



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

日期: 2025年06月12日

分析师: 陈彦利

Tel: 021-53686170

E-mail: chenyanli@shzq.com

SAC 编号: S0870517070002

相关报告:

《外部冲击下经济平稳运行》

——2025年05月22日

《关税冲击下，出口表现韧性》

——2025年05月14日

《油价拖累，通胀低位运行》

——2025年05月14日

能源拖累，通胀偏低

——2025年5月物价数据点评

■ 主要观点

能源拖累，通胀偏低

5月价格双负局面延续。CPI环比转负，食品强于季节性水平，主要受能源价格拖累。CPI同比下降0.1%，连续三个月保持不变。能源价格同比下降6.1%，降幅比上月扩大1.3个百分点，影响CPI同比下降约0.47个百分点，是CPI同比下降的主要因素。扣除食品和能源价格的核心CPI上涨0.6%，涨幅扩大0.1个百分点，显示出需求仍然偏稳。PPI同比下降3.3%，降幅比上月扩大0.6个百分点，也受到了上年同期对比基数走高等因素影响。主要行业中，除了燃气生产与供应业降幅收窄外，其余降幅均有所扩大。总体来看，PPI维持负区间运行。

政策发力有空间

5月价格继续低位运行态势主要受到能源价格尤其是油价的拖累。CPI环比转负，能源价格影响CPI环比下降约0.13个百分点，占CPI总降幅近七成；而同期食品表现强于季节性，服务价格回升。CPI同比则维持不变。工业品价格方面，一方面受国际油价影响环比负增，而去年同期对比基数走高也导致同比跌幅扩大。我们认为通胀的低位运行，为政策加码发力创造了空间，货币政策与财政政策共同发力，加紧实施更加积极有为的宏观政策，以高质量发展的确定性应对外部环境急剧变化的不确定性。

■ 风险提示

地缘政治事件恶化，国际金融形势改变，中美政策超预期变化。

目 录

1 事件：5 月 CPI、PPI 数据公布	3
2 事件解析：数据特征和变动原因.....	3
2.1 能源拖累 CPI 表现.....	3
2.2 PPI 跌幅加深	5
3 事件影响：对经济和市场	7
3.1 能源拖累，通胀偏低.....	7
4 事件预测：趋势判断.....	7
4.1 政策发力有空间	7
5 风险提示：	8

图

图 1：CPI 同比、环比(%)	4
图 2：食物价格分项同比 (%)	4
图 3：非食物分项同比 (%)	5
图 4：PPI 同比、环比 (%)	6
图 5：生产资料和生活资料价格同比 (%)	6
图 6：PPI 细项 (%)	7

表

表 1：5 月 CPI、PPI 同比数据 (%)	3
--------------------------------	---

1 事件：5 月 CPI、PPI 数据公布

国家统计局数据显示，2025 年 5 月份，全国居民消费价格同比下降 0.1%。其中，城市持平，农村下降 0.4%；食品价格下降 0.4%，非食品价格持平；消费品价格下降 0.5%，服务价格上涨 0.5%。1—5 月平均，全国居民消费价格比上年同期下降 0.1%。5 月份，全国居民消费价格环比下降 0.2%。其中，城市下降 0.2%，农村下降 0.2%；食品价格下降 0.2%，非食品价格下降 0.2%；消费品价格下降 0.3%，服务价格持平。

2025 年 5 月份，全国工业生产者出厂价格同比下降 3.3%，环比下降 0.4%；工业生产者购进价格同比下降 3.6%，环比下降 0.6%。1—5 月平均，工业生产者出厂价格和购进价格比上年同期均下降 2.6%。

表 1：5 月 CPI、PPI 同比数据（%）

	实际值	上月值	去年同期
CPI 同比	-0.1	-0.1	0.3
PPI 同比	-3.3	-2.7	-1.4

资料来源：IFIND，上海证券研究所

2 事件解析：数据特征和变动原因

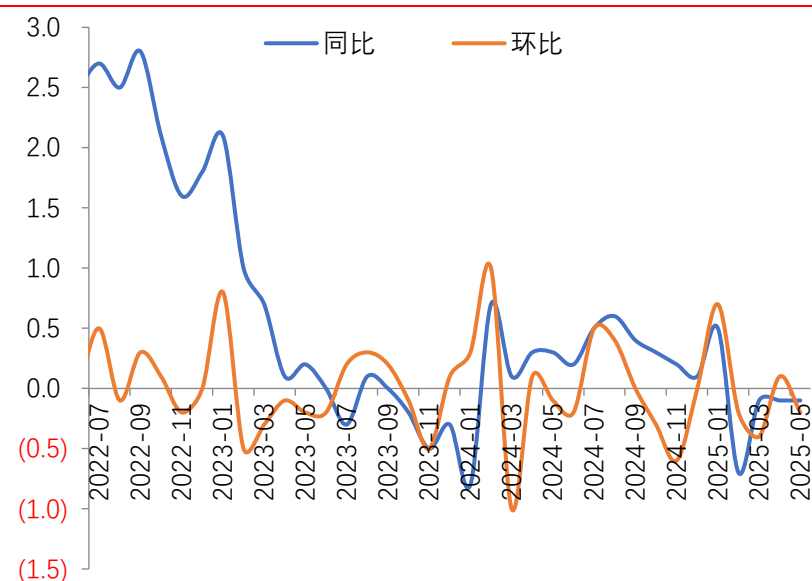
2.1 能源拖累 CPI 表现

从环比看，CPI 下降 0.2%，由正转负。食品价格环比下降 0.2%，降幅小于季节性水平，影响 CPI 环比下降约 0.04 个百分点。其中鲜菜、猪肉价格均有不同程度下降。非食品方面，能源价格环比下降 1.7%，影响 CPI 环比下降约 0.13 个百分点，占 CPI 总降幅近七成。其中，汽油价格下降 3.8%，降幅比上月扩大 1.8 个百分点；另外，受节假日需求提振，旅游相关价格有所上涨。

同比方面，CPI 下降 0.1%，连续三月保持不变。具体来看，能源价格同比下降 6.1%，降幅比上月扩大 1.3 个百分点，影响 CPI 同比下降约 0.47 个百分点，是 CPI 同比下降的主要因素。食品烟酒类价格同比上涨 0.1%，影响 CPI 上涨约 0.02 个百分点。非食品方面，服务价格上涨 0.5%，涨幅比上月扩大 0.2 个百分点。扣除能源的工业消费品价格上涨 0.6%，涨幅比上月扩大 0.2 个百分点。

扣除食品和能源价格的核心 CPI 上涨 0.6%，涨幅扩大 0.1 个百分点，显示出需求仍然偏稳。

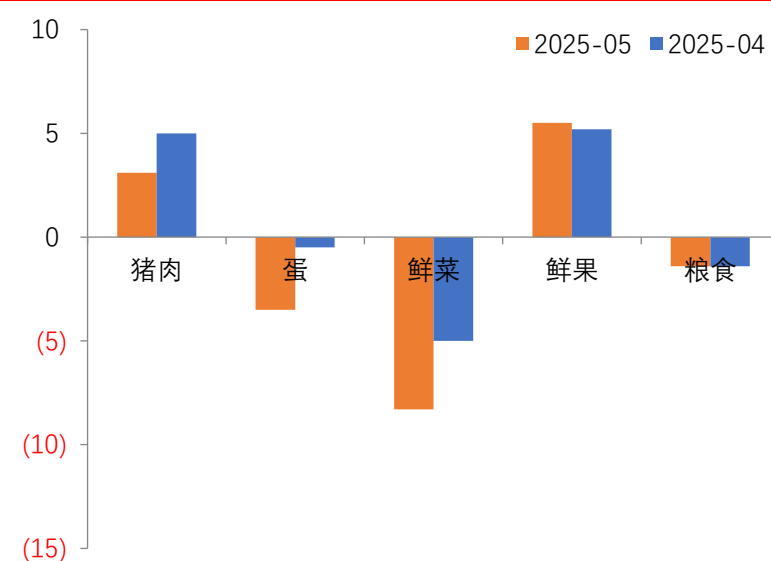
图 1: CPI 同比、环比 (%)



资料来源: IFIND, 上海证券研究所

同比变动从主要食品分类来看,除了鲜果、粮食外,其余均有所回落。鲜果价格上涨 5.5%,影响 CPI 上涨约 0.12 个百分点;水产品价格上涨 2.5%,影响 CPI 上涨约 0.05 个百分点;畜肉类价格上涨 0.7%,影响 CPI 上涨约 0.02 个百分点,其中猪肉价格上涨 3.1%,影响 CPI 上涨约 0.04 个百分点;鲜菜价格下降 8.3%,影响 CPI 下降约 0.17 个百分点;蛋类价格下降 3.5%,影响 CPI 下降约 0.02 个百分点;粮食价格下降 1.4%,影响 CPI 下降约 0.02 个百分点。

图 2: 食物价格分项同比 (%)

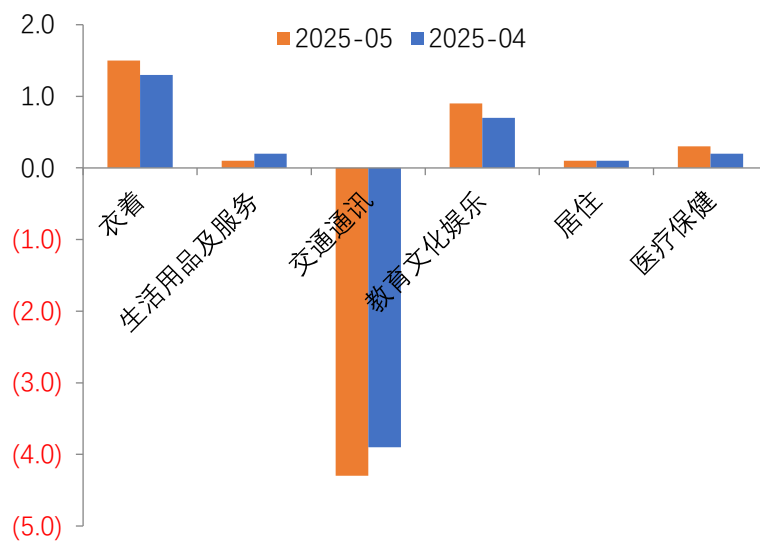


资料来源: IFIND, 上海证券研究所

非食品中,主要非食品项中生活用品及服务、交通通讯有所

回落。而交通通讯中燃料下降较多，交通工具有所上升。

图 3：非食物分项同比 (%)



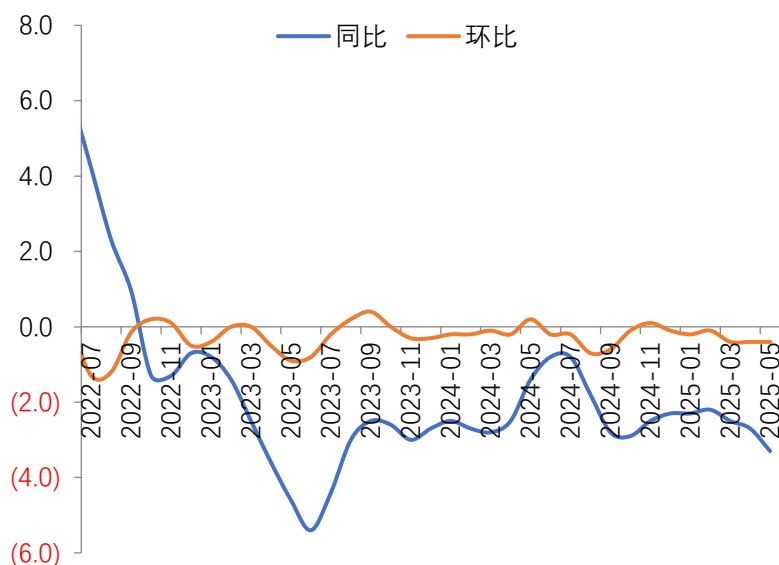
资料来源：IFIND，上海证券研究所

2.2 PPI 跌幅加深

从环比看，PPI 环比下降 0.4%，降幅与上月相同。国际原油价格的波动带动国内石油相关行业价格环比下降，石油和天然气开采业价格下降 5.6%，精炼石油产品制造价格下降 3.5%，化学原料和化学制品制造业价格下降 1.2%，上述 3 个行业合计影响 PPI 环比下降约 0.23 个百分点，超过总降幅的五成；煤炭开采和洗选业、煤炭加工、黑色金属冶炼、非金属矿物制品业等价格均有所下降，上述 4 个行业合计影响 PPI 环比下降约 0.18 个百分点。

同比方面，同比下降 3.3%，降幅比上月扩大 0.6 个百分点，也受到了上年同期对比基数走高等因素影响。主要行业中，除了燃气生产与供应业降幅收窄外，其余降幅均有所扩大。总体来看，PPI 维持负区间运行。

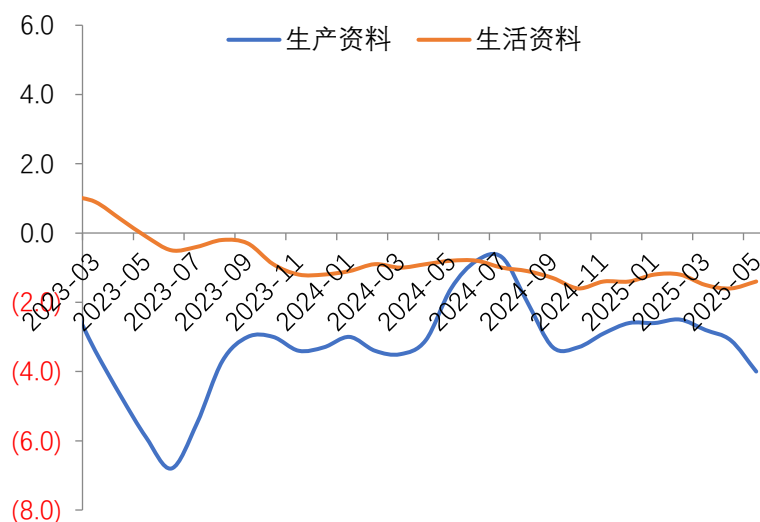
图 4: PPI 同比、环比 (%)



资料来源: IFIND, 上海证券研究所

考虑生产资料和生活资料的同比增速, 生产资料价格下降 4.0%, 跌幅扩大 0.9 个百分点, 影响工业生产者出厂价格总水平下降约 2.98 个百分点。生活资料价格下降 1.4%, 跌幅收窄 0.2 个百分点, 影响工业生产者出厂价格总水平下降约 0.36 个百分点。

图 5: 生产资料和生活资料价格同比 (%)

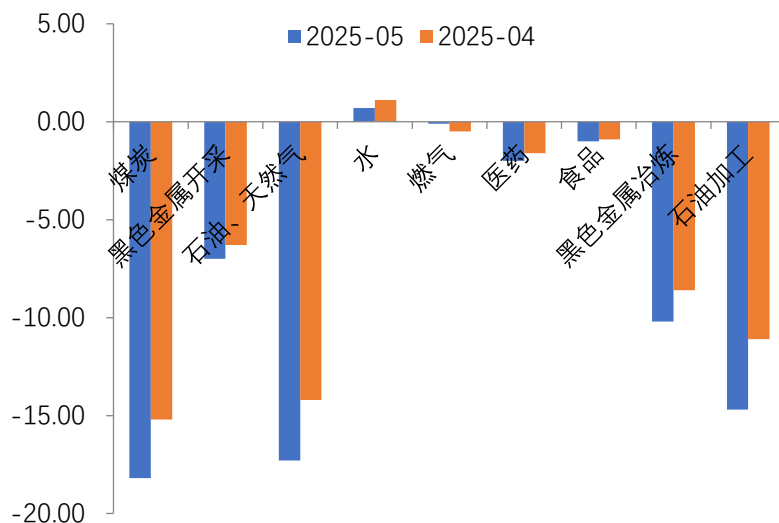


资料来源: IFIND, 上海证券研究所

而从生产资料端分行业来看, 煤炭开采和洗选业价格同比下跌 18.2%, 降幅扩大 3 个百分点; 黑色金属矿采选业下跌 7%, 降幅扩大 0.7 个百分点; 石油和天然气开采业下跌 17.3%, 降幅扩大 3.1 个百分点; 石油、煤炭及其他燃料加工业下跌 14.7%, 降幅扩大 3.6 个百分点; 黑色金属冶炼和压延加工业下降 10.2%, 降幅扩

大 1.6 个百分点。

图 6: PPI 细项 (%)



资料来源: IFIND, 上海证券研究所

3 事件影响：对经济和市场

3.1 能源拖累，通胀偏低

5 月价格双负局面延续。CPI 环比转负，食品强于季节性水平，主要受能源价格拖累。CPI 同比下降 0.1%，连续三个月保持不变。能源价格同比下降 6.1%，降幅比上月扩大 1.3 个百分点，影响 CPI 同比下降约 0.47 个百分点，是 CPI 同比下降的主要因素。扣除食品和能源价格的核心 CPI 上涨 0.6%，涨幅扩大 0.1 个百分点，显示出需求仍然偏稳。PPI 同比下降 3.3%，降幅比上月扩大 0.6 个百分点，也受到了上年同期对比基数走高等因素影响。主要行业中，主要行业中，除了燃气生产与供应业降幅收窄外，其余降幅均有所扩大。总体来看，PPI 维持负区间运行。

4 事件预测：趋势判断

4.1 政策发力有空间

5 月价格继续低位运行态势主要受到能源价格尤其是油价的拖累。CPI 环比转负，能源价格影响 CPI 环比下降约 0.13 个百分点，占 CPI 总降幅近七成；而同期食品表现强于季节性，服务价格回升。CPI 同比则维持不变。工业品价格方面，一方面受国际油价影响环比负增，而去年同期对比基数走高也导致同比跌幅扩大。我们认为通胀的低位运行，为政策加码发力创造了空间，货币政策与财

政政策共同发力，加紧实施更加积极有为的宏观政策，以高质量发展的确定性应对外部环境急剧变化的不确定性。

5 风险提示：

地缘政治事件恶化，国际金融形势改变，中美政策超预期变化。

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资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。	
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上	
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%	
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间	
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上	
无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级	
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。	
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数	
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平	
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数	
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。		

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(以下简称“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。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。