

## 4月通胀点评

### PPI 明显走强, CPI 相对温和上涨

4月CPI同比增速和PPI同比增速均好于万得一致预期,国际能源价格上涨的输入性影响较大;CPI中影响较大的还有节假日出行需求上升,带动相关服务价格走高,PPI中影响较大的还有有色开采和加工行业、化工行业、以及算力需求上升带动相关行业价格走强的影响;我们认为年内CPI受猪肉价格拖累同比增速相对温和,或在1.0%上方波动,PPI同比增速年内或在3.0%上方波动。

- 4月CPI环比增长0.3%,同比增长1.2%,核心CPI同比增长1.2%,服务价格同比增长0.9%,消费品价格同比增长1.4%。
- 从环比看,4月食品价格影响CPI环比下降约0.28个百分点,能源价格影响CPI环比上涨约0.39个百分点,服务价格影响CPI环比上涨约0.22个百分点。从同比看,猪肉价格影响CPI同比下降约0.29个百分点,汽油价格影响CPI同比上涨约0.56个百分点,黄金饰品价格影响CPI同比上涨约0.20个百分点,家用器具和服装价格合计影响CPI同比上涨约0.11个百分点,服务价格影响CPI同比上涨约0.44个百分点。
- 能源价格上涨和出行需求上升共同推动4月通胀走高。从4月整体来看,食品价格同比增速由涨转降依然疲弱,其中猪肉价格拖累较明显;消费品价格整体相对平稳,黄金饰品价格同比涨幅回落,耐用消费品同比走势延续分化;能源类价格涨幅较大,汽油价格对CPI同比拉动明显;服务价格受假期出行需求上升影响,环比高于季节性。我们认为从中期来看,耐用消费品价格将持续受“反内卷”、“促消费”等政策因素影响,服务价格也将延续内需缓慢释放和季节性波动的特点,影响CPI同比增速波动的因素或主要来自“猪”和“油”:一是4月生猪平均收购价已经创下2015年以来新低,且4月四部门联合指导地方开展冻猪肉商业储备收储,农业农村部成立生猪产业监测预警专家咨询委员会等宏观政策加码,我们认为猪肉价格进一步下行的空间或明显减小;二是中东局势的不确定性仍对国际能源价格影响较大,目前聚焦在国际水道通行受阻的时间长度和中东能源基础设施受影响的程度两方面。考虑到5月和6月CPI环比基数较低,我们预计二季度CPI同比增速或都将维持在1.0%上方。
- 4月PPI环比增长1.7%,同比增长2.8%,其中生产资料同比增长3.8%,生活资料同比下降1.0%。PPIRM环比增长2.1%,同比增长3.5%。
- 4月PPI环比运行的主要特点:一是国际输入性因素影响国内石油相关行业价格上涨,二是国内部分行业需求增加带动价格上行,三是国内市场竞争秩序不断优化。
- PPI同比增速和环比增速上行,主要是有色和能源价格的推动。4月有色采矿和有色加工行业合计影响PPI同比上涨约1.58个百分点,能源开采、能源加工和化学原料行业合计影响PPI同比上涨约1.50个百分点,是影响PPI同比大幅上升的主要原因。我们认为来自地缘政治的冲击因素只是PPI同比快速上涨的一方面原因,另一方面原因是全球算力投资快速增长对相关产业价格的拉动。考虑到4月PPI环比增长1.7%抬高了2026年的同比基准,加之去年同期基数偏低,我们预计年内PPI同比增速或都将在3.0%上方波动。
- **风险提示:**全球通胀二次上行的风险;欧美经济回落速度偏快;国际局势复杂化。

#### 相关研究报告

《策略周报》20260510

《2026年1-4月进出口数据点评》20260510

《宏观和大类资产配置周报》20260510

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

宏观经济

证券分析师: 张晓娇

xiaojiao.zhang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300514010002

证券分析师: 朱启兵

(8610)66229359

Qibing.Zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300516090001

## CPI

**4月CPI环比回升。**4月CPI环比增长0.3%，增速较3月上升1.0个百分点。从分项环比看，4月环比上行的包括交通通信（3.5%）、教育文化娱乐（0.5%）和医疗保健（0.3%），环比下降的有居住（-0.1%）、衣着（-0.3%）、其他用品和服务（-0.5%）和食品烟酒（-1.0%），生活用品及服务环比持平；4月分项中较3月环比增速上升的有交通通信、教育文化娱乐、其他用品和服务、食品烟酒、医疗保健和生活用品及服务，环比增速下降的是居住和衣着。

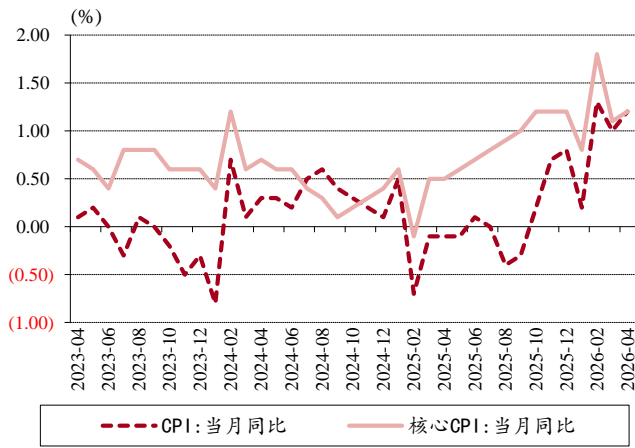
**4月CPI同比增速高于万得一致预期，增速较3月上升。**4月CPI同比增长1.2%，较3月上升0.2个百分点，核心CPI同比增长1.2%，较3月上升0.1个百分点，服务价格同比增长0.9%，较3月上升0.1个百分点，消费品价格同比增长1.4%，较3月上升0.1个百分点。从分项同比看，4月同比增长的是其他用品和服务（11.0%）、交通通信（4.6%）、医疗保健（2.2%）、衣着（1.5%）、生活用品及服务（1.4%）、教育文化娱乐（1.3%），同比增速下降的是居住（-0.2%）和食品烟酒（-0.8%），同比增速较3月上升的是交通通信、医疗保健、教育文化娱乐，较3月下降的是衣着、生活用品及服务、食品烟酒、其他用品和服务，居住同比增速较3月持平。

**4月食品烟酒价格环比降幅有所收窄。**从环比看，4月食品价格下降1.6%，降幅比上月收窄1.1个百分点，影响CPI环比下降约0.28个百分点；其中，鲜菜、鲜果大量上市，猪肉和水产供应充足，四项合计影响CPI环比下降约0.28个百分点，鸡蛋价格影响CPI环比上涨约0.01个百分点。从同比看，4月食品价格由上月同比上涨0.3%转为同比下降1.6%；其中，猪肉价格同比下降15.2%，降幅比上月扩大3.7个百分点，影响CPI同比下降约0.29个百分点。

**能源和出行服务价格是推动CPI超预期的主要因素。**从环比看，4月受国际原油价格波动影响，国内能源价格上涨5.7%，涨幅比上月扩大0.9个百分点，影响CPI环比上涨约0.39个百分点，服务价格由上月下降1.1%转为上涨0.5%，高于季节性水平0.2个百分点，影响CPI环比上涨约0.22个百分点；其中，飞机票、交通工具租赁、旅行社收费和宾馆住宿价格环比涨幅均高于季节性水平，四项合计影响CPI环比上涨约0.17个百分点，医疗服务价格影响CPI环比上涨约0.04个百分点。从同比看，4月工业消费品价格影响CPI同比上涨约1.06个百分点，其中，汽油价格影响CPI同比上涨约0.56个百分点，黄金饰品价格同比涨幅回落，影响CPI同比上涨约0.20个百分点，家用器具和服装价格合计影响CPI同比上涨约0.11个百分点；服务价格影响CPI同比上涨约0.44个百分点，其中，基本公共服务项目价格涨幅总体稳定，其中医疗服务和教育服务价格合计影响CPI同比上涨约0.25个百分点，出行服务价格影响CPI同比上涨约0.13个百分点，人工服务类价格小幅上涨，其中宠物服务、在外餐饮、家政服务、车辆修理与保养四项合计影响CPI同比上涨约0.10个百分点。

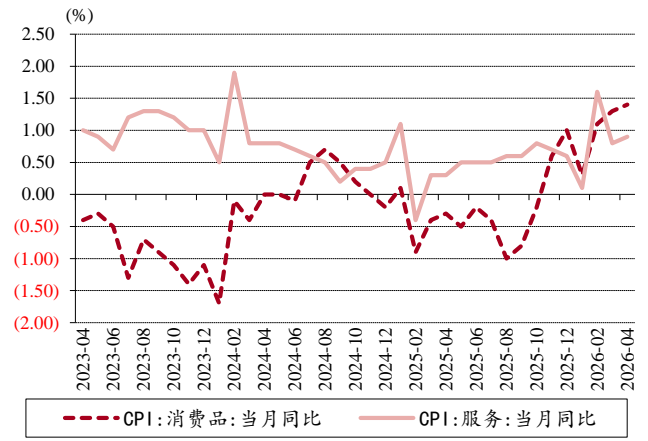
**能源价格上涨和出行需求上升共同推动4月通胀走高。**从4月整体来看，食品价格同比增速由涨转降依然疲弱，其中猪肉价格拖累较明显；消费品价格整体相对平稳，黄金饰品价格同比涨幅回落，耐用消费品同比走势延续分化；能源类价格涨幅较大，汽油价格对CPI同比拉动明显；服务价格受假期出行需求上升影响，环比高于季节性。我们认为从中期来看，耐用消费品价格将持续受“反内卷”、“促消费”等政策因素影响，服务价格也将延续内需缓慢释放和季节性波动的特点，影响CPI同比增速波动的因素或主要来自“猪”和“油”：一是4月生猪平均收购价已经创下2015年以来新低，且4月四部门联合指导地方开展冻猪肉商业储备收储，农业农村部成立生猪产业监测预警专家咨询委员会等宏观政策加码，我们认为猪肉价格进一步下行的空间或明显减小；二是中东局势的不确定性仍对国际能源价格影响较大，目前聚焦在国际水道通行受阻的时间长度和中东能源基础设施受影响的程度两方面。考虑到5月和6月CPI环比基数较低，我们预计二季度CPI同比增速或都将维持在1.0%上方。

图表 1. CPI 和核心 CPI 同比走势



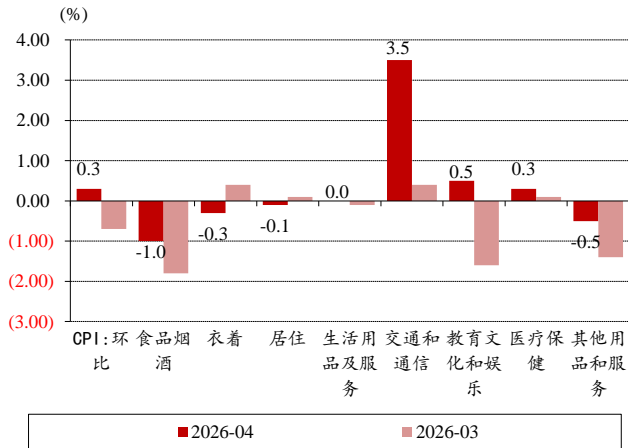
资料来源: 万得, 中银证券

图表 2. 消费品和服务 CPI 当月同比



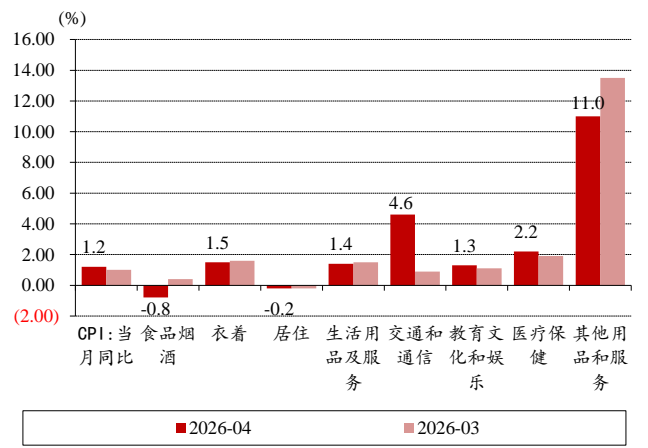
资料来源: 万得, 中银证券

图表 3. CPI 环比走势



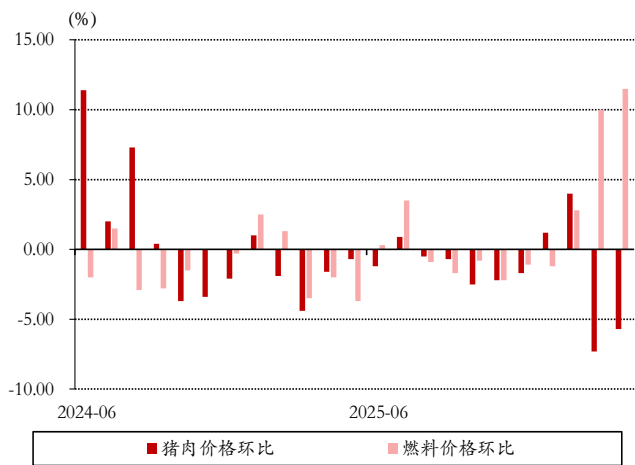
资料来源: 万得, 中银证券

图表 4. CPI 同比走势



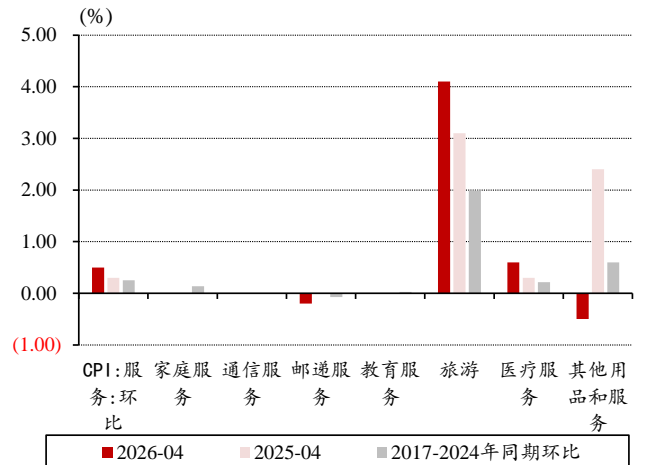
资料来源: 万得, 中银证券

图表 5. 猪肉价格和燃料价格环比增速



资料来源: 万得, 中银证券

图表 6. 4 月服务分类价格环比增速



资料来源: 万得, 中银证券

## PPI

**PPI 环比涨幅扩大。**4月PPI环比增长1.7%，较3月上升0.7个百分点，其中生产资料环比增长2.1%，生活资料环比下降0.1%。4月PPI同比增长2.8%，较3月上升2.3个百分点，其中生产资料同比增长3.8%，较3月上升2.8个百分点，生活资料同比下降1.0%，较3月上升0.3个百分点。

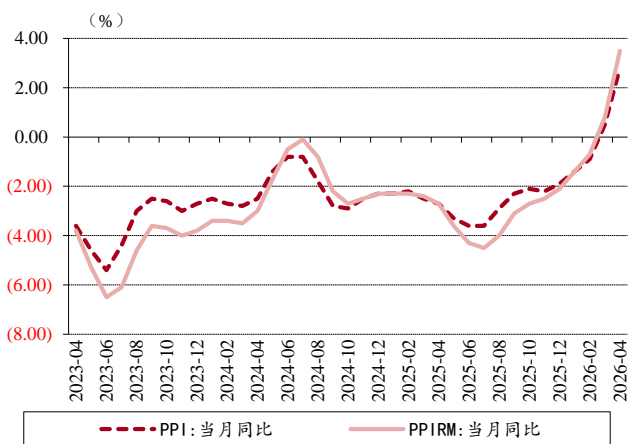
4月PPIRM环比增长2.1%，同比增长3.5%，较3月上升2.7个百分点；从构成来看，4月同比增速上升较多的是有色金属材料类（21.3%），化工原料类（5.9%）和燃料、动力类（4.4%），同比增速下降的是建筑材料类（-5.1%），木材及纸浆类（-2.2%），农副产品类（-2.1%）和黑色金属（-0.9%）；所有品类中，同比增速较3月上升较多的是燃料、动力类，化工原料类，纺织原料类和黑色金属，同比增速下降的是有色金属材料类和建筑材料类。

4月主要行业中出厂价格同比增速较高的是，有色金属矿采选业（38.9%），石油和天然气开采业（28.6%）和有色金属冶炼及压延加工业（22.5%），同比增速较低的是非金属矿物制品业（-5.5%），医药制造业（-4.7%）和电力、热力的生产和供应业（-4.2%）；同比增速较3月上升较多的是石油和天然气开采业，石油、煤炭及其他燃料加工业和化学原料及化学制品制造业，下降较多的是酒、饮料和精制茶制造业，非金属矿物制品业和电力、热力的生产和供应业。

**拉动 PPI 同比上涨的主要是有色和能源。**4月PPI环比运行的主要特点：一是国际输入性因素影响国内石油相关行业价格上涨，主要包括石油和天然气开采业，石油煤炭及其他燃料加工业，化学原料和化学制品制造业，化学纤维制造业和橡胶和塑料制品业；二是国内部分行业需求增加带动价格上行，算力需求快速增长，电气化进程加快，拉动光纤制造和外存储设备及部件价格上涨；三是国内市场竞争秩序不断优化，相关行业价格上涨或降幅收窄，深入整治“内卷式”竞争成效继续显现，锂离子电池制造价格环比上涨，新能源车整车制造价格环比降幅收窄。从同比看，价格上涨的主要行业中，有色金属矿采选业和有色金属冶炼和压延加工业合计影响PPI同比上涨约1.58个百分点，石油和天然气开采业、石油煤炭及其他燃料加工业和化学原料和化学制品制造业合计影响PPI同比上涨约1.50个百分点，电气机械和器材制造业和计算机通信和其他电子设备制造业合计影响PPI同比上涨约0.46个百分点；价格下降的主要行业中，非金属矿物制品业、电力热力生产和供应业、汽车制造业和黑色金属冶炼和压延加工业，合计影响PPI同比下降约0.75个百分点。

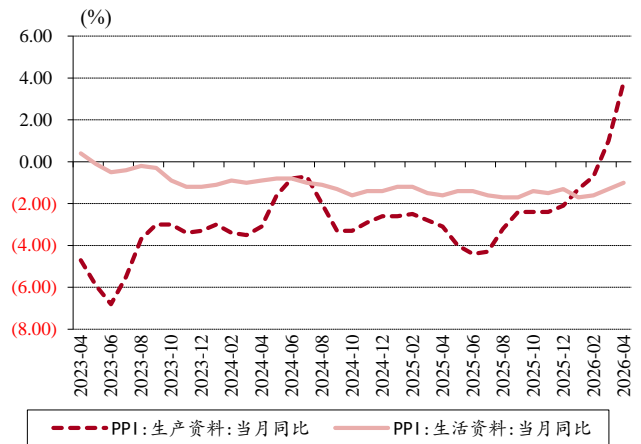
**PPI 同比增速和环比增速上行，主要是有色和能源价格的推动。**4月有色采矿和有色加工行业合计影响PPI同比上涨约1.58个百分点，能源开采、能源加工和化学原料行业合计影响PPI同比上涨约1.50个百分点，是影响PPI同比大幅上升的主要原因。我们认为来自地缘政治的冲击因素只是PPI同比快速上涨的一方面原因，另一方面原因是全球算力投资快速增长对相关产业价格的拉动。考虑到4月PPI环比增长1.7%抬高了2026年的同比基准，加之去年同期基数偏低，我们预计年内PPI同比增速或都将在3.0%上方波动。

图表 7. PPI 和 PPIRM 当月同比增速



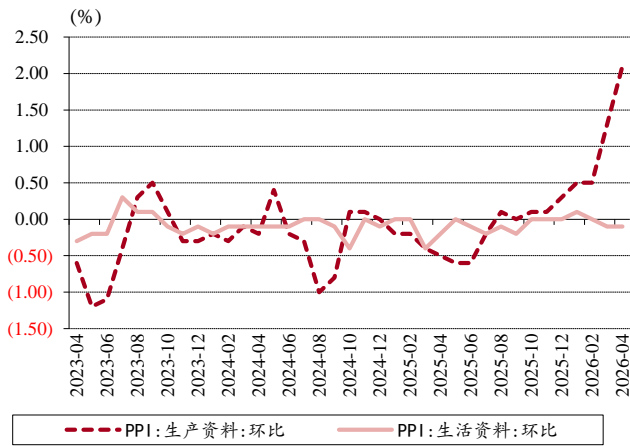
资料来源：万得，中银证券

图表 8. PPI 生产资料和生活资料当月同比走势



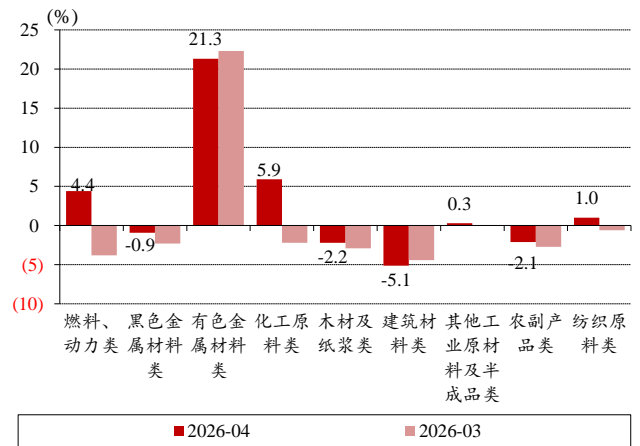
资料来源：万得，中银证券

图表 9. PPI 生产资料和生活资料环比走势



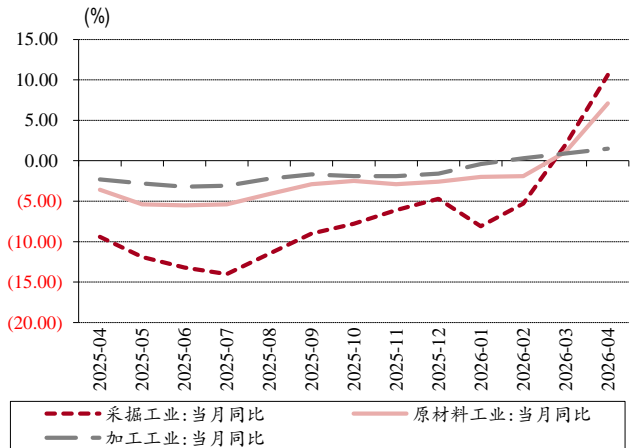
资料来源: 万得, 中银证券

图表 10. PPIRM 构成当月同比



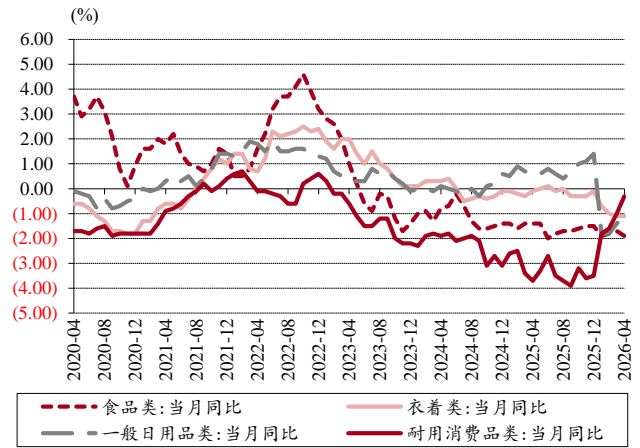
资料来源: 万得, 中银证券

图表 11. 生产资料价格同比走势



资料来源: 万得, 中银证券

图表 12. 生活资料价格同比走势



资料来源: 万得, 中银证券

风险提示: 全球通胀二次上行的风险; 欧美经济回落速度偏快; 国际局势复杂化。

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371