



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

日期: 2025年05月14日

分析师: 陈彦利

Tel: 021-53686170

E-mail: chenyanli@shzq.com

SAC 编号: S0870517070002

相关报告:

《开局良好，内需发力》

——2025年04月18日

《3月出口仍获支撑，顺差维持千亿》

——2025年04月16日

《价格双负局面延续》

——2025年04月11日

油价拖累，通胀低位运行

——2025年4月物价数据点评

■ 主要观点

油价拖累，通胀低位运行

4月价格双负局面延续。CPI环比超季节性回正，主要是由于食品、出行服务回升的带动。CPI同比下降0.1%，与上月保持不变。具体来看，能源价格同比下降4.8%，降幅比上月扩大2.2个百分点。其中汽油价格下降10.4%，影响CPI同比下降约0.38个百分点，是带动CPI同比下降的主要因素。扣除食品和能源价格的核心CPI上涨0.5%，涨幅保持稳定，显示出需求仍然偏稳。PPI同比下降2.7%，降幅扩大0.2个百分点。主要行业中，黑色金属矿采选业、燃气、食品、黑色金属冶炼等价格降幅有所收窄，煤炭开采、石油天然气开采、医药、石油加工等行业价格则降幅有所扩大。总体来看，PPI维持负区间平稳运行。

政策发力有空间

4月价格低位运行态势主要受到油价拖累。CPI环比已转正，且超季节性表现，但同比仍然负区间运行，主要受到国际油价下行影响。工业品价格方面，国际油价的下行也带动了国内相关行业价格的下降，而另外我们认为外部环境的变化也导致部分出口行业价格下降。总体来看，价格实际上也呈现平稳的主态势。我们认为中美关税冲击下，通胀的低位运行，为政策加码发力创造了空间，货币政策与财政政策共同发力，加紧实施更加积极有为的宏观政策，以高质量发展的确定性应对外部环境急剧变化的不确定性。

■ 风险提示

地缘政治事件恶化，国际金融形势改变，中美政策超预期变化。

目 录

1 事件：4 月 CPI、PPI 数据公布	3
2 事件解析：数据特征和变动原因	3
2.1 油价拖累 CPI 表现，需求偏稳	3
2.2 PPI 持续负区间运行	5
3 事件影响：对经济和市场	7
3.1 油价拖累，通胀低位运行	7
4 事件预测：趋势判断	8
4.1 政策发力有空间	8
5 风险提示：	8

图

图 1：CPI 同比、环比 (%)	4
图 2：食物价格分项同比 (%)	5
图 3：非食物分项同比 (%)	5
图 4：PPI 同比、环比 (%)	6
图 5：生产资料和生活资料价格同比 (%)	7
图 6：PPI 细项 (%)	7

表

表 1：4 月 CPI、PPI 同比数据 (%)	3
--------------------------	---

1 事件：4 月 CPI、PPI 数据公布

国家统计局数据显示，2025 年 4 月份，全国居民消费价格同比下降 0.1%。其中，城市持平，农村下降 0.3%；食品价格下降 0.2%，非食品价格持平；消费品价格下降 0.3%，服务价格上涨 0.3%。1—4 月平均，全国居民消费价格比上年同期下降 0.1%。4 月份，全国居民消费价格环比上涨 0.1%。其中，城市上涨 0.2%，农村持平；食品价格上涨 0.2%，非食品价格上涨 0.1%；消费品价格持平，服务价格上涨 0.3%。

2025 年 4 月份，全国工业生产者出厂价格同比下降 2.7%，环比下降 0.4%；工业生产者购进价格同比下降 2.7%，环比下降 0.6%。1—4 月平均，工业生产者出厂价格和购进价格比上年同期均下降 2.4%。

表 1：4 月 CPI、PPI 同比数据 (%)

	实际值	上月值	去年同期
CPI 同比	-0.1	-0.1	0.3
PPI 同比	-2.7	-2.5	-2.5

资料来源：IFIND，上海证券研究所

2 事件解析：数据特征和变动原因

2.1 油价拖累 CPI 表现，需求偏稳

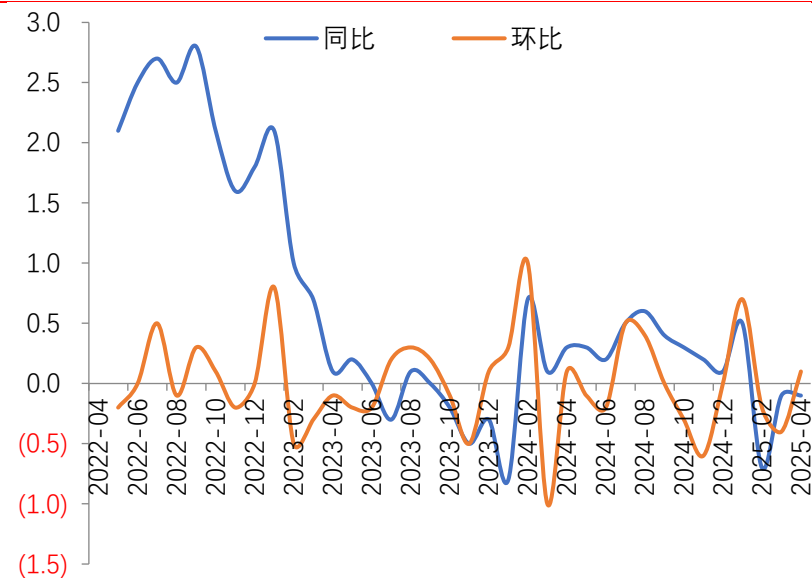
从环比看，4 月份 CPI 由上月下降 0.4% 转为上涨 0.1%，高于季节性表现，主要是由于食品、出行服务回升的带动。食品价格环比上涨 0.2%，其中部分食品价格上涨，鲜菜、猪肉价格均有不同程度下降。非食品方面，出行类价格明显回升，飞机票、交通工具租赁费、宾馆住宿和旅游价格分别上涨 13.5%、7.3%、4.5% 和 3.1%，涨幅均高于季节性水平，合计影响 CPI 环比上涨约 0.10 个百分点。

同比方面，CPI 下降 0.1%，与上月保持不变。在 CPI-0.1% 的变动中，翘尾因素为 -0.3%，跌幅较上月明显扩大 0.1 个百分点。具体来看，能源价格同比下降 4.8%，降幅比上月扩大 2.2 个百分点。其中汽油价格下降 10.4%，影响 CPI 同比下降约 0.38 个百分点，是带动 CPI 同比下降的主要因素。食品价格下降 0.2%，降幅比上月收窄 1.2 个百分点，影响 CPI 下降约 0.03 个百分点。非食品方面，服务价格上涨 0.3%，涨幅与上月相同。扣除能源的工业

消费品价格上涨 0.4%，影响 CPI 同比上涨约 0.10 个百分点。

扣除食品和能源价格的核心 CPI 上涨 0.5%，涨幅保持稳定，显示出需求仍然偏稳。

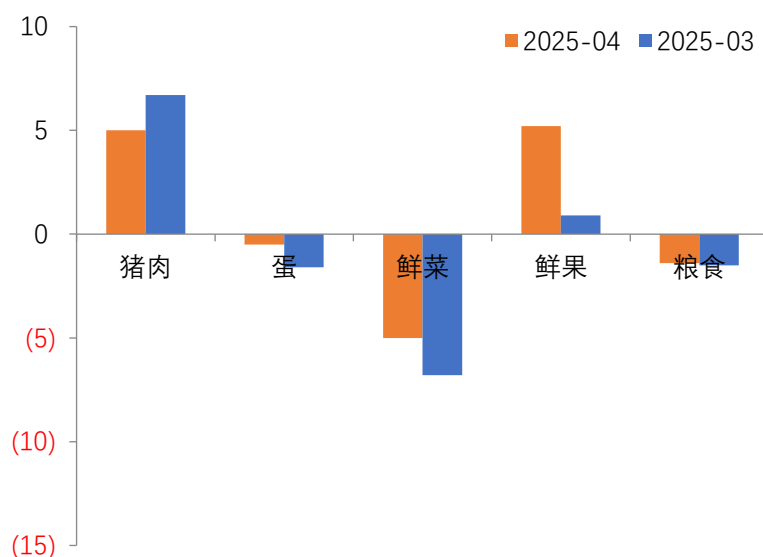
图 1：CPI 同比、环比 (%)



资料来源：IFIND，上海证券研究所

同比变动从主要食品分类来看，除了猪肉外，其余均有所回升。鲜果价格上涨 5.2%，影响 CPI 上涨约 0.11 个百分点；水产品价格上涨 1.5%，影响 CPI 上涨约 0.03 个百分点；畜肉类价格上涨 0.6%，影响 CPI 上涨约 0.02 个百分点，其中猪肉价格上涨 5.0%，影响 CPI 上涨约 0.06 个百分点；鲜菜价格下降 5.0%，影响 CPI 下降约 0.10 个百分点；粮食价格下降 1.4%，影响 CPI 下降约 0.02 个百分点。

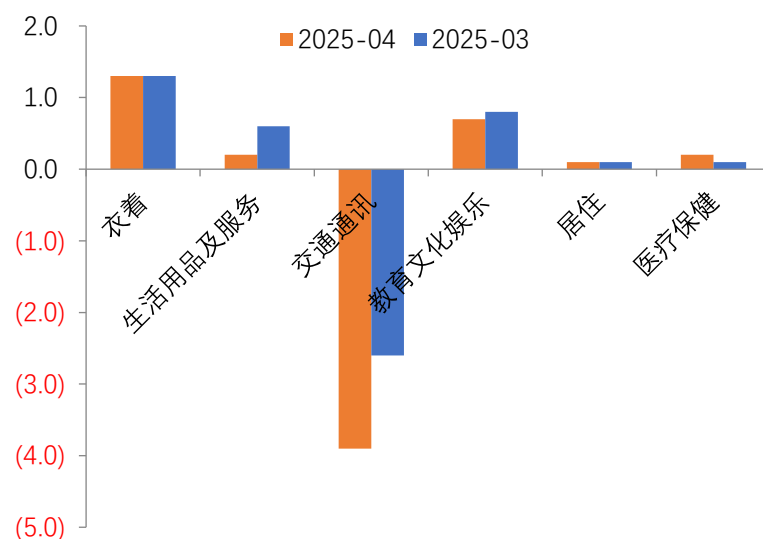
图 2：食物价格分项同比 (%)



资料来源：IFIND，上海证券研究所

非食品中，主要非食品项中生活用品及服务、交通通讯、教育文化均有所回落。而交通通讯中燃料下降较多。

图 3：非食物分项同比 (%)



资料来源：IFIND，上海证券研究所

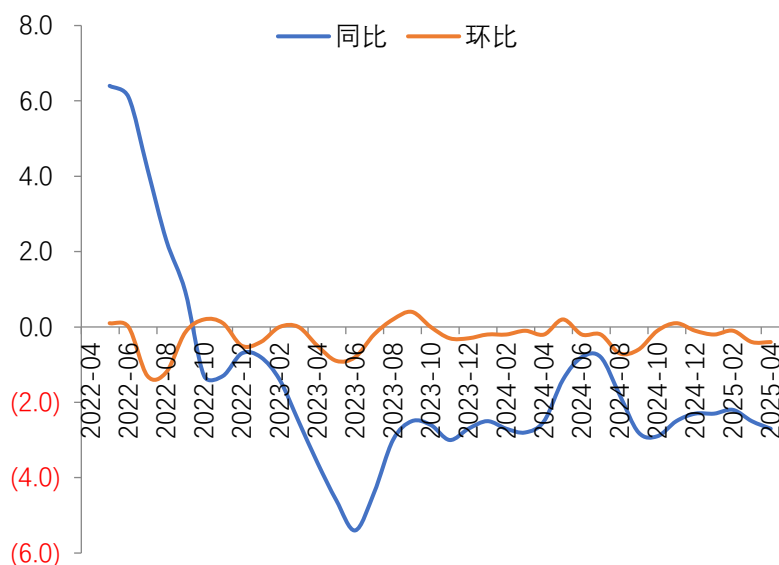
2.2 PPI 持续负区间运行

从环比看，PPI 环比下降 0.4%，降幅与上月相同。国际原油价格下降带动国内石油相关行业价格环比下降，有色金属价格下行影响国内铝冶炼、锌冶炼和铜冶炼价格分别下降 2.4%、1.6%和 0.8%；部分出口行业价格环比下降，汽车制造业、计算机通信和其他电子设备制造业、家具制造业、金属制品业价格均有不同程度下降，上述行业合计影响 PPI 环比下降约 0.24 个百分点。另外

国内部分能源价格也有所下降。煤炭开采和洗选业、煤炭加工、电力热力生产和供应业价格均有所下降。上述 3 个行业合计影响 PPI 环比下降约 0.10 个百分点

同比方面，同比下降 2.7%，降幅比上月扩大 0.2 个百分点。主要行业中，黑色金属矿采选业、燃气、食品、黑色金属冶炼等价格降幅有所收窄，煤炭开采、石油天然气开采、医药、石油加工等行业价格则降幅有所扩大。总体来看，PPI 维持负区间平稳运行。

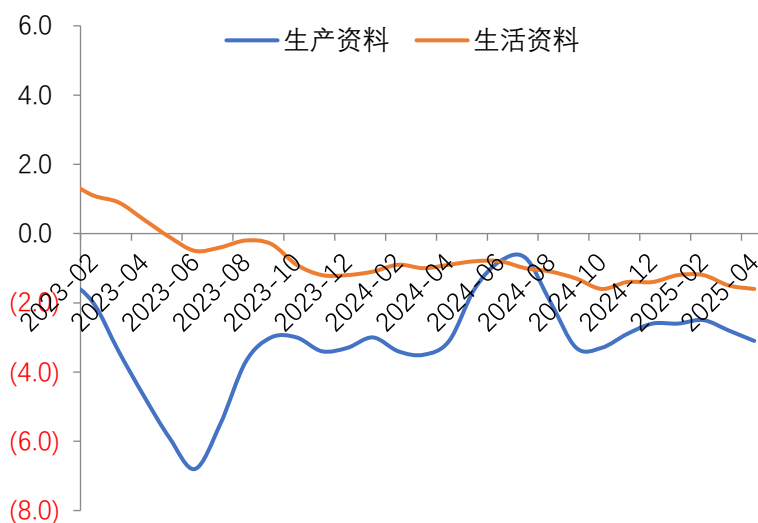
图 4：PPI 同比、环比 (%)



资料来源：IFIND，上海证券研究所

考虑生产资料和生活资料的同比增速，生产资料价格下降 3.1%，跌幅扩大 0.3 个百分点，影响工业生产者出厂价格总水平下降约 2.28 个百分点。生活资料价格下降 1.6%，跌幅扩大 0.1 个百分点，影响工业生产者出厂价格总水平下降约 0.4 个百分点。

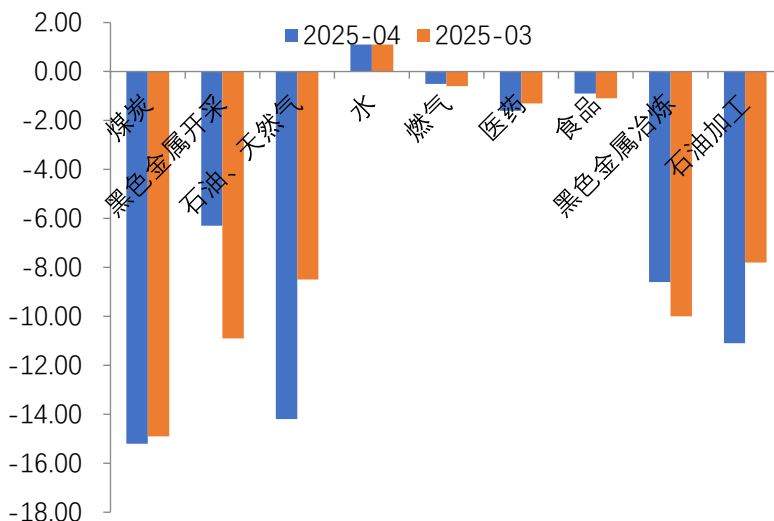
图 5：生产资料和生活资料价格同比 (%)



资料来源：IFIND，上海证券研究所

而从生产资料端分行业来看，煤炭开采和洗选业价格同比下跌 15.2%，降幅扩大 0.3 个百分点；黑色金属矿采选业下跌 6.3%，降幅收窄 4.6 个百分点；石油和天然气开采业下跌 14.2%，降幅扩大 5.7 个百分点；石油、煤炭及其他燃料加工业下跌 11.1%，降幅扩大 3.3 个百分点；黑色金属冶炼和压延加工业下降 8.6%，降幅收窄 1.4 个百分点。

图 6：PPI 细项 (%)



资料来源：IFIND，上海证券研究所

3 事件影响：对经济和市场

3.1 油价拖累，通胀低位运行

请务必阅读尾页重要声明

4 月价格双负局面延续。CPI 环比超季节性回正，主要是由于食品、出行服务回升的带动。CPI 同比下降 0.1%，与上月保持不变。具体来看，能源价格同比下降 4.8%，降幅比上月扩大 2.2 个百分点。其中汽油价格下降 10.4%，影响 CPI 同比下降约 0.38 个百分点，是带动 CPI 同比下降的主要因素。扣除食品和能源价格的核心 CPI 上涨 0.5%，涨幅保持稳定，显示出需求仍然偏稳。PPI 同比下降 2.7%，降幅扩大 0.2 个百分点。主要行业中，黑色金属矿采选业、燃气、食品、黑色金属冶炼等价格降幅有所收窄，煤炭开采、石油天然气开采、医药、石油加工等行业价格则降幅有所扩大。总体来看，PPI 维持负区间平稳运行。

4 事件预测：趋势判断

4.1 政策发力有空间

4 月价格低位运行态势主要受到油价拖累。CPI 环比已转正，且超季节性表现，但同比仍然负区间运行，主要受到国际油价下行影响。工业品价格方面，国际油价的下行也带动了国内相关行业价格的下降，而另外我们认为外部环境的变化也导致部分出口行业价格下降。总体来看，价格实际上也呈现平稳的主态势。我们认为中美关税冲击下，通胀的低位运行，为政策加码发力创造了空间，货币政策与财政政策共同发力，加紧实施更加积极有为的宏观政策，以高质量发展的确定性应对外部环境急剧变化的不确定性。

5 风险提示：

地缘政治事件恶化，国际金融形势改变，中美政策超预期变化。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。	
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上	
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%	
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间	
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上	
无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级	
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。	
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数	
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平	
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数	
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。		

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(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。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和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、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。