

4 月 CPI 继续低位运行，PPI 同比降幅有所扩大

——2025 年 4 月物价数据点评

研究发展部总监 冯琳

事件：根据国家统计局公布的数据，2025 年 4 月，CPI 同比下降 0.1%，上月为下降 0.1%；1-4 月 CPI 累计同比下降 0.1%；4 月 PPI 同比下降 2.7%，上月为下降 2.5%，1-4 月 PPI 累计同比下降 2.4%。

基本观点：4 月 CPI 同比连续两个月保持-0.1%，基本符合市场预期。主要是贸易战影响下，国际原油价格下跌向国内能源价格传导，抵消了当月食品价格同比降幅的收窄。当月扣除波动较大的能源和食品价格，更能反映基本物价水平的核心 CPI 同比为 0.5%，保持稳定。4 月 PPI 环比续跌、同比跌幅扩大，主因美国关税政策冲击下，国际原油、有色金属价格下跌并传导至国内相关行业；同时，国内需求偏弱拖累下，煤炭、钢铁等工业品价格亦有所下行；最后，终端消费不足也导致生活资料价格延续下跌。总体上看，当前国内物价水平稳中偏弱，为扩消费对冲外部冲击提供了充分的政策空间。

综合上年同期基数变化，以及短期物价走势，预计 5 月 CPI 同比将在-0.2%左右，PPI 环比跌幅将小幅收敛，同比降幅则将进一步扩大至-3.0%左右。关税战骤然升级背景下，5 月 7 日央行等部门推出包括降息降准在内的一揽子金融支持政策，表明今年超常规逆周期调节开始在稳增长方向全面发力。我们预计，接下来包括财政加力促消费在内的新的增量政策也会很快出台，这将对后续物价走势带来重要支撑。

具体来看：

一、4 月 CPI 同比连续两个月保持-0.1%，基本符合市场预期。主要是贸易战影响下，国际原油价格下跌向国内能源价格传导，抵消了当月食品价格同比降幅的收窄。当月扣除波动较大的能源和食品价格，更能反映基本物价水平的核心 CPI 保持稳定。4 月 CPI 同比连续两个负增长，核心 CPI 同比继续处于 0.5% 的低位，表明当前国内物价水平稳中偏弱，为接下来货币、财政政策持续发力，促消费扩投资，有力对冲外部波动提供了充分的政策空间。

具体来看，4 月食品价格出现超季节性的环比上涨。主要原因是受进口量减少等因素影响，当月牛肉

价格环比上涨 3.9%；部分地区进入海洋休渔期，海水鱼价格环比上涨 2.6%；另外，新果上市初期供给季节性减少，4 月薯类和鲜果价格分别环比上涨 4.7%和 2.2%。这充分抵消了当月猪肉和蔬菜价格季节性下跌的影响，带动 4 月食品价格环比由跌转涨，叠加上年同期食品价格基数下行，4 月食品 CPI 同比降幅收窄至-0.2%，较上月的-1.4%明显改善，对当月整体 CPI 走势形成了重要支撑。

不过，4 月国际原油价格大幅下跌，国内成品油价格同比降幅显著扩大，带动当月能源价格同比下降 4.8%，降幅比上月扩大 2.2 个百分点。其中，4 月汽油价格同比下降 10.4%，影响 CPI 同比下降约 0.38 个百分点，是下拉当月 CPI 同比的主要因素。其他工业消费品价格方面，4 月耐用消费品以旧换新政策对农电、汽车、电子产品的价格支撑作用有所减弱，这导致当月扣除能源的工业消费品价格同比涨幅较上月回落 0.1 个百分点至 0.4%。我们分析，不排除关税战升级对消费信心造成一定影响。

值得一提的是，4 月美国政府在全球范围内掀起关税战，避险情绪带动国际金价上涨，4 月国内金饰品价格环比上涨 10.1%，同比涨幅进一步扩大到 35.8%。这是当月“其他用品和服务”CPI 同比涨幅由上月的 6.2%扩大至 6.6%的主要原因。服务消费价格方面，受清明假期及五一长假来临影响，4 月居民旅游出行需求增加，飞机票、交通工具租赁费、宾馆住宿和旅游价格环比均季节性由降转升，当月服务价格同比继续保持在 0.3%的水平。

4 月扣除波动较大的能源和食品价格，更能反映基本物价水平的核心 CPI 同比为 0.5%，涨幅与上月相同，1-4 月累计同比为 0.4%。这表明年初以来物价走势稳定。整体上看，当前物价水平稳中偏低的态势仍在延续。这一方面源于当前商品和服务供应充足，另一方面是市场需求不足现象依然比较突出。背后的根本原因在于，持续近 4 年的楼市持续调整导致居民财富“缩水”，消费信心不足。根据国家统计局最新数据，2025 年 3 月消费者信心指数为 87.5 点，较上月回落 0.9 点，结束了此前连续三个月的回升过程，而且当前消费者信心指数仍然明显低于 100 点的中值水平。另外，近期城镇居民人均可支配收入增速偏低，也对消费能力和消费信心有一定影响。

需要指出的是，去年四季度以来包括消费品以旧换新在内的促消费政策加码，对物价有一定支撑作用。可以看到，去年 11 月至今年 4 月，汽车等交通工具价格累计下降 0.8%，而之前的 6 个月累计下降 3.1%。家电方面，去年 11 月至今年 4 月，家用器具价格累计上升 2.9%，之前 6 个月累计下降 3.0%。这意味着接下来为有效对冲外部波动，大力提振国内消费，对推动物价水平合理回升也有重要意义。

展望未来，4 月关税战骤然升级，5 月央行等部门推出包括降息降准在内的一揽子金融支持政策，表明今年超常规逆周期调节开始在稳增长方向全面发力。我们预计，接下来包括财政加力促消费在内的新的

增量政策也会很快出台。这将对物价走势带来重要支撑。不过，还需要关注中美“关税战”对消费者信心的影响，以及“出口转内销”可能带来的物价下行压力。综合上年同期基数变化，以及短期物价走势，我们判断5月CPI同比将在-0.2%左右。这也意味着后期国内促消费空间广阔，无须担心通胀问题。

二、4月PPI环比续跌、同比跌幅扩大，主因美国关税政策冲击下，国际原油、有色金属价格下跌并传导至国内相关行业；同时，国内需求偏弱拖累下，煤炭、钢铁等工业品价格亦有所下行；最后，终端消费不足也导致生活资料价格延续下跌。展望5月，国际油价走势以及贸易战带来的外需放缓会给国内能源和工业品价格继续造成下行压力，但国内稳增长政策发力，会给PPI带来结构性的积极变化。预计5月PPI环比跌幅将小幅收敛，同比降幅则将进一步扩大。

4月PPI环比下跌0.4%，跌幅与上月持平，同比下跌2.7%，跌幅较上月扩大0.2个百分点。4月PPI环比延续下跌、同比跌幅加深，主要受内外部两方面因素影响：一方面，受美国关税政策抑制需求前景以及OPEC+增产影响，国际原油价格延续下行，对国内原油相关行业PPI造成明显下拉效应——4月国内石油和天然气开采业、石油、煤炭及其他燃料加工业、化工行业PPI环比分别下降3.1%、2.6%、0.6%，同比分别下降14.2%、11.1%、4.1%，同比降幅较上月均有所扩大。同时，美国贸易政策造成的全球经济放缓担忧加剧，也给国际铜、锌、铝等有色金属价格造成下行压力，影响国内铜冶炼、锌冶炼和铝冶炼价格环比分别下降0.8%、1.6%和2.4%，拖累当月有色金属冶炼业PPI环比、同比涨幅均有所放缓。

另一方面，4月国内钢铁、煤炭等工业品价格亦有所下行。其中，主要受贸易战不确定性以及房地产投资延续下滑等因素影响，当月钢铁行业PPI环比跌幅扩大至1.0%（前值-0.5%），同比下跌8.6%（前值10.0%）；主因供暖季结束，需求进入传统淡季，煤炭价格出现季节性下降，当月煤炭开采业PPI环比续降3.3%（前值-4.3%），同比降幅进一步扩大至-15.2%（前值-14.9%）。

分大类看，4月生产资料PPI环比下跌0.5%，同比下跌3.1%，跌幅较上月分别扩大0.1和0.3个百分点。分项中，4月采掘工业PPI环比下跌2.1%，跌幅较上月有所收敛，但同比跌幅较上月扩大1.1个百分点至-9.4%；原材料工业PPI环比下跌1.0%，同比下跌3.6%，跌幅较上月均有所加深；加工工业PPI环比下跌0.2%，跌幅较上月小幅扩大0.1个百分点，同比跌幅则进一步收敛至-2.3%。

生活资料方面，4月生活资料PPI环比下跌0.2%，跌幅较上月收窄0.2个百分点，各分项环比表现均有所改善，其中耐用消费品PPI环比跌幅从上月的-1.0%收窄至-0.7%；同比来看，4月生活资料PPI同比跌幅较上月扩大0.1个百分点至-1.6%，主要受耐用消费品PPI同比跌幅扩大至-3.7%（前值-3.4%）拖累。

整体上看，4月生活资料价格表现仍然偏弱，背后依然是居民消费需求不足，消费品出厂价格缺乏涨价动力，这与当月核心CPI同比徘徊在0.5%的偏低水平相印证。

展望5月，一方面，美国关税政策对国际大宗商品价格、我国外部经贸环境，以及国内消费、投资信心还将带来不同程度的影响，有可能继续给国内能源和工业品价格造成下行压力；另一方面，国内扩内需、稳增长政策发力，将带动部分行业需求增加，会给PPI带来结构性的积极变化，这在4月份已有所体现。我们预计，5月PPI环比将延续跌势，但跌幅有望小幅收敛，同比跌幅则将扩大至-3.0%左右。往后看，年内PPI走势除了会到受关税战牵动外（近年我国出口交货值占制造业增加值的比重一直稳定在45%左右），将主要取决于接下来超常规逆周期调节政策的效果，其中房地产支持政策的影响最大。

权利及免责声明：

本研究报告及相关的信用分析数据、模型、软件、评级结果等所有内容的著作权和其他相关知识产权均归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构及个人未经东方金诚书面授权不得修改、复制、逆向工程、销售、分发、储存、引用或以其他方式传播。

本研究报告中引用的标明出处的公开资料，其合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方/发布方负责，东方金诚对该等资料进行了合理审慎的核查，但不应视为东方金诚对其合法性、真实性、准确性及完整性提供了任何形式的保证。

由于评级预测具有主观性和局限性，东方金诚对于评级预测以及基于评级预测的结论并不保证与实际情况一致，并保留随时予以修正或更新的权利。

本研究报告仅用于为投资人、发行人等授权使用方提供第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资者应审慎使用本研究报告，自行对投资行为和投资结果负责，东方金诚不对其承担任何责任。

本研究报告仅授权东方金诚指定的使用者使用，且该等使用者必须按照授权确定的方式使用，相关引用必须注明来自东方金诚且不得篡改、歪曲或有任何类似性质的修改行为。

未获授权的机构及人士不应获取或以任何方式使用本研究报告，东方金诚对本研究报告的未授权使用、超授权使用和非法使用等不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。