

# 油价主导下行压力，核心CPI同比涨幅扩大

## ——2025年5月通胀数据点评

### 点评

- **CPI同比降幅小于预期，食品CPI强于季节性。同比来看**，2025年5月，受到能源价格下降影响，CPI同比下降0.1%，小幅优于Wind一致预期-0.17%。1-5月，CPI同比下降0.1%，低于2024年同期0.1%的涨幅。其中，5月食品价格同比降幅走扩0.2个百分点至-0.4%，非食品价格同比保持持平；**环比来看**，5月CPI环比由涨转降至-0.2%，主要受能源价格下降的影响，环比增速略高于近十年以来同期平均下降0.24%的水平，表现优于季节性。其中食品价格环比由上涨0.2%转为下降0.2%，但高于过去十年同期表现（平均环比约-1.26%），食品价格较季节性表现偏强；非食品价格环比由上涨0.1%转为下降0.2%，低于过去十年同期表现（平均环比0.04%），非食品价格表现略弱于季节性。5月，核心CPI同比涨幅为0.6%，涨幅较上月扩大0.1个百分点，环比虽下降0.2个百分点至持平，但高于过去五年同期平均水平-0.02%，核心通胀表现较好。
- **鲜菜价格季节性走低，猪肉价格稳中略降。同比来看**，5月食品细项中除畜肉类、水产品、鲜果和卷烟价格实现同比上涨外，其余食品细项同比价格均下降。其中，因5月全国大部气温偏高、降水适中，应季蔬菜上市量增加，供给量充足，鲜菜价格同比降幅扩大3.3个百分点至-8.3%，影响CPI下降约0.17个百分点；截至5月底，在产蛋鸡的存栏量为12.75亿只，远高于过去三年同期平均水平11.4亿只，鸡蛋市场供应充足导致蛋类价格同比降幅扩大3个百分点至-3.5%，影响CPI下降约0.02个百分点。**环比来看**，除了水产品、鲜果价格上升、卷烟价格持平外，其余类别价格环比均下降。其中，受季节性因素影响，鲜菜供应量充足，鲜菜价格环比降幅走扩4.1个百分点至-5.9%，但表现仍好于季节性（过去十年同期平均-8.84%水平）；受部分地区暴雨天气、伏季休渔期等因素影响，鲜果、淡水鱼和海水鱼供应有所减少，价格分别环比上涨3.3%、3.1%和1.5%，其中鲜果环比涨幅较上月走扩1.1个百分点。5月猪肉价格稳中略降，但环比降幅收窄0.9个百分点至-0.7%，影响CPI下降约0.01个百分点。截至5月31日，5月猪肉批发价同比-0.60%，环比+0.17%，整体走势相对平稳，符合季节性特点。截至2025年4月末，能繁母猪存栏4038万头，环比持平，同比增长1.3%，处于绿色区域，但也有正常保有量的103.6%。冻品库容率截至6月5日达17.32%，较年内低点小幅增加0.82个百分点，但较去年同期已处在相对健康状态。截至2025年6月9日，高频数据显示6月初28种重点检测蔬菜平均批发价同比降幅显著收窄，7种重点检测水果平均批发价同比涨幅扩大，但猪肉和鸡蛋平均批发价同比跌幅均走扩；28种重点检测蔬菜平均批发价环比由降转增，鸡蛋平均批发价环比降幅收窄，但7种重点检测水果平均批发价环比涨幅收窄，猪肉平均批发价环比由增转降。**2025年6月**，猪肉需求端将进入消费淡季，供给端整体增长虽可控，但仍有前期压栏及二次育肥压力，预计短期猪价仍处筑底阶段，但由于基数走高，猪价同比或回落，此外夏季强降雨、高温天气来临，或对部分地区蔬菜供应造成影响，蔬菜价格或小幅上行，食品CPI同比或保持平稳。
- **能源拖累非食品价格，部分领域显积极变化。**5月，非食品中消费品价格同比

### 西南证券研究院

分析师：叶凡  
执业证号：S1250520060001  
电话：010-57631106  
邮箱：yefan@swsc.com.cn

分析师：刘彦宏  
执业证号：S1250523030002  
电话：010-55758502  
邮箱：liuyan hong@swsc.com.cn

联系人：潘妍洁  
邮箱：panyj@swsc.com.cn

### 相关研究

1. 国内流动性延续宽松，欧洲央行如期降息（2025-06-07）
2. 应时而变——经济高弹性期下的政策前瞻与资产配置策略（2025-06-05）
3. 关税博弈缓和下，制造业景气度回升——5月PMI数据点评略（2025-06-03）
4. 工企盈利改善，美关税政策“过山车”（2025-05-30）
5. “低利率时代”息差收窄，美国PMI超预期扩张（2025-05-25）
6. 美国贸易战的历史镜像——贸易、经济及货币秩序的影响拆解（2025-05-22）
7. 生产仍具韧性，地产和消费边际走弱——2025年4月经济数据点评（2025-05-20）
8. 关税博弈阶段性缓和，美国通胀仍在下行（2025-05-17）
9. 政府债支撑社融，信贷呈现“小月”走势——4月社融数据点评（2025-05-15）
10. “抢转口”支撑出口韧性——4月贸易数据点评（2025-05-12）



降幅走扩 0.2 个百分点至-0.5%，这主要受到能源价格下降的影响，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。扣除能源的工业消费品价格同比上涨 0.6%，涨幅比上月扩大 0.2 个百分点。服务价格同比涨幅扩大 0.2 个百分点至 0.5%。其中，七大类价格同比六涨一降，除交通通信价格同比下降外，其他类别同比均上涨，其中衣着、教育文化娱乐、医疗保健和其他用品及服务同比增速边际走高。5 月继续受到国际油价下行影响，交通工具用燃料价格同比降幅走扩 2.7 个百分点至-12.9%；由于夏装换季上新，服装同比增幅走扩 0.2 个百分点至 1.7%；受到五一假期和各地开展问题娱乐活动等因素影响，旅游同比由降转增，上涨 0.9%。我国更大力度和更精准措施提振消费效果也正逐步显现，金饰品、家用纺织品和文娱耐用消费品价格分别同比上涨 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同比下降 4.2%和 2.8%，降幅均有收窄。服务中，交通工具租赁费、飞机票和旅游价格同比均由降转涨，分别上涨 3.6%、1.2%和 0.9%。**环比来看**，七大类价格环比四涨一平两降，交通通信、生活用品及服务价格环比走低，居住价格环比持平，其余类别价格环比上涨。因“618”购物节临近，家用器具价格环比由持平转为-1.1%。整体来看，国际原油价格对非食品 CPI 拖累较大，但是 5 月原油同比下降 21.71%，环比下降 5.27%，同比和环比降幅分别较 4 月收窄 3.09 个百分点和 1.32 个百分点，这一变化源于供需两端的共同作用：供给端，市场对 OPEC+增产的预期逐渐被消化，前期因增产预期带来的油价大幅下跌压力有所减轻，同时，油价下跌也抑制了上游资本支出，2025 年非 OPEC+产油国（以美国为主）的石油供应增速预期显著下调，叠加加沙冲突升级，以及美伊紧等地缘政治风险引发供应中断担忧，地缘溢价对油价形成支撑；需求端，地缘政治及贸易政策不确定性减弱，市场对全球经济前景的担忧有所减轻，原油需求预期更趋乐观。截至 6 月 9 日，高频数据显示，原油同比降幅收窄，环比由降转增。短期看，供给端 OPEC+加速增产与美国供应增速放缓形成对冲，需求端关税扰动减弱叠加且夏季出行旺季或带动部分需求增长，油价下降空间有限，**6 月油价同比降幅有望收窄，此外端午节以及中高考结束或推动旅游相关服务需求提升，预计非食品价格将稳中有升。**

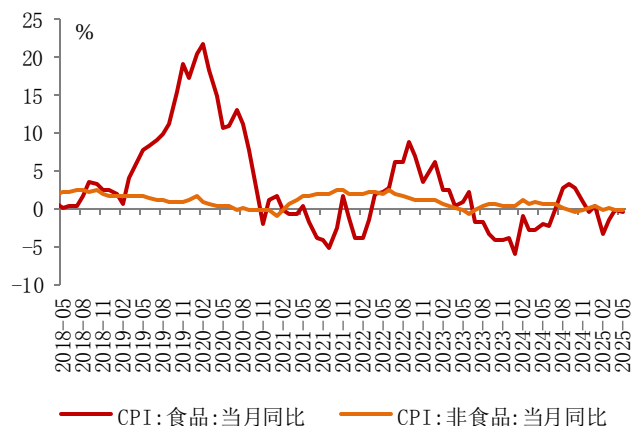
- **PPI 同比降幅走扩，国际原油价格下行为主要原因。**5 月，在去年高基数以及国际油价等因素影响下，PPI 同比下降 3.3%，降幅较上月扩大 0.6 个百分点。其中生产资料同比下降 4%，降幅扩大 0.9 个百分点；生活资料同比下降 1.4%，降幅收窄 0.2 个百分点。从主要行业来看，5 月价格同比降幅扩大较多的主要是石油相关行业，比如石油和天然气开采业以及石油、煤炭及其他燃料加工业价格同比降幅分别走扩 3.1 和 3.6 个百分点至-17.3%和-14.7%。同样受到国际油价下降的影响，煤炭开采和洗选业价格同比降幅也走扩 3 个百分点至-18.2%。但是受到我国消费新动能壮大及发展新质生产力等政策影响，部分行业供需关系有所改善。消费方面，工艺美术及礼仪用品制造价格同比上涨 12.8%，制鞋业价格同比上涨 0.8%，计算机整机制造价格同比上涨 0.2%，家用洗衣机、电视机制造、汽车整车制造价格同比降幅比上月分别收窄 1.6 个、1.4 个和 0.6 个百分点；高端装备制造方面，集成电路封装测试系列、飞机制造价格均同比上涨 3.6%，可穿戴智能设备制造价格同比上涨 3.0%，微波通信设备价格同比上涨 2.1%，服务器价格同比上涨 0.8%，半导体器件专用设备制造价格同比上涨 0.7%。此外，光伏、锂电等新能源行业供需关系有所改善，价格同比降幅收窄，光伏设备及元器件制造、锂离子电池制造价格分别同比下降 12.1%和 5.0%，降幅比上月分别收窄 0.4 个和 0.3 个百分点。**从环比看**，5 月 PPI 下降 0.4%，与上月持平。其中生产资料环比下降 0.6%，降幅扩大 0.1 个百分点；生活资料则由上月环比下降转为持平。国际输入性因素和国内部分能源、原材料价格下行是 5 月 PPI 环比下行的主要原因，国际方面，主要是受到国际油价下降的拖累，石油和天然气开采业价格环比下降 5.6%，精炼石油产品制造价格环比下降 3.5%，化学原料和化学制品制造业价格环比下降 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；



国内方面，煤炭需求处于淡季，电厂、港口存煤充足，加之新能源发电成本低、替代作用强，煤炭开采和洗选业价格环比下降 3.0%，煤炭加工价格环比下降 1.1%。南方地区梅雨季雨水天气增多，影响部分房地产、基建项目施工，加之钢材、水泥等建材生产供给充足，黑色金属冶炼和压延加工业、非金属矿物制品业价格均环比下降 1.0%，上述 4 个行业合计影响 PPI 环比下降约 0.18 个百分点。从国际上看，美国关税 5 月出现多次反转，月初中美达成日内瓦协议，月末美国联邦法院阻止了关税政策生效，并裁定特朗普越权，虽然随后美国上诉法院暂时恢复实施特朗普政府关税政策，但是中美及中欧关税谈判边际明显缓和，未来关税政策不确定性相对降低，短期国际大宗商品价格波动或放缓，石油供给端 OPEC+增产尚未实质性落地，叠加需求端关税扰动减弱和夏季部分需求增长，预计 6 月油价同比降幅收窄；从国内来看，扩内需、促制造等政策持续发力，部分行业供需结构改善，对部分工业品价格形成支撑，但是 5 月制造业 PMI 仍处于收缩区间，后续仍需通过财政、货币协同发力，持续带动内需驱动的相关工业品价格回升。预计 6 月 PPI 同比降幅有望收窄。

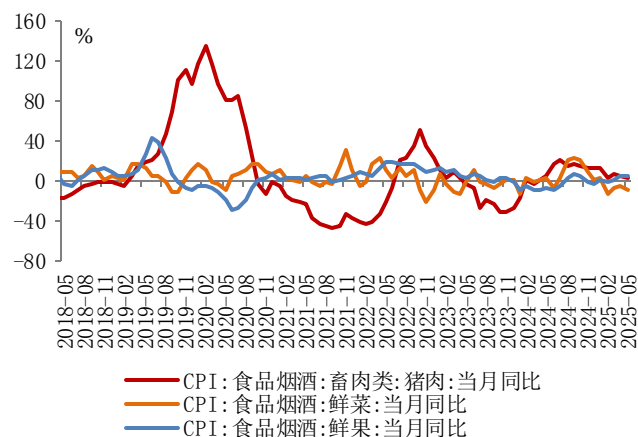
- **6 月 CPI 同比或小幅回升，PPI 同比降幅或有望收窄。**5 月，CPI 继续高于 PPI，CPI-PPI 剪刀差较 4 月扩大至 3.2 个百分点。CPI 方面，猪价或维持底部震荡，蔬菜价格或因气温上升而小幅上行，食品 CPI 同比或保持平稳；国际油价同比降幅有望收窄，旅游等服务需求有望推动非食品价格稳中有升，预计 6 月 CPI 同比或小幅回升，后续在扩内需政策持续发力下，通胀中枢有望逐步和修复，CPI 或温和回升；PPI 方面，关税政策扰动减弱情况下，国际大宗商品价格波动或趋缓，石油价格下降空间有限，预计短期 6 月 PPI 同比降幅收窄，后续部分工业品价格可能在政策支持下有所支撑，且随着基数走低，PPI 同比增速或有小幅回升。
- **风险提示：**政策落地节奏不及预期，国际大宗商品价格波动超预期。

图 1：食品价格同比降幅扩大，非食品价格同比持平



数据来源: wind、西南证券整理

图 2：食品类分项价格表现



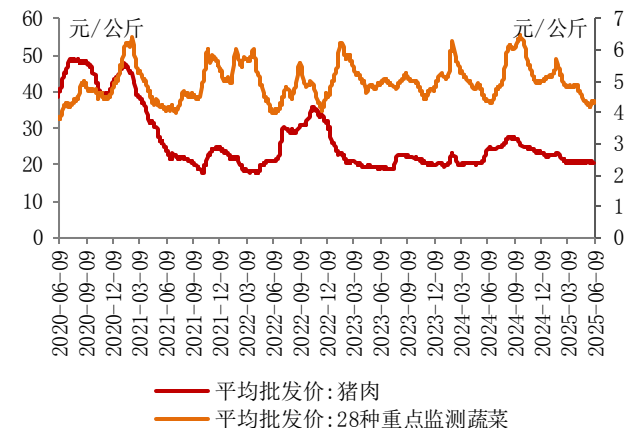
数据来源: wind、西南证券整理

图 3：2025 年 6 月初农产品价格指数小幅下行



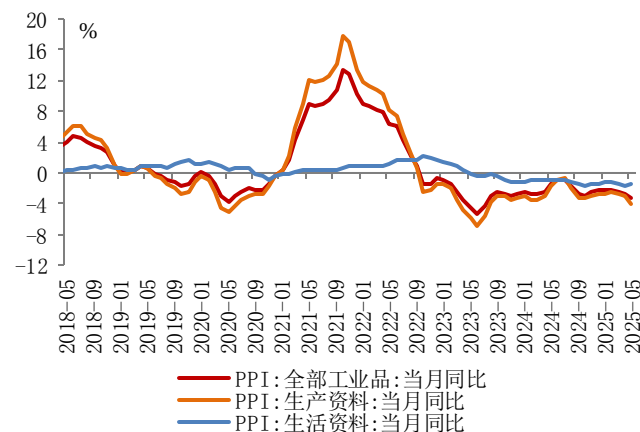
数据来源: wind、西南证券整理

图 4：2025 年 6 月初蔬菜价格略回升、猪肉价格平稳



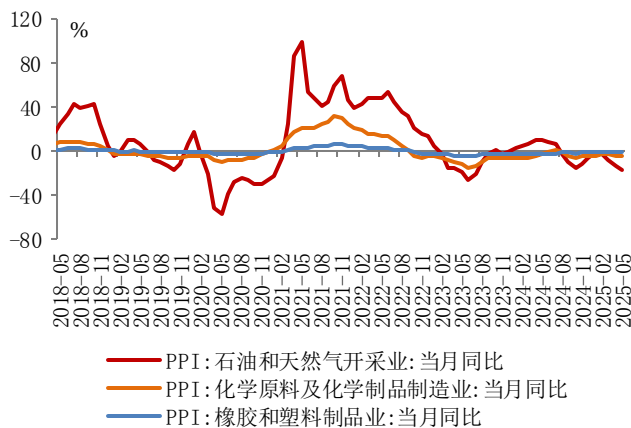
数据来源: wind、西南证券整理

图 5：生活资料价格同比降幅扩大，生产资料价格同比降幅收窄



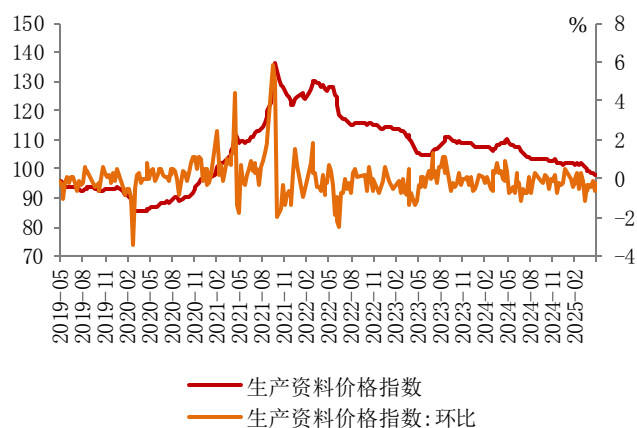
数据来源: wind、西南证券整理

图 6：石油相关行业价格同比走势



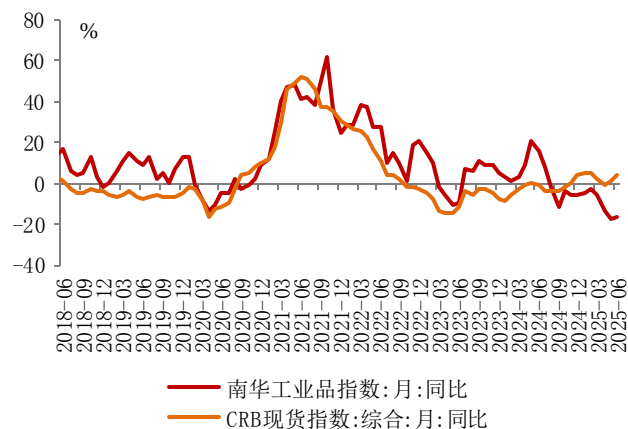
数据来源: wind、西南证券整理

图 7：2025 年 5 月生产资料价格指数小幅走低



数据来源: wind、西南证券整理

图 8：2025 年 6 月初南华工业品指数同比降幅收窄



数据来源: wind、西南证券整理

## 分析师承诺

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注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

|      |                                                  |
|------|--------------------------------------------------|
| 公司评级 | 买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上          |
|      | 持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间   |
|      | 中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间  |
|      | 回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间 |
|      | 卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下         |
| 行业评级 | 强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上        |
|      | 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间  |
|      | 弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下       |

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《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。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及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、价值及投资收入可升可跌，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、意见及推测不一致的报告，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究院

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

| 区域 | 姓名  | 职务                      | 座机           | 手机          | 邮箱                   |
|----|-----|-------------------------|--------------|-------------|----------------------|
| 上海 | 蒋诗烽 | 院长助理、研究销售部经理、<br>上海销售主管 | 021-68415309 | 18621310081 | jsf@swsc.com.cn      |
|    | 崔露文 | 销售岗                     | 15642960315  | 15642960315 | clw@swsc.com.cn      |
|    | 李煜  | 销售岗                     | 18801732511  | 18801732511 | yflyu@swsc.com.cn    |
|    | 汪艺  | 销售岗                     | 13127920536  | 13127920536 | wyyf@swsc.com.cn     |
|    | 张嘉诚 | 销售岗                     | 18656199319  | 18656199319 | zhangjc@swsc.com.cn  |
|    | 贾文婷 | 销售岗                     | 13621609568  | 13621609568 | jiawent@swsc.com.cn  |
|    | 欧若诗 | 销售岗                     | 18223769969  | 18223769969 | ors@swsc.com.cn      |
|    | 李嘉隆 | 销售岗                     | 15800507223  | 15800507223 | ljlong@swsc.com.cn   |
|    | 蒋宇洁 | 销售岗                     | 15905851569  | 15905851569 | jjj@swsc.com.c       |
| 北京 | 李杨  | 北京销售主管                  | 18601139362  | 18601139362 | yfly@swsc.com.cn     |
|    | 张岚  | 销售岗                     | 18601241803  | 18601241803 | zhanglan@swsc.com.cn |
|    | 杨薇  | 销售岗                     | 15652285702  | 15652285702 | yangwei@swsc.com.cn  |
|    | 姚航  | 销售岗                     | 15652026677  | 15652026677 | yhang@swsc.com.cn    |
|    | 张鑫  | 销售岗                     | 15981953220  | 15981953220 | zhxin@swsc.com.cn    |
|    | 王一菲 | 销售岗                     | 18040060359  | 18040060359 | wyf@swsc.com.cn      |
|    | 王宇飞 | 销售岗                     | 18500981866  | 18500981866 | wangyuf@swsc.com     |
|    | 马冰竹 | 销售岗                     | 13126590325  | 13126590325 | mbz@swsc.com.cn      |

|    |     |        |             |             |                      |
|----|-----|--------|-------------|-------------|----------------------|
| 广深 | 郑龔  | 广深销售主管 | 18825189744 | 18825189744 | zhengyan@swsc.com.cn |
|    | 龚之涵 | 销售岗    | 15808001926 | 15808001926 | gongzh@swsc.com.cn   |
|    | 杨举  | 销售岗    | 13668255142 | 13668255142 | yangju@swsc.com.cn   |
|    | 林哲睿 | 销售岗    | 15602268757 | 15602268757 | lzt@swsc.com.cn      |