

证券研究报告**宏观研究****专题报告**

解运亮 宏观首席分析师

执业编号: S1500521040002

联系电话: 010-83326858

邮箱: xieyunliang@cindasc.com

麦麟玥 宏观分析师

执业编号: S1500524070002

邮箱: mailinyue@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅

大厦B座

邮编: 100031

物价负增可能贯穿整个三季度

2025年6月10日

- **5月的价格表现主要呈现出三个特征，勾勒出一幅“核心回暖但整体低迷、服务强而商品弱”的图景，揭示当前经济处于弱复苏阶段。**
- **一是核心通胀同比涨幅扩大，整体通胀同比持平前值。**整体通胀同比表现既未继续上升也没有出现下降，与4月的表现相持平，说明虽然核心部分在涨价，但是食品和能源的下跌抵消了价格的上涨。我们认为，这一特征背后主要体现的是，内生需求温和修复与外生价格扰动的对冲。
- **二是消费品价格在跌，服务价格在涨。**5月消费品价格同比连续4个月出现负增长；相反，服务价格同比连续3个月出现正增长。对比之下，服务价格环比基本上和季节性均值相吻合，而消费品价格环比在5月明显不及季节性均值。我们认为，“消费品价格受挫、服务消费价格回升”这一局面背后显示消费品价格和服务价格的修复存在背离。
- **三是农产品和能源品价格齐跌，而扣除能源的工业消费品涨价。**5月农产品价格同比多数回落，与此同时，能源价格同比降幅扩大，是CPI同比下降的主要因素。然而，扣除能源的工业消费品价格同比涨幅却在扩大。我们认为，这一特征背后显示出，输入性的价格下行压力压制了消费政策对整体价格的提振。
- **结合三个特征来看，农产品和能源品既是消费品价格回落的关键，也是CPI没有跟随核心通胀上涨的根源。**
- **往后看，物价负增长可能贯穿至三季度末。**首先，猪价下行压力仍在，猪肉价格或继续下跌。根据财联社报道，今年5月底，多家头部猪企业接到相关部门通知，要求暂停能繁母猪扩产、控制出栏体重等。短期来看，短期内市场供应或将增加，三季度的猪价下行压力仍大。其次，当前提振消费政策对物价的影响有限，若能源品出现波动性回调，其提振消费带来的物价提升极易被能源价格回调所对冲。现在美国与各国谈判进度相对缓慢，且未来关税政策存在较大不确定性，我们预计能源价格同比或仍处于负增状态。
- **风险因素：**地缘政治风险，国际油价上涨超预期等。

目 录

一、物价表现呈现出三个特征.....	3
二、物价负增可能贯穿整个三季度.....	6
风险因素	8

图 目 录

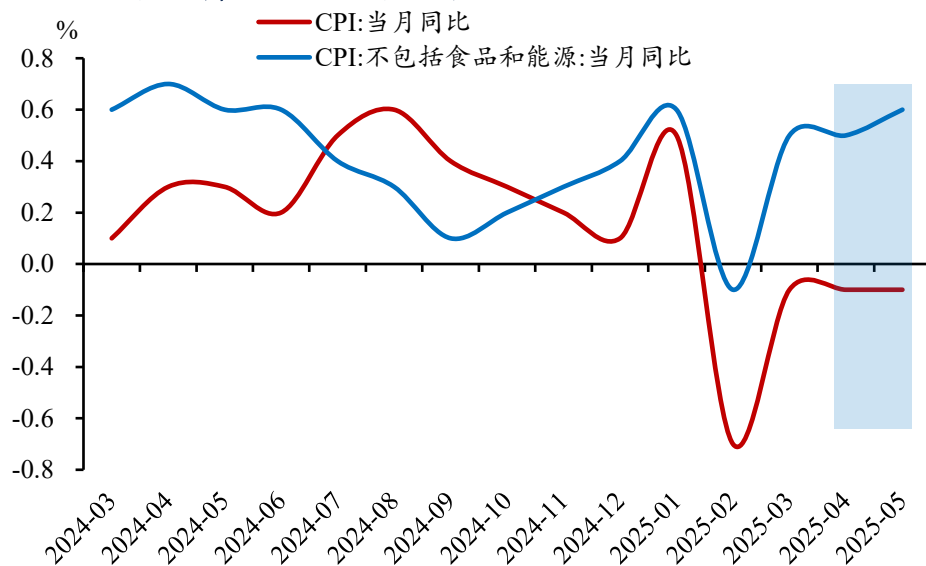
图 1: CPI 同比持平, 而核心 CPI 同比回升.....	3
图 2: 消费品价格回落, 服务价格回升	4
图 3: 5 月服务价格基本与 2017-2019 年均值吻合	4
图 4: 5 月消费品价格明显不及 2017-2019 年均值	5
图 5: 扣除能源的工业消费品在涨价	5
图 6: 生产资料降价, 生活资料涨价	6
图 7: 新涨价因素阻碍了 PPI 的回升	6
图 8: 猪价下行压力仍在.....	7

一、物价表现呈现出三个特征

5月CPI同比持平于前值，为-0.1%，比预期要高，而5月的价格表现主要呈现出以下三个特征。

一是核心通胀同比涨幅扩大，整体通胀同比持平前值。5月核心CPI同比涨幅扩大0.1个百分点，至0.6%，同期整体CPI同比为-0.1%。整体通胀同比表现既未继续上升也没有出现下降，与4月的表现相持平，说明虽然核心部分在涨价，但是食品和能源的下跌抵消了价格的上涨。我们认为，这一特征背后主要体现的是，内生需求温和修复与外生价格扰动的对冲。

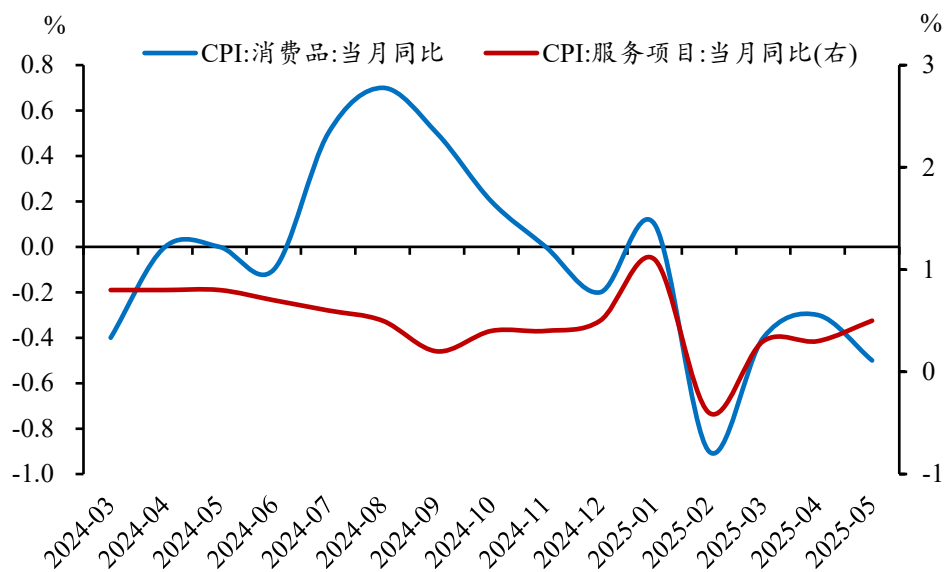
图 1：CPI 同比持平，而核心 CPI 同比回升



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

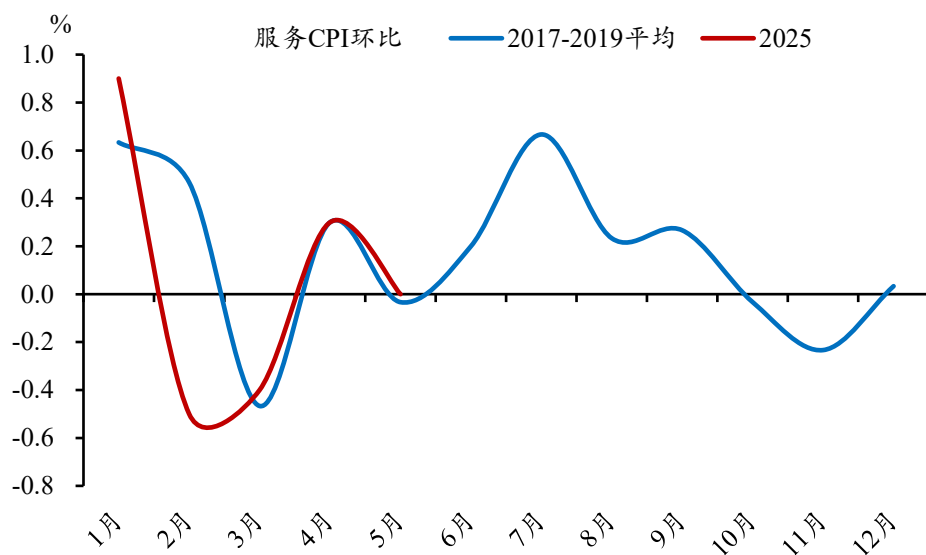
二是消费品价格在跌，服务价格在涨。5月消费品价格同比下降0.5%，连续4个月出现负增长；相反，服务价格同比上涨0.5%，涨幅比前值扩大0.2个百分点，连续3个月出现正增长，交通工具租赁费(+3.6%)、飞机票(+1.2%)和旅游价格(+0.9%)这些都实现由降转涨。对比之下，服务价格环比基本上和季节性均值相吻合，而消费品价格环比在5月明显不及季节性均值(图3、图4)。我们认为，“消费品价格受挫、服务消费价格回升”这一局面背后显示消费品价格和服务价格的修复存在背离。

图 2：消费品价格回落，服务价格回升



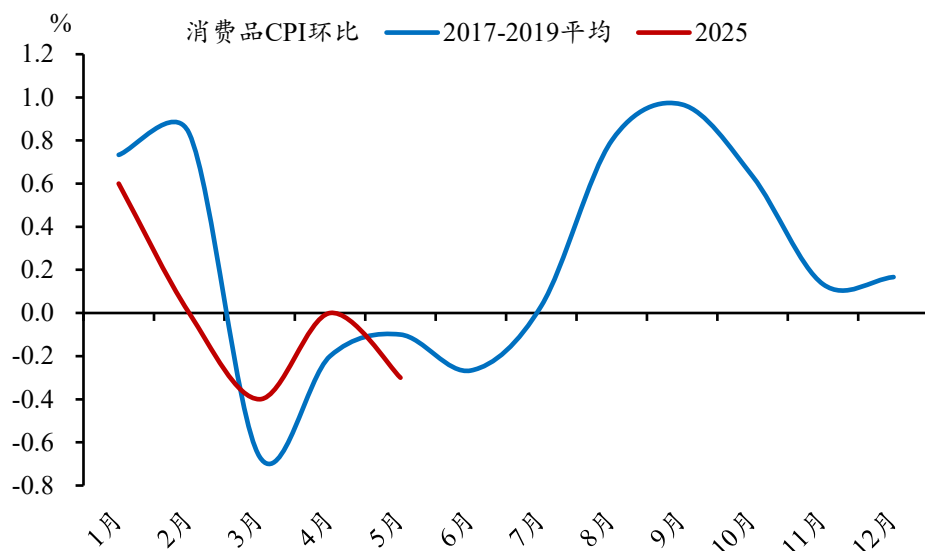
资料来源:ifind, 信达证券研发中心

图 3：5 月服务价格基本与 2017-2019 年均值吻合



资料来源:ifind, 信达证券研发中心

图 4：5 月消费品价格明显不及 2017-2019 年均值

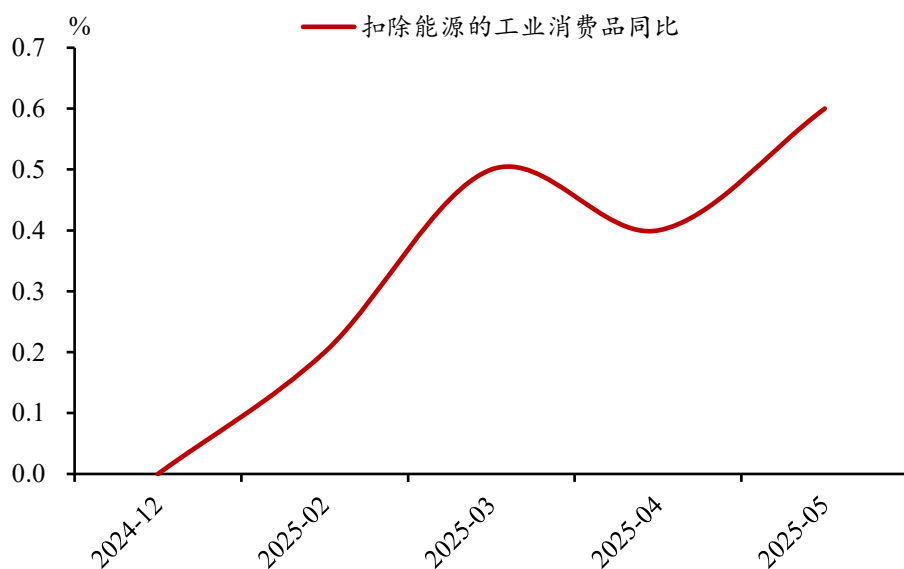


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

三是农产品和能源品价格齐跌，扣除能源的工业消费品涨价。5 月农产品价格同比多数回落（如：猪肉、菜、蛋等），与此同时，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。农产品价格下跌或与国内市场供应充足有关，而能源品价格下跌主要受国际油价的影响。然而，农产品和能源品价格齐跌之下，扣除能源的工业消费品价格同比上涨 0.6%，较 4 月扩大了 0.2 个百分点（图 5）。我们认为，这一特征背后显示出，输入性的价格下行压力压制了消费政策对整体价格的提振。

5 月 CPI 数据勾勒出一幅“核心回暖但整体低迷、服务强而商品弱”的图景，揭示当前经济处于弱复苏阶段。

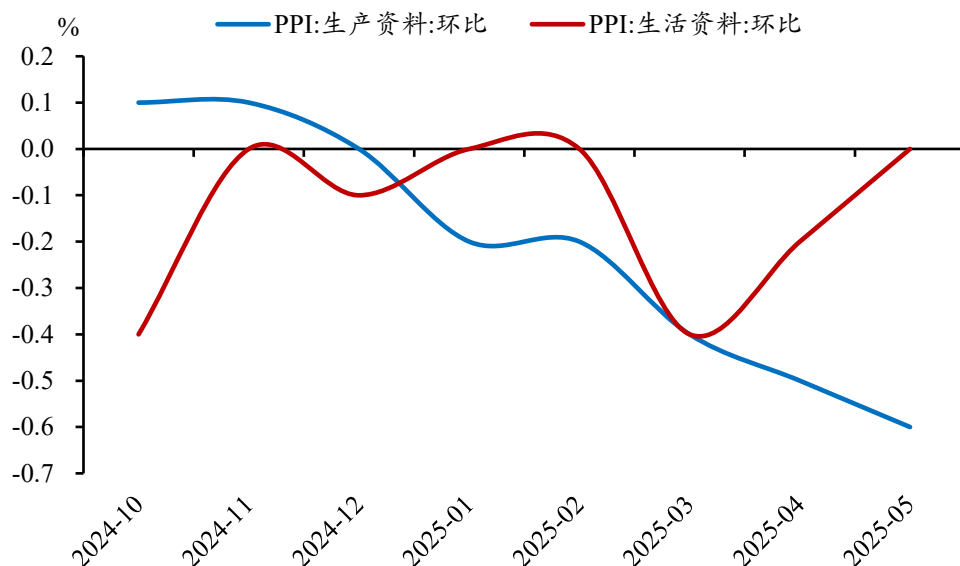
图 5：扣除能源的工业消费品在涨价



资料来源: 国家统计局, 信达证券研发中心

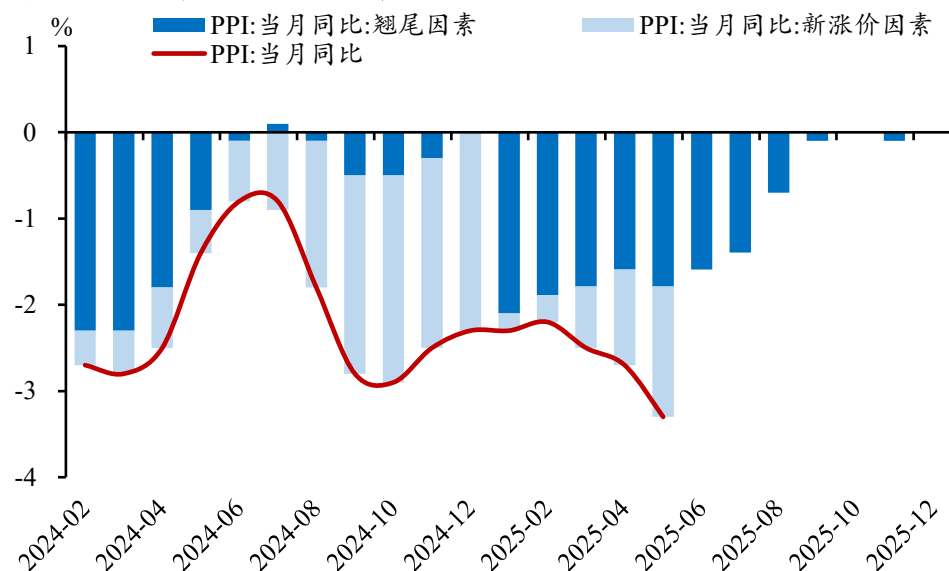
与5月CPI好于预期不同，PPI同比为超预期下跌。5月PPI同比下降3.3%，延续了年初以来的弱势格局，但结构性分化特征显著。生产资料价格环比连续5个月下降，生活资料价格连续3个月上升。新涨价因素阻碍了PPI的回升（图7），影响5月PPI的因素主要有两个：国际输入性因素影响、国内部分能源和原材料价格下行，正是这些因素对生产资料的影响程度大于生活资料，才导致了生产和生活资料的价格分化。往后来看，PPI回正的难度或较大。

图6：生产资料降价，生活资料涨价



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

图7：新涨价因素阻碍了PPI的回升



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

二、物价负增可能贯穿整个三季度

结合CPI价格表现的三个特征来看，我们认为农产品和能源品既是消费品价格回落的关键，也是CPI没有跟随核心通胀上涨的根源。基于此，后续消费品能否和服务价格一同回升，以及整体CPI能否跟随核心通胀回升，都与其压制能否缓解至关重要。我们认为，猪价下行压力仍在，猪肉价格或继续下跌，物价负增长可能贯穿整个三季

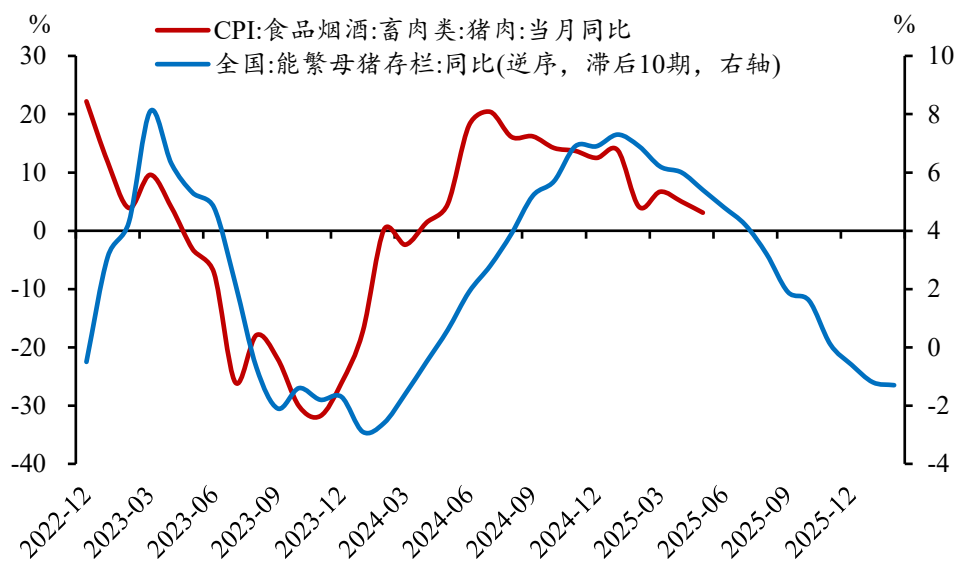
度。

首先，猪价下行压力仍在，猪肉价格或继续下跌。根据财联社报道，今年5月底，多家头部猪企业接到相关部门通知，要求头部企业带头稳价格，暂停能繁母猪扩产、控制出栏体重等。控制出栏体重将直接减少养殖户二次育肥和压栏惜售行为，这或将导致原本计划延长养殖周期的生猪提前出栏，短期内市场供应或将增加。短期来看，第三季度的猪价下行压力仍大。长期来看，这一调整措施对价格的实质性提振可能需要等到明年。

其次，当前提振消费政策带来的物价影响有限，很可能被能源品价格的回调所对冲。以旧换新政策对电子产品、家电等消费品的影响主要体现在扣除能源的工业消费品价格中。通过5月价格的表现不难看出，当前提振消费政策对物价的影响有限，若能源品出现波动性回调，其提振消费带来的物价提升极易被能源价格回调所对冲。我们认为，海外因素对油价的波动主要源自原油需求，现在美国与各国谈判进度相对缓慢，且未来关税政策存在较大不确定性，能源价格同比或仍处于负增状态。

基于以上两层压制，我们认为，继CPI保持4个月的负增长之后，这种物价负增很可能将维持至三季度末。

图8：猪价下行压力仍在



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

风险因素

地缘政治风险，国际油价上涨超预期等。



研究团队简介

解运亮，信达证券宏观首席分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学财政金融学院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。2020 年“21 世纪最佳预警研究报告”获得者。2022 年 Wind 金牌分析师宏观研究第二名。2022 年云极“十大讲师”。2023 年东方财富 Choice 最佳宏观分析师。2023 年中国信达集团“金牌宣讲人”。2024 年 Wind 金牌分析师宏观研究第五名。

麦麟玥，信达证券宏观研究助理。中山大学硕士，2022 年 7 月加入信达证券研究所，侧重于研究美国经济和出口。所属团队获得 2024 年 Wind 金牌分析师宏观研究第五名。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券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并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入： 股价相对强于基准15%以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准5%~20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5%之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。