

CPI、PPI 双双回升 油价成为主导因素

事件简述：

- 2026 年 4 月，CPI 当月同比 1.2%，前值 1.0%；环比 0.3%，前值-0.7%。
PPI 当月同比 2.8%，前值 0.5%；环比 1.7%，前值 1.0%。

核心观点：

- **油价主导通胀表象回升，或并未对需求端产生强刺激。**

2026 年 4 月，中国通胀数据显示出鲜明的结构性分化特征。CPI 端，同比涨幅温和回升，但拆解来看，驱动力主要来自能源端——国际油价中枢上移通过交通工具用燃料、居住水电燃料两条路径向终端传导，非食品价格环比由降转升。而食品项，尤其是猪肉与鲜菜，在供给充裕和基数效应叠加下持续负增长，对 CPI 形成下拉对冲。

PPI 端，同比超出市场预期，同样主要归因于油价。石油相关行业价格全线上涨，其中石油和天然气开采业、石油煤炭加工业环比分别飙升 18.5%和 16.4%，对 PPI 环比涨幅的贡献超过八成。但中下游加工工业表现平平，同比增速回落，生活资料出厂价格同比同样持续低迷。这意味着工业领域的“暖意”更多集中在成本端，而非利润端。

综合来看，通胀数据展现出三层信息：第一，总量通胀看似温和回升，实则是能源价格的单兵突进，核心通胀仍未有显著提升，内需缺口仍在，货币政策没有收紧的基础。第二，食品价格的拖累效应后续有望随着政策介入逐步消退，当食品价格不再“兜底”时，核心通胀仍是后续推动 CPI 从“成本推动”到“需求驱动”切换的主要抓手。第三，PPI 的修复一定程度上仍依赖以能源为代表的国际大宗商品定价，中下游虽受产业链升级、反内卷政策发力等影响，短期产品价格小幅拉升，有利于冲抵成本端的压力，但结构性矛盾仍然存在，油价若持续维持高位，或对企业利润端产生压力。

一、CPI：油价主导通胀回升，需求端仍需继续发力

- **非食品 CPI：油价中枢上移，传导效应显著。**4 月份，非食品 CPI 表现亮眼，同比上涨 1.8%，对 CPI 形成显著拉动作用。归其原因，主要系地缘冲突下，国际油价中枢上移，并通过交通工具用燃料、居住水电燃料两条路径向终端传导，推升了非食品 CPI 上涨。另外，4 月前后，假期偏多，受清明、春假、五一等假期因素影响，出行需求增加，也对非食品 CPI 有所提振。
- **食品 CPI：猪周期“跌跌不休”，稳价政策或在路上。**4 月份，食品 CPI 同比下降 1.6%，影响 CPI（居民消费价格指数）下降约 0.28 个百分点。一方面，季节性因素导致鲜果、鲜菜供给增加，挤压价格

大同证券研究中心

分析师：景剑文

执业证书编号：

S0770523090001

邮箱：

jingjw@dtsbc.com.cn

地址：山西太原长治路

111 号山西世贸中心 A

座 F12、F13

网址：

<http://www.dtsbc.com.cn>

m. cn



空间；另一方面，猪肉价格的持续回落依然是影响食品 CPI 的重要因素。但向后看，能繁母猪数量同比持续走低，叠加四月政治局会议明确表态“稳定生猪等农产品价格”，猪周期或有望在下半年实现触底。

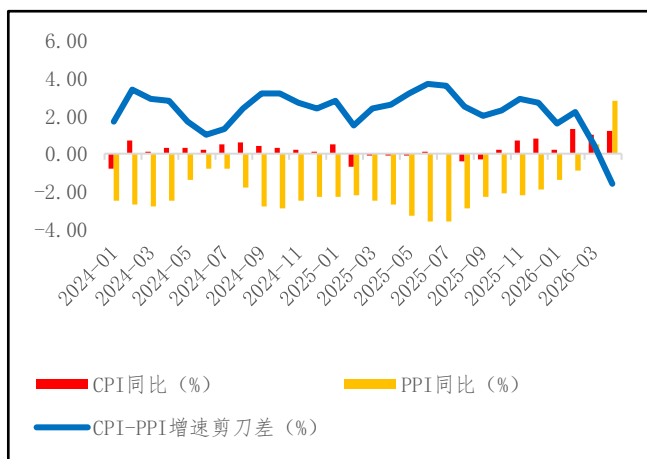
- **核心 CPI：缓幅回暖，需求端仍需继续发力。**4 月份，核心 CPI 同比增速重回 1.2%，仍处于缓幅回暖态势。整体表现趋于平稳，但仍能看出，需求端尚未得到释放，服务消费虽如火如荼，但更注重“性价比”，内需“增量不增价”现象或依然存在，后续货币政策或依然需要维持当前宽松环境，以助推消费逐步抬升。

二、PPI：油价主导上游成本抬升，“反内卷”仍在持续用力

- **数据表现：油价主导下，上游原材料成本提高。**4 月，PPI 同比显著抬升，超过预期。具体来看，石油和天然气开采业表现亮眼，有色金属矿采选业紧随其后，上游原材料成本显著抬升。而中下游的加工业和生活资料同比均表现不佳。成本端的回暖确实带动了 PPI 价格的回升，但中下游价格尚未得到真正扭转。
- **政策预期：“反内卷”政策仍需持续发力，中下游需求扭转是关键。**本轮 PPI 扭转，更多仍在于上游成本企业，而非中下游需求。虽短期仍有望受益制造业升级、国际出口份额抬升等积极因素带来的价格小幅抬升，对成本进行对冲，但中下游需求的扭转仍是关键，“反内卷”政策倒逼下，整体市场环境改善，中下游产品质量抬升、价格回暖或才是支撑后续 PPI 持续回升的主要抓手。

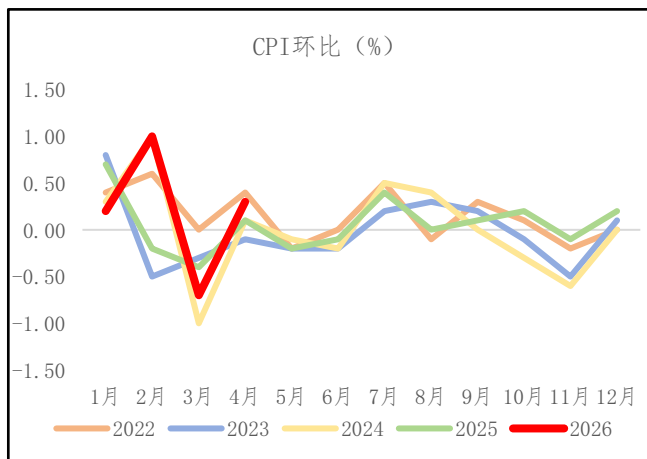
风险提示：国内修复动能不及预期、国际经济形势变化超预期。

图表 1 CPI-PPI 剪刀差持续回落



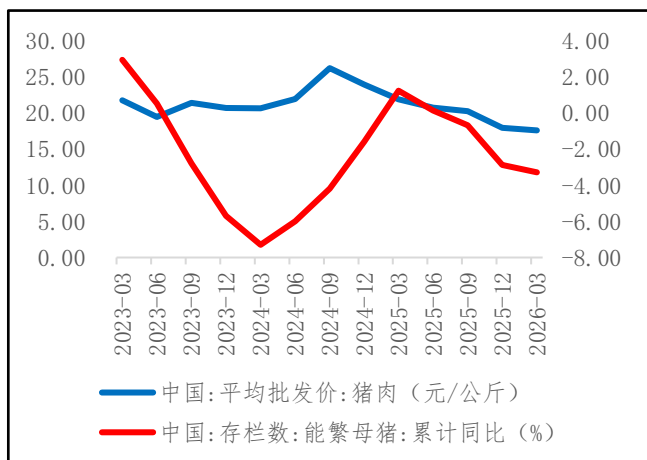
数据来源: wind 大同证券

图表 3 CPI 环比超季节性抬升



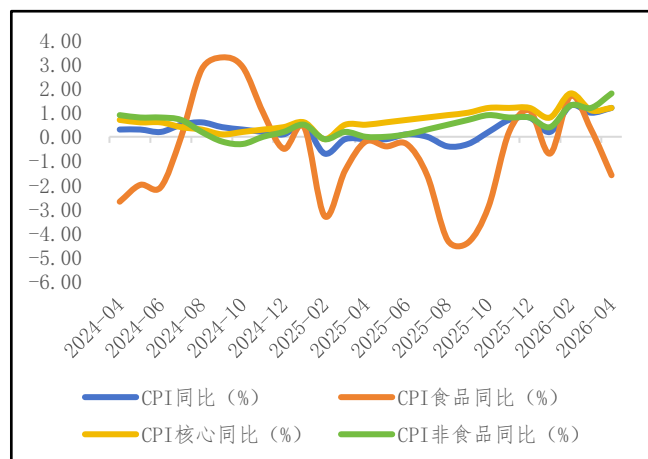
数据来源: wind 大同证券

图表 5 猪周期仍处于下行阶段



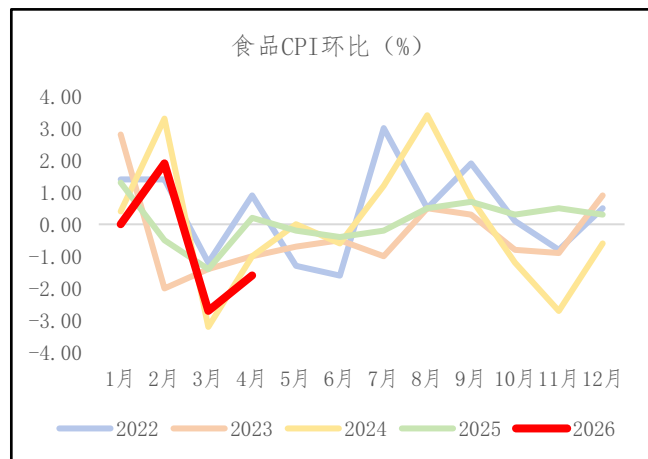
数据来源: wind 大同证券

图表 2 核心 CPI、非食品 CPI 表现较好



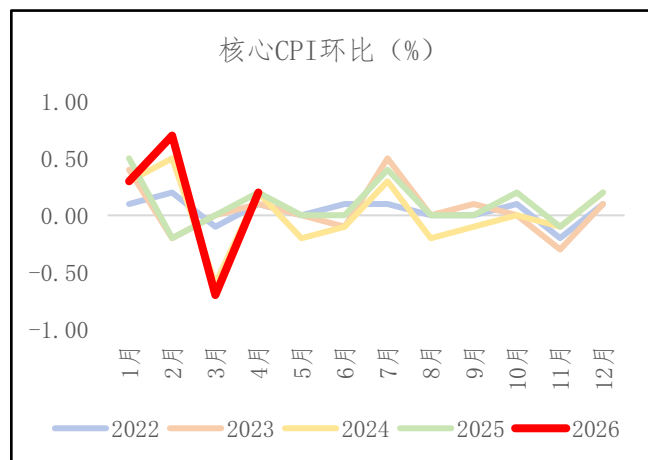
数据来源: wind 大同证券

图表 4 食品 CPI 环比仍弱于季节性



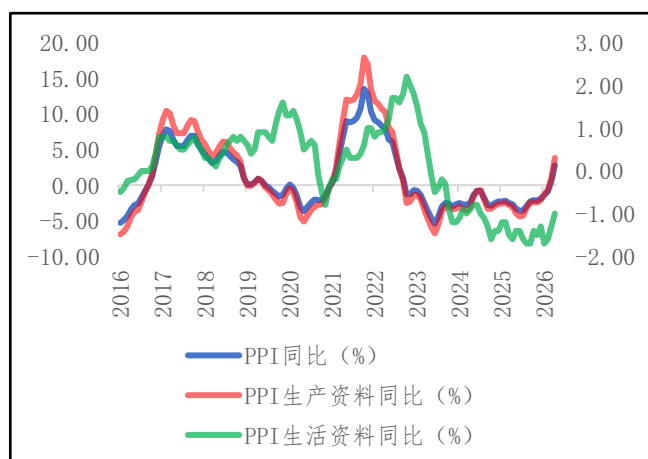
数据来源: wind 大同证券

图表 6 核心 CPI 表现平稳

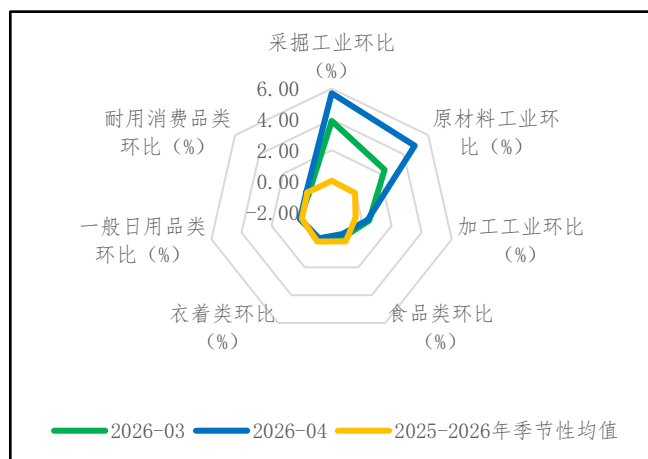


数据来源: wind 大同证券

图表 7 PPI 同比超预期抬升

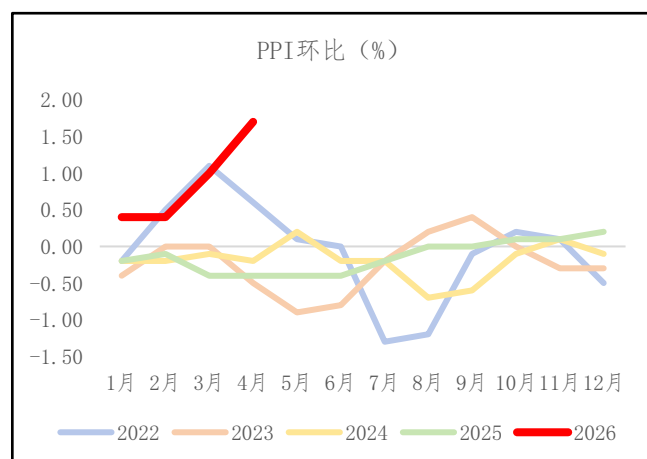


数据来源: wind 大同证券
图表 9 上游表现大幅强于季节性

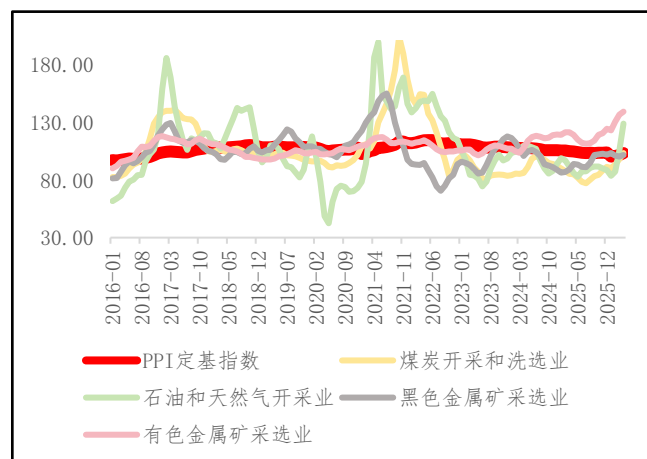


数据来源: wind 大同证券

图表 8 PPI 环比大幅提升



数据来源: wind 大同证券
图表 10 黑色系动能大幅回升



数据来源: wind 大同证券



类别	级别	定义
股 票 评 级	强烈推荐	预计未来 6 ~ 12 个月内, 股价表现优于市场基准指数 20 % 以上
	谨慎推荐	预计未来 6 ~ 12 个月内, 股价表现优于市场基准指数 10 % ~ 20 %
	中性	预计未来 6 ~ 12 个月内, 股价波动相对市场基准指数 -10 % ~ +10 %
	回避	预计未来 6 ~ 12 个月内, 股价表现弱于市场基准指数 10 % 以上
	“+” 表示市场表现好于基准, “-” 表示市场表现落后基准	

类别	级别	定义
行 业 评 级	看好	预计未来 6 ~ 12 个月内, 行业指数表现强于市场基准指数
	中性	预计未来 6 ~ 12 个月内, 行业指数表现跟随市场基准指数
	看淡	预计未来 6 ~ 12 个月内, 行业指数表现弱于市场基准指数

注 1: 公司所处行业以交易所公告信息为准

注 2: 行业指数以交易所发布的行业指数为主

分析师声明:

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为注册分析师, 本报告准确客观反映了作者本人的研究观点, 结论不受第三方授意或影响。在研究人员所知情的范围内本公司、作者以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

本报告采用的研究方法均为定性、定量相结合的方法, 本报告所依据的相关资料及数据均为市场公开信息及资料 (包括但不限于: Wind/同花顺 iFinD/国家统计局/公司官网等), 做出的研究结论与判断仅代表报告发布日前的观点, 具备一定局限性。

免责声明:

本报告由大同证券有限责任公司 (已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格) 制作。本报告所载资料的来源及观点皆为公开信息, 但大同证券不能保证其准确性和完整性, 因此大同证券不对因使用此报告的所载资料而引致的损失负任何责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。本公司不保证文中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。

市场有风险, 投资需谨慎。此报告仅做参考, 并不能依靠此报告以取代独立判断。本报告仅反映研究员的不同设想, 见解及分析方法, 并不代表大同证券有限责任公司。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施, 本报告仅供本公司签约客户使用, 若您并非本公司签约客户, 为控制投资风险, 请取消接



收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。

特别提示:

- 1、投资者应自主做出投资决策并自行承担投资风险，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。
- 2、未经允许投资者不得将证券研究报告转发给他人。
- 3、投资者需慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。
- 4、本报告预计发布时间可能会受流程等因素影响而延迟，但最大延迟不会超一周。

版权声明:

本报告版权为大同证券有限责任公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用需注明出处为大同证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

分析师承诺:

本人、本人配偶及本人的利害关系人与报告内容所涉标的公司不涉及利益冲突。