

关税影响渐现，通胀继续承压

2025 年 5 月 10 日
宏观研究

主要内容：

中证鹏元资信评估股份有限公司

研究发展部

李席丰

lixf@cspengyuan.com



一、数据

4 月 CPI 同比增长-0.1%，略高于 wind 市场预期（-0.2%），持平前值（-0.1%）；

4 月 PPI 同比增长-2.7%，略高于 wind 市场预期（-2.8%），低于前值（-2.5%）。

二、具体分析

（1）CPI 同比增速连续三月为负，食品项支撑作用加强，非食品是主要拖累，其中原油价格带动 CPI 同比下降约 0.4pct。4 月 CPI 同比增速未转正，跌幅和上月持平；CPI 环比 0.1%，由跌转涨，较上月上升 0.5pct，强于季节性（-0.2%）。分项来看，4 月 CPI 内部分化大幅收窄，其中食品项同比-0.2%，较上月上升 1.2pct，非食品项同比 0.0%，较上月下降 0.2pct。核心 CPI 同比上涨 0.5%，和上月持平；环比 0.2%，强于季节性（0.14%），高于前一月环比（0.0%）。CPI 环比转涨，主要受到食品分项降幅低于季节性、假期出行服务需求回升等因素的影响，原油价格影响 CPI 同比下降约 0.38pct，是 CPI 同比未转正的主要原因。

（2）PPI 同比跌幅扩大，主要受到工业需求偏弱、部分国际大宗商品价格下跌等因素的影响。4 月，PPI 同比-2.7%，低于前值（-2.5%）；PPI 环比-0.4%，和上月持平，弱于季节性（-0.1%）。从同比价格组成因素看，4 月 PPI 价格中翘尾因素和新涨价因素分别影响-1.6pct 和-1.1pct，较上月分别上行 0.2pct、下行 0.4pct，因此新涨价因素是 PPI 同比继续下降的主要原因。国际定价原油价格中枢明显回落，有色金属价格继续走强，内部定价的煤炭、黑色金属、化工等多数工业品价格延续偏弱走势。

三、展望

（1）4 月 CPI 和 PPI 整体符合预期，预计通胀下行压力增大，二季度 CPI 同比中枢在零值附近，PPI 同比在-2.5%附近波动。在总需求没有明显改善、外部冲击加大的背景下，后续 CPI 同比预计保持低位运行，中枢在零值附近，

向上弹性有限。对于 PPI，全球原油价格中枢预计继续下降，可能对 PPI 价格还会形成偏长期的制约；有色金属板块整体保持强势，对国内相关板块偏利好；国内定价的黑色金属、非金属、煤炭等工业品价格受到高库存、工业需求偏弱等因素的制约，“出口-制造业”链条受到贸易冲击后工业需求可能继续回落。整体来看，PPI 环比动能偏弱，关税的影响逐步显现后 PPI 预计将继续走弱，翘尾因素是短期支撑。

（2）通胀的回升需要弥补供需缺口，货币政策相对次要。即使增加货币供给，如果推动供给扩张，而未能改善供需关系时，供过于求格局下物价低迷状况很难改变。要推动通胀回升，后续政策重点方向之一是要及时弥补供需缺口，价格调控思路要从以前的防“哄抬物价”转向防“低价倾销”，仅靠增加货币宽松是难以实现通胀目标的

（3）对债市的影响：债市做多逻辑加强，中长期趋势难以改变。目前通胀水平整体低迷，通缩压力易增难减，对债市偏有利。预计后续债市吸引力继续增加，债券利率将逐步震荡下行，10 年期国债利率在二季度有望挑战 1.60% 的前低，今年债券利率可能呈现先上后下的走势。配置上，债市短中长期均看多做多，调整均是良好的配置机会，重点关注中美摩擦、政策对冲的力度和经济的修复情况。

1. 数据

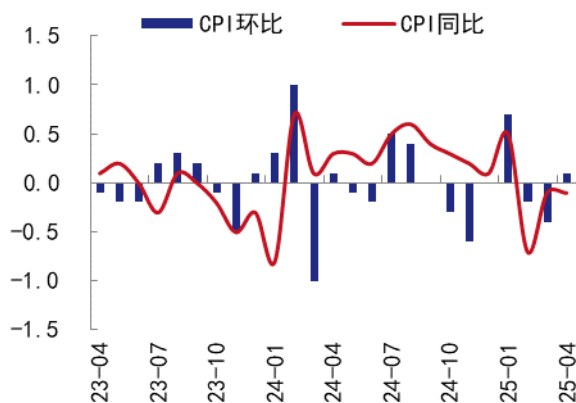
4 月 CPI 同比增长-0.1%，略高于 wind 市场预期（-0.2%），持平前值（-0.1%）；

4 月 PPI 同比增长-2.7%，略高于 wind 市场预期（-2.8%），低于前值（-2.5%）。

2. 具体分析

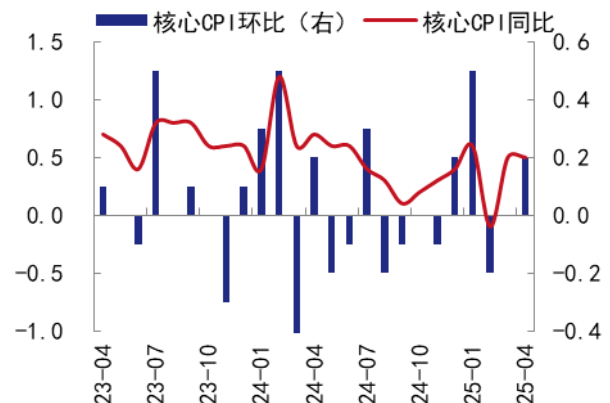
CPI 同比增速连续三月为负，食品项支撑作用加强，非食品是主要拖累。4 月 CPI 同比增速未转正，跌幅和上月持平，略高于 wind 市场预期（-0.15%）；CPI 环比 0.1%，由跌转涨，较上月上升 0.5pct，强于季节性（-0.2%）。分项来看，4 月 CPI 内部分化大幅收窄，其中食品项同比-0.2%，较上月上升 1.2pct，非食品项同比 0.0%，较上月下降 0.2pct，食品项和非食品项同比差距缩小。剔除食品和能源后，4 月核心 CPI 同比上涨 0.5%，和上月持平；环比 0.2%，强于季节性（0.14%），高于前一月环比（0.0%）。

图 1 4 月 CPI 环比和同比



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图 2 4 月核心 CPI 环比和同比



资料来源：Wind，中证鹏元整理

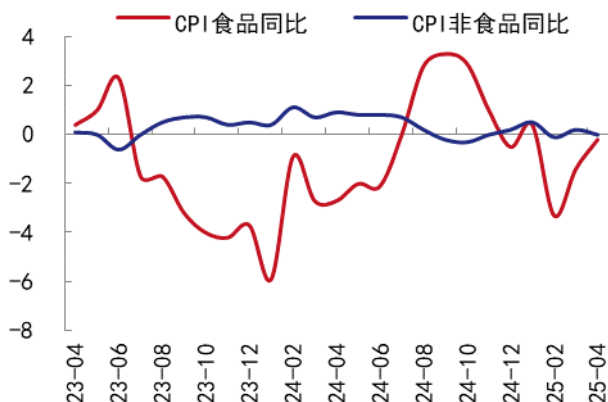
CPI 环比转涨，主要受到食品分项强于季节性、非食品中出行服务价格上升等因素的影响，原油价格影响 CPI 同比下降约 0.38pct，是 CPI 同比未转正的主要原因。

（1）食品多数分项价格延续下行，但是降幅低于季节性，带动 CPI 环比转涨。4 月 CPI 食品环比 0.2%，强于季节性（-1.3%），较前一月增速上升 1.6pct，是 CPI 环比由跌转涨的主要原因。食品中鲜菜、鲜果、畜肉和水产品强于季节性，环比增速明显回升，其他分项均弱于季节性。具体来看，新果上市初期供给季节性减少，鲜果价格环比上涨 2.2%，较上月上升 3.8pct；鲜菜价格环比下跌 1.8%，降幅低于季节性；猪肉价格震荡运行，假期对消费有提振作用，猪肉价格降幅收窄。猪价前瞻指标——能繁母猪存栏量相对前月小幅下行，但是继续保持相对高位，显示猪肉去产能节奏偏慢，5 月以来猪肉价格延续偏弱走势。

（2）非食品分项环比弱于季节性，节后出行和文娱消费需求回升，原油价格是主要拖累。4 月 CPI 非食品价格环比 0.1%，弱于季节性（0.12%），较前一月上升 0.3pct。八大分项中教育文化娱乐、医疗保健等强于季节性，衣着、生活用品及服务、交通工具用燃料等弱于季节性，显示非食品中服务强于商品。其中，

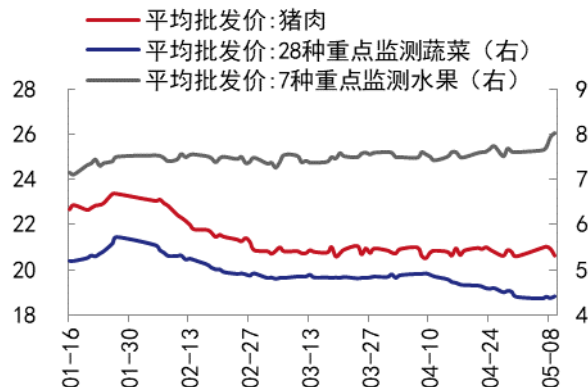
受需求回暖及假日因素共同影响，出行服务价格回升明显，飞机票、交通工具租赁费、宾馆住宿和旅游价格分别上涨 13.5%、7.3%、4.5%和 3.1%，涨幅高于季节性水平，合计影响 CPI 环比上涨约 0.10pct；家用器具、交通工具分项分别环比增速为 0.0%、-0.3%，均弱于季节性，可能反映以旧换新政策的边际效应有所递减，前期相关需求有所透支；受到国际油价下行的影响，国内汽油价格大幅下降 10.4%，影响 CPI 同比下降约 0.38pct，是带动 CPI 同比下降的主要因素，交通工具用燃料分项环比下降 2.0%，弱于季节性（-0.8%）。

图3 4月CPI分项环比



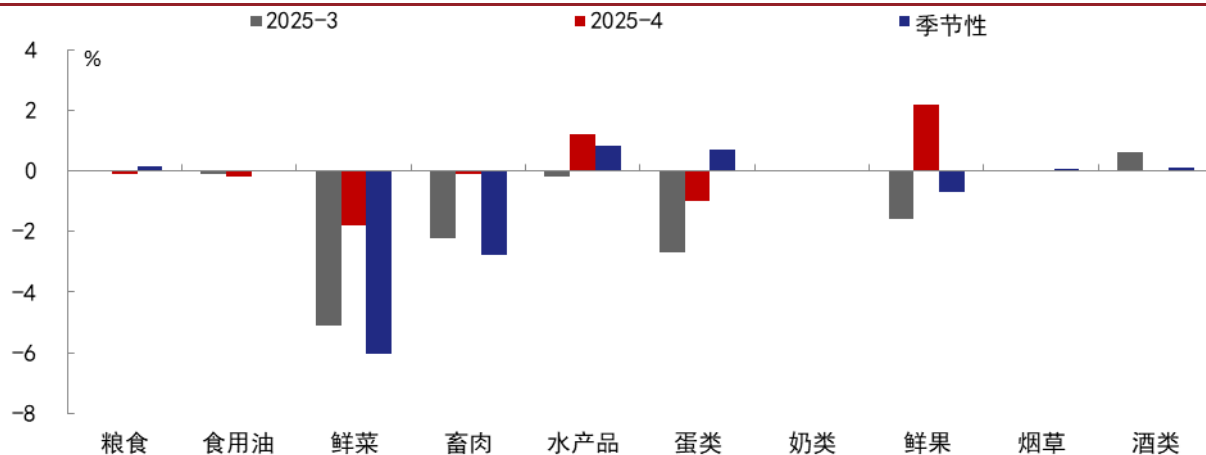
资料来源：Wind，中证鹏元整理

图4 CPI重点分项相关价格近期走势



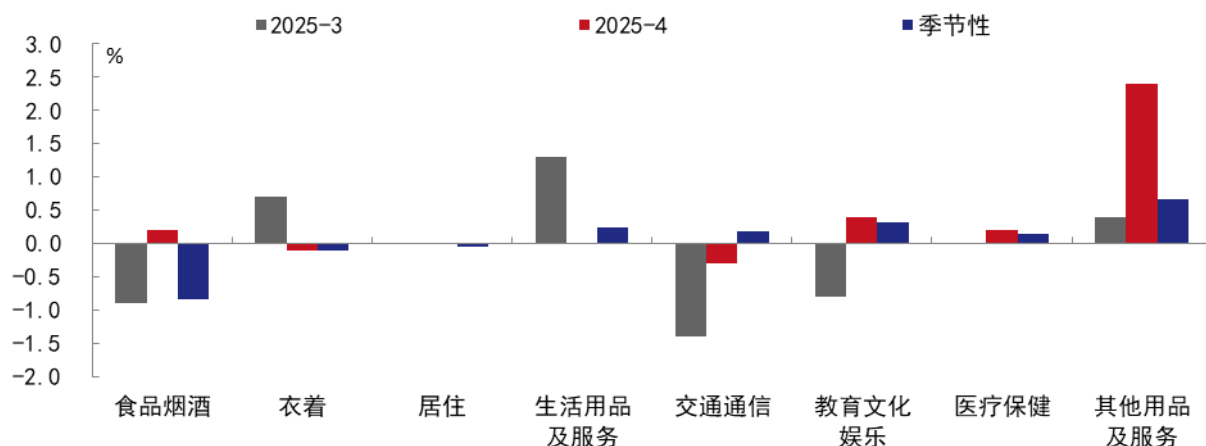
资料来源：Wind，中证鹏元整理

图5 4月CPI食品分项环比与季节性



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图6 4月CPI大类分项环比与季节性



资料来源：Wind，中证鹏元整理

PPI 同比跌幅扩大，主要受到工业需求偏弱、部分国际大宗商品价格下跌等因素的影响。4月，PPI 同比-2.7%，略高于 wind 预期（-2.8%），低于前值（-2.5%）；PPI 环比-0.4%，和上月持平，弱于季节性（-0.1%）。从同比价格组成因素看，4月 PPI 价格中翘尾因素和新涨价因素分别影响-1.6pct 和-1.1pct，较上月分别上行 0.2pct、下行 0.4pct，因此新涨价因素是 PPI 同比继续下降的主要原因。从结构上看，生产资料价格和生活资料价格同比分别为-3.1%、-1.6%，分别较上月下降 0.3pct、0.1pct。

国际定价原油价格中枢明显回落，有色金属价格继续走强；关税影响渐显，内部定价的煤炭、黑色金属、化工等多数工业品价格延续偏弱走势。

（1）原油：受贸易摩擦升级、OPEC+减产政策调整等影响下，4月国际原油价格大幅下跌，均价较上月明显下行，带动国内成品油价格相应调降，国内石油相关行业价格也继续走低，石油和天然气开采业、石油煤炭及其他燃料加工业环比分别下跌 3.1%和 2.6%，跌幅靠前；

（2）有色金属：受国际有色金属价格的波动传导影响，国内有色金属板块继续上涨，其中上游的有色金属矿采选业继续相对强势，连续 14 个月环比上涨，本月环比涨幅 1.5%，涨幅较上月扩大 1.1pct，有色金属冶炼和压延加工业价格环比上涨 0.3%，涨幅收窄 0.2pct；

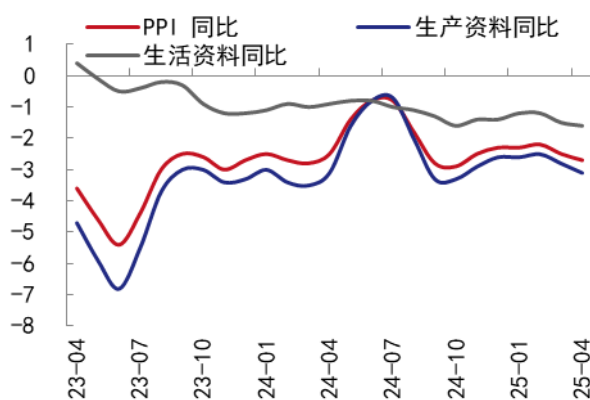
（3）黑色金属：虽然有稳地产、库存去化等积极因素，但是超预期关税冲击下市场对全球贸易紧张和需求下滑的担忧加剧，黑色金属价格跌幅扩大，黑色金属冶炼和压延加工业、非金属矿物制品业价格环比分别下降 0.9%、1.0%，较上月下行 1.0pct 和 0.5pct；

（4）煤炭：北方供暖全面结束后煤炭需求进入传统淡季，叠加煤炭供应和库存充足，煤炭开采和洗选业、煤炭加工价格环比均下降 3.3%，连续六个月下跌；

（5）其他：中美关税冲突升级带动出口需求下降，部分出口行业价格环比下降，其中汽车制造业价格

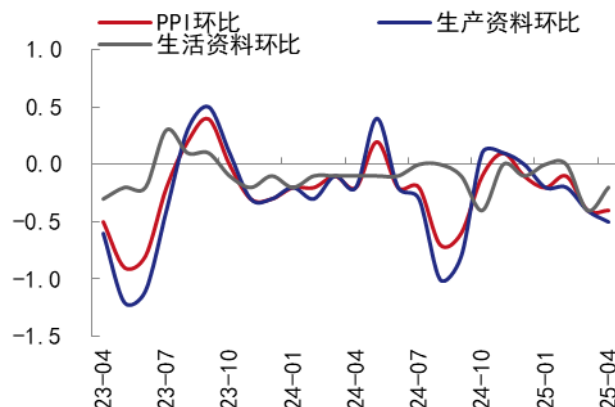
下降 0.5%，计算机通信和其他电子设备制造业、家具制造业、金属制品业价格均下降 0.2%。促消费和设备更新等政策继续显效，部分消费品和装备制造产品需求释放带动相关行业价格回升。家用洗衣机价格同比降幅比上月收窄 0.3 个百分点，食品制造业、新能源乘用车价格同比降幅均收窄 0.2 个百分点；电工机械专用设备制造价格同比降幅收窄 0.7 个百分点，农林牧渔专用机械制造、金属加工机械制造价格同比降幅均收窄 0.2 个百分点。

图 7 4 月 PPI 及分项同比



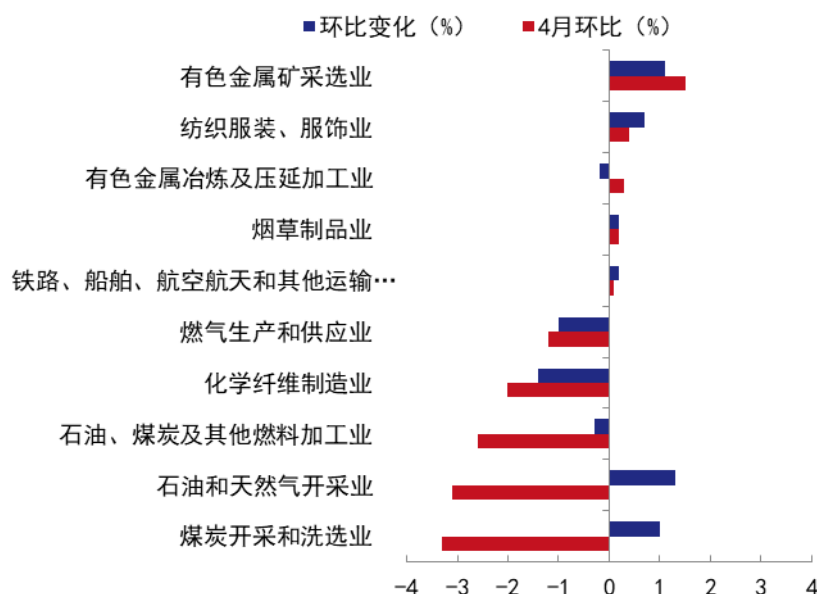
资料来源：Wind，中证鹏元整理

图 8 4 月 PPI 及分项环比



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图 9 4 月 PPI 分行业环比增速前五位、后五位



资料来源：Wind，中证鹏元整理

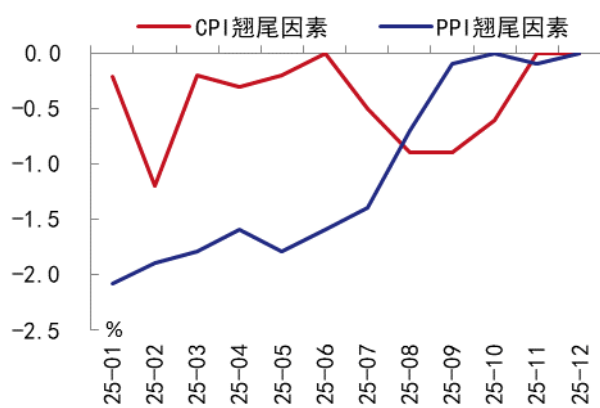
3. 展望

(1) 4 月 CPI 和 PPI 整体符合预期，预计通胀下行压力增大，二季度 CPI 同比中枢在零值附近，PPI 同比在-2.5%附近波动。对于 CPI，食品项重点分类中，产能去化节奏反复和消费淡季下猪价上涨动力有限，鲜菜鲜果价格季节性回落，天气因素存在不确定性；非食品项中，出行类和生活服务需求受到假期提振，但原油价格中枢走低，商品项受到需求透支、关税影响等因素压制保持偏弱运行。在总需求没有明显改善、外部冲击加大的背景下，后续 CPI 同比预计保持低位运行，中枢在零值附近，向上弹性有限。对于 PPI，外部定价的原油、有色金属等主要受到全球需求、地缘冲突等因素的影响，不确定性较高；其中原油价格虽然年初走强，但是特朗普支持传统能源的开采，倾向于低油价来控制通胀，而且关税升级将增加全球经济衰退风险、拖累原油需求，叠加 OPEC+减产政策调整等因素，原油价格中枢预计将继续下降，带动国内相关行业价格走弱，因此可能对国内 PPI 价格形成偏长期的制约；有色金属板块整体保持强势，对国内相关板块偏利好；国内定价的黑色金属、非金属、煤炭等工业品价格受到高库存、工业需求偏弱等因素的制约，“出口-制造业”链条受到贸易冲击后工业需求可能继续回落，进一步压制国内相关工业品价格。整体来看，PPI 环比上涨动能较低，关税的影响逐步显现后 PPI 预计将继续走弱，翘尾因素是短期支撑。

(2) 通胀的回升需要弥补供需缺口，货币政策相对次要。虽然 2024 年底以来我国货币政策基调时隔 14 年再次“适度宽松”，并明确“适时降准降息”，但是通胀低迷状态没有明显改善，本轮低通胀中 CPI 同比已连续三月为负，PPI 同比已连续 30 个月为负。今年一季度货币政策执行报告中表示“货币对物价发挥作用取决于供需对比情况”、“提振物价的关键在于扩大有效需求，畅通供需循环，打通实体经济堵点”，意味着即使增加货币供给，如果推动供给扩张，而未能改善供需关系时，供过于求格局下物价低迷状况很难改变。在中美关税战升级的背景下，外需面临巨大冲击。虽然货币政策及时降准降息，有利于稳定经济发展，但是外需收缩下供需关系更难平衡。要推动通胀回升，后续政策重点方向之一是要及时弥补供需缺口，价格调控思路要从以前的防“哄抬物价”转向防“低价倾销”，仅靠增加货币宽松是难以实现通胀目标的。

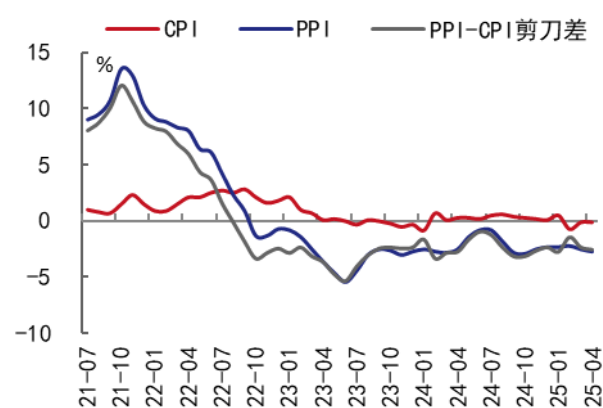
(3) 对债市的影响：债市做多逻辑加强，中长期趋势难以改变。CPI 同比连续三月为负，PPI 跌幅扩大，通胀水平整体低迷，通缩压力易增难减，对债市偏有利。预计后续债市吸引力继续增加，债券利率将逐步震荡下行，10 年期国债利率在二季度有望挑战 1.60% 的前低，今年债券利率可能呈现先上后下的走势。虽然债市做多的胜率较高，但是赔率有限。配置上，债市短中长期均看多做多，调整均是良好的配置机会，重点关注中美摩擦、政策对冲的力度和经济的修复情况。

图 10 2025 年 CPI 和 PPI 翘尾因素



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图 11 PPI-CPI 剪刀差



资料来源：Wind，中证鹏元整理

附表 1：通胀月度数据

单位：%	2025-04	2025-03	2025-02	2025-01	2024-12	2024-11	2024-04
CPI 同比	-0.1	-0.1	-0.7	0.5	0.1	0.2	0.3
CPI 食品:同比	-0.2	-1.4	-3.3	0.4	-0.5	1.0	-2.7
CPI 非食品:同比	0.0	0.2	-0.1	0.5	0.2	0.0	0.9
核心 CPI:同比	0.5	0.5	-0.1	0.6	0.4	0.3	0.7
服务 CPI:同比	0.3	0.3	-0.4	1.1	0.5	0.4	0.8
CPI:环比	0.1	-0.4	-0.2	0.7	0.0	-0.6	0.1
CPI 食品:环比	0.2	-1.4	-0.5	1.3	-0.6	-2.7	-1.0
CPI 非食品:环比	0.1	-0.2	-0.1	0.6	0.1	-0.1	0.3
核心 CPI:环比	0.2	0.0	-0.2	0.5	0.2	-0.1	0.2
服务 CPI:环比	0.3	-0.4	-0.5	0.9	0.1	-0.3	0.3
PPI:同比	-2.7	-2.5	-2.2	-2.3	-2.3	-2.5	-2.5
PPI 生产资料:同比	-3.1	-2.8	-2.5	-2.6	-2.6	-2.9	-3.1
采掘工业:同比	-9.4	-8.3	-6.3	-4.9	-4.6	-4.9	-4.8
原材料工业:同比	-3.6	-2.4	-1.5	-1.9	-2.2	-2.9	-1.9
加工工业:同比	-2.3	-2.6	-2.7	-2.7	-2.7	-2.7	-3.6
PPI 生活资料:同比	-1.6	-1.5	-1.2	-1.2	-1.4	-1.4	-0.9
食品类:同比	-1.4	-1.4	-1.6	-1.4	-1.4	-1.5	-0.8
衣着类:同比	-0.1	-0.3	-0.2	-0.1	-0.1	-0.3	0.3
一般日用品类:同比	0.6	0.7	0.9	0.5	0.6	0.2	0.1
耐用消费品类:同比	-3.7	-3.4	-2.5	-2.6	-3.1	-2.7	-1.9
PPI:环比	-0.4	-0.4	-0.1	-0.2	-0.1	0.1	-0.2
PPI 生产资料:环比	-0.5	-0.4	-0.2	-0.2	0.0	0.1	-0.2
采掘工业:环比	-2.1	-2.9	-1.3	-0.2	-0.8	-0.1	-1.0
原材料工业:环比	-1.0	-0.6	0.1	0.0	0.3	0.2	0.3
加工工业:环比	-0.2	-0.1	-0.2	-0.3	-0.1	0.1	-0.4
PPI:生活资料:环比	-0.2	-0.4	0.0	0.0	-0.1	0.0	-0.1
食品类:环比	-0.1	-0.2	-0.2	-0.2	-0.1	-0.2	-0.1
衣着类:环比	0.3	-0.1	-0.2	-0.2	0.0	0.0	0.0
一般日用品类:环比	0.2	-0.1	0.1	-0.1	0.2	0.1	0.3
耐用消费品类:环比	-0.7	-1.0	0.0	0.2	-0.3	0.2	-0.5

资料来源：Wind，中证鹏元整理

免责声明

本报告由中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“本公司”）提供，旨在派发给本公司客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于我们认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。需要强调的是，报告中观点仅是相关研究人员根据相关公开资料作出的分析和判断，并不代表公司观点。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。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。本公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面同意，本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中证鹏元研发部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。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。

独立性声明

本报告所采用的数据均来自合规渠道，通过合理分析得出结论，结论不受其它任何第三方的授意、影响，特此声明。

中证鹏元资信评估股份有限公司

深圳 地址：深圳市南山区深湾二路 82 号神州数码国际创新中心东塔 42 楼 邮编：518040
电话：0755-82872897 传真：0755-82872090

北京 地址：北京市朝阳区建国路甲 92 号世茂大厦 C 座 23 层 邮编：100022
电话：010-66216006 传真：010-66212002

上海 地址：上海市浦东新区民生路 1299 号丁香国际商业中心西塔 9 楼 903 室 邮编：200120
总机：021-51035670 传真：021-51035670

湖南 地址：湖南省长沙市雨花区湘府东路 200 号华坤时代 2603 邮编：410000
电话：029-88626679 传真：029-88626679

江苏 地址：南京市建邺区黄山路 2 号绿溢国际广场 B 座 1410 室 邮编：210019
电话：025-87781291 传真：025-87781295

四川 地址：成都市高新区天府大道北段 869 号数字经济大厦 5 层 5006 号
电话：+852 36158343 传真：+852 35966140

山东 地址：山东省济南市历下区龙奥西路 1 号银丰财富广场 B 座 1302 室
总机：0531-88813809 传真：0531-88813810

陕西 地址：西安市莲湖区桃园南路 1 号丝路国际金融中心 C 栋 801 室
电话：029-88626679 传真：029-88626679

香港 地址：香港中环德辅道中 33 号 21 楼
电话：+852 36158342 传真：+852 35966140