

核心通胀保持平稳，贸易出口继续扩张

——2025 年 5 月通胀与贸易数据点评

宏观点评

近日，5 月份的通胀以及外贸数据相继公布。从数据看，内外需整体仍有韧性，CPI 以及核心 CPI 整体表现均较为平稳，特别是核心 CPI 增速持续回升，显示内需仍在稳步修复中。不过也应看到，部分政策支持品类的价格已经开始出现滞涨或回落。这预示着消费动能有放缓迹象。外需则主要受对美贸易回落影响有所放缓，不过仍维持高速增长。若美国库存水平并没有明显去化，短期内批发商、零售商补库存动力似乎不足。这将导致 6 月份中国对美出口依旧相对偏弱。

● **风险提示：**对等关税演化存在较大不确定性；全球贸易下滑；全球资本市场波动加大。

邢曙光（分析师）

xingshuguang@cctgsc.com.cn

登记编号：S0280520050003

钟 山（研究助理）

zhongshan01@cctgsc.com.cn

登记编号：S0280123070001

相关报告

《美国经济滞胀风险有多大》2025-03-27

《积极有为，乘风破浪》2024-12-30



目 录

1、 核心 CPI 同比持续回升，内需修复或仍在持续.....	3
2、 对美出口拖累下，外需延续放缓.....	4
3、 逆周期政策仍需加力.....	5

图表目录

图 1： 5 月，CPI 同比增速与上月持平.....	3
图 2： 5 月，CPI 偏弱主要受能源价格拖累.....	3
图 3： 5 月，核心 CPI 当月同比增速较延续上行.....	4
图 4： 5 月，大部分消费品价格增速较上月提升.....	4
图 5： 5 月，出口增速延续回落.....	5
图 6： 5 月，中国对美出口增速继续回落.....	5
图 7： 5 月，主要经济体消费者信心均有所提振.....	5
图 8： 美国零售商、批发商库存位于历史高位.....	5
图 9： 5 月份，北京二手房销售走弱.....	5
图 10： 5 月份，上海二手房销售走弱.....	5
图 11： 5 月份，深圳二手房销售走弱.....	6
图 12： 5 月份，杭州二手房销售走弱.....	6
图 13： 6 月，第一财经高频指数显示经济动能放缓.....	6
图 14： 6 月，建信高金增长因子显示经济动能放缓.....	6

近日，5月份的通胀以及外贸数据相继公布。从数据看，内外需整体仍有韧性。CPI以及核心CPI整体表现均较为平稳，特别是核心CPI增速持续回升，显示内需仍在稳步修复中。不过也应看到，部分政策支持品类的价格已经开始出现滞涨或回落。这预示着消费动能有放缓迹象。外需则主要受对美贸易回落影响有所放缓，不过仍维持高速增长。我国出口增速整体较上月回落，弱于市场预期。若美国库存水平并没有明显去化，短期内批发商、零售商补库存动力似乎不足。这将导致6月份中国对美出口依旧相对偏弱。

1、核心CPI同比持续回升，内需修复或仍在持续

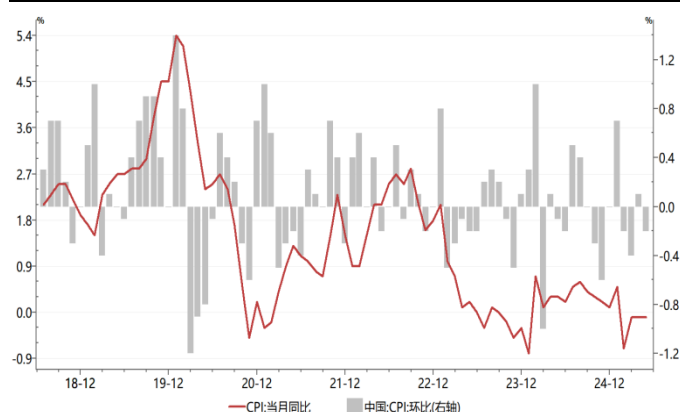
5月份，CPI同比下滑0.1%，降幅较上月持平，略好于市场预期。其中，能源价格同比下降6.1%，降幅比上月扩大1.3个百分点，是CPI同比下降的主要因素。食品CPI同比下滑0.4%，降幅较上月扩大0.2个百分点。非食品CPI同比较上年同期持平，增速也较上月持平，表现均较为平稳。

剔除食品以及能源价格的核心CPI持续修复，其也与内需最为相关。5月份，核心CPI，同比上涨0.6%，涨幅比上月扩大0.1个百分点。其中，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。金饰品、家用纺织品和文娱耐用消费品价格分别上涨40.1%、1.9%和1.8%，涨幅均有扩大；燃油小汽车和新能源小汽车价格分别下降4.2%和2.8%，降幅均有收窄。服务价格上涨0.5%，涨幅比上月扩大0.2个百分点。受服务中，交通工具租赁费、飞机票和旅游价格均由降转涨，分别上涨3.6%、1.2%和0.9%。

而此前受“以旧换新”政策支持，表现较好的家用电器及通信工具价格，5月份增速分别为-0.2%和0.7%，较上月持平和回落0.3个百分点。“以旧换新”政策对消费的支撑力度有边际减弱的迹象。

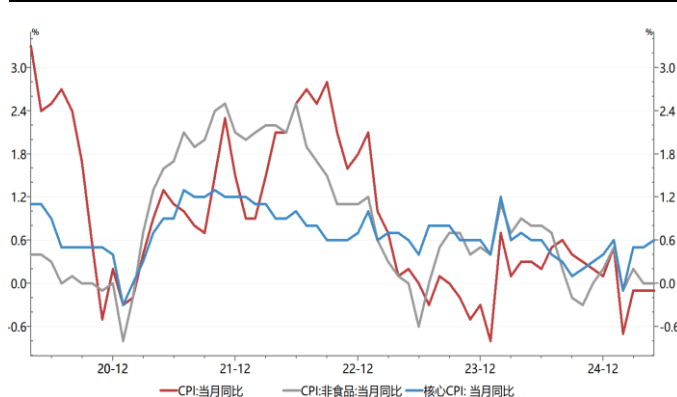
核心通胀的修复走势表明，当前内需修复或仍在延续。其有一部分政策的支撑，也有一部分内生动能的修复。但从一些政策重点支持的品类价格看，消费动能有放缓迹象，需要重点关注。

图1：5月，CPI同比增速与上月持平



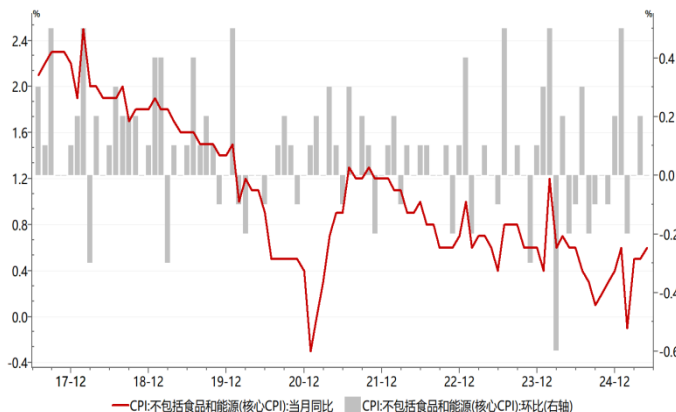
资料来源：Wind，诚通证券研究所

图2：5月，CPI偏弱主要受能源价格拖累



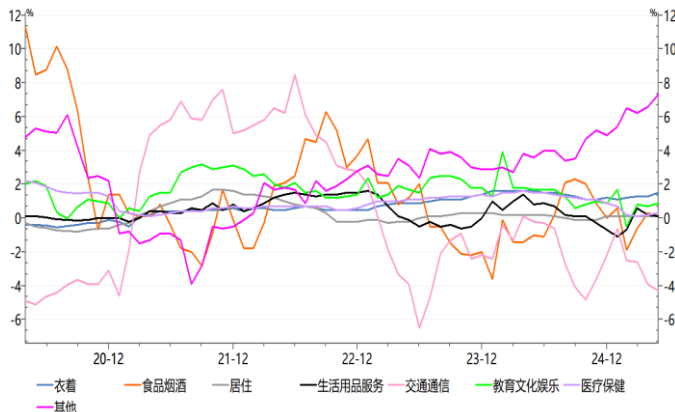
资料来源：Wind，诚通证券研究所

图3： 5月，核心CPI当月同比增速延续上行



资料来源：Wind，诚通证券研究所

图4： 5月，大部分消费品价格增速较上月提升



资料来源：Wind，诚通证券研究所

2、对美出口拖累下，外需延续放缓

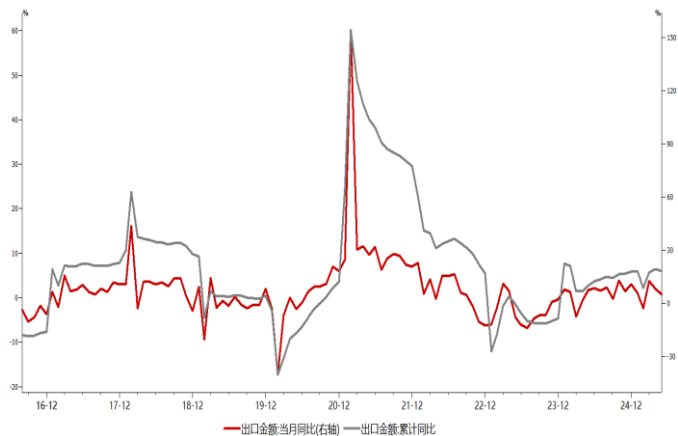
5月份，中国出口金额3161亿美元，与4月份基本持平。同比增长4.8%，增速弱于6.2%的市场预期，以及上月同比8.1%的增速。出口整体延续回落态势。

此前市场对5月份出口预期较高，主要由于5月份中美贸易取得较大进展。从5月12日发布的《中美日内瓦经贸会谈联合声明》看，中美双方大幅削减关税，90天内中美关税基本上恢复到了3月份时候的水平，明显超出此前市场的预期。

但5月份，中国对美出口并没有出现预期中的修复，而是继续回落。5月份，中国对美出口下滑34.5%，降幅较上月扩大13.5个百分点。而中国对其他国家或地区出口则相对平稳。如5月份，中国对日本、东盟出口增速同比6.2%和14.8%，较上月回落1.6和6个百分点。

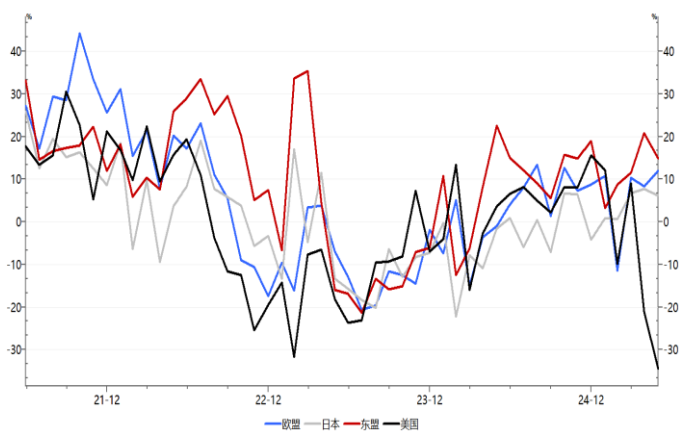
那么为什么在关税大幅回落的情况下，中国对美出口依旧大幅回落呢？首先，5月份美国制造业PMI指数录得48.5%，自年初以来持续回落。同时，5月份美国密歇根大学消费者信心指数为52.2%，较上月持平。相对而言，欧盟、英国、日本消费者信心指数则均有所回升。这表明美国需求端及预期并没有显著改善。其次，当前美国批发商、零售商库存水平位于历史高位。并且在4月份，由于当时并没有预期中美关税摩擦将在短期内迅速缓和，美国进口商进行了一轮抢出口以应对中美高额关税，这导致4月份中国对美出口大幅超出预期。因此，当5月份中美关税超预期回落后，美国厂商似乎也并不急于补库存，而是选择消耗一部分库存。毕竟至少还有90天的时间来进行补库存的操作。

图5： 5月，出口增速延续回落



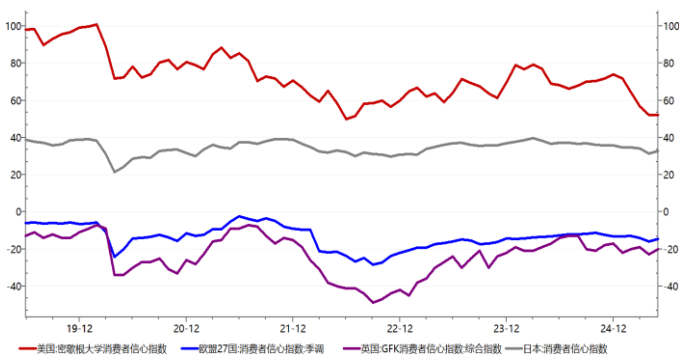
资料来源：Wind，诚通证券研究所

图6： 5月，中国对美出口增速继续回落



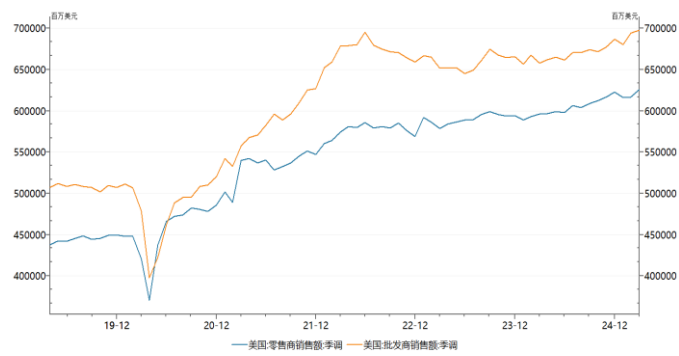
资料来源：Wind，诚通证券研究所

图7： 5月，主要经济体消费者信心均有所提振



资料来源：Wind，诚通证券研究所

图8： 美国零售商、批发商库存位于历史高位

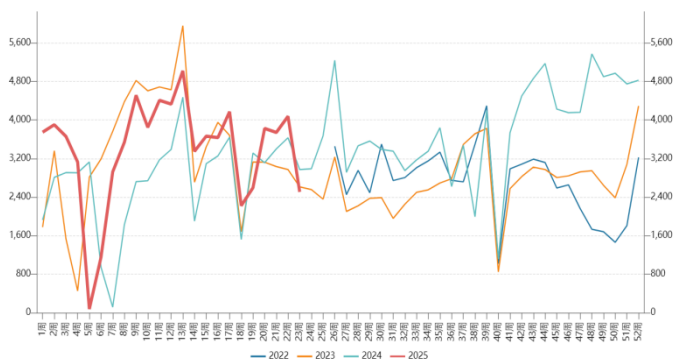


资料来源：Wind，诚通证券研究所

3、逆周期政策仍需加力

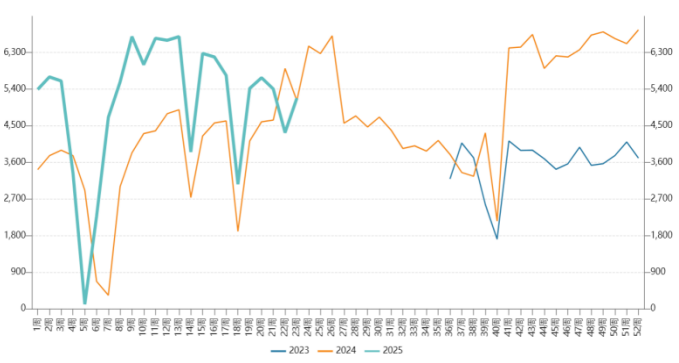
从5月份通胀数据看，内需走势平稳，但动能趋弱。5月以来的房地产数据也有类似的指向。5月份，重点城市，如北京、上海、深圳、杭州、成都等，二手房销售均有所回落，销售动能明显走弱。

图9： 5月份，北京二手房销售走弱



资料来源：Wind，诚通证券研究所

图10： 5月份，上海二手房销售走弱



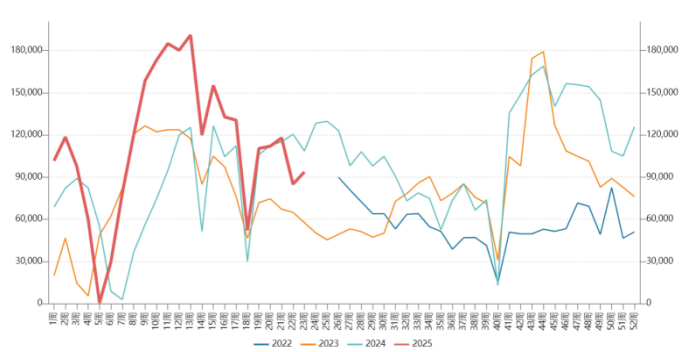
资料来源：Wind，诚通证券研究所

图11： 5 月份，深圳二手房销售走弱



资料来源：Wind，诚通证券研究所

图12： 5 月份，杭州二手房销售走弱



资料来源：Wind，诚通证券研究所

此外，一些高频数据显示，如第一财经的高频经济活动指数、建信高金增长因子等，自5月末以来我国当前宏观经济动能正在放缓。

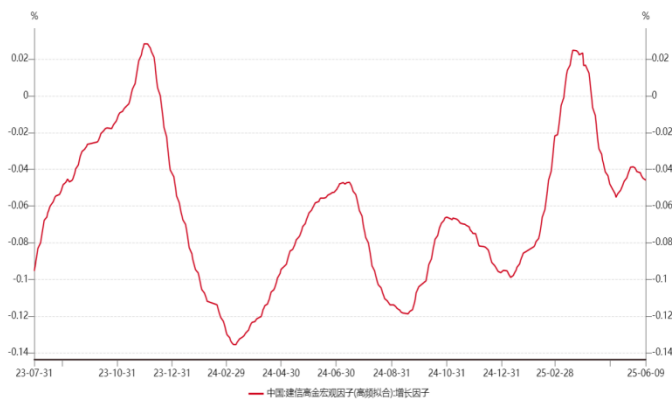
考虑到5月份，内需已经有走弱的迹象，外需动能则明显回落，并且未来也难有大幅改善，加快落地储备逆周期政策仍是当务之急，不能因中美关税摩擦的短暂缓和而懈怠。只有提前发力进行逆周期调节，稳定社会预期，才能应对未来更多的不确定性，保障国民经济平稳运行，实现全年经济发展目标。

图13： 6 月，第一财经高频指数显示经济动能放缓



资料来源：Wind，诚通证券研究所

图14： 6 月，建信高金增长因子显示经济动能放缓



资料来源：Wind，诚通证券研究所

特别声明

根据《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》规定，诚通证券评定此研报的风险等级为 R3（中风险），适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为 C3、C4、C5 的普通投资者。若您为非专业投资者及风险承受能力低于 C3 的普通投资者，请勿阅读、收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

若因适当性不匹配，给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本报告署名分析师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注册分析师，认真审慎、专业严谨、独立客观的出具本报告并对报告内容和观点负责。

分析师的薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资评级说明

诚通证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐： 未来6—12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性： 未来6—12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避： 未来6—12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

诚通证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%—20%。该评级由分析师给出。

中性： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%—5%。该评级由分析师给出。

回避： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

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

本报告由诚通证券股份有限公司（以下简称诚通证券）供其机构或个人客户（以下简称客户）使用，诚通证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给诚通证券客户的，属于机密材料，只有诚通证券客户才能参考或使用，如接收人并非诚通证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。诚通证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。诚通证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。诚通证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是诚通证券在发表本报告当日的判断，诚通证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但诚通证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。诚通证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

对于浏览过程中可能涉及的诚通证券网站以外的地址或超级链接，诚通证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

除非另有说明，所有本报告的版权属于诚通证券。未经诚通证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为诚通证券的商标、服务标识及标记。诚通证券版权所有并保留一切权利。

联系我们

诚通证券股份有限公司 研究所
北京市朝阳区东三环北路27号楼12层
公司网址：<http://www.cctgsc.com.cn>

邮编：100020