

证券研究报告

宏观研究

专题报告

解运亮 宏观首席分析师
执业编号: S1500521040002
联系电话: 010-83326858
邮箱: xieyunliang@cindasc.com

麦麟玥 宏观分析师
执业编号: S1500524070002
邮箱: mailinyue@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦B座
邮编: 100031

中美通胀的相似与分化

2025年4月11日

- **中国 CPI 暂未能实现转正的两个压制。**中国3月CPI降幅收窄至0.1%，但暂未能实现转正，我们认为这主要有两方面的压制。**压制1：消费品价格整体仍较低迷，这是制约当月CPI同比反弹幅度的主要因素。**“以旧换新”等政策效应逐渐显现确实对消费品价格有利好，但是从目前的恢复水平来看，消费品价格整体还相对较低。**压制2：核心通胀明显回升，但能源和食品成为压制反弹的主要源头。**3月CPI环比继续下滑的同时，CPI同比较前值出现回升，这主要是受到翘尾因素的影响。
- **美国通胀超预期回落的两个动力。**美国3月CPI同比2.4%，实现超预期回落，我们认为主要源自两个动力。**一半动力在于能源价格深度回调主导通胀下行。**受到国际油价变动的影响，美国3月能源项价格同比下降，能源项对CPI的贡献减少0.2个百分点。**另一半动力在于核心服务价格的明显回落，尤其是住房通胀滞后效应的逐步显现。**和中国的价格表现不同，美国核心商品价格变动不大，反倒是其核心服务出现了较大回落。
- **中美通胀的一个相似和两个分化。**对比中美通胀的驱动力，不难发现，中美通胀的相似之处在于其共同受到国际油价波动带来的能源影响；其分化之一在于中国压制其通胀反弹的主力在消费品价格，美国通胀回落的关键动力更多在于核心服务价格。美国核心通胀黏性源于服务业价格，中国通胀走低的压力来自工业品价格（PPI连续30个月负增长）。**分化之二在于，目前中国更期待通胀回升，而美国更期待通胀回落。**从当前的水平和中美对通胀的期待来看，中美通胀应向着收敛的方向前进。
- **中美通胀分化的本质在于，中美通胀差异是“需求过热+供给约束”与“需求疲软+产能过剩”的结构性矛盾体现。**中美通胀的分化，让其货币政策也出现“非同步”。我们认为，从二者通胀的角度考虑，相比于进入低利率，美国或更倾向于维持利率抑制需求以抑制通胀，让二者达到平衡。中国的降准降息往往考虑较多，不仅仅是通胀，还需要考虑汇率、系统性金融风险等因素。基于汇率的角度，从外部环境看，之前美联储处于暂停降息的窗口期，如果中国单方面降息，可能导致人民币贬值压力加剧。我们认为，二季度开始，外部经贸环境变化之后，国内的降准降息可能更快落地。
- **风险因素：**地缘政治风险，国际油价上涨超预期等。

目 录

一、中国 CPI 暂未能实现转正的压制.....	3
二、美国通胀超预期回落的动力	5
三、中美通胀的相似与分化.....	6
风险因素	9

图 目 录

图 1: CPI 未能实现转正	3
图 2: 整体 CPI 环比和多个分项环比均不及 2017-2019 年的季节性变动.....	4
图 3: 今年年初以来, 翘尾因素的拖累在收窄.....	4
图 4: PPI 上行动力不足	5
图 5: 美国通胀回落一半源自能源, 一般源自核心服务	6
图 6: 3 月住房租金价格也从 4.3% 回落至 4.0%	6
图 7: 中国 PPI 连续 30 个月负增长	7
图 8: 2024 年 5 月-2025 年 2 月期间, 能繁母猪存栏量多数月份在增长	8

一、中国 CPI 暂未能实现转正的压制

3 月 CPI 降幅收窄至 0.1%，但暂未能实现转正，我们认为这主要有两方面的压制。

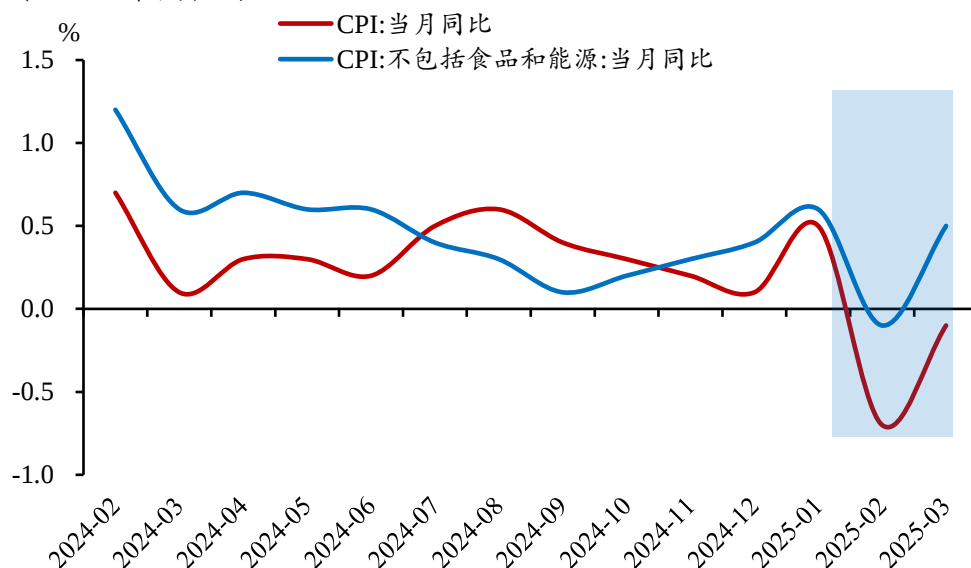
压制 1：消费品价格整体仍较低迷，这是制约当月 CPI 同比反弹幅度的主要因素。历史来看，整体 CPI 的同比走势往往和消费品价格表现走势较为相关，而消费品 CPI 同比表现在进入负增长之后，目前表现仍低于 0%(-0.4%)。

“以旧换新”等政策效应逐渐显现确实对消费品价格有利好，但是从目前的恢复水平来看，当前服务价格处于正增长的水平，而消费品价格整体还相对低迷，这也成为制约当月 CPI 反弹的一个主要因素。

压制 2：核心通胀明显回升，但能源和食品成为压制反弹的主要源头。去年 3 月核心 CPI 环比下降 0.6%，为当年环比表现的最低水平。3 月核心 CPI 同比反弹至 0.5%，一定程度建立在去年基数为年内最低的条件上。不仅如此，今年 3 月能源和食品表现的拖累也成为压制反弹的主要源头。3 月 CPI 环比下降，食品环比下降达 1.4%，拖累 CPI 表现 0.24 个百分点，蔬菜和猪肉分别拖累 0.11 和 0.06 个百分点；非食品环比下降仅 0.2%，拖累 CPI 表现 0.16 个百分点。

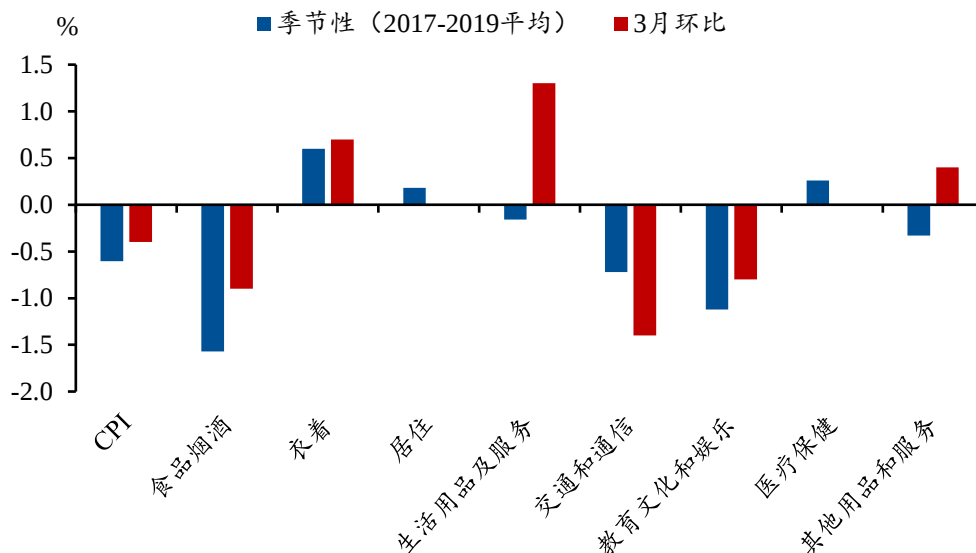
3 月 CPI 环比继续下滑的同时，CPI 同比较前值出现回升，这主要是受到翘尾因素的影响。因此，总体来看今年的低通胀压力仍然存在。

图 1：CPI 未能实现转正



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

图 2：整体 CPI 环比和多个分项环比不及 2017-2019 年的季节性变动



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

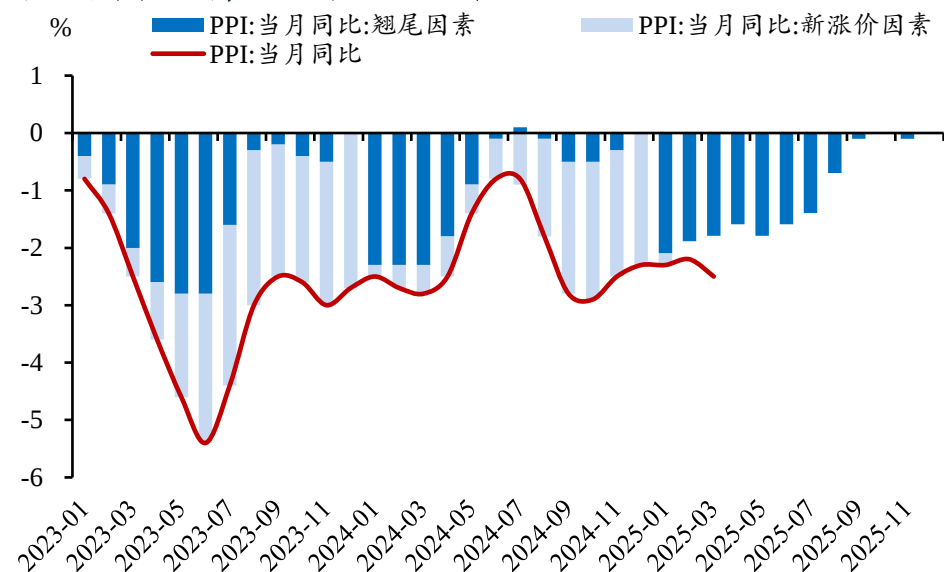
新涨价因素的拖累加大，PPI 同比降幅扩大。3 月 PPI 同比-2.5%，较年初的表现有所回落。今年一季度，翘尾因素的拖累影响在逐月收窄，3 月 PPI 的这次波动主要是来自新涨价因素的影响，3 月 PPI 环比下降 0.4%，是近半年内最低。

第一，国际油价影响国内相关行业价格下行。3 月份国际油价显著下跌，国内石油相关行业也有对应体现。石油和天然气开采价格环比下降 4.4%，精炼石油产品制造价格下降 1.7%。

第二，供暖结束后能源类需求季节性下降。北方冬季供暖陆续结束以后，与能源相关的煤炭行业价格出现下跌，主要是季节性变动。煤炭开采和洗选业价格环比下降 4.3%，电力热力生产和供应业价格环比下降 0.4%，二者合计影响 PPI 环比下降约 0.10 个百分点。

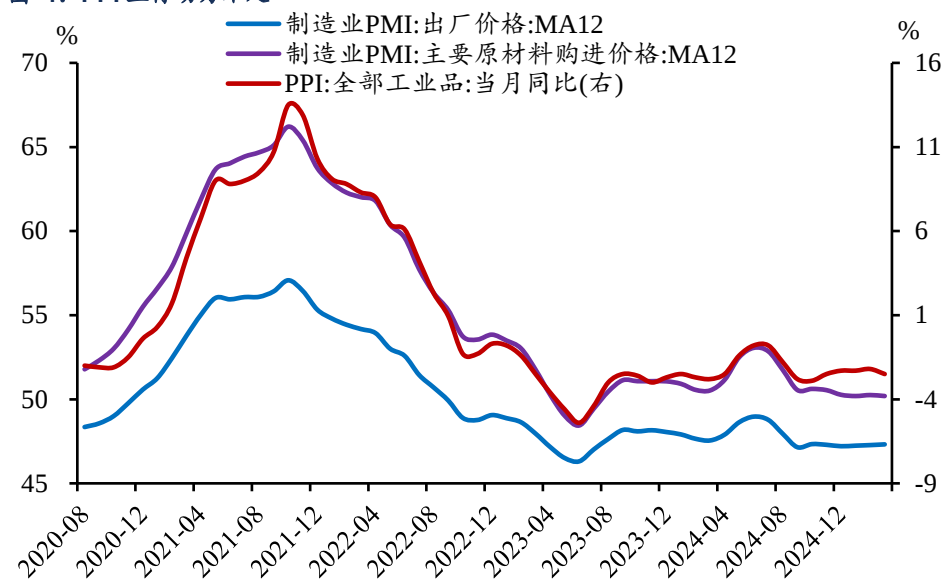
第三，原材料行业有回落。钢材、水泥等生产恢复快于需求，叠加生产成本下降，黑色金属冶炼和压延加工业、非金属矿物制品业价格环比均下降 0.5%，合计影响 PPI 环比下降约 0.05 个百分点。

图 3：今年年初以来，翘尾因素的拖累在收窄



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

图 4：PPI 上行动力不足



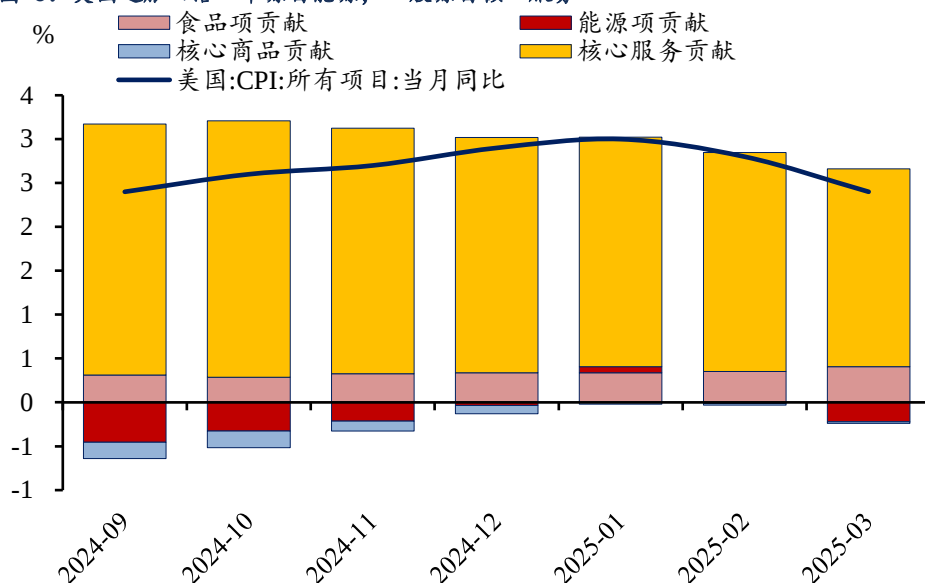
二、美国通胀超预期回落的动力

美国 3 月 CPI 同比 2.4%，实现超预期回落，我们认为主要源自两个动力。

一半动力在于能源价格深度回调主导通胀下行。受到国际油价变动的影响，美国 3 月能源项价格同比下降 3.3%，较前值 (-0.2%) 下降约 3 个百分点，根据能源价格近 7% 的占比计算，能源项对 CPI 的贡献减少 0.2 个百分点（图 5）。

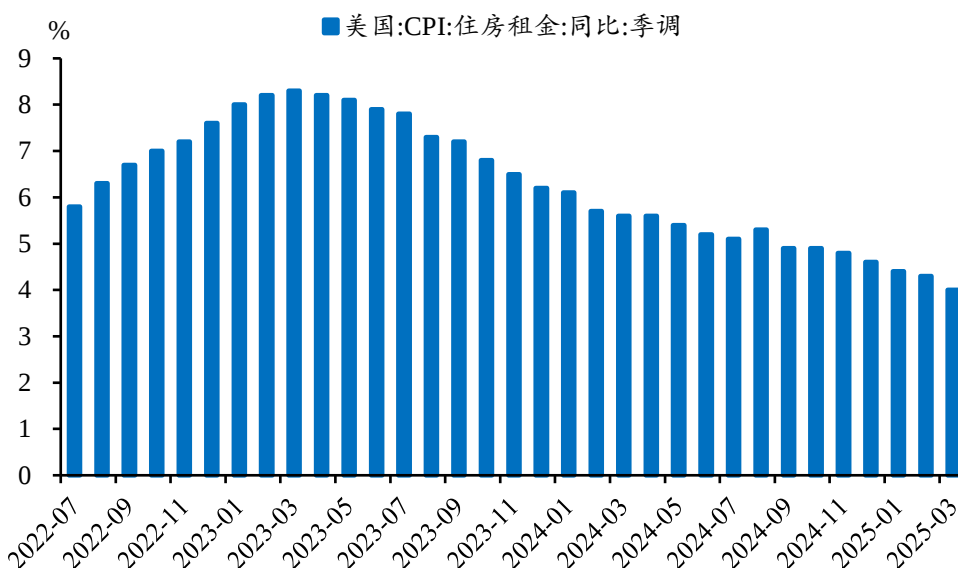
另一半动力在于核心服务价格的明显回落，尤其是住房通胀滞后效应的逐步显现。和国内的价格表现不同，其核心商品价格变动不大，反倒是核心服务出现了较大回落。3 月住房租金价格也从 4.3% 回落至 4.0%（图 6），整个核心服务价格回落约 0.2 个百分点（图 5）。

图 5：美国通胀回落一半源自能源，一般源自核心服务



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

图 6：3 月住房租金价格也从 4.3% 回落至 4.0%

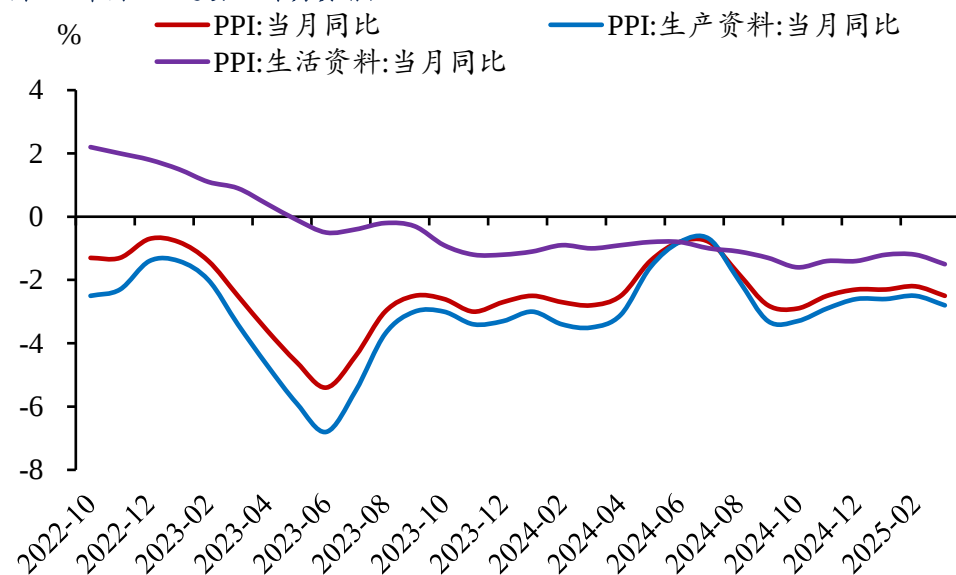


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

三、中美通胀的相似与分化

中美通胀的一个相似和两个分化。对比中美通胀的驱动力，不难发现，中美通胀的相似之处在于其共同受到国际油价波动带来的能源影响；其分化之一在于中国压制其通胀反弹的主力在消费品价格，美国通胀回落的关键动力更多在于核心服务价格。美国核心通胀黏性源于服务业价格（约占 CPI 权重 60%），中国通胀走低的压力来自工业品价格（PPI 连续 30 个月负增长，图 7）。分化之二在于，目前中国更期待通胀回升，而美国更期待通胀回落。从当前的水平和中美对通胀的期待来看，中美通胀应向着收敛的方向前进。

图 7：中国 PPI 连续 30 个月负增长



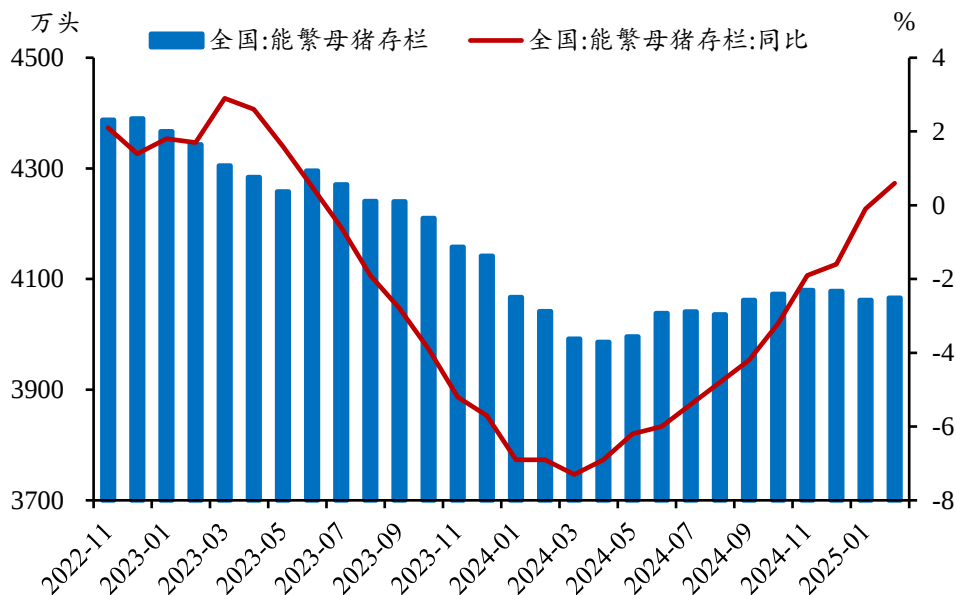
资料来源: ifind, 信达证券研发中心

中美通胀分化的本质在于，中美通胀差异是“需求过热+供给约束”与“需求疲软+产能过剩”的结构性矛盾体现。中美通胀的分化，让其货币政策也出现“非同步”。我们认为，从二者通胀的角度考虑，相比于进入低利率，美国或更倾向于维持利率抑制需求以抑制通胀，让二者达到平衡；而中国市场里，大家或更期望降准降息来提振需求。只不过，中国的降准降息往往考虑较多，不仅仅是通胀，还需要考虑汇率、系统性金融风险等因素。基于汇率的角度，从外部环境看，之前美联储处于暂停降息的窗口期，如果中国单方面降息，可能导致人民币贬值压力加剧。

但二季度开始，外部经贸环境变化之后，国内的降准降息可能更快落地。

第一，全年来看，在不考虑政策刺激的基准情形下，今年 CPI 的运行整体偏弱。我们认为，在这种基准情形下，中国今年全年累计 CPI 或处在 0%至 1%区间里运行。一是今年猪价或将弱势运行。在 2023 年 1 月-2024 年 4 月期间，能繁母猪存栏量一直在减少；而 2024 年 5 月-2025 年 2 月期间，能繁母猪存栏量偶有减少，但多数月份基本在增长（图 8）。若按照 9 个月的繁殖周期推演，今年猪价存在下行的压力，因此今年猪价大概率弱势运行。二是服务与实物消费或将平缓修复。当前服务消费处于平缓修复的进程，我们预计后续或也将呈现温和复苏状态。

图 8：2024 年 5 月-2025 年 2 月期间，能繁母猪存栏量多数月份在增长



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

第二，中国对美国“对等关税”反制之下，对中国 PPI 的影响或更显著，CPI 的影响相对可控。由于中国在全球产业链中处于制造国的地位，我们认为，中国从美国进口的商品或更多以工业原材料、中间品和资本品为主，关税导致的价格上涨可能会通过生产链条迅速传导至 PPI，尤其是上游工业领域；相反，直接消费品进口占比或相对较低、替代弹性大，对 CPI 的冲击相对温和。

第三，4 月外部经贸环境变数骤然加大，需要对冲关税影响时，关注内需的紧迫性变得更高。在特朗普对中国加征高关税之后，对美出口的压力较大。4 月外部经贸环境的剧烈波动可能导致出口导向型行业（尤其是美国市场为主）面临订单萎缩、利润压缩的双重压力。中国也对美国予以反制，这可能会影响接下来的外贸走势。在这种情况下，想要对冲外贸影响，内需成为稳定经济的关键，其紧迫性也变得更高。我们认为，这或将加快降准降息的落地。

风险因素

地缘政治风险，国际油价上涨超预期等。

研究团队简介

解运亮，信达证券宏观首席分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学财政金融学院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。2020 年“21 世纪最佳预警研究报告”获得者。2022 年 Wind 金牌分析师宏观研究第二名。2022 年云极“十大讲师”。2023 年东方财富 Choice 最佳宏观分析师。2023 年中国信达集团“金牌宣讲人”。2024 年 Wind 金牌分析师宏观研究第五名。

麦麟玥，信达证券宏观研究助理。中山大学硕士，2022 年 7 月加入信达证券研究所，侧重于研究美国经济和出口。所属团队获得 2024 年 Wind 金牌分析师宏观研究第五名。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券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并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入： 股价相对强于基准15%以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准5%~20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5%之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。