

CPI 和 PPI 双双延续负增

投资观点：

报告日期 2025-06-09

- (1) 国家统计局 6 月 9 日公布的数据显示，5 月 CPI 同比-0.1%，预期-0.20%，前值-0.10%；5 月 CPI 环比-0.2%，预期-0.2%，前值 0.1%。5 月 PPI 同比-3.3%，预期-3.2%，前值-2.70%；5 月 PPI 环比-0.4%，前值-0.4%。
- (2) CPI 同比增速维持在低位。5 月 CPI 同比下降 0.1%，连续三个月持平。分项结构出现分化，一是，能源和食品价格拖累比较明显，能源价格同比降幅扩大至 6.1%，食品价格环比降 0.2%，但降幅小于季节性水平；二是，服务消费回暖，宾馆住宿（环比涨 4.6%）、旅游（环比涨 0.8%）价格显著回升；三是，耐用品低迷，主因是价格战持续，燃油车和新能源车价格同比分别下降 4.2%、2.8%。展望未来，国内通胀短期或继续承压，一是，受 OPEC+ 增产的影响，能源价格面临较大的波动，二是，地产修复缓慢及外部需求不确定性（如中美贸易摩擦）可能延续通缩压力。在当前物价运行趋势下，CPI 距离全年 2% 的目标仍然较为遥远，后续宽松货币政策、财政加力促消费在内的增量政策仍有发力的空间。
- (3) 需求不足，PPI 持续负增长。5 月 PPI 同比降幅较上月扩大 0.6 个百分点至-3.3%，主要的拖累因素在于，一是，国际油价大跌等国际输入性因素影响国内相关行业价格下降；二是煤炭、钢材等国内部分能源和原材料价格阶段性下行。展望未来，需求不足、供需失衡仍是工业品价格长期低迷的核心原因，一是，房地产修复缓慢，拖累房地产链条的商品需求；二是，贸易摩擦加剧外需的不确定性，出口链条商品面临压力；三是，传统能源、新兴产业均面临供过于求的局面，而内卷加剧了价格下行的压力。今年以来政策面加大扩内需的实施力度，但对商品价格走势的改善比较有限，综合而言，在内外环境的共同作用下，预计 PPI 增速将在未来一段时间内继续保持负增长。
- 对资产价格走势来说，受内需不足和外部冲击共同影响，国内物价持续低迷，与经济周期密切相关的行业表现可能仍会受到一定程度拖累，而对周期相对不敏感的行业相对占优。未来重点关注以旧换新、服务消费等政策受益行业。对债市而言，降准降息落地之后，债市进入新的博弈阶段，重点关注资金面、基本面和关税谈判的边际变化。

宏观

专题报告

分析师：郑建鑫

从业资格证号：F3014717

投资咨询证号：Z0013223

国贸商品指数



数据来源：国贸期货

往期相关报告

- 1、【ITF-宏观】PMI 指数回落至荣枯线下方——4 月 PMI 数据解读 20250430
- 2、【ITF-宏观】多空因素共存，商品维持震荡格局 20250427
- 3、【ITF-宏观】内需全面发力，经济取得开门红——一季度经济数据解读 20250416

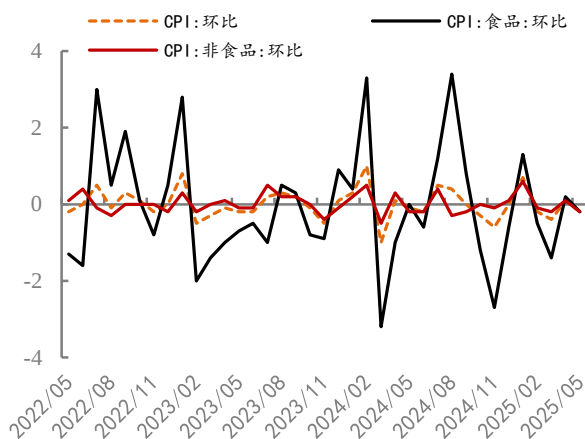
国家统计局6月9日公布的数据显示，5月CPI同比-0.1%，预期-0.20%，前值-0.10%；5月CPI环比-0.2%，预期-0.2%，前值0.1%。5月PPI同比-3.3%，预期-3.2%，前值-2.70%；5月PPI环比-0.4%，前值-0.4%。

1 CPI同比继续负增

5月份，全国CPI同比下降0.1%，降幅与前值持平，略好于市场预期。扣除食品和能源价格的核心CPI同比上涨0.6%，涨幅较前值回升0.1个百分点。

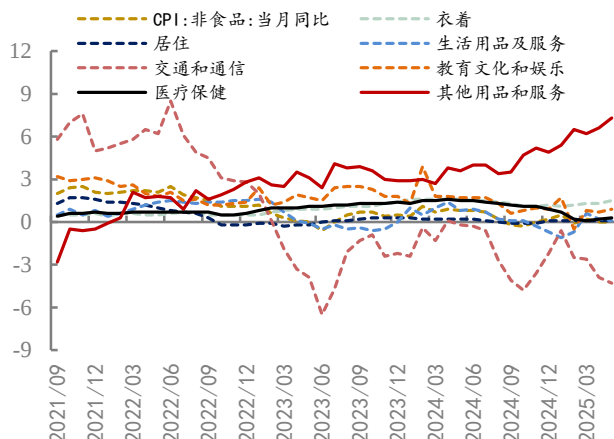
从环比看，CPI环比增速为-0.2%，前值为环比上涨0.1%，其中，食品价格环比下降0.2%，前值为环比上涨0.2%；非食品价格环比下降0.2%，前值为环比上涨0.1%。CPI环比由涨转降主要受能源价格下降影响。能源价格环比下降1.7%，影响CPI环比下降约0.13个百分点，占CPI总降幅近七成。其中，汽油价格下降3.8%，降幅比上月扩大1.8个百分点。

图表 1、CPI 环比增速



资料来源：Wind、国贸期货研究院

图表 2、CPI 非食品价格环比增速



资料来源：Wind、国贸期货研究院

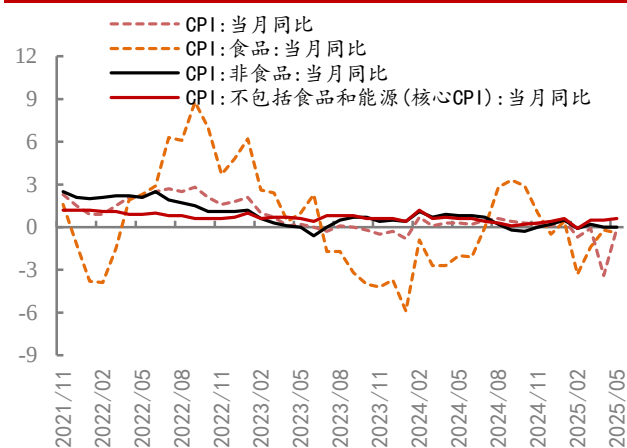
(1) 食品价格环比由涨转跌。食品价格下降0.2%，降幅小于季节性水平1.1个百分点，影响CPI环比下降约0.04个百分点。其中，应季蔬菜上市量增加，鲜菜价格下降5.9%；鸡蛋、猪肉和禽肉类价格稳中略降，降幅在0.3%—1.0%之间；受部分地区暴雨天气、伏季休渔期等因素影响，鲜果、淡水鱼和海水鱼供应有所减少，价格分别上涨3.3%、3.1%和1.5%。

(2) 非食品价格环比由涨转跌。非食品价格下降0.2%，上月为上涨0.1%。消费需求持续回暖，叠加假日和各地开展文体娱乐活动等因素影响，宾馆住宿和旅游价格分别上涨4.6%和0.8%，均高于季节性水平，其中宾馆住宿价格涨幅创近十年同期新高；夏装换季上新，服装价格上涨0.6%。

(3) **CPI 同比增速或维持在低位**。5 月 CPI 同比下降 0.1%，连续三个月持平。分项结构出现分化，一是，能源和食品价格拖累比较明显，能源价格同比降幅扩大至 6.1%，食品价格环比降 0.2%，但降幅小于季节性水平；二是，服务消费回暖，宾馆住宿（环比涨 4.6%）、旅游（环比涨 0.8%）价格显著回升；三是，耐用品低迷，主因是价格战持续，燃油车和新能源车价格同比分别下降 4.2%、2.8%。

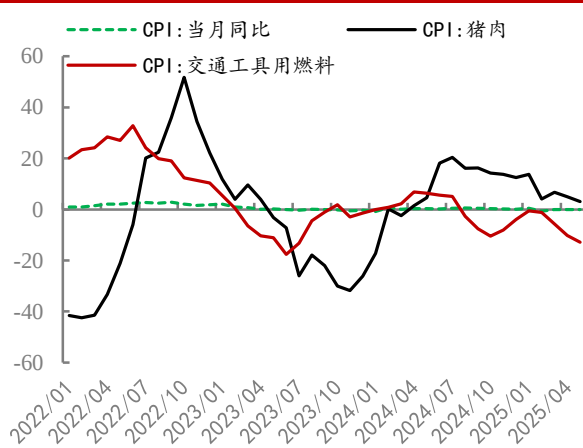
展望未来，国内通胀短期或继续承压，一是，受 OPEC+增产的影响，能源价格面临较大的波动，二是，地产修复缓慢及外部需求不确定性（如中美贸易摩擦）可能延续通缩压力。在当前物价运行趋势下，CPI 距离全年 2%的目标仍然较为遥远，后续宽松货币政策、财政加力促消费在内的增量政策仍有发力的空间。

图表 3、CPI 同比增速



资料来源：Wind、国贸期货研究院

图表 4、猪、油价与 CPI 走势



资料来源：Wind、国贸期货研究院

2 PPI 降幅继续扩大

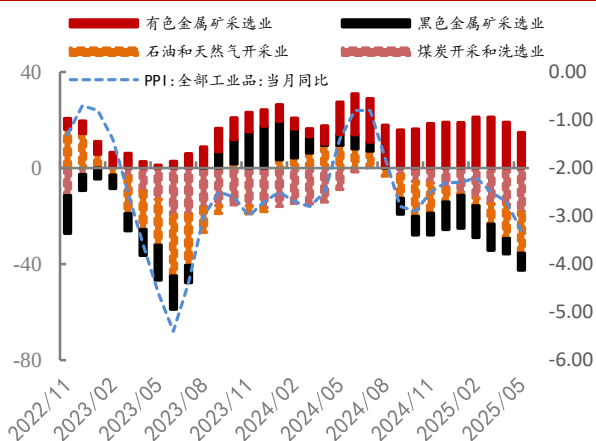
5 月 PPI 环比下降 0.4%，降幅与上月相同，同比下降 3.3%，降幅比上月扩大 0.6 个百分点。具体来看：

(1) 影响本月 PPI 环比下降的主要原因：一是国际输入性因素影响国内相关行业价格下降。国际原油价格下行影响国内石油相关行业价格下降，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。二是国内部分能源和原材料价格阶段性下行。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下降 3.0%，煤炭加工价格下降 1.1%。南方地区高温雨水天气增多，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

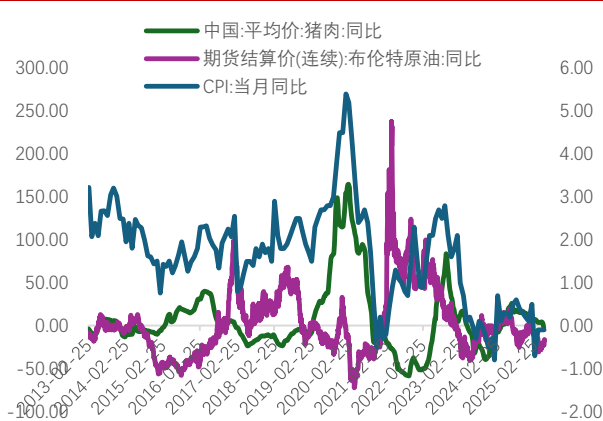
和压延加工业、非金属矿物制品业价格均下降 1.0%，上述 4 个行业合计影响 PPI 环比下降约 0.18 个百分点。

(2) 从边际变化看，我国宏观政策加力实施，部分行业供需关系有所改善，一些领域价格呈向好态势。一是消费新动能不断壮大带动生活资料等价格同比回升。提振消费相关政策持续显效，部分消费品需求释放带动相关行业价格回升。生活资料价格环比由上月下降 0.2% 转为持平，其中衣着、一般日用品和耐用消费品价格分别上涨 0.2%、0.1% 和 0.1%，带动生活资料价格同比降幅比上月收窄 0.2 个百分点。从行业看，工艺美术及礼仪用品制造价格同比上涨 12.8%，制鞋业价格上涨 0.8%，计算机整机制造价格上涨 0.2%，家用洗衣机、电视机制造、汽车整车制造价格降幅比上月分别收窄 1.6 个、1.4 个和 0.6 个百分点。二是高端装备制造等产业发展带动相关行业价格同比上涨。产业发展高端化、智能化、绿色化转型稳步推进，高技术产品需求扩大，相关行业价格同比上涨。集成电路封装测试系列、飞机制造价格均上涨 3.6%，可穿戴智能设备制造价格上涨 3.0%，微波通信设备价格上涨 2.1%，服务器价格上涨 0.8%，半导体器件专用设备制造价格上涨 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。

图表 5、PPI 同比增速



图表 6、大宗商品对 PPI 的拖累较大



(3) 需求不足，PPI 持续负增长。5 月 PPI 同比降幅较上月扩大 0.6 个百分点至-3.3%，主要的拖累因素在于，一是，国际油价大跌等国际输入性因素影响国内相关行业价格下降；二是煤炭、钢材等国内部分能源和原材料价格阶段性下行。

展望未来，需求不足、供需失衡仍是工业品价格长期低迷的核心原因，一是，房地产修复缓慢，拖累房地产链条的商品需求；二是，贸易摩擦加剧外需的不确定性，出口链条商品

面临压力；三是，传统能源、新兴产业均面临供过于求的局面，而内卷加剧了价格下行的压力。今年以来政策面加大扩内需的实施力度，但对商品价格走势的改善比较有限，综合而言，在内外部环境的共同作用下，预计 PPI 增速将在未来一段时间内继续保持负增长。

附：品种观点评价体系

观点评级	短期（1 个月以内）	中期（1-3 个月）	长期（3 个月以上）
强烈看多	上涨 15%以上	上涨 15%以上	上涨 15%以上
看多	上涨 5-15%	上涨 5-15%	上涨 5-15%
震荡	振幅-5%-5%	振幅-5%-5%	振幅-5%-5%
看空	下跌 5%-15%	下跌 5%-15%	下跌 5%-15%
强烈看空	下跌 15%以上	下跌 15%以上	下跌 15%以上

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。分析师对信息来源的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和意见不会发生任何变化，本报告中的信息和意见仅供参考。

免责声明

国贸期货有限公司已取得期货投资咨询业务资格，投资咨询业务资格：证监许可【2012】31 号。

本报告由国贸期货有限公司撰写及发布。本报告中的信息均来源于公开资料或合规渠道，国贸期货力求准确、客观、公正，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的交易建议。在任何情况下，国贸期货不承诺交易者一定获利，不与交易者分享交易收益，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任何责任。交易者务必注意，其据此做出的任何交易决策与国贸期货无关。

本报告仅供特定客户作参考之用，国贸期货不会因接收人收到本报告而视其为国贸期货的当然客户。未经国贸期货书面授权，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均构成对国贸期货的侵权。如欲引用或转载本报告，务必联络国贸期货并获得书面许可，并需注明出处为国贸期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用或删改。如未经国贸期货授权，私自转载或者引用本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或引用者承担，国贸期货保留追究其法律责任的权利。

风险提示

期货市场具有潜在风险，交易者在进行期货交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险，建议交易者应当充分深入地了解期货市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告提供的全部分析及建议内容仅供参考，不构成对交易者的任何交易建议及入市依据，交易者应当自主做出期货交易决策，独立承担期货交易后果。

期市有风险，投资需谨慎