



宏观研究

【粤开宏观】本轮物价低迷与前两轮有何不同：特征、原因和应对

2025 年 05 月 11 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

分析师：孟之绪

执业编号：S0300524080001
电话：
邮箱：mengzhixu@y kzq.com

近期报告

《【粤开宏观】新一轮一揽子金融政策：重
现 924 及增量举措》2025-05-07

《【粤开宏观】“内卷式”竞争：风起何方？
潮归何处？》2025-05-05

《【粤开宏观】博弈视角看“关税战”：特
朗普的意图与各经济体的不同反应》
2025-04-27

《【粤开宏观】政治局会议释放的七大信
号》2025-04-25

《【粤开宏观】中国 31 省份对美进出口的
基本格局与特征》2025-04-24

摘要

物价持续低迷是当前经济中亟待解决的问题，2025 年 4 月 PPI 同比-2.7%，连续 31 个月为负；CPI 同比-0.1%，连续 25 个月在 0%附近波动。物价持续低迷将对企业营收和利润、居民就业和收入、政府税收和财力等造成不利冲击，导致宏观数据与微观感受的背离，影响微观主体的预期和信心，拖慢经济恢复步伐，有必要以更大力度的宏观调控促进物价合理回升。中国人民银行在《2025 年第一季度货币政策执行报告》中明确指出：“提振物价的关键在于扩大有效需求”“价格调控思路，要从以前的管高价转向管低价”。本文对比过往几轮物价下行梳理本轮物价低迷的特征，并分析当前发展阶段的原因，提出应对建议。

一、当前物价持续低迷的四个特征

一是 GDP 平减指数持续为负的时间长度创历史新高。2023 年二季度至 2025 年一季度，GDP 平减指数连续 8 个季度为负。改革开放以来，GDP 平减指数有六次季度同比为负，此前持续时间最长为 7 个季度，出现在亚洲金融危机影响下的 1998-1999 年，国际金融危机冲击下的 2009 年也仅有 2 个季度为负。

二是 PPI 下跌覆盖面和跌幅扩大，除传统生产资料下跌外生活资料也出现下跌，建材链、部分新兴产业跌幅加深。2025 年 4 月，生活资料 PPI 同比-1.6%，弱于 2010-2019 年间 4 月 0.9%的平均涨幅。本轮 PPI 持续为负期间，煤炭、黑色和非金属等建材相关行业月均拉动 PPI 同比下跌 1.34 个百分点，较 2012-2016 年的一轮 PPI 负增期间降幅扩大约 0.31 个百分点。“新三样”相关的汽车制造和电气机械制造业中，前者价格同比跌幅持续扩大，后者自 2023 年 4 月转负以来月均下跌 2.6%。

三是 CPI 同比增速中枢从 1.5%以上降至 0%，食品、房租和耐用品下跌明显。CPI 同比自 2023 年 4 月降至 0.1%并进入低迷区间以来，2023 年 4 月至 2025 年 4 月，CPI 月均同比增速仅为 0.1%，远低于 2010-2019 年的月均同比增速 2.6%。其中，食品、房租、交通工具和家用器具月均同比价格为-1.0%、-0.1%、-4.7%和-1.6%，均弱于 2010-2019 年的 4.8%、3.3%、-1.3%、-0.1%。

四是本轮猪肉价格上行周期的涨幅偏低，对总体 CPI 的支撑较前几轮显著减弱。本轮猪价上涨幅度明显低于过去几轮，2024 年 4 月至 2025 年 4 月，猪肉价格月均同比上涨 11.3%，低于 2010-2012 年、2015-2016 年和 2019-2020 年的 22.2%、14.9%和 68.5%。受此影响，猪肉价格对总体 CPI 的支撑偏弱，相比之下，2019 年非洲猪瘟导致猪肉价格大涨，即使核心 CPI 同比逐步由 1.5%以上下滑至 1%以下，整体 CPI 同比仍处于 2%以上。



二、物价持续低迷的五大原因

当前物价持续低迷是我国经济转型发展的阵痛体现，主要受到房地产行业下行、消费需求不足、部分新兴行业内卷式竞争等的共同影响，除此之外，猪周期弱化、与经济结构相关的权重变化也导致本轮物价表现不同于以往。

一是房地产市场供求关系发生重大变化，对上下游产业链的拖累较此前地产下行周期更大。2021 年以来房地产市场经历了深刻调整，一方面，房地产投资增速连续三年为负，对上游钢铁、水泥、玻璃等 PPI 价格造成严重拖累；另一方面，房地产市场销售低迷，拖累地产后周期的家具、家电、家装等销售，并进一步向生产端传导。截至 2025 年 4 月，家用器具 CPI 同比连续 27 个月为负，月均跌幅 1.5%，家用电力器具制造 PPI 同比连续 25 个月负增，平均跌幅 1.2%。

二是居民消费需求不足导致 CPI 走弱，并从下游向上游传导至 PPI。2025 年一季度，我国居民平均消费倾向为 63.1%，低于 2019 年同期的 65.2%；社会消费品零售总额同比 4.6%，低于 2019 年同期的 8.3%。短期来看，居民消费需求不足受到疫情疤痕效应、资产价格下行、收入预期不佳等的影响，居民消费意愿和能力受到抑制。长期来看，老龄化少子化、居民收入和劳动报酬占比偏低、社会保障和公共服务仍不充分等因素抑制消费需求的增长和升级。

三是部分新兴产业“内卷式”竞争，导致相关行业物价下跌超出技术进步的合理范畴。部分新兴产业重复建设、跟风扩产，造成阶段性产能过剩，价格下跌明显。例如，2024 年多晶硅、组件价格分别同比下降 39.5%、29.7%，行业头部上市企业同样呈亏损状态。企业降价竞争抢占市场份额，直接拉动价格下行。例如，2024 年汽车行业大打“价格战”，新能源汽车零售价格下跌 6.5%，汽车行业利润持续下滑。

这些行业普遍属于政策支持力度大、技术更新迭代快且符合制造业转型升级方向的行业，其近年来“内卷式”竞争严重的原因除了阶段性供需矛盾外，还有地方政府干预、技术发展必然趋势等，详见《“内卷式”竞争：风起何方？潮归何处？》。

四是生猪养殖规模化程度大幅提高，传统猪周期弱化，本轮猪肉价格上涨周期对 CPI 的拉动不及过往。2019-2023 年，生猪规模化养殖占比由 49.1%提升至 68.1%，行业融资能力和亏损承受能力加强，整体抗风险能力明显提高。过去散户主导的“追涨杀跌”行为减弱，使得传统猪周期被“熨平”，2024 年以来的本轮猪肉价格涨幅仅为 11.8%，明显低于过往几轮猪周期的价格涨幅。

五是产业和消费结构转变驱动 PPI 和 CPI 分项权重变化，电气机械等制造业权重提高、价格下跌对 PPI 的拖累加大，猪肉等食品权重降低、价格上涨对 CPI 的支撑减少。例如，2020 年 4 月至 2025 年 4 月的五年间，电气机械制造业价格在 PPI 中的权重由 5.9%升至 7.4%，其价格下跌对总体 PPI 的影响加重；猪肉价格在 CPI 中的权重由 2.2%降为本轮的 1.2%，其上涨对 CPI 的拉动作用减弱。

三、“关税战”冲击出口需求，供需失衡将使出口依赖型行业价格承压，应以更大力度的宏观调控促进物价合理回升



今年 2 月以来，国际贸易形势风云突变，美国挑起“关税战、贸易战”，影响我国出口的同时将进一步拖累国内物价。一方面，国内商品出口受阻，被迫出口转内销，将进一步加重国内供需失衡，加大物价下行压力；另一方面，外需转弱影响相关企业及居民的收入增长，进而影响企业投资和居民消费，制约物价回升步伐。其中，对美出口依存度越高的行业 and 商品，价格下行压力越大。

“关税战”对物价的影响在 4 月物价数据中初步显现，PPI 环比下跌 0.4%，原材料工业价格受国际原油价格影响环比跌幅扩大。未来“关税战”对国内物价的冲击将进一步演化和深化，有必要尽快以更大力度的宏观调控促进物价合理回升。

扩大需求方面，加快推出提振消费的一揽子政策，稳定资产价格，扩大有效投资。例如，消费品“以旧换新”政策加力扩围，丰富服务消费供给，优化假期安排，让居民消费“有钱有闲有选”；财政支出结构向医疗、教育和养老等公共消费领域倾斜，解决居民后顾之忧，提高居民消费意愿；针对老龄化相关的养老院、医院床位建设，老旧小区和地下管网的改造等有真正需求的领域扩大有效投资。

深化供给侧改革方面，通过完善市场化机制、鼓励并购重组等方式引导落后产能出清，推动价格回归合理水平。例如，建立完善全国碳排放权交易市场，通过碳排放定价推动水泥、煤炭、钢铁等行业落后产能出清。

市场秩序方面，进一步规范地方政府招商行为，引导企业有序竞争。开展《公平竞争审查条例》实施效果督查行动，发挥行业自律协会作用，引导国央企做好表率工作，遏制行业“内卷式”竞争氛围。

风险提示：外部冲击超预期、稳增长政策超预期



目 录

一、当前物价持续低迷的四个特征.....	5
（一）GDP 平减指数连续 8 个季度为负，持续时间创历史新高.....	5
（二）PPI 下跌覆盖面和跌幅扩大，生活资料出现下跌，建材链、部分新兴产业跌幅加深.....	6
（三）CPI 同比增速从 1.5% 以上降至 0%，食品、房租和耐用品下跌明显.....	8
（四）本轮猪肉价格上行周期上涨的涨幅偏低，对总体 CPI 的支撑较前几轮显著减弱.....	9
二、物价持续低迷的五大原因.....	10
（一）房地产市场供求关系发生重大变化，对上下游产业链的拖累较此前地产下行周期更大.....	10
（二）居民消费需求不足导致 CPI 走弱，并从下游向上游扩散到 PPI.....	11
（三）部分新兴产业的“内卷式”竞争行为导致相关行业物价下跌.....	12
（四）生猪养殖规模化程度大幅提高，传统猪周期弱化，本轮猪肉价格上涨周期对 CPI 的拉动不及过往.....	13
（五）产业和消费结构转变驱动 PPI 和 CPI 分项权重变化，部分项对物价的拖累加深、支撑减弱.....	13
三、“关税战”冲击出口需求，供需失衡将使出口依赖型行业价格承压，应以更大力度的宏观调控促进物价合理回升.....	14

图表目录

图表 1：当前物价三大指标均低迷，GDP 平减指数连续 8 个季度为负.....	5
图表 2：本轮物价低迷期间 CPI 和核心 CPI 明显走弱.....	6
图表 3：PPI 低迷范围扩大，生活资料价格明显下行.....	7
图表 4：汽车、电气机械制造业价格跌幅扩大，为本轮 PPI 下行的重要拖累.....	7
图表 5：本轮食品、核心 CPI 均走弱.....	8
图表 6：核心 CPI 相关分项价格均较前两轮明显走弱.....	8
图表 7：房租、耐用品价格涨幅下滑显著.....	9
图表 8：2024 年这一轮猪周期价格涨幅偏低，对 CPI 的拉动较弱.....	9
图表 9：房地产投资增速首次为负，建材产能利用率明显下滑.....	10
图表 10：2022 年以来，资产价格下行，就业和收入预期不佳.....	11
图表 11：2015 年以后房租与居民收入更相关.....	12
图表 12：生猪养殖规模化程度快速提高，大型猪企依靠强融资能力对抗亏损.....	13
图表 13：电子设备、电气机械制造业 PPI 权重上升，猪肉 CPI 权重下降.....	14

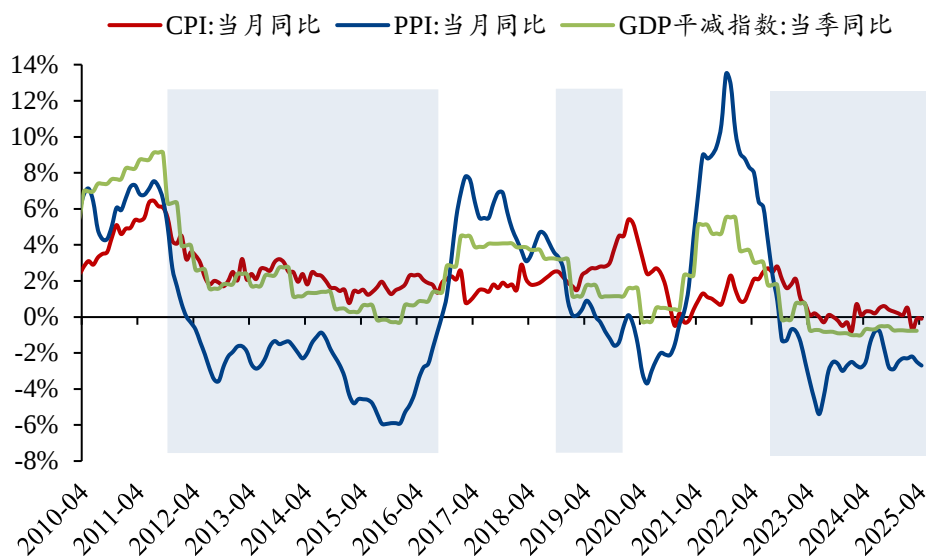


一、当前物价持续低迷的四个特征

（一）GDP 平减指数连续 8 个季度为负，持续时间创历史新高

2023 年二季度至 2025 年一季度，GDP 平减指数连续 8 个季度为负，最低为-1.01%。在此前 2012-2016 年、2019 年的两轮物价低迷期间，GDP 平减指数仅在 2015 年下半年短暂为负，其余期间虽有下滑，但仍为正值。即使放在更长的时间范围内，本轮 GDP 平减指数持续为负的时间也是罕见的，改革开放以来我国 GDP 平减指数有六次季度同比为负，此前五次分别受投资过热后的紧缩政策（1982 年）、亚洲金融危机（1998-1999 年）、全球金融危机（2009 年）、大规模刺激导致供给过剩（2015 年）、疫情（2020 年）等因素影响。而此前持续时间最长为 7 个季度，出现在亚洲金融危机影响下的 1998-1999 年。

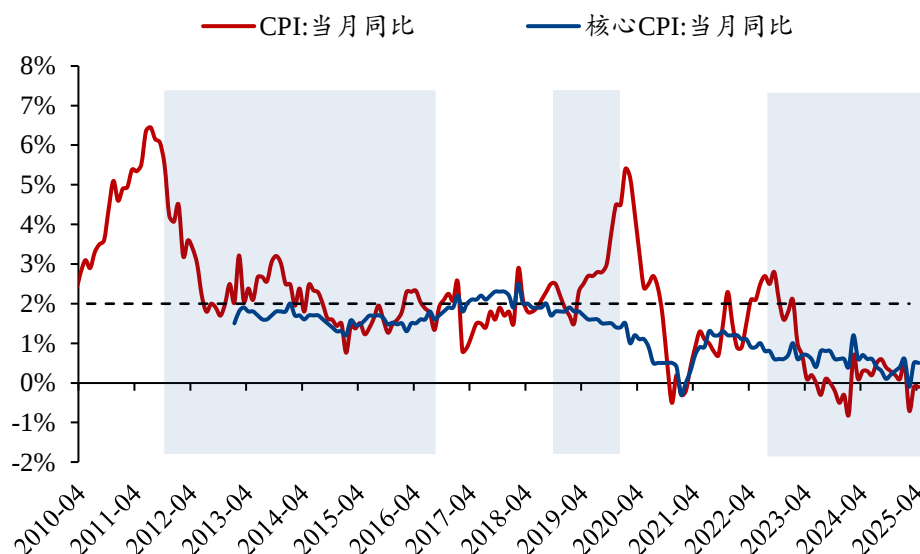
图表1：当前物价三大指标均低迷，GDP 平减指数连续 8 个季度为负



资料来源：Wind、粤开证券研究院。



图表2：本轮物价低迷期间 CPI 和核心 CPI 明显走弱



资料来源：Wind、粤开证券研究院。

（二）PPI 下跌覆盖面和跌幅扩大，生活资料出现下跌，建材链、部分新兴产业跌幅加深

本轮物价低迷为 2010 年以来的第三轮，此前两轮出现在 2012-2016 年和 2019 年，与上两轮相比，本轮物价中 PPI 下跌的覆盖面和跌幅进一步扩大。

从持续时长看，截至 2025 年 4 月，PPI 同比已连续 31 个月负增长，持续时长已远超第二轮 2019 年的 6 个月（算上疫情期为 18 个月），逼近第一轮 2012-2016 年的 54 个月。

从价格跌幅看，2023-2024 年 PPI 同比下跌 3.0% 和 2.2%，高于 2012-2016 年间除 2015 年以外的平均跌幅 1.7% 和 2019 年的 0.3%。

从 PPI 分项看：其一，本轮 PPI 除了传统的生产资料外，生活资料同步下跌，且各分项价格均走弱。2025 年 4 月，生活资料 PPI 同比 -1.6%，弱于 2010-2019 年间 4 月 0.9% 的平均涨幅。与过去两轮 PPI 低迷相比，第一轮期间生活资料 PPI 仅出现阶段性下跌，最高跌幅仅为 0.3%，第二轮期间生活资料价格上涨 0.9%。而本轮中，2023-2024 年生活资料价格明显下跌，2023 年同比跌幅为 0.1%，2024 年跌幅进一步加深至 1.1%。同时，此前两轮并未出现下跌的食品类、衣着类 2024 年同比分别下跌 1.1%、0.1%。一般日用品类价格涨幅走弱，由 2023 年的 0.5% 下滑至 2024 年的 0.0%。耐用消费品类价格跌幅加深，2023-2024 年分别下跌 1.1%、2.2%，高于前两轮 1.0%、1.2%；月度来看，耐用消费类价格连续 26 个月同比为负，跌幅由 2023 年 2 月的 -0.2% 持续扩大至 2025 年 4 月的 -3.7%。

其二，建材产业链的跌幅及其对总体 PPI 的拖累进一步加深。本轮 PPI 同比负增的 31 个月期间（2022 年 10 月-2025 年 4 月），煤炭、黑色金属和非金属矿采选、加工业月均合计拖累 PPI 1.34 个百分点，较前两轮扩大 0.31 和 1.07¹ 个百分点。

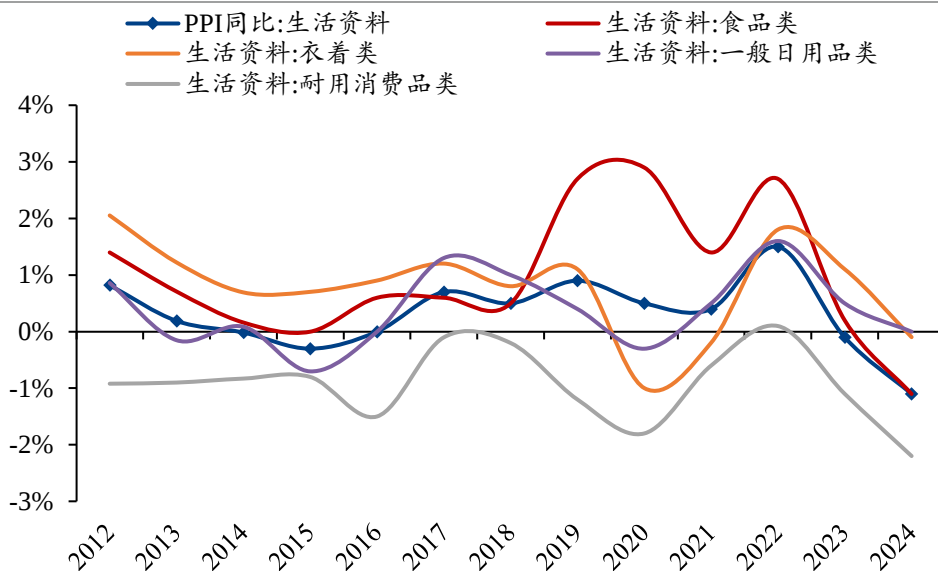
其三，部分新兴产业价格下跌对本轮 PPI 下行的拖累加强，主要为“新三样”相关的汽车制造和电气机械制造业。本轮 PPI 同比负增的 31 个月期间，汽车制造业价格同比由 -0.2% 下跌至 -3.3%，月均拖累 PPI 0.12 个百分点，较此前两轮扩大 0.11 和 0.07 个百分

¹ 前两轮时间范围选取 PPI 同比为负时期，第一轮为 2012 年 3 月至 2016 年 8 月，第二轮为 2019 年 7 月至 2019 年 12 月，下同。受限于数据可得性，第一轮时期 PPI 同比拉动采用 2017 年 2 月权重估算，建材链条价格拖累存在低估。



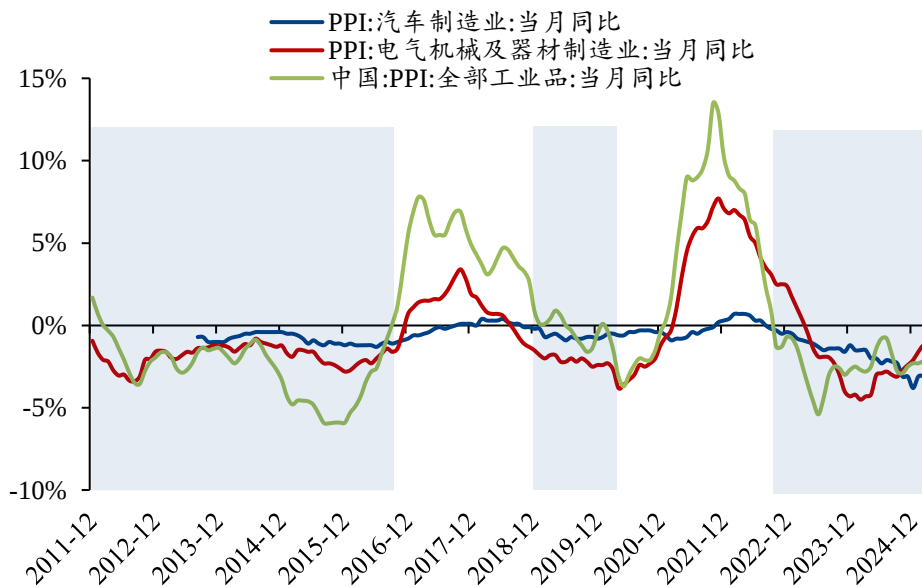
点。电气机械制造业价格同比自 2023 年 4 月转负以来，月均下跌 2.6%，平均拖累 PPI 同比 0.20 个百分点，扩大 0.09 和 0.07 个百分点。值得注意的是，汽车、电气机械制造业价格下跌主要由“新三样”驱动，2023 年 4 月以后，光伏设备所属的输配电及控制设备制造业价格月均同比下跌 7.0%，大于第一轮 0.6% 和第二轮的 4.1%；锂电池所属的电池制造业价格月均同比跌幅为 6.8%，前两轮分别为 1.8%、3.1%。

图表3：PPI 低迷范围扩大，生活资料价格明显下行



资料来源：Wind、粤开证券研究院

图表4：汽车、电气机械制造业价格跌幅扩大，为本轮 PPI 下行的重要拖累



资料来源：Wind、粤开证券研究院



（三）CPI 同比增速从 1.5%以上降至 0%，食品、房租和耐用品下跌明显

本轮 CPI 表现尤为低迷，2023 年 4 月以后增长中枢仅为 0.1%，远低于 2010-2019 年的月均同比增速 2.6%，也低于 2012-2016 年和 2019 年两轮物价低迷期的 2.1%、2.9%。拆解来看，降幅由食品和核心 CPI 共同贡献，对 CPI 的拖累分别约占七成和三成。

图表5：本轮食品、核心 CPI 均走弱

	CPI 月均同比	对 CPI 月均拉动： 食品（百分点，后同）	对 CPI 月均拉动： 能源（交通燃料）	对 CPI 月均拉动： 核心 CPI
2012-2016 年	2.1%	1.3	-0.2	1.0
2019 年	2.9%	1.7	-0.2	1.5
2023.4-2025.4	0.1%	-0.2	-0.1	0.4

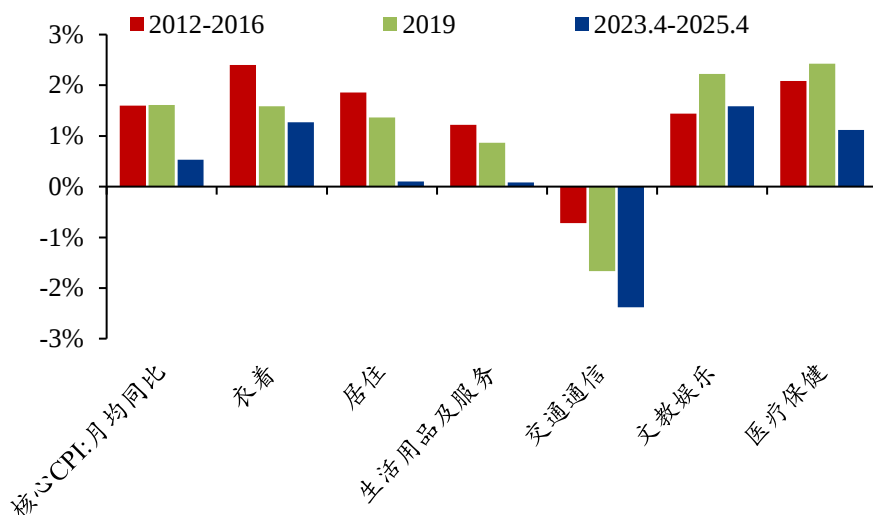
注：能源主要考虑交通工具用燃料，此处估算权重为 4%。

资料来源：Wind、粤开证券研究院。

核心 CPI 下滑源于各分项的全面走弱，其中房租、耐用品价格是主要拖累。2023 年 4 月以来，衣着、居住、生活用品、医疗保健价格月均同比上涨 1.3%、0.1%、0.1%、1.1%，较此前均有大幅下滑；交通通信价格下跌 2.4%，跌幅同样明显。

可以看到，居住、生活用品和交通通信跌幅较深，对 CPI 的影响显著，主因房租、耐用品价格下行。房租是居住类支出的主要组成，占 CPI 的权重约为 22%，2020 年以来房租价格同比中枢显著下移，由之前的 2%以上降至 0%以下，对 CPI 的贡献下滑超 0.3 个百分点。交通工具、家用器具等耐用消费品价格下跌的影响也不容忽视。此前几轮物价低迷期间，交通工具价格均为负增长，但本轮跌幅持续扩大，2023 年以来月均下跌 4.5%，远高于前两轮的 1.3%和 1.5%；2023 年以来，家用器具价格月均下跌 1.43%，跌幅较前两轮扩大 1.38 和 0.79 个百分点。

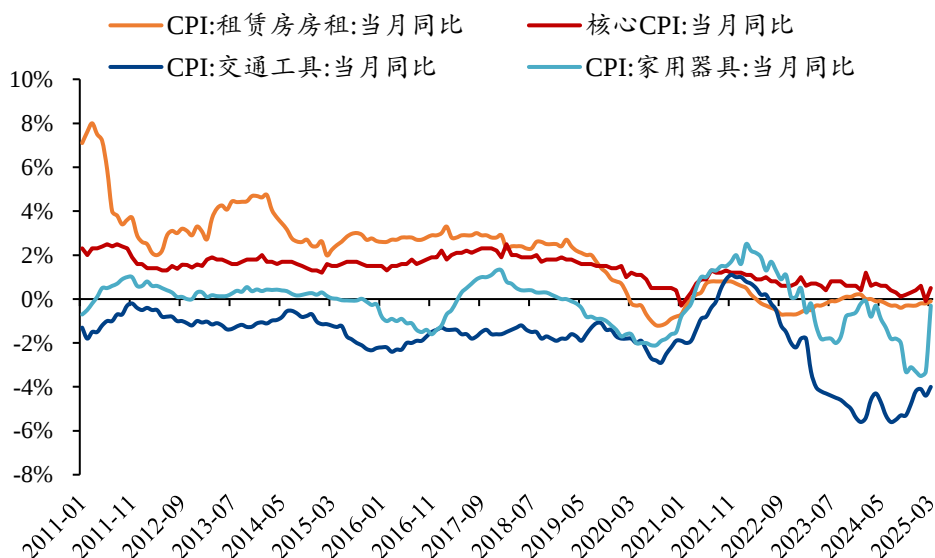
图表6：核心 CPI 相关分项价格均较前两轮明显走弱



资料来源：Wind、粤开证券研究院。



图表7：房租、耐用品价格涨幅下滑显著

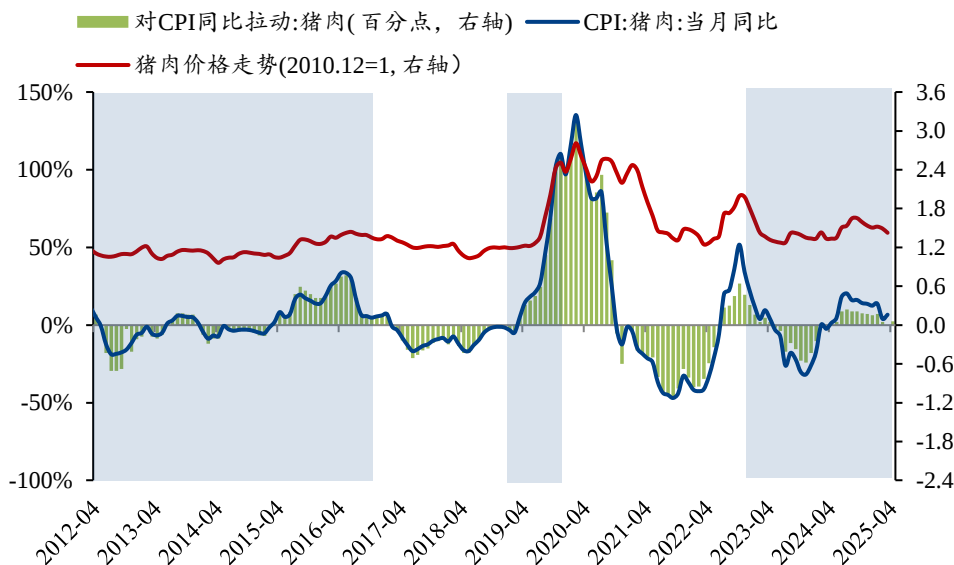


资料来源：Wind、粤开证券研究院。

（四）本轮猪肉价格上行周期上涨的涨幅偏低，对总体 CPI 的支撑较前几轮显著减弱

过去猪周期价格上涨期间，猪价对 CPI 的支撑较强，但本轮猪肉价格对 CPI 的贡献明显偏弱。分阶段看，2023 年猪价同比涨幅快速收窄并转负，且跌幅较深，2023 年 11 月同比下跌 31.8%，远超 2012-2016 年第一轮期间的最大跌幅 18.7%，猪肉价格对总体 CPI 形成拖累。2024 年二季度以来，猪肉价格上涨，对 CPI 同比的贡献转正，但由于涨幅偏低，对 CPI 回升的作用较前两轮明显减弱。2024 年 4 月至 2025 年 4 月月均同比上涨 11.3%，对 CPI 的月均拉动仅 0.14 个百分点，低于第一轮猪价上涨阶段（2015 年 3 月-2016 年 12 月）15.2%的月均涨幅和 0.39 个百分点的 CPI 拉动作用，更低于非瘟影响下 2019 年猪肉价格的飙升幅度以及推动 CPI 的大幅上涨。相比之下，正因为 2019 年非洲猪瘟导致猪肉价格大涨，即使核心 CPI 逐步由 1.5%以上下滑至 1%以下，整体 CPI 仍处于 2%以上。

图表8：2024 年这一轮猪周期价格涨幅偏低，对 CPI 的拉动较弱





资料来源: Wind、粤开证券研究院。

二、物价持续低迷的五大原因

当前物价持续低迷是我国经济转型发展的阵痛体现,主要受到房地产行业下行、消费需求不足、部分新兴行业内卷式竞争等的共同影响,除此之外,猪周期弱化、与经济结构相关的权重变化也导致本轮物价表现不同于以往。

(一) 房地产市场供求关系发生重大变化,对上下游产业链的拖累较此前地产下行周期更大

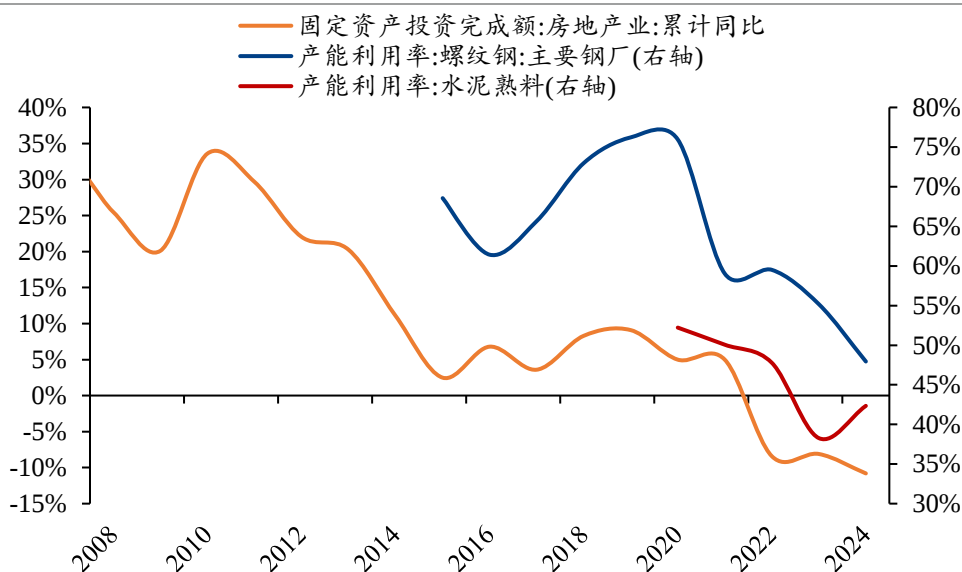
近年来我国房地产市场供求关系发生重大变化,2015-2023 年城镇化率由 57.3%升至 66.2%,2022 年以后全国人口总量开始下滑,房地产市场也进入新房销售见顶后的回落阶段。随之而来的,是房地产旧动能向科技创新新动能的增长引擎转换,但由于房地产行业与上下游产业广泛深度绑定,对 PPI、CPI 产生广泛冲击。

其一,房地产投资增速连续三年为负,建材、家装家具等产业链条产能严重过剩,导致本轮 PPI 跌幅更深,且迟迟未见回升。2022-2024 年,房地产投资同比增速分别为 -10.0%、-9.6%和-10.6%,而第一轮期间(2012-2016 年)房地产投资增速虽有下滑但仍为正增长。受此影响,螺纹钢、水泥熟料等上游原材料产能利用率显著走低,分别由 2020 年底的 76.0%、52.2%降至 2024 年底的 48.0%、42.4%。

过去,房地产通常作为逆周期调节的“发动机”,例如 2016 年初实施的棚改货币化等需求提振政策,配合供给侧结构性改革,结束了 2012-2016 年 PPI 长期低迷的状态。但当前房地产下行不是周期性波动,不能简单依靠扩大投资摆脱对物价的压制,因此尽管 PPI 已连续 31 个月负增长,政策仍保持定力,未采取大规模刺激投资计划。

其二,房地产市场销售低迷,拖累地产后周期的家具、家电销售,并进一步向生产端传导。2022 年初以来,商品房销售面积同比增速持续为负;截至 2025 年 4 月,家用器具 CPI 同比连续 27 个月为负,月均跌幅 1.5%,家用电力器具制造 PPI 同比连续 25 个月为负,平均跌幅 1.2%。

图表9: 房地产投资增速首次为负,建材产能利用率明显下滑





资料来源：Wind、粤开证券研究院。

（二）居民消费需求不足导致 CPI 走弱，并从下游向上游扩散到 PPI

核心 CPI 各分项均走弱拉动 CPI 增长中枢降至 0% 上下，需求下滑也进一步传导至生产端，PPI 低迷扩大至多数生活资料，反映出居民整体消费需求的不足。2025 年一季度，我国居民平均消费倾向（人均消费支出/人均可支配收入）为 63.1%，低于 2019 年同期的 65.2%。社会消费品零售总额增速下滑，2025 年 1-3 月社零累计同比增长 4.6%，较 2010-2019 年同期均值的 12.2% 大幅下滑。

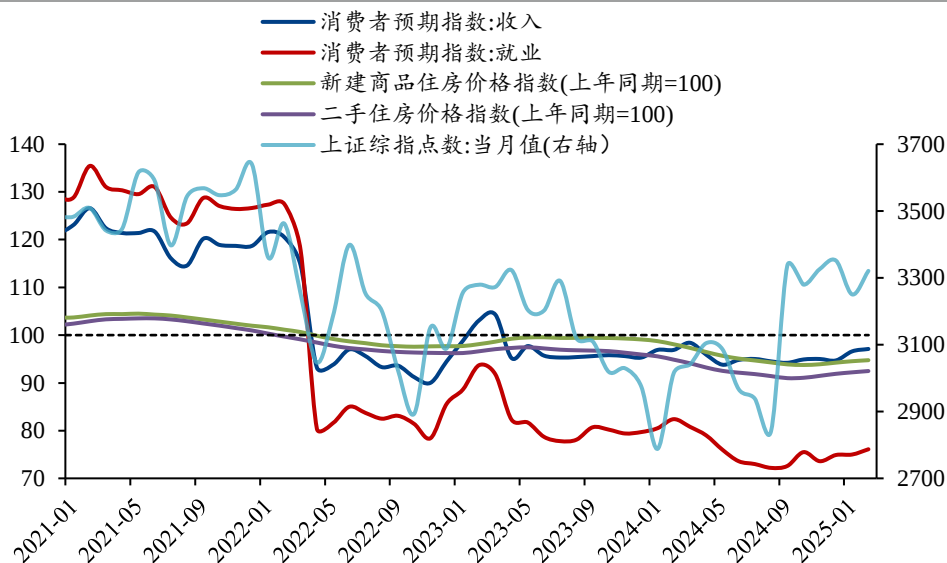
短期来看，居民消费需求不足受到疫情疤痕效应、资产价格下行、收入预期不佳等的影响。疫情短期内降低居民对不确定性的风险偏好，资产价格尤其是房价下跌导致居民资产负债表受损，叠加房地产市场下行等对就业和收入的冲击，居民消费意愿和能力受到抑制。

其一，过去一段时间房产、股票等资产价格下跌产生负财富效应。截至 2025 年 4 月，全国 70 个大中城市新房和二手房价格同比分别连续 37 和 39 个月下降。股票市场主要指数在 2024 年 9 月一揽子政策实施以前也持续走低，2021 年 12 月底至 2024 年 8 月底，上证综合指数由 3639.8 点跌至 2842.2 点，累计跌幅达 21.9%。当然，我们也要看到去年 926 中央政治局会议以来，股票市场价格趋于稳定，房地产市场尤其是一线城市二手房价趋于稳定，要进一步巩固资产价格稳定的成果。

其二，居民就业和收入预期不佳，影响消费意愿。截至 2025 年 4 月底，近一年消费者就业、收入预期指数中枢在 75、95 上下，远低于 2021 年 131、120 的水平。收入预期进一步通过房租价格作用于物价。2015 年之后，房租与房价背离，与居民收入更为紧密，而居民收入预期不稳，导致房租价格同比低位运行。由于房租价格在 CPI 统计中的权重较高，因此持续拖累 CPI。

长期来看，老龄化少子化、居民收入和劳动报酬占比偏低、社会保障和公共服务仍不充分等因素抑制消费需求的增长和升级。

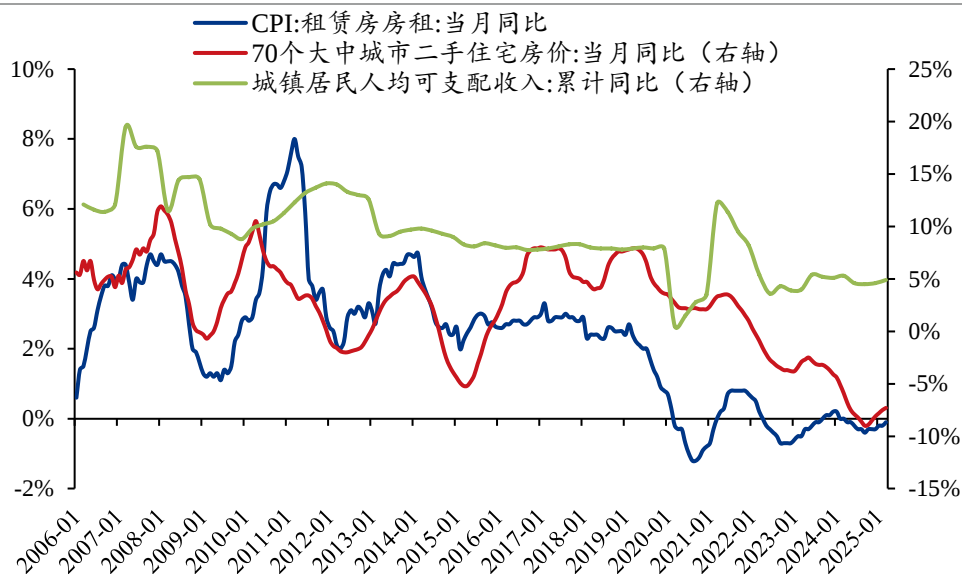
图表10：2022 年以来，资产价格下行，就业和收入预期不佳



资料来源：Wind、粤开证券研究院。



图表11：2015 年以后房租与居民收入更相关



资料来源：Wind、粤开证券研究院。

（三）部分新兴产业的“内卷式”竞争行为导致相关行业物价下跌

内卷式竞争行为是导致本轮部分新兴产业价格低迷的直接原因，汽车制造业 PPI、电气机械制造业 PPI 和交通工具 CPI 跌幅加深均与此相关。

其一，重复建设叠加需求下滑，导致锂电池、光伏等行业产能阶段性过剩，产能出清过程中价格持续低迷。例如，2021 年前后，锂电池行业高景气度吸引大量资金和企业进入，但随着 2023 年欧美电动车和储能市场降温，锂电行业阶段性供大于求。据高工锂电统计，2022 年我国锂电池行业整体产能利用率约为 76%，2023 年降至 50%，截至 2025 年 3 月锂电池所属的电池制造 PPI 同比已连续 23 个月为负。再如，双碳目标公布以来，大量社会资本涌入光伏行业导致产能快速堆积。根据工信部统计，2024 年多晶硅、组件价格分别同比下降 39.5%、29.7%，1-10 月光伏制造端（不含逆变器）产值同比下降 43.2%。

其二，部分企业通过低价竞争方式抢占市场份额，直接带动生产和消费价格下行。以汽车行业为例，根据乘联会数据，新能源汽车零售价格从 2023 年的 18.4 万元下降到 2024 年的 17.2 万元，同比下降 6.5%。燃油车同样加入“降价竞争”，整个汽车行业利润持续下滑。2018 年至 2021 年，规模以上汽车制造业企业的营业利润率在 6%-7% 之间，2024 年 12 月降至 4.2%。受此影响，本轮物价低迷期间，PPI 方面汽车整车制造价格均负增长，且跌幅持续扩大，CPI 方面交通工具价格同比同样持续为负，近两年月均同比下跌 4.7%。

此外，供需错配、技术创新特点客观上也导致了新兴产业结构性产能过剩。一是，新兴产业由于技术仍未稳定、配套措施仍不完善等原因，其需求释放缓慢，但供给快速扩张，导致短期供需错配。二是，企业在技术变革过程中往往布局多条技术路线，相对未来的主导技术而言，其余技术产线将沦为落后和过剩产能。同时，新兴技术更迭迅猛，技术路线转换也会引发阶段性结构性供需矛盾。以光伏行业为例，TOPCon 技术取代原有 PERC 技术成为当前主流仅三年时间，但更新的 HJT 技术已在快速发展，未来 HJT 技术产业化后，现有 TOPCon 技术产线将沦为过剩产能。（详见《“内卷式”竞争：风起何方？潮归何处？》）

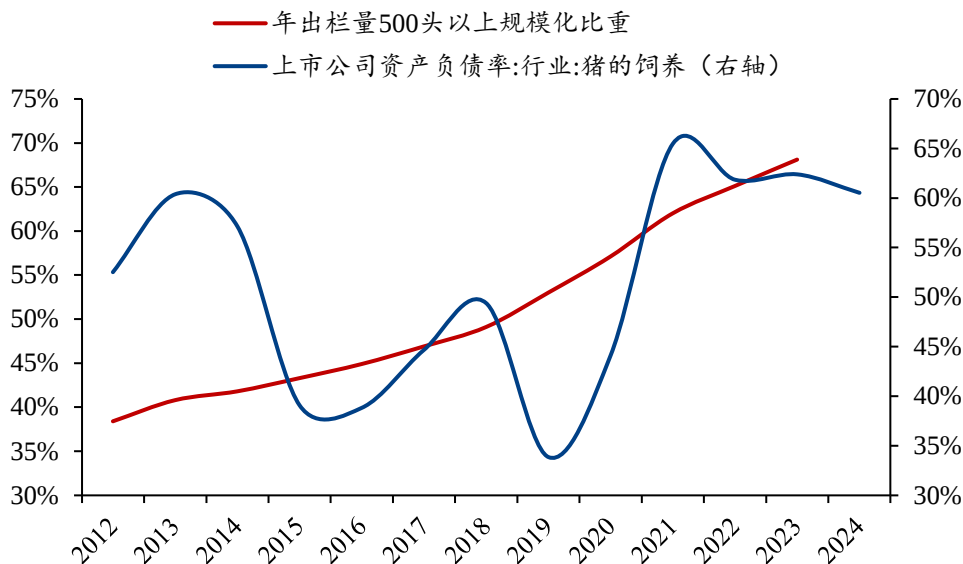


（四）生猪养殖规模化程度大幅提高，传统猪周期弱化，本轮猪肉价格上涨周期对 CPI 的拉动不及过往

过去生猪养殖以散养户为主，资金有限但进出市场灵活，由于生猪生产周期的存在，价格信号与生猪产能变动错位导致传统猪周期的形成。2006 年-2018 年，我国共经历三轮完整猪周期，平均每轮 3-4 年。而 2019 年非洲猪瘟引发的一轮超级猪周期吸引大量资本进入，加速了行业规模化养殖和集中度提升。2019-2023 年，我国生猪养殖规模化比重（年出栏量 500 头以上）由 2018 年底的 49.1%快速提升至 2023 年底的 68.1%。

大型养殖企业扩产更为谨慎，同时得益于更强的融资能力、多元化布局和产业链一体化发展，行业整体抗风险能力更强，使得生猪产能波动减弱，传统猪周期被“熨平”。规模化养殖和行业集中度提升是行业的必然发展趋势，从产业和消费端来看，猪周期弱化有助于市场稳定，避免猪价的大幅波动，但也客观导致猪价对总体 CPI 的拉动作用减弱，短期内难以推动 CPI 同比回升。

图表12：生猪养殖规模化程度快速提高，大型猪企依靠强融资能力对抗亏损



资料来源：Wind、粤开证券研究院。

（五）产业和消费结构转变驱动 PPI 和 CPI 分项权重变化，部分项对物价的拖累加深、支撑减弱

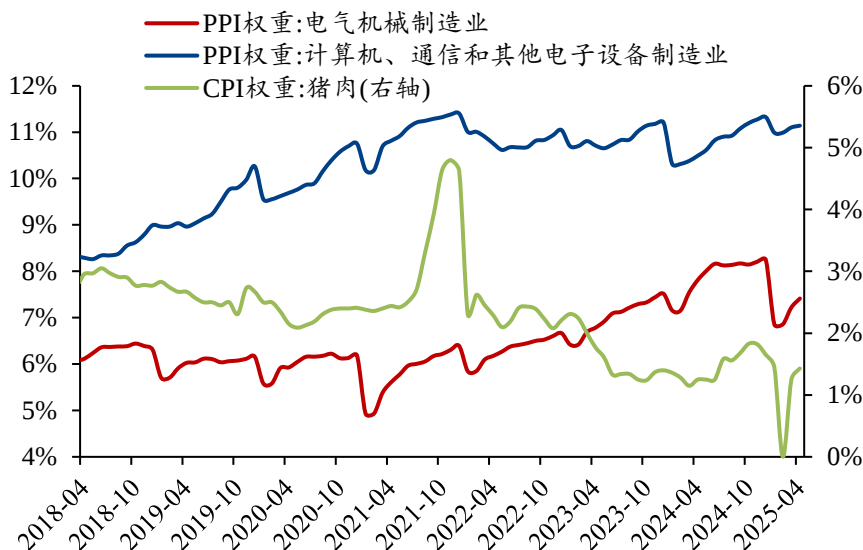
我国经济增长动能由传统基建、房地产转向先进制造业和科技创新驱动，消费结构持续升级，不同行业和商品在物价统计中的权重随之发生变化，也同样影响物价表现。

例如，电气机械制造业价格在 PPI 统计中的权重由 2020 年 4 月的 5.9%升至 2025 年 4 月的 7.4%，受此影响，电气机械制造业对本轮总体 PPI 的拖累相对其价格降幅更大。

再如，本轮猪肉价格在 CPI 统计中的平均权重为 1.31%，较前两轮的 2.99%和 2.35%明显降低。相同价格涨幅对 CPI 的拉动减弱，2024 年 7 月猪肉价格同比上涨 20.4%，与第一轮期间 2015 年 8 月和第二轮期间 2019 年 6 月的涨幅一致，但对总体 CPI 的贡献为 0.24 个百分点，分别降低 0.35 和 0.21 个百分点。



图表13：电子设备、电气机械制造业 PPI 权重上升，猪肉 CPI 权重下降



注:PPI 权重根据上一年工业企业营业收入中, 各行业的占比来近似; 猪肉价格在 CPI 中的权重根据对 CPI 同比的拉动计算。

资料来源: 国家统计局、粤开证券研究院。

三、“关税战”冲击出口需求，供需失衡将使出口依赖型行业价格承压，应以更大力度的宏观调控促进物价合理回升

今年 2 月以来，国际贸易形势风云突变，美国挑起“关税战、贸易战”，影响我国出口的同时将进一步拖累国内物价。一方面，国内商品出口受阻，被迫出口转内销，将进一步加重国内供需失衡，加大物价下行压力；另一方面，外需转弱影响相关企业及居民的收入增长，进而影响企业投资和居民消费，制约物价回升步伐。其中，对美出口依存度越高的行业和商品，价格下行压力越大。“关税战”对物价的影响在 4 月物价数据中初步显现，PPI 环比下跌 0.4%，原材料工业价格受国际原油价格影响环比跌幅扩大。未来“关税战”对国内物价的冲击将进一步深化，有必要尽快以更大力度的宏观调控促进物价合理回升。

第一，推出提振消费的一揽子政策，包括推动消费品“以旧换新”政策加力扩围至服务消费和出口转内销产品，丰富服务消费供给，优化假期制度，增强公共消费领域托底，让居民消费“有钱有闲有选”。一是通过适当的财政补贴增强居民消费能力和意愿，将消费品“以旧换新”政策进一步扩围至服务消费。消费品“以旧换新”政策取得较好效果，下一步可继续加大支持力度，将政策扩围至住房和服务消费等当前物价主要拖累项。二是放宽旅游、文化、医疗、养老、家政服务等服务消费领域的市场准入，同时加强标准建设和有效监管，释放服务消费的需求。三是优化假期安排，鼓励“错峰出行”，激活文旅等消费需求，探索增加学生春秋假、严格落实年休假制度等。四是财政支出结构向医疗、教育和养老等公共消费领域倾斜，解决居民后顾之忧，提高居民消费意愿。例如，加大对特定群体的补助和支持，以提高其抗风险能力并提振消费，包括对失业大学生的补助、对农村老人群体的补贴、对于二孩及以上家庭的特定补贴等。

第二，稳定资产价格，改善微观主体资产负债表，提振消费信心。一是房地产方面，探索从中央政府层面成立“房地产稳定基金”，专项用于保交楼、收储、防范房企流动性风险等，持续巩固房地产市场稳定态势。二是资本市场方面，提高上市公司质量，保证入口畅通的同时加大退市力度，加大对违法违规行为的惩处力度，继续强化分红导向，



优化分红、回购制度，提高市场长期吸引力，进一步加大中长期资金引入力度等。

第三，针对有真正需求的领域扩大有效投资，稳定资源品、工业品下游需求。例如，顺应人口老龄化、少子化的趋势，投向与老龄化相关的养老院、医疗医院床位建设等；投向老旧小区和地下管网的改造、应对极端自然灾害防备等安全相关领域；投向与提高潜在经济增速相关的领域，包括新基建等新质生产力领域。

第四，加快完善市场化价格机制，推动价格回归合理水平，引导落后产能市场化出清。通过价格信号动态调整供需平衡，例如完善全国碳排放权交易市场，通过碳排放定价推动水泥、煤炭、钢铁等行业市场化出清过剩和落后产能。日前《关于完善价格治理机制的意见》已出台，后续加速推动重点领域价格机制完善，发挥价格调节作用。

第五，鼓励开展并购重组，推动产能整合提效。支持龙头企业对问题企业并购重组，提高行业集中度，促进规模化、集约化经营，改善供求关系，防止“内卷式”竞争。此外，鼓励并购重组还有助于活跃资本市场、稳定资产价格。

第六，规范地方政府招商行为，引导企业有序竞争。一是开展《公平竞争审查条例》实施效果督查行动，规范地方政府招商引资行为，避免新兴产业低层次重复建设。二是发挥行业自律协会作用，制定行业标准和规则，规范市场行为，形成广泛共识，遏制恶性竞争。三是引导国央企做好表率工作，积极落实中央精神，响应行业协会的倡议，遏制行业“内卷式”竞争的氛围。



分析师简介

罗志恒，2020 年 11 月加入粤开证券，现任总裁助理，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。

孟之绪，华北电力大学学士、硕士，2022 年 8 月加入粤开证券，现任宏观分析师，证书编号：S0300524080001。

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。

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