



# 下半年物价展望

宏观经济报告  
证券研究报告

宏观经济组

分析师：宋雪涛（执业 S1130525030001） 分析师：孙永乐（执业 S1130525030004）

songxuetao@gjzq.com.cn

sunyongle@gjzq.com.cn

## 下半年物价展望

### 摘要

截至 2025 年 6 月，PPI 连续 33 个月同比负增长，CPI 连续 28 个月处于 1% 以下波动。GDP 平减指数连续 8 个季度负增长。按照 2025 年二季度 PPI 和 CPI 同比分别为 -3.2%、0% 估算，预计二季度 GDP 平减指数或在 -1% 左右，GDP 平减指数连续 9 个季度负增长。

在 GDP 平减指数连续负增长时，下半年的物价成为当前市场关注的重点之一。

预计三、四季度 CPI 同比增速分别为 -0.1%、0%；PPI 同比分别为 -2.5%、-2.1%。对应三、四季度 GDP 平减指数为 -0.9%、-0.6%，相比二季度平减指数 -1% 逐季回升。

在上半年 GDP 大概率能够实现 5.3-5.4% 左右时，下半年实际 GDP 增速只要达到 4.6-4.7% 就能完成全年增速目标，但仍需努力实现名义 GDP 增速稳定在 4% 以上。

### 风险提示

全球经济复苏不及预期，国际贸易环境恶化，可能导致出口和大宗商品价格进一步下行，拖累国内物价水平。产业政策调整和“反内卷”措施落实效果存在不确定性，若行业竞争格局未有效改善，相关行业价格压力或持续。猪肉等食品价格受供需和政策影响较大，若生猪产能调整不及时，可能引发食品价格异常波动，影响 CPI 表现。国内需求恢复进程存在不确定性，若居民收入和消费信心回升不及预期，CPI 和核心 CPI 增长或持续低迷。



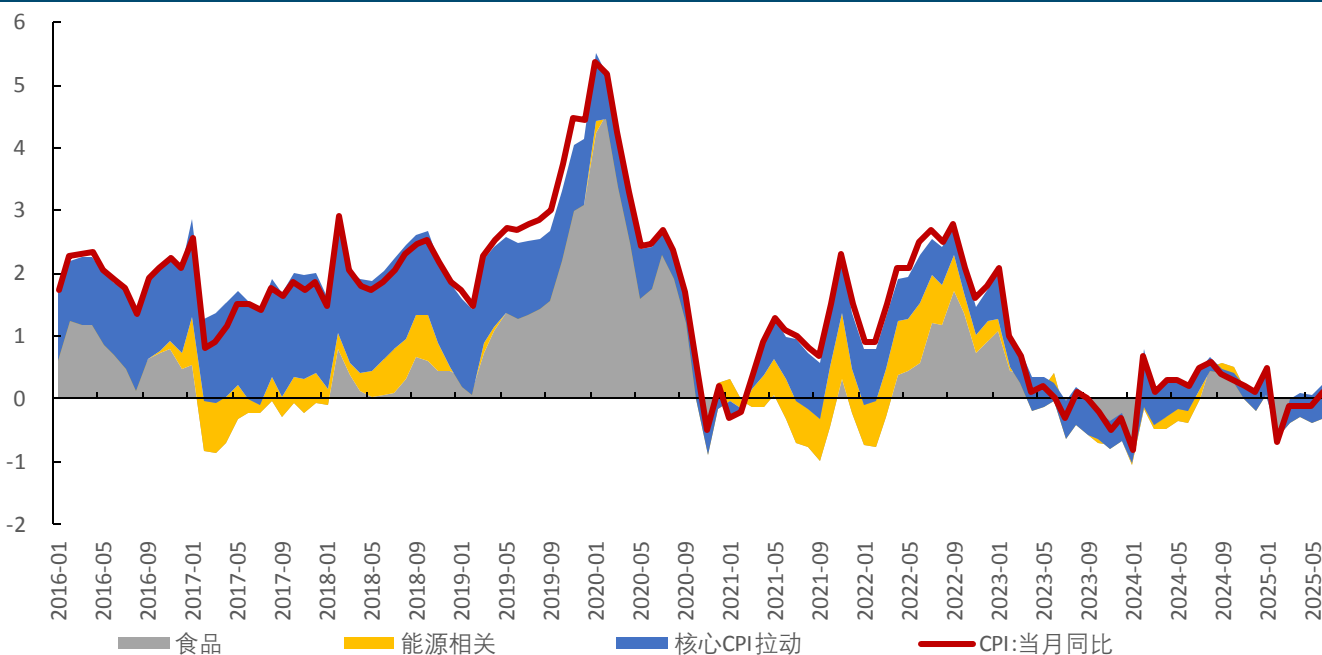
## 一、CPI 的下半年展望

相比于食品和原油价格对 CPI 的拖累，年初以来核心 CPI 震荡上行，6 月核心 CPI 同比 0.7%，创下 2024 年 5 月以来新高，核心商品取代服务成为核心 CPI 的主要支撑。

一方面，随着服务消费完成初步修复，服务消费增速小幅回落，2025 年 1-5 月服务零售同比 5.2%，低于 2023、2024 年的 20%、6.2%。需求端增速回落叠加供给端的修复，2025 年 1-6 月服务 CPI 同比均值为 0.4%，仅拉动 CPI 同比增长 0.17 个百分点（服务占 CPI 权重的 45%左右），显著低于 2024 年同期 0.9%的增速，也低于核心 CPI 增速。

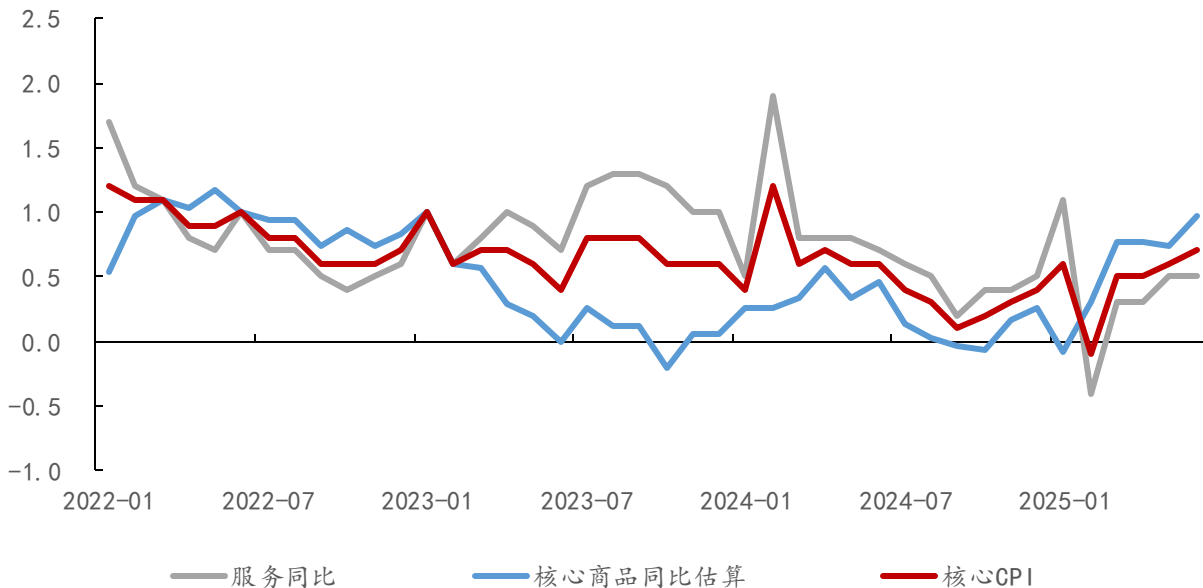
另一方面，受益于以旧换新政策以及居民内生动力修复，今年以来商品消费增速明显上行，1-5 月商品零售同比增长 5.1%，带动核心商品 CPI 同比震荡上行至 6 月的 1%左右，拉动 CPI 同比增长 0.33 个百分点（核心商品占比在 34%左右），显著高于补贴之前的商品价格走势。

图表1：核心 CPI 是 CPI 的主要支撑（单位：%）



来源：wind，国金证券研究所

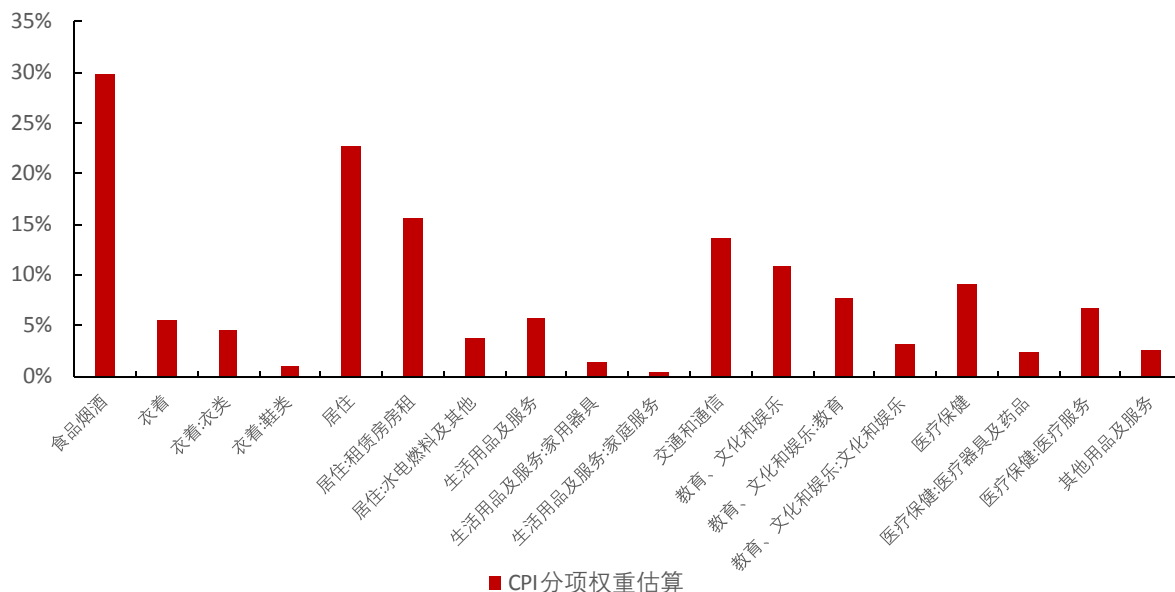
图表2：核心 CPI 内部结构的分化（单位：%）



来源：wind，国金证券研究所



图表3：照居民消费结构估算CPI分项权重（单位：%）



来源：wind，国金证券研究所

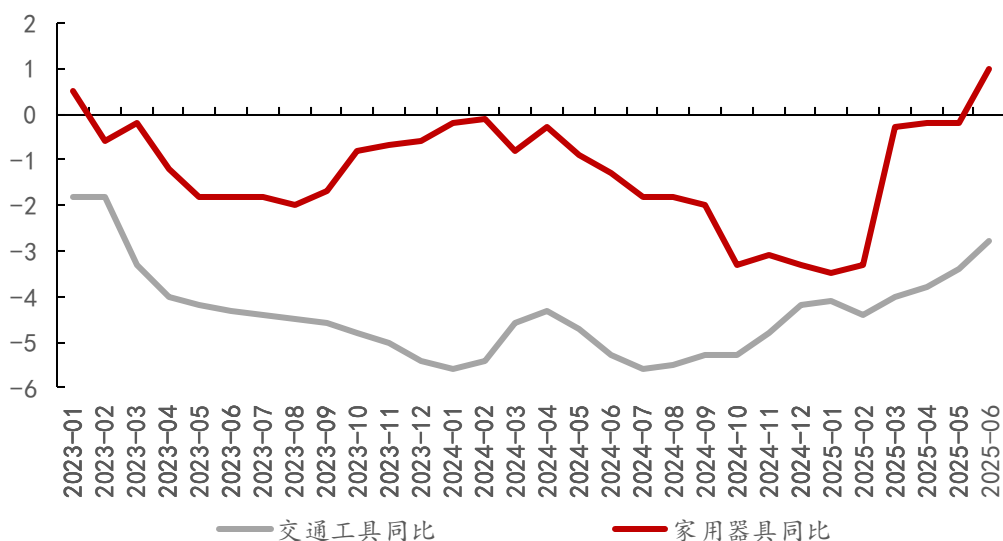
下半年，核心CPI或在0.5%左右震荡，压力或在四季度。猪价和油价基数偏高，供需压力尚未缓和，或压制下半年CPI表现。后续关注以旧换新政策对核心商品价格的支撑。

**第一，核心商品价格三季度保持韧性，四季度或面临高基数压力。**去年9月以来随着“以旧换新”政策落地，核心商品CPI同比震荡上行至1%左右，是2023年以来的高点。其中，家用器具6月同比增长1%，创2022年11月以来新高，是2023年2月以来首次转正。交通工具同比-2.8%（占CPI权重在4.1%左右），降幅明显收敛，拖累CPI、核心CPI同比0.11、0.15个百分点。

三季度核心商品CPI有望维持韧性。近期政策开始治理行业内卷式价格战，《人民日报》发文表示，要破除“内卷式”竞争，推动行业摒弃单纯的价格竞争，追求更有“技术含量”的价值竞争。工信部表示，将加大汽车行业内卷式竞争整治力度。汽车工业协会也表示，企业不应采取无序“价格战”。行业价格战缓和叠加以旧换新政策延续，三季度核心CPI有望维持韧性。

四季度核心商品价格或面临一定压力。去年下半年一共使用了1500亿的以旧换新资金，且主要集中在9月之后，但今年以旧换新资金使用节奏靠前，下半年仅剩1380亿，月均剩余金额在230亿左右。在高基数下，相关商品增速或有所降温，进而带动核心商品价格回落。

图表4：主要耐用品价格的变化（单位：%）



来源：wind，国金证券研究所



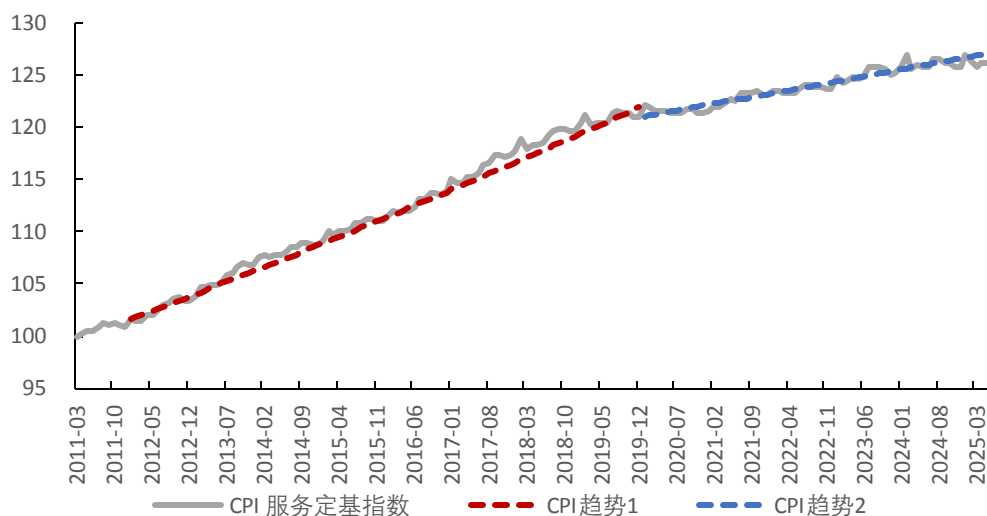
**第二，服务价格或维持低位。**2020年前后，服务价格走势表现出明显的区别，2011-2019年服务价格月均环比在0.2%左右，年均涨幅在2.3%左右，但2020年以来服务价格走势明显下滑，2020-2024年，服务消费价格环比均值在0.06%左右，年均涨幅0.8%。2025年服务价格继续偏弱，同比增速进一步下滑至0.4%左右。其中，1-6月旅游价格月均增速-0.4%，显著低于此前水平。

**旅游价格明显走弱，一方面是国内文旅消费修复进入瓶颈期。**2024年按估算居民文化和娱乐类支出金额已经修复至2019年的107%。同时，在2024年人均假期出行支出修复至2019年的90%左右后，2025年人均消费继续位于90%左右，未见进一步上修。

另一方面，行业供给也在持续修复，比如国内旅行社数量从2019年的3.9万家上行至2024年的6.5万家，2024年国内餐饮和住宿行业投资同比增长34.1%。供给端修复叠加消费增速回落，旅游价格开始转弱，旅游价格同比均值从2023-2024年的6.3%逐渐转为负增。

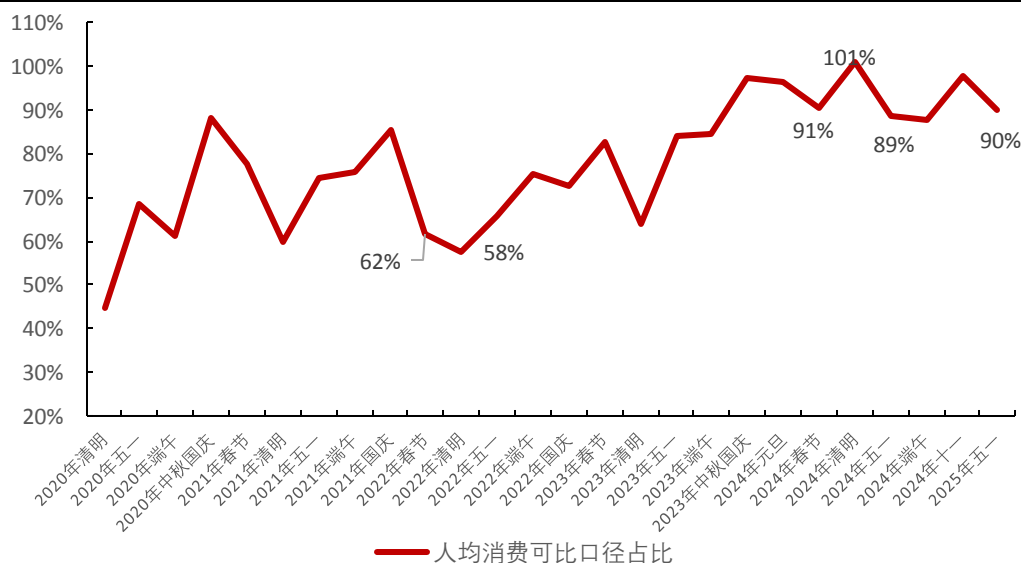
展望下半年，随着服务消费完成初步修复，后续服务消费的中枢更多的取决于居民的收入水平和预期，考虑到下半年出口等扰动加剧，内生动力或略低于上半年，服务价格或维持低位。

图表5：服务消费价格指数（单位：点）



来源：wind，国金证券研究所（注：以CPI服务价格来计算CPI服务定基指数，2011年1月设定为100）

图表6：人均假期消费支出修复进入瓶颈期（单位：%）



来源：wind，国金证券研究所

**第三，食品价格在三季度面临高基数压力，四季度对CPI的拖累有所放缓。**

食品项占CPI的权重在18%左右，其中猪肉占比在1.2%左右。但受猪周期影响，猪价波动较大，很大程度上主导了CPI食品项同比走势。

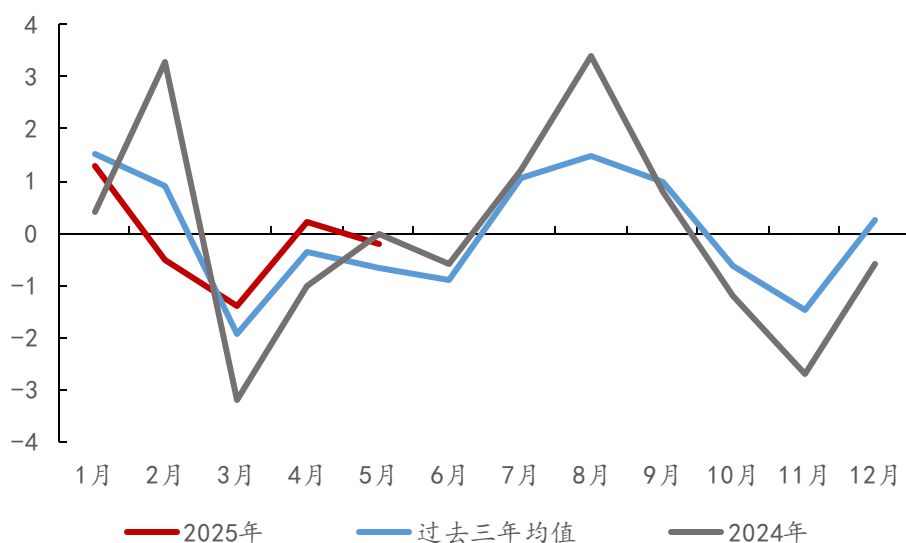


从猪肉的供给来看，虽然年初以来猪价偏低，但受益于饲料价格回落、规模化养殖成本降低等因素，生猪养殖连续12个月保持正利润，上半年企业压降产能动力不足。2025年5月，能繁母猪存栏量4042万头，相当于正常保有量的103.6%，处于政策认定的绿色（能繁母猪正常保有量为3900万头左右，能繁母猪存栏量处于正常保有量的92%—105%区间为绿色区域，表示产能正常波动），同比增长1.2%。

2024年下半年能繁母猪存栏量见底回升，按照产能周期，预计今年下半年的生猪供应较为充裕，近期政策对养殖企业二次育肥和能繁母猪产能的调控，更多的是对猪价的托底支撑，短期对猪价上行支持力度有限。

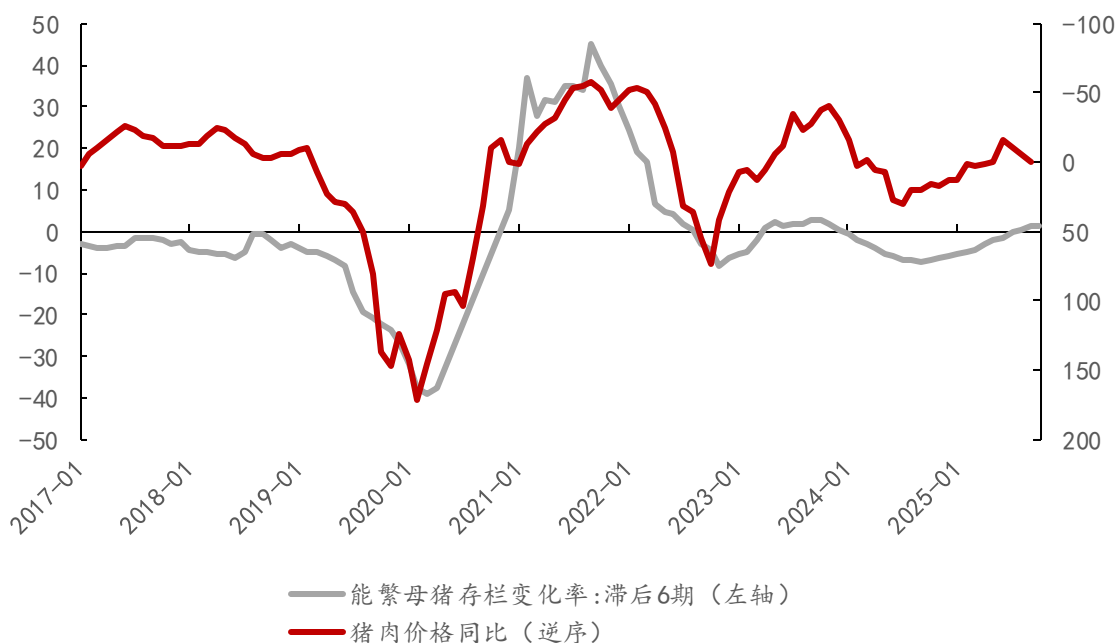
因此，预计下半年猪肉将保持低位震荡，三季度猪肉价格偏弱，四季度随着天气转凉，进入年末猪肉消费旺季，叠加供给端压力小幅缓和，猪肉价格有望小幅回升。考虑到去年三季度猪肉平均批发价快速从5月的21元每公斤上行至9月的26.7元每公斤。在高基数影响下，三季度猪肉价格或明显负增长，并拖累食品CPI。6月CPI猪肉项同比-8.5%，是2024年4月以来首次转负，也揭开了后续猪肉同比负增长的序幕。

图表7：食品CPI的环比季节性（单位：%）



来源：wind，国金证券研究所

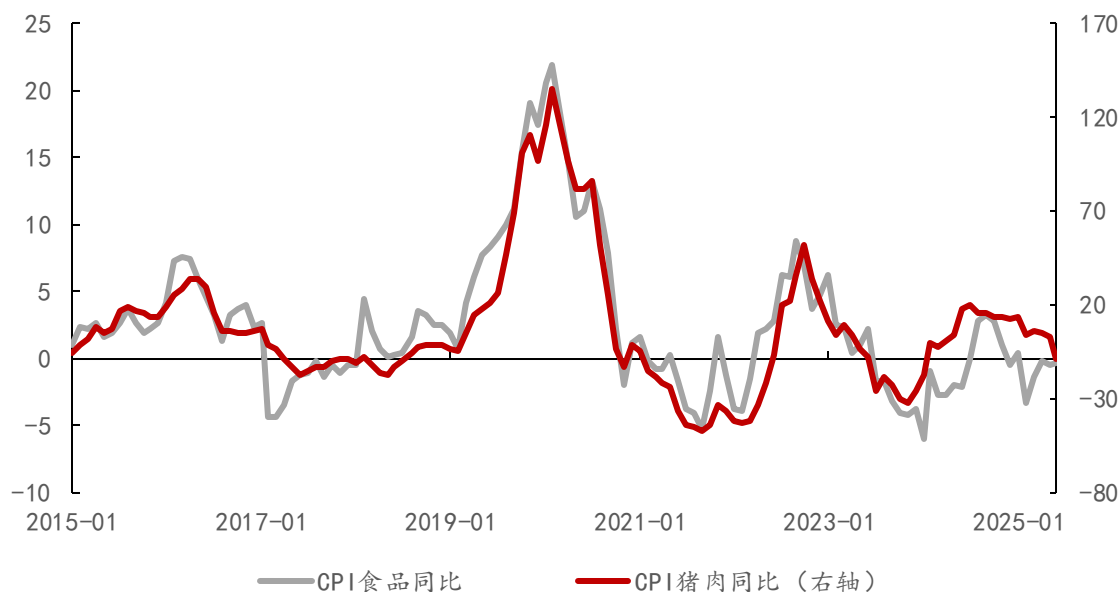
图表8：猪肉价格走势（单位：%）



来源：wind，国金证券研究所



图表9：波动较大的猪价主导了食品价格的波动（单位：%）



来源：wind，国金证券研究所

#### 第四，油价中枢回落，关注油价波动对CPI的扰动。

原油相关商品占CPI的权重在3.5%左右（这里使用水电燃料及其他项估算权重），从历史经验看，国际油价对CPI原油相关项目的传导系数为0.3左右，即布伦特油价同比上涨1%，国内交通工具用燃料上涨0.32%。据此估算，国际油价每上涨10%，国内CPI上涨0.1%左右。

上半年布伦特原油价格均值为71.9美元/桶，同比下滑14.7%，5月一度跌破65美元/桶。中东地区冲突加剧等虽然短暂推高油价，但持续性不强，6月末随着地缘冲突缓和，原油价格再度回落。

下半年需求走弱叠加供给压力仍存，油价或继续面临下行压力。一方面，贸易战带来的透支效应逐渐显现，美国经济面临走弱风险，中国出口也面临下滑压力。OECD今年6月经济展望报告将2025年全球经济增速预测从3.1%下调至2.9%，将美国经济增速预测从2.2%下调至1.6%。

另一方面，OPEC+的增产或将延续，7月5日OPEC+主要成员国同意在8月份把石油产量增加54.8万桶/日，超出市场预期。

需求疲弱叠加供给扩张或造成原油供需错配加剧，油价下跌。5月国际能源署报告预计2025年全球石油库存将平均增加72万桶/日。参考EIA估算，下半年原油价格或在66美元/桶左右波动，同比去年下滑22%，跌幅明显大于上半年，并对CPI增速形成明显拖累。后续需要关注地缘政治事件对原油价格的扰动。

图表10：布伦特原油价格（单位：美元/桶）



来源：wind，国金证券研究所

总的来看，三季度在以旧换新和反内卷政策的支撑下，核心CPI有望维持韧性，但是CPI同比增速在猪肉和油价的基



数拖累下或维持低增长，预计增速或在-0.1%左右。四季度核心 CPI 预计有所走弱，但随着食品项的拖累放缓，CPI 同比增速或有望回升至 0% 左右。

图表11：不同假设下的 CPI 同比增速估算（单位：%）

|        |        | 三季度  |      |      | 四季度 |      |      |
|--------|--------|------|------|------|-----|------|------|
|        | 权重     | 乐观   | 中性   | 悲观   | 乐观  | 中性   | 悲观   |
| 食品     | 17.7%  | -0.8 | -1.3 | -1.8 | 0.2 | -0.4 | -0.8 |
| 原油相关   | 3.5%   | -5   | -6   | -7   | -4  | -5   | -6   |
| 其他商品   | 33.5%  | 1    | 0.8  | 0.6  | 0.7 | 0.6  | 0.5  |
| 服务     | 45.3%  | 0.7  | 0.5  | 0.3  | 0.6 | 0.4  | 0.2  |
| 核心CPI  | 78.8%  | 0.8  | 0.6  | 0.4  | 0.6 | 0.5  | 0.3  |
| CPI 同比 | 100.0% | 0.2  | -0.1 | -0.4 | 0.3 | 0.0  | -0.3 |

来源：wind，国金证券研究所

## 二、 PPI 的下半年展望

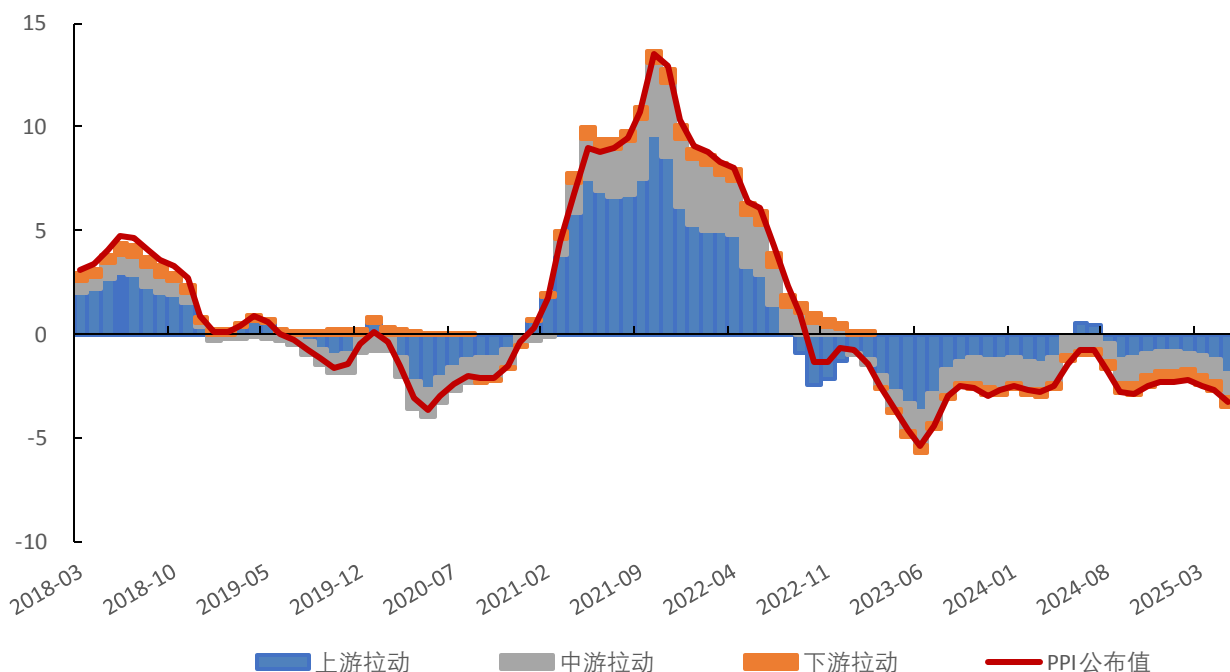
在 PPI 同比连续 33 个月转负后，当前上中下游行业仍面临较大的价格压力。

一是地产投资持续维持低位与传统基建增速偏弱共同拖累建筑建材相关商品价格,1-6 月黑色和非金属产业链拖累 PPI 同比下滑 0.9 个百分点。

二是受国际油价持续下行影响，原油及上下游产业对 PPI 增速拖累持续加深，6 月原油产业链拖累 PPI 同比下滑 1.3 个百分点，1-6 月平均拖累 1 个百分点。

三是中下游行业产能利用率较低，供需关系难以短期扭转，下游价格疲弱也会持续向上游传导，1-6 月下游行业对 PPI 的拖累在 0.5 个百分点。

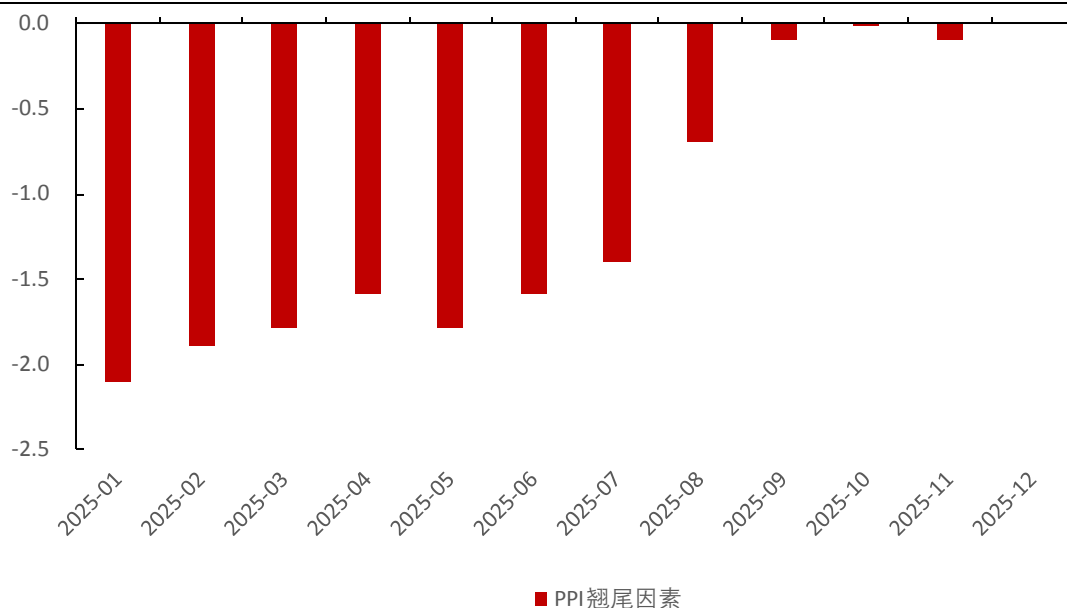
图表12：PPI 上中下游的分解（单位：%）



来源：wind，国金证券研究所



图表13: PPI 的翘尾因素 (单位: %)

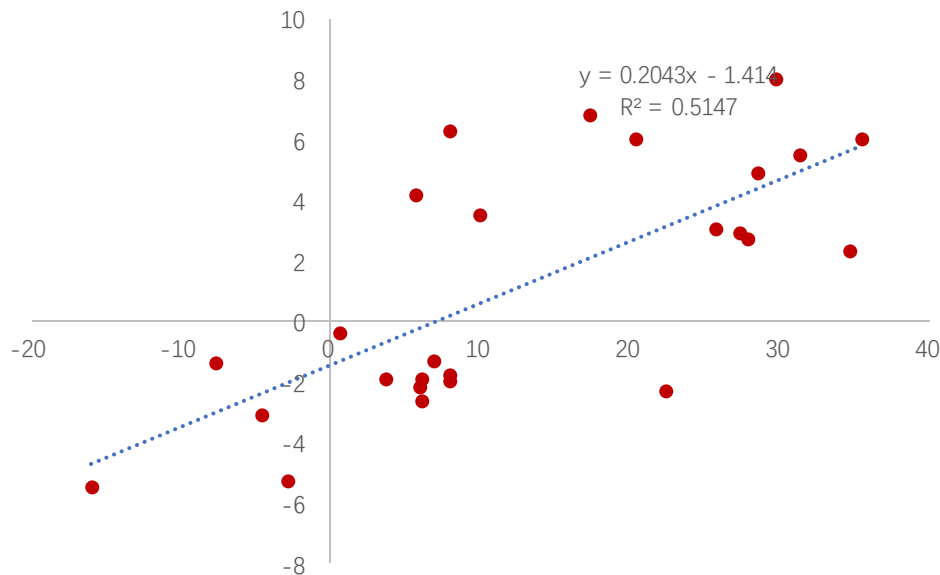


来源: wind, 国金证券研究所

此外, 下半年 PPI 还需要关注以下两个外部因素。

**一是出口透支效应对出口价格的影响。**上半年在关税担忧下的抢出口和抢转口一定程度上透支了后续的出口需求, 下半年随着透支效应逐渐显现和美国经济周期性走弱, 出口增速或面临明显的回落压力。从历史经验看, 出口 PPI 价格弹性在 0.2 左右, 即出口每下滑 10 个百分点对应 PPI 同比下滑 2 个百分点, 因此下半年出口透支效应或是拖累 PPI 同比的因素之一。6 月统计局也表示, 一些出口占比较高的行业价格已经开始承压。

图表14: 出口与 PPI (单位: %)



来源: wind, 国金证券研究所

**二是“反内卷”政策对部分行业价格的影响。**反内卷主要针对低价无序竞争, 以钢铁、水泥、光伏、新能源车等行业为代表, 部分行业供需存在非市场化因素扭曲资源配置的问题, 行业“逐底竞争”加剧了 PPI 下行。6 月黑色金属冶炼及压延加工业、非金属矿制品业、汽车制造业对 PPI 同比的拖累分别为 0.7、0.16、0.16 个百分点。随着政策加大对内卷式降价的治理力度, 国内光伏玻璃、水泥、钢铁等行业开始推动产能减产, 对相关商品价格或能够形成一定支撑。

基于对螺纹钢、原油、铜的价格预测, 下半年 PPI 同比或小幅回升至-2.3 %左右, 三季度 PPI 增速或在-2.5%左右, 略高于二季度-3.2%的 PPI 同比增速。其中, 预计下半年原油价格 66 美元/桶、螺纹钢 3100 元/吨, 铜现货价格 80000 元/吨。

预计三、四季度 CPI 同比增速分别为-0.1%、0%; PPI 同比分别为-2.5%、-2.1%。对应三、四季度 GDP 平减指数为-0.9%、



-0.6%，相比二季度平减指数-1%逐季回升。

在上半年 GDP 大概率能够实现 5.3-5.4% 左右时，下半年实际 GDP 增速只要达到 4.6-4.7% 就能完成全年增速目标，但仍需努力实现名义 GDP 增速稳定在 4% 以上。

图表15：按照黑色、原油和铜价估算的PPI增速（单位：%）



来源：wind，国金证券研究所

## 风险提示

全球经济复苏不及预期，国际贸易环境恶化，可能导致出口和大宗商品价格进一步下行，拖累国内物价水平。产业政策调整和“反内卷”措施落实效果存在不确定性，若行业竞争格局未有效改善，相关行业价格压力或持续。猪肉等食品价格受供需和政策影响较大，若生猪产能调整不及时，可能引发食品价格异常波动，影响 CPI 表现。国内需求恢复进程存在不确定性，若居民收入和消费信心回升不及预期，CPI 和核心 CPI 增长或持续低迷。



## 特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

| 上海                                | 北京                                 | 深圳                                     |
|-----------------------------------|------------------------------------|----------------------------------------|
| 电话：021-80234211                   | 电话：010-85950438                    | 电话：0755-86695353                       |
| 邮箱：researchsh@gjzq.com.cn         | 邮箱：researchbj@gjzq.com.cn          | 邮箱：researchsz@gjzq.com.cn              |
| 邮编：201204                         | 邮编：100005                          | 邮编：518000                              |
| 地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号<br>紫竹国际大厦 5 楼 | 地址：北京市东城区建国门内大街 26 号<br>新闻大厦 8 层南侧 | 地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心<br>18 楼 1806 |



【小程序】  
国金证券研究服务



【公众号】  
国金证券研究