

## 价格偏弱局面“何解”？

2025 年 05 月 11 日



分析师：陶川

执业证号：S0100524060005

邮箱：taochuan@mszq.com

分析师：张云杰

执业证号：S0100525020002

邮箱：zhangyunjie@mszq.com

➤ **事件：**5 月 10 日，国家统计局公布 4 月通胀数据，CPI 同比-0.10%、前值-0.10%、预期-0.15%；PPI 同比-2.7%、前值-2.5%、预期-2.8%。

➤ **整体价格水平偏低的现状，指向内需仍待进一步修复，政策的接续十分关键。**一方面，4 月 CPI 同比持续负增长，且结构上的改善主要源自供给端趋紧的食品项，消费品价格边际走弱。另一方面，贸易环境变化下的国际大宗商品价格下行，为国内物价企稳回升增加了“输入性”压力，此外关税风险的存续还可能造成外贸行业价格的进一步“负反馈”。随着 5 月 7 日金融发布会的政策适时加码，我们预计后续一系列稳市场、稳经济的宏观政策也将拉开序幕。

➤ **CPI 同比较上月持平，其中食品项边际改善，消费品价格走弱。**4 月 CPI 同比下降 0.1%，持平上月。从三大分项对于 CPI 同比的拉动来看，食品项的拖累幅度较上月收窄 0.3 个百分点，而消费品则由 3 月的贡献上涨 0.1%转为拖累 0.2%。此外，服务项的贡献保持稳定，拉动 CPI 同比上涨 0.1%，基本持平上月。

➤ **食品项价格改善更多受到供给端影响。**如牛肉价格改善受进口量减少影响（4 月同比较上月回升 5.9 个百分点至-4.9%），这或与 4 月以来我国针对美方在贸易领域的一系列反制措施有关。水产品价格上涨与部分地区进入海洋休渔期有关（4 月同比较上月回升 1.7 个百分点至 1.5%），鲜果、鲜菜价格回升也与供给季节性减少相关联。

➤ **前期受益于“以旧换新”扩围的家电等消费品，4 月涨价势头明显有所放缓。**我们在上月报告《2025 年 3 月通胀数据点评：消费和关税的“正、负反馈”》中曾提示，补贴类政策带动“涨价”的持续性有待观察。这一经验在 4 月数据中开始体现，家用器具价格的环比“冲高回落”，通信工具价格同比也较上月下滑。

➤ **相比之下，服务价格更具韧性。**假日因素带动下，出行热度明显升温，飞机票、交通工具租赁费、宾馆住宿和旅游价格的环比涨幅均高于季节性水平。此外，我国在养老、家政领域推出多项支持性政策，亦带动了相关领域的价格改善。

➤ **PPI 方面，国际油价下跌等输入性影响较大。**4 月 PPI 同比降幅较上月扩大 0.2 个百分点至-2.7%，其中新涨价因素的拖累上升，这主要与贸易环境变化下的国际大宗商品价格迅速下行有关，尤其是原油价格的下降。体现至国内工业行业层面，4 月石油天然气开采、石油煤炭加工的同比跌幅在各行业中居前。

➤ **风险提示：**未来政策不及预期；国内经济形势变化超预期；出口变动超预期；美国关税政策超预期。

## 相关研究

1. 2025 年 4 月外贸数据点评：4 月出口：被低估的韧性？ -2025/05/09

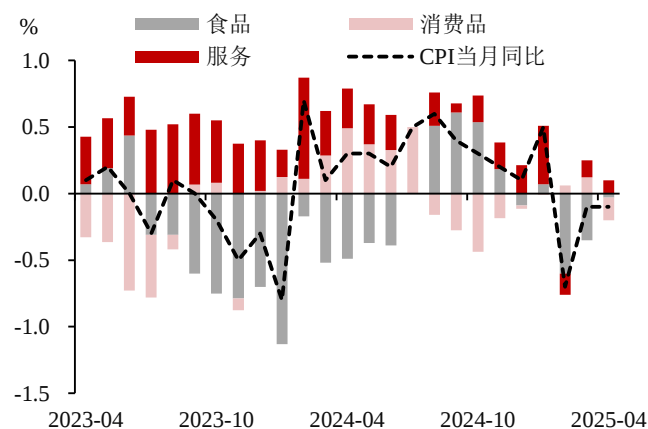
2. 美联储政策观察：5 月议息：继续“等待”白宫？ -2025/05/07

3. 经济动态跟踪：金融发布会：“双降”之外的政策信号 -2025/05/07

4. 汇率市场点评：汇率升值：节后悬念几何？ -2025/05/06

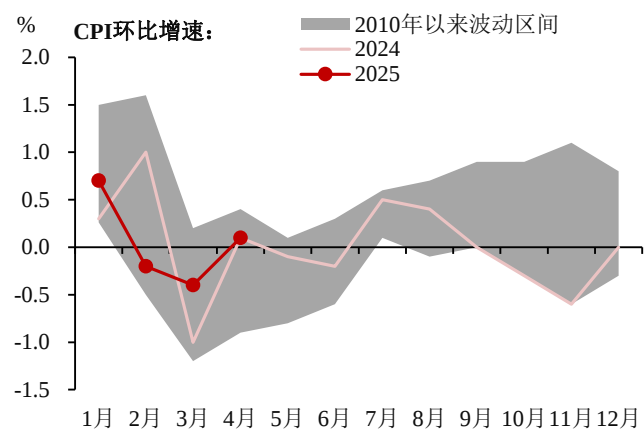
5. 经济动态点评：五一消费“打几星”？ -2025/05/05

图1：4月，CPI当月同比的三因素拆分



资料来源：iFind，民生证券研究院

图2：4月CPI环比转正



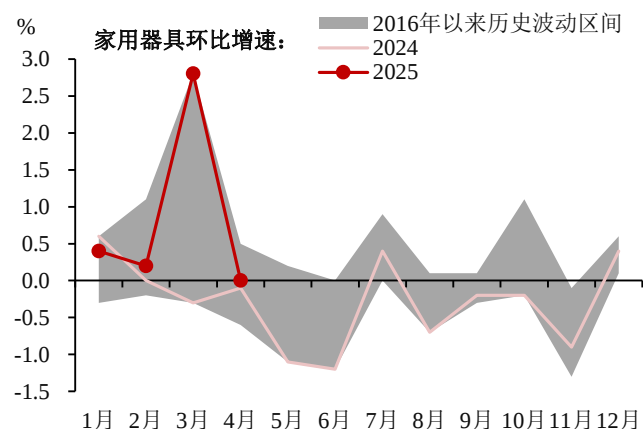
资料来源：iFind，民生证券研究院

图3：4月，服务项与核心CPI同比均持平上月

| 单位：%    | 2025-04 | 2025-03 | 2025-02 | 2025-01 | 2024-12 |
|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| CPI当月同比 | -0.1    | -0.1    | -0.7    | 0.5     | 0.1     |
| CPI食品   | -0.2    | -1.4    | -3.3    | 0.4     | -0.5    |
| 畜肉      | 0.6     | -0.1    | -1.8    | 2.5     | 1.7     |
| 猪肉      | 5.0     | 6.7     | 4.1     | 13.8    | 12.5    |
| 鲜菜      | -5.0    | -6.8    | -12.6   | 2.4     | 0.5     |
| 鲜果      | 5.2     | 0.9     | -1.8    | 0.6     | -3.0    |
| CPI消费品  |         |         |         |         |         |
| 烟酒      | 1.2     | 5.4     | 0.6     | 1.0     | 0.8     |
| 衣着      | 1.3     | 1.3     | 1.2     | 1.1     | 1.2     |
| 交通工具    | -3.8    | -4.0    | -4.4    | -4.1    | -4.2    |
| 通信工具    | 1.0     | 1.4     | 1.3     | 0.6     | 0.7     |
| CPI服务   | 0.3     | 0.3     | -0.4    | 1.1     | 0.5     |
| 核心CPI   | 0.5     | 0.5     | -0.1    | 0.6     | 0.4     |

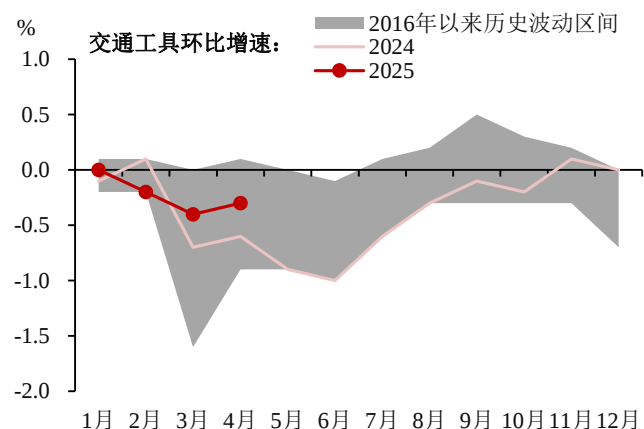
资料来源：iFind，民生证券研究院

图4：4月，家用器具价格环比冲高回落



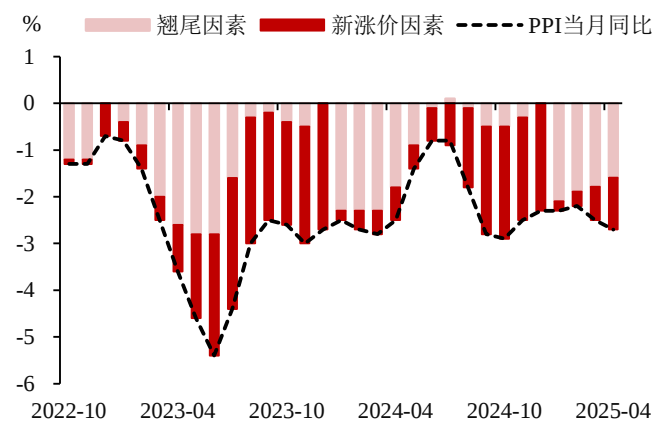
资料来源：iFind，民生证券研究院

图5：4月，交通工具价格环比有所回升但仍为负值



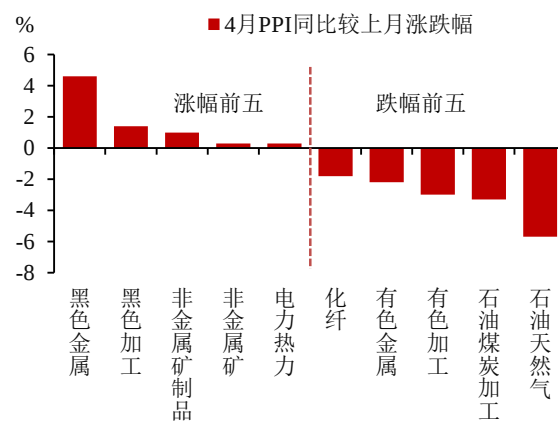
资料来源：iFind，民生证券研究院

图6：4月，PPI 同比降幅有所扩大



资料来源：iFind，民生证券研究院

图7：4月，PPI 分行业同比涨跌幅



资料来源：iFind，民生证券研究院

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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收到任何形式的补偿。

## 评级说明

| 投资建议评级标准                                                                                                              |      | 评级   | 说明                  |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------|------|---------------------|
| 以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。 | 公司评级 | 推荐   | 相对基准指数涨幅 15%以上      |
|                                                                                                                       |      | 谨慎推荐 | 相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间 |
|                                                                                                                       |      | 中性   | 相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间  |
|                                                                                                                       |      | 回避   | 相对基准指数跌幅 5%以上       |
|                                                                                                                       | 行业评级 | 推荐   | 相对基准指数涨幅 5%以上       |
|                                                                                                                       |      | 中性   | 相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间  |
|                                                                                                                       |      | 回避   | 相对基准指数跌幅 5%以上       |

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的客户及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048