价格预期，假定原油价格上行只对CPI中的交通工具用能源项产生影响，我们预计4月CPI环比在0.3%左右，同比在0.8%左右，下调2026年全年平均同比至0.5%左右。

3.2、PPI预测：4月PPI同比增速有所回升

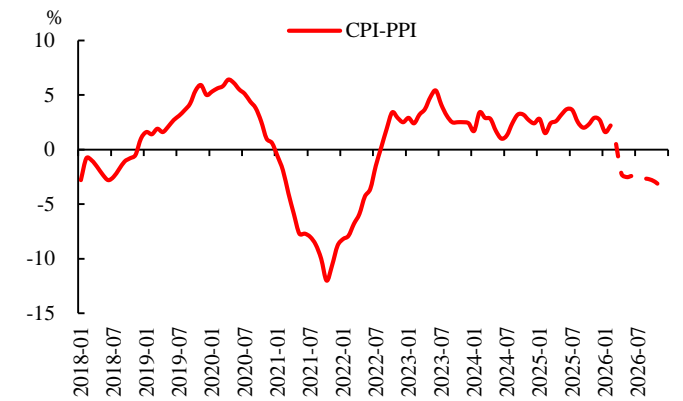
高频数据看，截至4月6日的南华工业品指数平均值环比回落1.2%，但我国原油价格相对于国际原油价格变动存在滞后，3月全球原油价格的上行或将继续推高4月PPI，我们预计4月PPI环比较前值有所回升，同比较前值有所回升，假定5月后WTI原油价格中枢回落至80美元/桶，预计全年PPI平均同比或在2.2%左右。

图8：预计4月CPI同比增速回落，PPI同比回升



数据来源：Wind、开源证券研究所；注：虚线部分为预测数据

图9：预计4月CPI-PPI同比剪刀差收窄



数据来源：Wind、开源证券研究所；注：虚线部分为预测数据

4、风险提示

政策变化超预期，大宗商品价格波动超预期。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年3月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

本研究报告的署名人员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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，并对内容和观点负责。本报告清晰地反映了署名人员的研究观点，所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。本报告署名人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（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。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动，过往的业绩表现不应作为其日后表现的预示。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。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。

开源证券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。开源证券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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn