

输入性通胀走强，内生动能边际改善

——4月通胀数据跟踪

2026年05月12日

- **事件：**4月CPI同比由1%升至1.2%，环比0.3%，前值-0.7%；PPI同比由0.5%上行至2.8%，环比1.7%，前值1%。
- **非食品项推动CPI温和上行，食品项为主要拖累。**CPI非食品项同、环比持续拉升，食品项同比增速转负，环比上行为0.7%。核心CPI、服务项和消费品同环比均上行，且环比增速均由负转正。
- **水果蔬菜价格季节性回落，猪肉价格同比持续下探。**4月肉类价格同比增速均有所放缓，猪肉价格同比持续下跌，行业仍处于亏损状态，随着产能去化效果显现，未来猪肉价格有望迎来上行拐点。牛羊肉同比增速放缓，但在口蹄疫输入影响下，未来牛肉价格或有所上涨。随着天气转暖，鲜菜和鲜果大量上市，价格环比负增，同比也有所回落。国家气候中心预计5月将进入厄尔尼诺状态，或给处于生长期的玉米、水稻、甘蔗、橡胶等农作物带来潜在影响。
- **非食品项中，国际油价波动带动燃油分项快速拉升，假期效应带动旅游同环比上行，民生相关服务基本保持平稳。**交通工具用燃料4月同比涨幅最大，水电燃料同比持平于0.6%。耐用消费品表现分化，交通工具同比小幅回落，家具器具同比上行。受清明节假期、“五一”假期及部分地区春假影响，出行服务需求明显增加，机票、酒店等价格环比大幅上行。家庭服务、教育服务同比均持平，医疗保健同比上行，房租同比小幅回落。
- **PPI保持上行，上游价格上行速度快于下游。**输入性通胀带动下，PPI同、环比均上行，生产资料为主要拉动项。PPI-CPI剪刀差自2022年7月以来首次转正。生产者购进价格上行幅度大于出厂价格涨幅，价格沿产业链传导尚不畅通，成本端压力边际显现。
- **能化产业链价格整体强势，下游高端制造业价格分化。**受国际油价上行影响，能化产业链均有所拉升。黑色、有色金属加工同比上行，施工“金三银四”旺季带动相关需求有所回升，但非金属矿采选和加工同、环比小幅放缓，地产产业链的拖累作用持续。下游高端制造表现分化，部分行业需求释放带动价格上行，“反内卷”政策效果持续显现，相关行业价格波动减弱。
- **输入性因素拉升通胀，价格内生动能逐步修复。**油价上涨为4月通胀重要拉动因素，美伊谈判反复变动预期对油价影响持续，能化产业链价格短期或持续承压。除去油价上行影响，我国内生动能修复、部分行业需求增长也带来价格上涨，新兴产业链有所修复，服务端价格也改善上行，通胀向下游终端消费传导阻力依然较大。
- **风险因素：**地缘政治风险发展超预期，大宗商品价格上行幅度超预期，居民消费、购房需求疲弱。

分析师： 于天旭
执业证书编号： S0270522110001
电话： 17717422697
邮箱： yutx@wlzq.com.cn

相关研究

制造业、非制造业表现分化
经济起步有力，直面不确定性
经济结构分化，“新经济”持续领跑

正文目录

事件.....	3
1、非食品项推动 CPI 温和上行，食品项为主要拖累.....	3
2、PPI 保持上行，原油产业链为主要拉动.....	5
3、总结与展望.....	7
4、风险提示.....	7
图表 1: CPI 同比增速小幅上行 (%).....	3
图表 2: CPI 食品项环比季节性上行 (%).....	3
图表 3: 核心 CPI、服务项同比上行 (%).....	3
图表 4: 4 月油价中枢仍处高位 (元/吨).....	3
图表 5: 猪肉价格回落，牛羊窄幅震荡 (元/公斤).....	4
图表 6: 能繁母猪同比持续去化 (万头, %).....	4
图表 7: 蔬菜价格处于季节性下行 (元/公斤).....	4
图表 8: 水果价格边际回落 (元/公斤).....	4
图表 9: CPI 燃料相关分项大幅拉升 (%).....	5
图表 10: 服务持平，租房分项回落 (%).....	5
图表 11: PPI 生产资料大幅拉升 (%).....	6
图表 12: 加工-原材料工业剪刀差跌幅加深 (%).....	6
图表 13: 石化产业链价格大幅拉升 (%).....	6
图表 14: PPI-CPI 剪刀差走阔 (%).....	6
图表 15: 出口与 PPI 均增速抬升(%).....	7
图表 16: 居民部门加杠杆乏力 (%).....	7

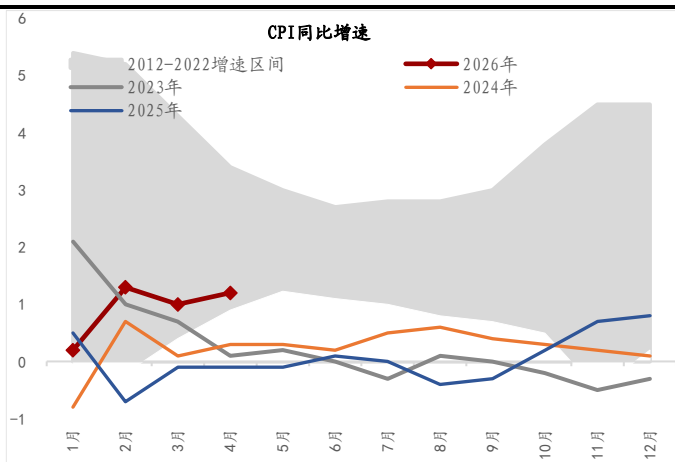
事件

2026年4月，CPI同比增速1.2%（市场预期0.95%），较上月上涨0.2个百分点，环比增速0.3%，前值-0.7%，1-4月CPI累计同比0.9%；PPI同比增速2.8%（市场预期1.53%），较上月上行2.3个百分点，环比增速1.7%，前值1%，1-4月PPI累计同比0.2%。

1、非食品项推动CPI温和上行，食品项为主要拖累

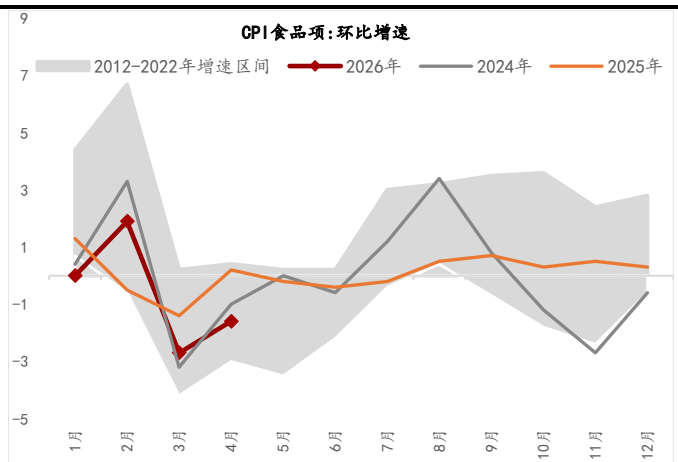
CPI同比上行，非食品项持续拉升，食品项同比增速转负，为主要拖累项。2026年4月，CPI同比反弹上行0.2个百分点至1.2%，增速高于市场预期，环比增速0.3%，前值为-0.7%。CPI食品项同比增速由3月的0.3%回落至-1.6%，环比由上月的-2.7%收敛至-1.6%；非食品项同比由1.2%上行至1.8%，环比由上月的-0.2%上行至0.7%。

图表1: CPI同比增速小幅上行(%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

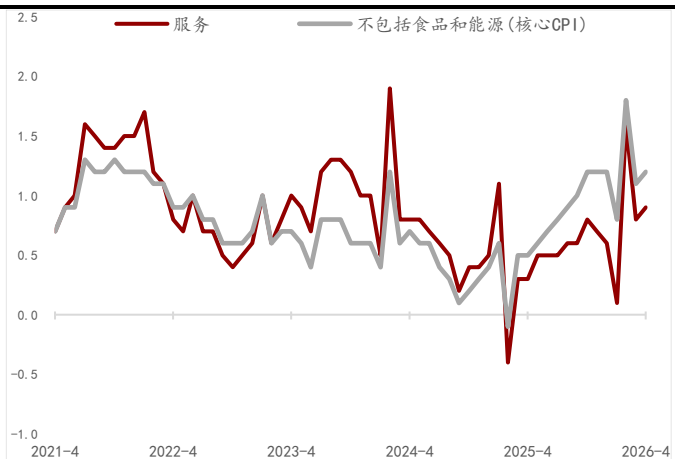
图表2: CPI食品项环比季节性上行(%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

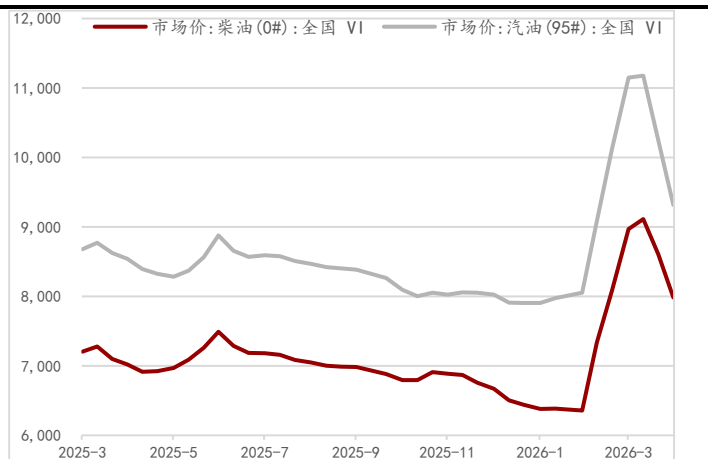
核心CPI、服务项和消费品同环比均上行，且环比增速均由负转正。核心CPI同比增速小幅上行0.1个百分点至1.2%，环比上行0.2%，前值为-0.2%，剔除油价上行影响后，其他分项价格仍有所上行。CPI服务项同比较3月小幅上行0.1个百分点至0.9%，环比上行0.5%，前值-1.1%；消费品同比则上行0.1个百分点至0.9%，环比上行0.1%，环比增速较上月上行0.4个百分点。

图表3: 核心CPI、服务项同比上行(%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表4: 4月油价中枢仍处高位(元/吨)

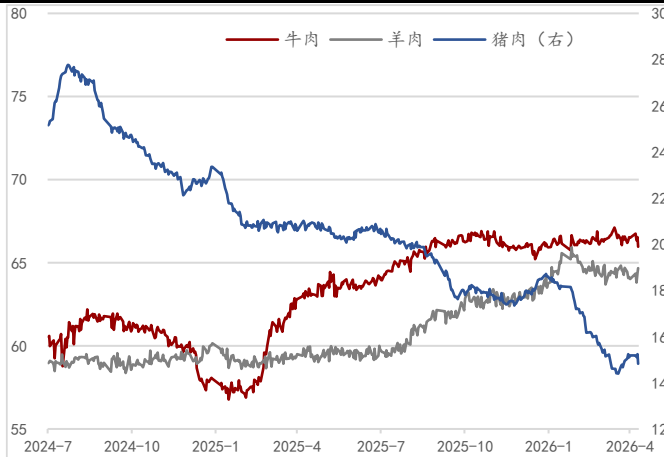


资料来源: Wind, 万联证券研究所

水果蔬菜价格季节性回落，猪肉价格同比持续下探。4月肉类价格同比增速均有所回落，猪肉价格同比持续下跌，猪料比价下跌至4以下，行业仍处于亏损状态，在政策引导和成本压力下，近期生猪产能去化持续加速，能繁母猪存栏数已经降至4000万头以下，随着产能去化效果显现，未来猪肉价格有望迎来上行拐点。牛羊肉同比增速放缓，但在口蹄疫输入影响下，未来牛肉价格或有所上涨。随着天气转暖，鲜菜和鲜果大量上市，价格环比负增，同比也有所回落。国家气候中心预计5月将进入厄尔尼诺状态，或给处于生长期的玉米、水稻、甘蔗、橡胶等农作物带来潜在影响。

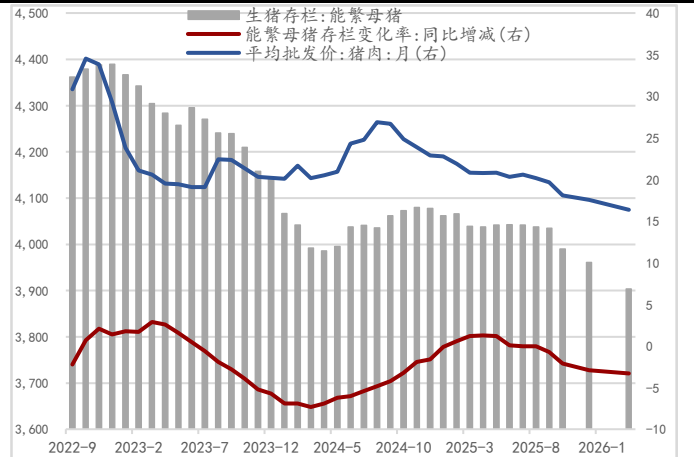
从CPI食品具体分项来看，4月，猪肉价格同比继续回落3.7个百分点至-15.2%，下降速度扩大，环比增速由上月的-7.3%收敛至-5.7%；猪肉的替代品牛羊肉同比增速分别由上月的7.8%、6.4%下行至4.8%、6.2%，水产品同比由3.7%回落为1.3%，蛋类同比增速上行3.6个百分点至0.5%，环比上行2.7%。鲜菜价格同比继续回落5.4个百分点至-0.5%，季节性回落，环比-6.4%；鲜果价格同比继续回落5个百分点至-1%，下降速度扩大，环比-2.3%。粮食、食用油、烟草、酒类同比增速分别由3月的-0.3%、-0.8%、-0.4%、-2.8%变动为-0.3%、-1%、-0.4%、-3%。

图表5: 猪肉价格回落，牛羊窄幅震荡（元/公斤）



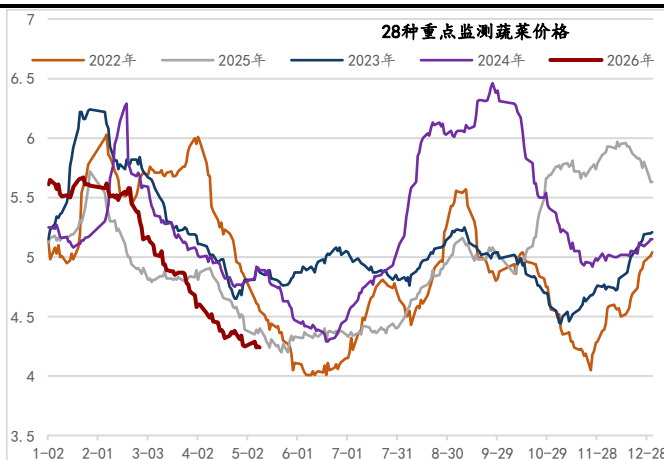
资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表6: 能繁母猪同比持续去化（万头，%）



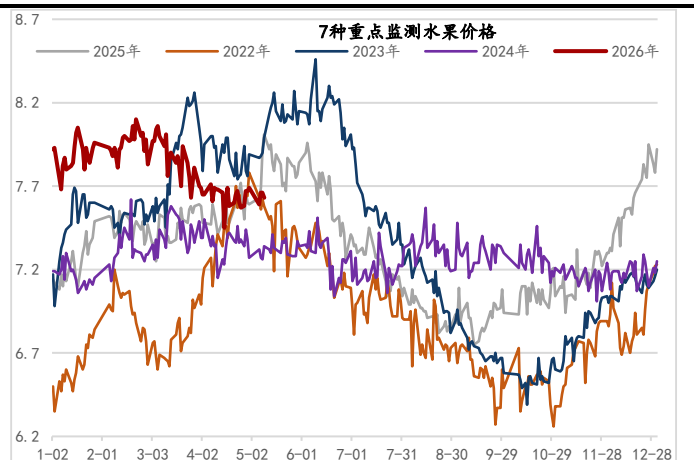
资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表7: 蔬菜价格处于季节性下行（元/公斤）



资料来源: Wind, 万联证券研究所

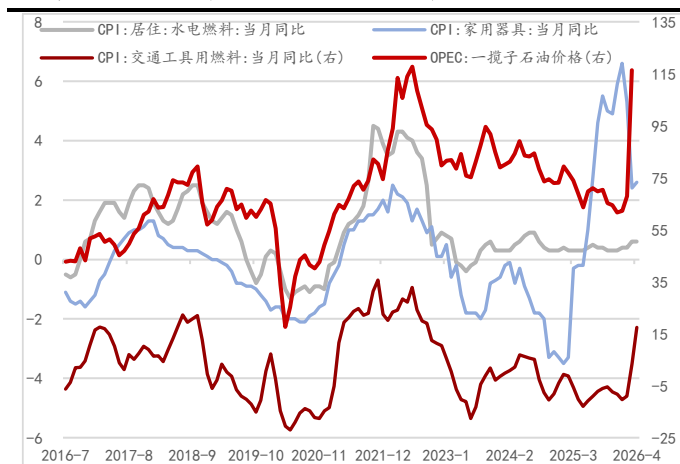
图表8: 水果价格边际回落（元/公斤）



资料来源: Wind, 万联证券研究所

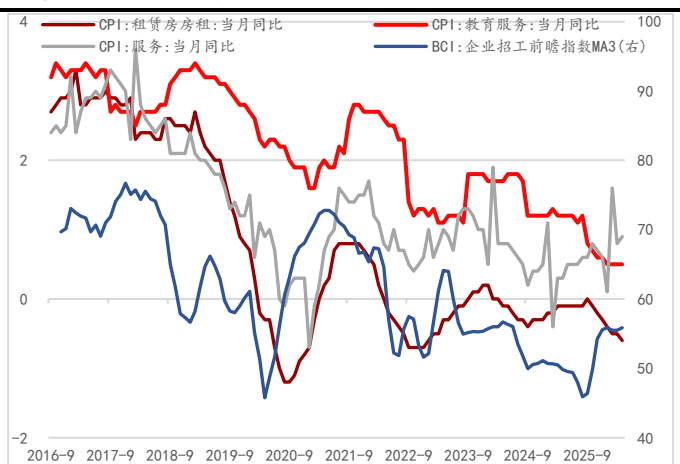
国际油价波动带动燃油分项快速拉升，假期效应带动旅游同环比上行，民生相关服务基本保持平稳，价格刚性持续。非食品项同环比增速均上行，具体分项来看，交通工具用燃料同比由3.4%大幅拉升至17.4%，环比由10%进一步上行为11.5%，受国际油价上行带动，4月涨幅最大；水电燃料同比持平于0.6%。耐用消费品表现分化，交通工具同比小幅回落0.1个百分点至-1.2%，环比-0.4%，家具器具同比由2.4%上行至2.6%，环比0.2%。服务同比增速由0.8%上行至0.9%，环比为0.5%，旅游同比增速由3.2%上行至4%，环比增速攀升至4.1%，受清明节假期、“五一”假期及部分地区春假影响，出行服务需求明显增加，机票、酒店等价格环比大幅上行。民生服务消费支出基本平稳，家庭服务、教育服务同比均持平，医疗保健同比增速有所上行。房租价格同比由-0.5%回落至-0.6%，环比-0.1%。

图表9: CPI燃料相关分项大幅拉升 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表10: 服务持平，租房分项回落 (%)



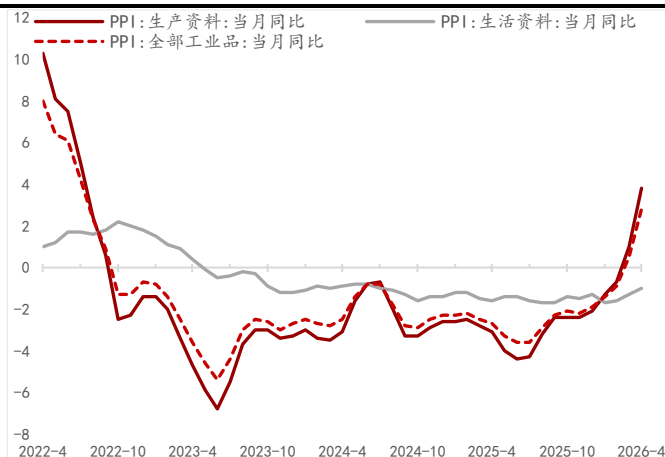
资料来源: Wind, 万联证券研究所

2、PPI 保持上行，原油产业链为主要拉动

PPI同比大幅上行，加工工业-原材料工业剪刀差跌幅加深，上游价格上行速度快于下游。国际原油价格上行，输入性通胀带动下，PPI同、环比均上行。PPI-CPI剪刀差自2022年7月以来首次转正。生产者购进价格上行幅度大于出厂价格涨幅，价格沿产业链传导尚不畅通，成本端压力边际显现。PPI生产资料为主要拉动项，采掘工业、原材料工业同环比涨幅较大，下游加工工业同比上行幅度小于上游，加工工业与原材料工业剪刀差跌幅加深。生活资料同比小幅上行，其中仅食品类同比下滑，一般日用品、耐用消费品价格同比均小幅上行。

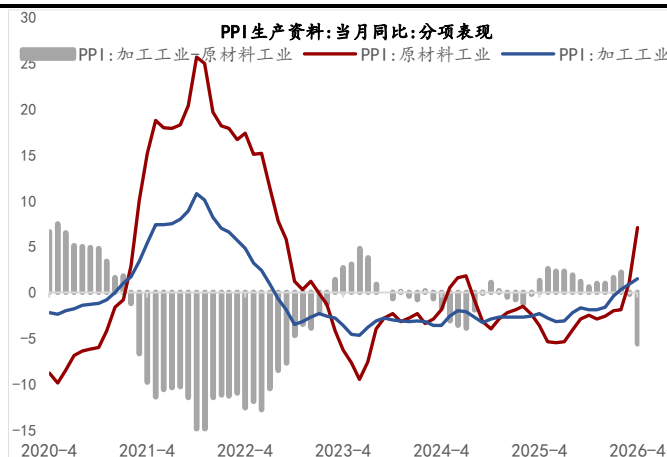
具体数据来看，PPI同比2.8%，较上月上行2.3个百分点，高于市场预期的1.53%，环比增速1.7%，前值1%。工业生产者购进价格（PPIRM）同比由0.8%上行为3.5%，环比2.1%。PPI生产资料同比上行2.8个百分点至3.8%，其中，采掘工业、原材料工业和加工工业同比分别由3月的2%、1.1%、0.9%上行至10.6%、7.1%和1.5%，各项同比均在上行。PPI生活资料同比上行0.3个百分点至-1%，环比增速-0.1%，前值-0.1%；其中，仅食品类同比回落，由上月上行至-1.9%，衣着类同比持平于-1.1%，一般日用品和耐用消费品类同比分别为-1%上行至-1.1%、-0.3%。

图表11: PPI生产资料大幅拉升(%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表12: 加工-原材料工业剪刀差跌幅加深(%)

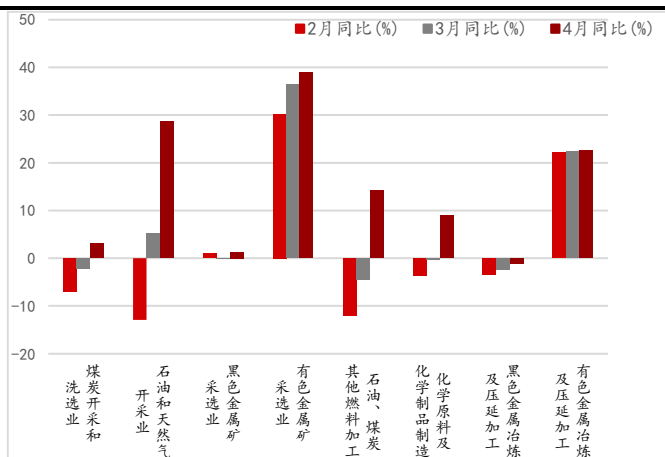


资料来源: Wind, 万联证券研究所

国际油价上行给能化产业链带来明显拉动,黑色、有色金属产业链价格小幅上行。采掘业分项同环比增速均上行,其中石油和天然气开采业同、环比上行幅度最大,同比上行23.4个百分点至28.6%,环比继续拉升至18.5%,受国际油价上行影响,能化产业链均有所拉升;煤炭开采和洗选业同比增速上行转正,黑色、有色金属矿采选业有所上行。中游加工制造业同比增速多数上行,石油、煤炭及其他燃料加工业由-4.5%大幅拉升至14.2%,化学原料及化学制品、化学纤维制造业分别上行9.2、7.7个百分点至8.9%、5.4%,能化产业链涨价逐步向下游传导。黑色、有色金属加工同比上行,施工“金三银四”旺季带动相关需求有所回升,但非金属矿采选和加工同、环比小幅放缓,地产产业链的拖累作用持续。

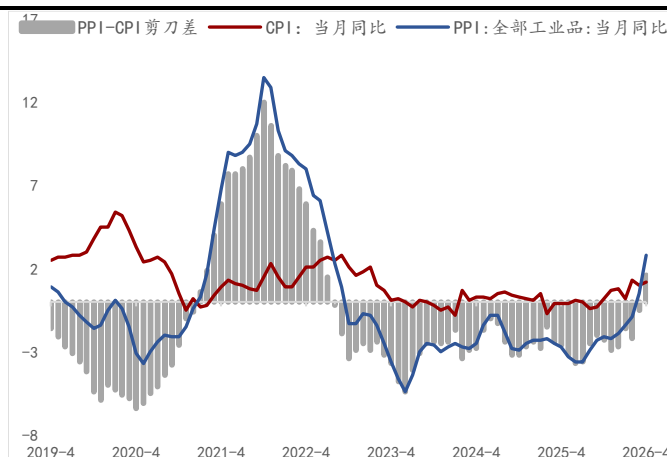
下游高端制造业价格分化,部分行业需求释放带动价格上行,“反内卷”政策效果持续显现,相关行业价格波动减弱。下游汽车制造业同比增速由-2.5%上行为-2.0%,环比0.1%。铁路、船舶等运输设备制造业同比由-0.1%回落为-0.3%,环比0%;计算机、通信等电子设备制造业同比上行1.1个百分点至1.5%,环比0.6%,随AI产业链快速发展,算力需求随之快速增长,电气化进程加快。电力、热力的生产和供应业同比由-3.8%下行至-4.2%,环比-0.7%,其中,水的生产和供应业同环比持平,燃气生产和供应业同环比上涨。

图表13: 石化产业链价格大幅拉升(%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表14: PPI-CPI剪刀差走阔(%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

3、总结与展望

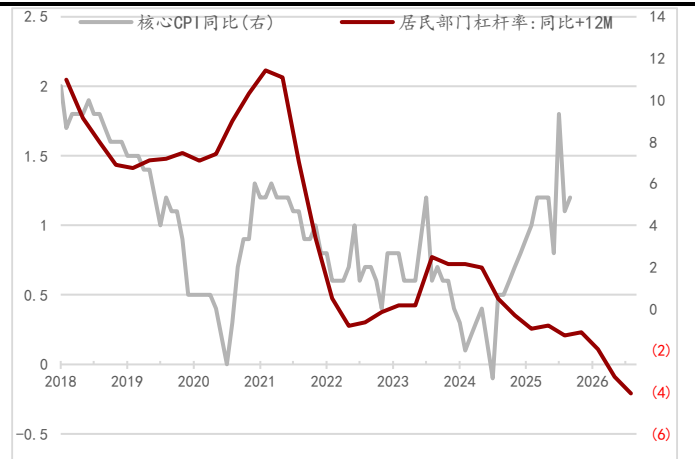
输入性因素拉升通胀，价格内生动能逐步修复。油价上涨为4月通胀重要拉动因素，美伊谈判反复变动预期对油价影响持续，能化产业链价格短期或持续承压。除去油价上行影响，我国内生动能修复、部分行业需求增长也带来价格上涨，新兴产业链有所修复，服务端价格也改善上行，输入性通胀向下游终端消费传导阻力依然较大。

图表15: 出口与PPI均增速抬升(%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表16: 居民部门加杠杆乏力(%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

4、风险提示

地缘政治风险发展超预期,大宗商品价格上行幅度超预期,居民消费、购房需求疲弱。

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人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证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

免责声明

万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司认为可靠且已公开的信息撰写，本公司力求但不保证这些信息的准确性及完整性，也不保证文中的观点或陈述不会发生任何变更。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。分析师任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告的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、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的引起法律后果和造成我公司经济损失的概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道 1528 号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街 28 号中海国际中心

深圳福田区深南大道 2007 号金地中心

广州天河区珠江东路 11 号高德置地广场