

宏观 | 点评报告

证券研究报告

2025/6/9

5月通胀数据点评——

能源价格拖累，CPI环比转降

证券分析师： 徐超
分析师登记编号： S1190521050001

证券分析师： 万琦
分析师登记编号： S1190524070001

目录

- 1、能源价格拖累，CPI环比转降
- 2、基数叠加内外因素影响，PPI同比降幅扩大

- 中国5月CPI同比-0.1%，预期-0.2%，前值-0.1%。
- 中国5月PPI同比-3.3%，预期-3.2%，前值-2.7%。

图表1：通胀数据主要分项

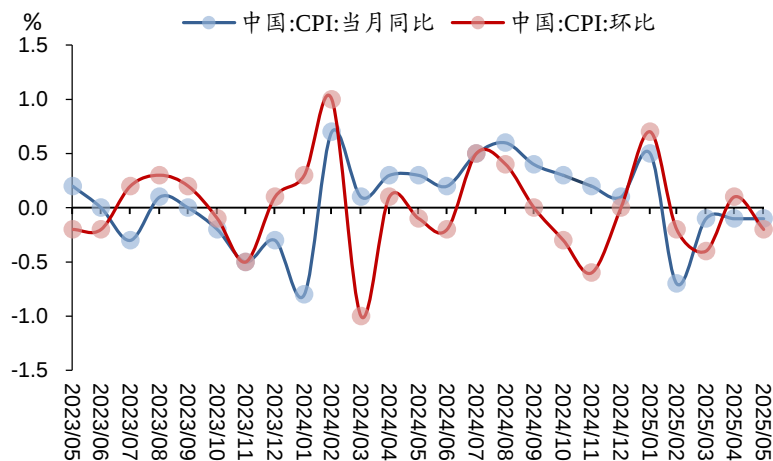
	CPI和PPI的同比和环比增速												
(%)	2025-05	2025-04	2025-03	2025-02	2025-01	2024-12	2024-11	2024-10	2024-09	2024-08	2024-07	2024-06	2024-05
CPI同比	-0.1	-0.1	-0.1	-0.7	0.5	0.1	0.2	0.3	0.4	0.6	0.5	0.2	0.3
食品	-0.4	-0.2	-1.4	-3.3	0.4	-0.5	1.0	2.9	3.3	2.8	0.0	-2.1	-2.0
非食品	0.0	0.0	0.2	-0.1	0.5	0.2	0.0	-0.3	-0.2	0.2	0.7	0.8	0.8
核心	0.6	0.5	0.5	-0.1	0.6	0.4	0.3	0.2	0.1	0.3	0.4	0.6	0.6
CPI环比	-0.2	0.1	-0.4	-0.2	0.7	0.0	-0.6	-0.3	0.0	0.4	0.5	-0.2	-0.1
食品	-0.2	0.2	-1.4	-0.5	1.3	-0.6	-2.7	-1.2	0.8	3.4	1.2	-0.6	0.0
非食品	-0.2	0.1	-0.2	-0.1	0.6	0.1	-0.1	0.0	-0.2	-0.3	0.4	-0.2	-0.2
核心	0.0	0.2	0.0	-0.2	0.5	0.2	-0.1	0.0	-0.1	-0.2	0.3	-0.1	-0.2
PPI同比	-3.3	-2.7	-2.5	-2.2	-2.3	-2.3	-2.5	-2.9	-2.8	-1.8	-0.8	-0.8	-1.4
生产资料	-4.0	-3.1	-2.8	-2.5	-2.6	-2.6	-2.9	-3.3	-3.3	-2.0	-0.7	-0.8	-1.6
生活资料	-1.4	-1.6	-1.5	-1.2	-1.2	-1.4	-1.4	-1.6	-1.3	-1.1	-1.0	-0.8	-0.8
PPI环比	-0.4	-0.4	-0.4	-0.1	-0.2	-0.1	0.1	-0.1	-0.6	-0.7	-0.2	-0.2	0.2
生产资料	-0.6	-0.5	-0.4	-0.2	-0.2	0.0	0.1	0.1	-0.8	-1.0	-0.3	-0.2	0.4
生活资料	0.0	-0.2	-0.4	0.0	0.0	-0.1	0.0	-0.4	-0.1	0.0	0.0	-0.1	-0.1

资料来源：iFinD，太平洋证券

1、能源价格拖累，CPI环比转降

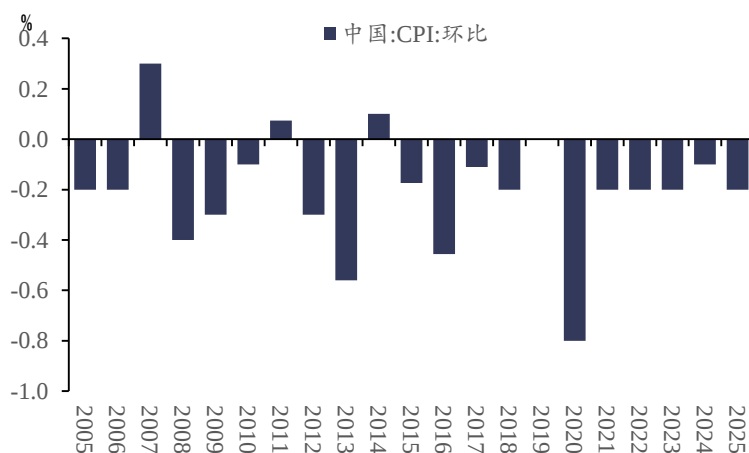
► **CPI同比持平前值，环比转为下降。**5月CPI同比下降0.1%，与前值相持平，小幅好于市场一致预期。环比而言下降0.2个百分点，由涨转降，表现符合季节性特征（过去五年及十年历史同期CPI环比均值分别为-0.3、-0.2个百分点）。结构上看，本月CPI边际走弱以及同比下降主要受能源分项的拖累。根据国家统计局，本月能源价格环比下降1.7%，影响CPI环比下降约0.13个百分点，占CPI总降幅近七成；能源价格同比下降6.1%，降幅比上月扩大1.3个百分点，影响CPI同比下降约0.47个百分点。

图表2：CPI环比及同比



资料来源：Wind，太平洋证券

图表3：5月CPI环比

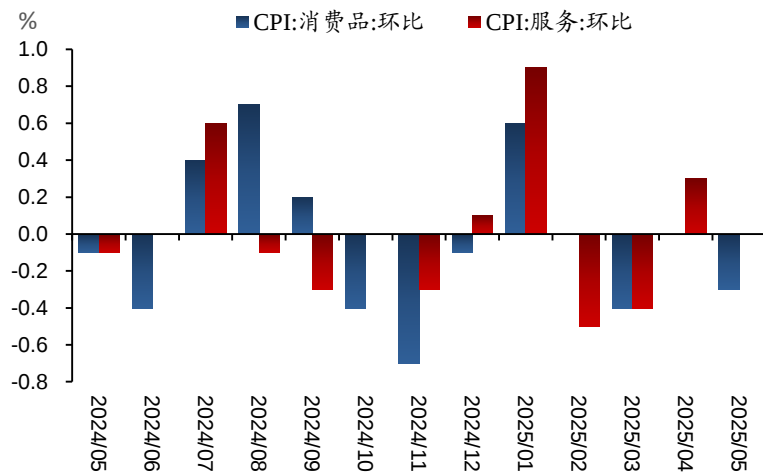


资料来源：Wind，太平洋证券

1、能源价格拖累，CPI环比转降

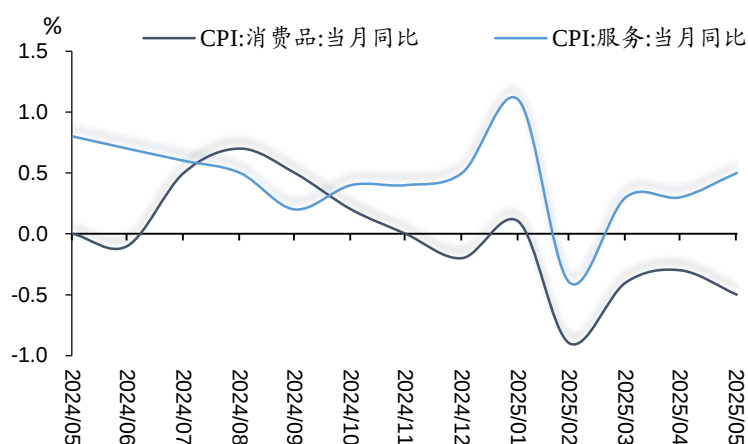
- **服务价格修复强于消费品。**本月消费品与服务价格表现分化。一是消费品同比在负增区间进一步下探，服务价格同比涨幅则比上月扩大0.2个百分点至0.5%；二是本月消费品价格环比转为负增，服务价格则持平于前值。消费品相对偏弱的修复可能与前文提及的能源分项有关，可以看到将能源扣除后，其他工业消费品价格同比涨幅比上月扩大0.2个百分点至0.6%，此外部分耐用消费品（金饰品、文娱相关、家用纺织品等）价格同比涨幅也均有扩大。

图表4：消费品及服务环比



资料来源：Wind，太平洋证券

图表5：消费品及服务同比

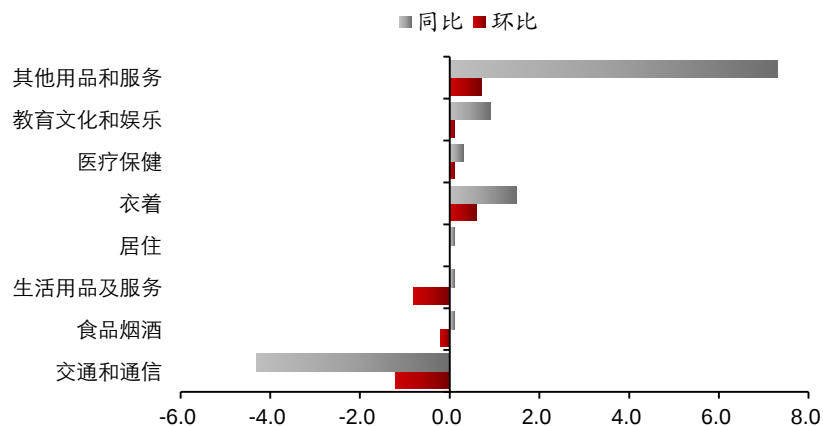


资料来源：Wind，太平洋证券

1、能源价格拖累，CPI环比转降

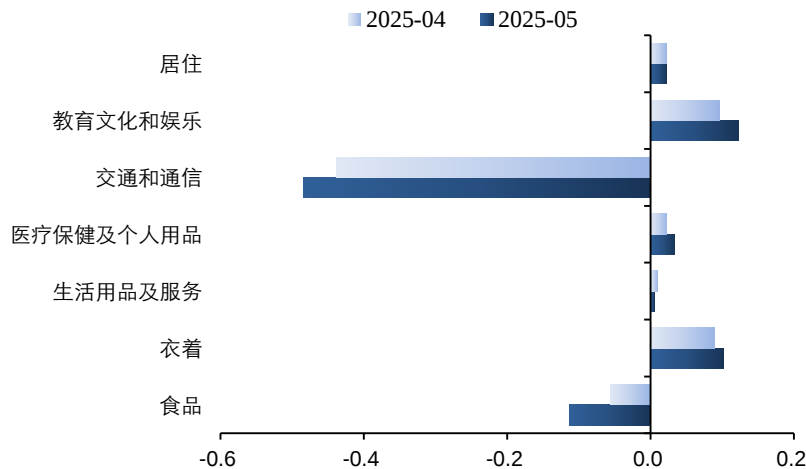
► **能源价格的拖累在细分项中也有体现。**具体分项价格同样表现出能源的拖累，尤其是与原油相关的输入性因素的影响，本月八大类商品及服务中，食品烟酒、生活用品及服务、交通和通信价格录得环比负增长，其中交通和通信价格环比下行较为明显，超过1%，主要与交通工具用燃料价格走弱有关，本月该项价格环比下降3.7%（前值为-2.0%）。基于同比角度，交通通信也是主要拖累项。本月八大类中仅交通通信同比负增，其中交通工具用燃料同比降幅近13%。

图表6：5月各分项价格环比及同比



资料来源：Wind，太平洋证券

图表7：各分项对CPI同比的拉动

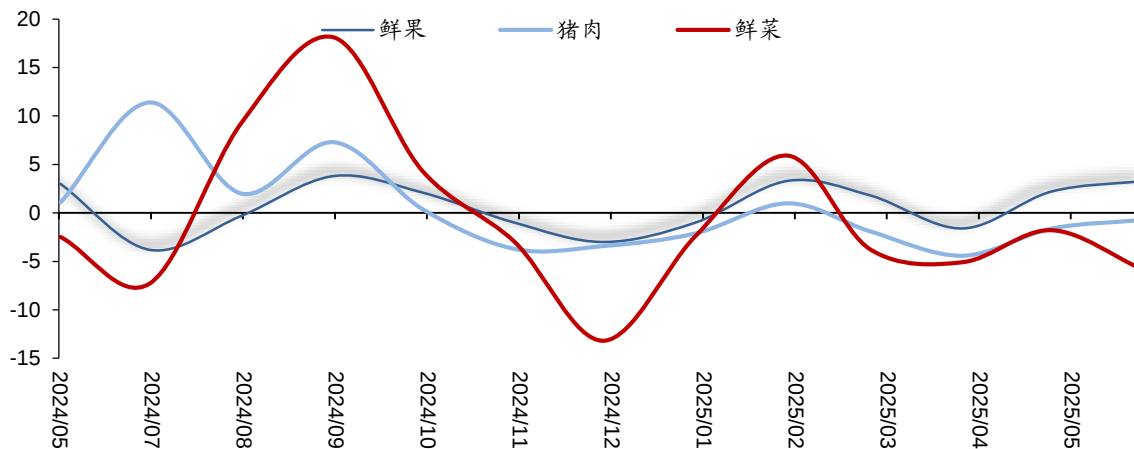


资料来源：Wind，太平洋证券

1、能源价格拖累，CPI环比转降

➤ **食品价格环比降幅小于季节性水平。**本月食品对整体CPI的影响有所弱化。食品价格环比下降0.2%，仅影响CPI环比下降约0.04个百分点。这一变动方向符合季节性特征，但降幅小于季节性水平，过去十年5月食品项价格环比平均下行1.1个百分点。细分结构上，本月猪肉价格表现相对平稳，环比小幅下降0.7个百分点。鲜果及鲜菜边际调整幅度相对较大，前者环比上行3.3%（前值为2.2%），后者则环比下降5.9%（前值为环比下降1.8%），两者价格变动的主要影响因素来自供给侧，一方面本月应季蔬菜上市量增加，另一方面受制于暴雨天气因素，鲜果供应有所收紧。

图表8：部分食品分项价格环比

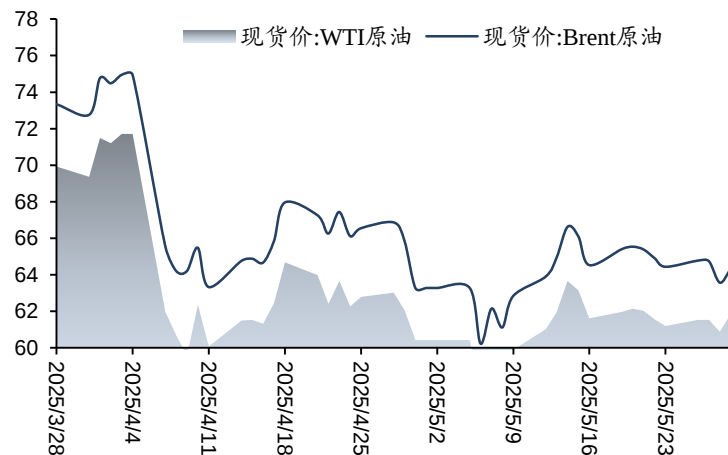


资料来源：Wind，太平洋证券

1、能源价格拖累，CPI环比转降

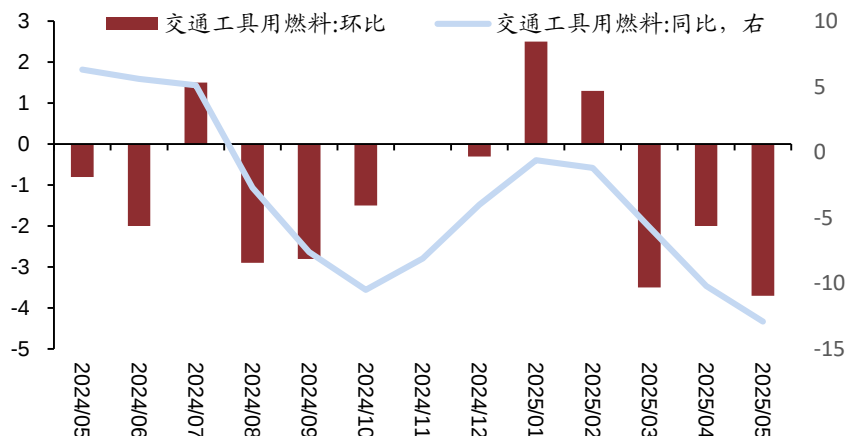
➤ **输入性因素影响相关行业价格。**前文提及能源分项是本月CPI价格走势的主要拖累，具体来看，全球定价的能源价格调整幅度更为明显。本月能源价格环比下降1.7%，汽油价格则受国际原油价格下行的传导，环比下降3.8%，降幅超出整体能源分项。除了原油外，国际金价同样对国内相关行业价格构成输入性影响。本月金饰品同比涨幅较前值扩大至40.1%。

图表9：国际油价



资料来源：Wind，太平洋证券

图表10：交通燃料价格环比及同比

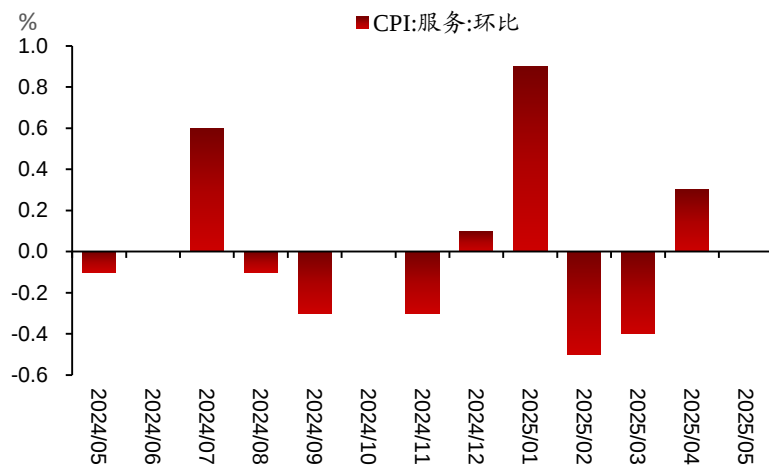


资料来源：Wind，太平洋证券

1、能源价格拖累，CPI环比转降

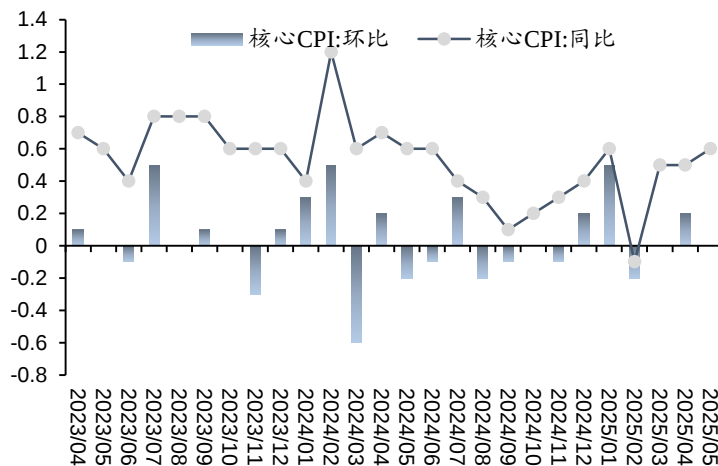
- **假期出行有关服务价格超季节性上涨。** 本月服务分项价格环比持平于前值，与季节性特征相符，其中在假期和消费回暖因素的支撑下，旅游出行相关服务价格依旧明显回升，本月宾馆住宿和旅游价格均出现超季节性的边际上行，分别上涨4.6%和0.8%，前者价格涨幅创近十年同期新高。此外交通工具租赁费、飞机票和旅游价格同比也都出现不同程度的修复，均由降转涨。
- 在非能源消费品及服务项的带动下，核心CPI同比涨幅扩大。本月CPI同比降幅与前值一致，核心CPI涨幅则比上月扩大0.1个百分点，主要是因为拖累CPI的能源并未被包含在核心CPI的统计口径中，并且在政策支持及节假日效应的刺激下，消费需求持续回暖，非能源的消费品及服务对核心CPI同比加快上行形成一定贡献。

图表11：服务价格环比



资料来源：Wind，太平洋证券

图表12：核心CPI同比及环比

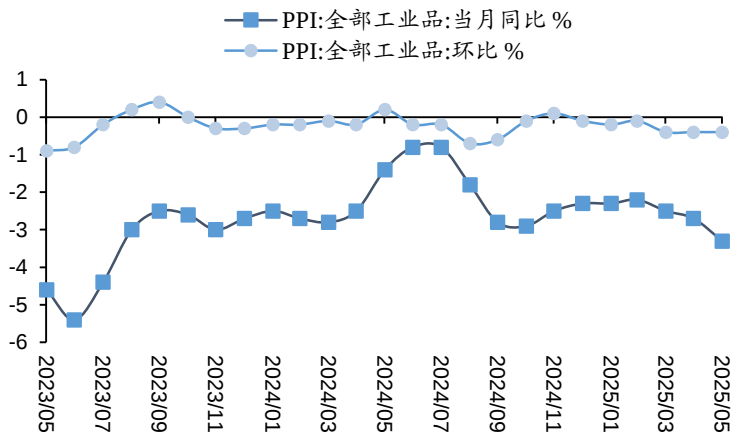


资料来源：Wind，太平洋证券

2、基数叠加内外因素影响，PPI同比降幅扩大

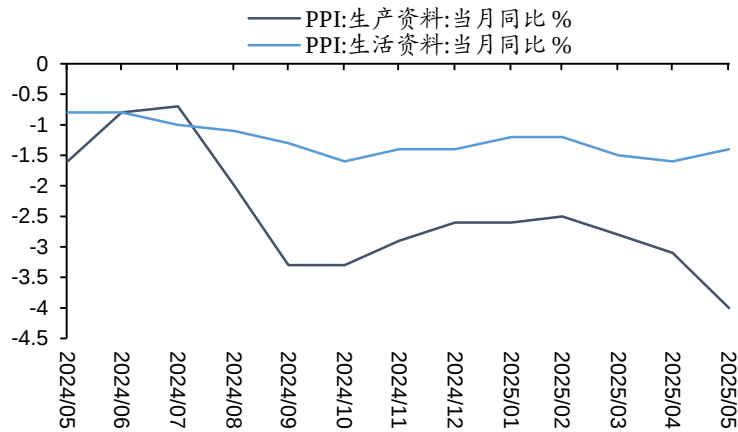
► **PPI持续低位运行。**5月PPI环比下降0.4%，降幅与上月相同，同比下降3.3%，降幅比上月扩大0.6个百分点，表现小幅低于市场预期。整体来看，PPI延续偏弱运行的走势，国际输入性因素及国内部分行业供需关系待优化仍制约PPI的修复，叠加去年同期对比基数有所走高，本月PPI同比读数压力进一步增加。

图表13：PPI同比及环比



资料来源：Wind，太平洋证券

图表14：生产资料及生活资料同比

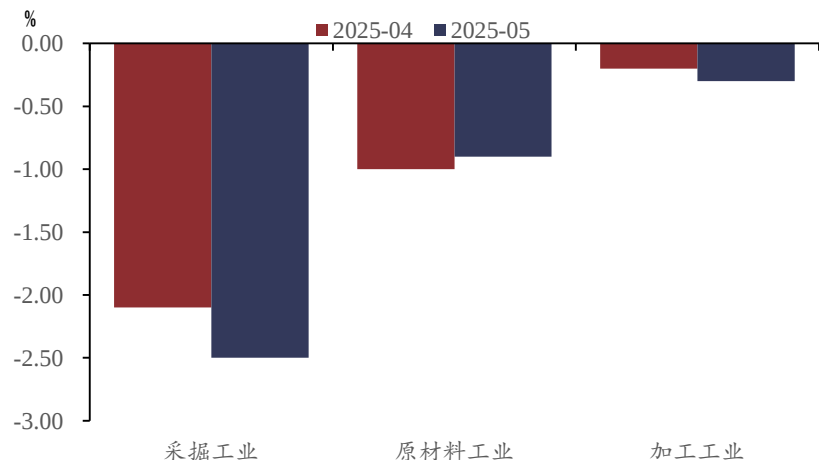


资料来源：Wind，太平洋证券

2、基数叠加内外因素影响，PPI同比降幅扩大

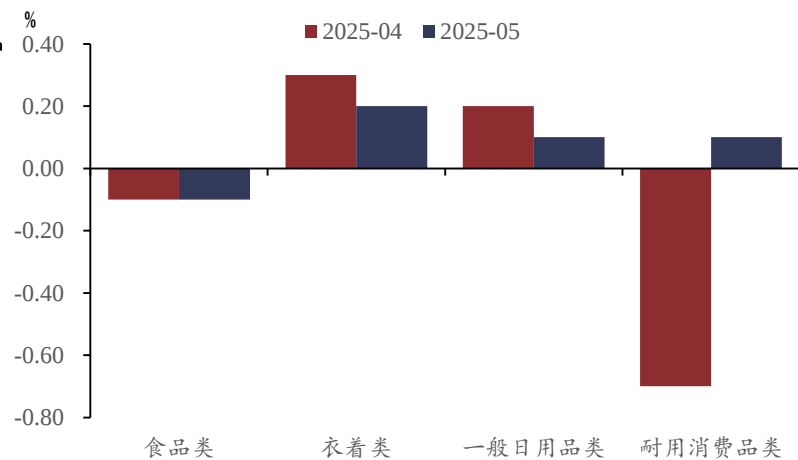
► **中上游生产资料价格相对承压。**结构上看，PPI偏弱运行的主要拖累源自生产资料方面。根据国家统计局，5月生产资料价格环比下降0.6%，影响工业生产者出厂价格总水平下降约0.44个百分点；同比下降4.0%，影响工业生产者出厂价格总水平下降约2.98个百分点。其中上游行业的价格压力更为显著。采掘工业价格同比下降11.9%，环比下降2.5%，同比及环比降幅均超出原材料工业和加工工业。相比而言，生活资料价格则出现一定程度的修复，同比降幅收窄，环比同样止降。结构上耐用消费品类价格改善明显，或受促消费政策支持、需求释放的带动。

图表15：生产资料细分项环比



资料来源：Wind，太平洋证券

图表16：生活资料细分项环比



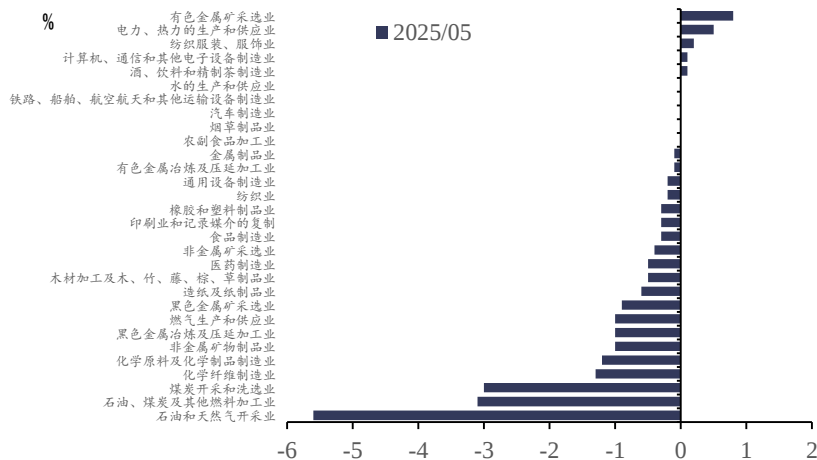
资料来源：Wind，太平洋证券

2、基数叠加内外因素影响，PPI同比降幅扩大

► **细分结构上看，价格压力集中在能源与原材料相关行业。**本月工业行业中价格承压较为显著的一是全球定价大宗商品相关行业，二是国内部分能源和原材料领域。一方面受国际原油价格下行影响，本月国内石油相关行业价格有所下探，具体而言，石油和天然气开采业、精炼石油产品制造、精炼石油产品制造价格分别环比下降5.6%、3.5%、1.2%，三者合计影响PPI环比下降约0.23个百分点，超过总降幅的五成。另一方面，国内部分工业领域供需格局仍待优化，价格上行受制。一，因供给较为充足且处于需求淡季，煤炭相关行业价格持续边际走弱，本月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%；二，因地产尚未摆脱低位运行状态，再加上雨水天气阶段性影响项目施工，本月建材类需求释放有限，叠加相关品类供给处于宽松区间，黑色金属冶炼和压延加工业、非金属矿物制品业价格同样面临下行压力。

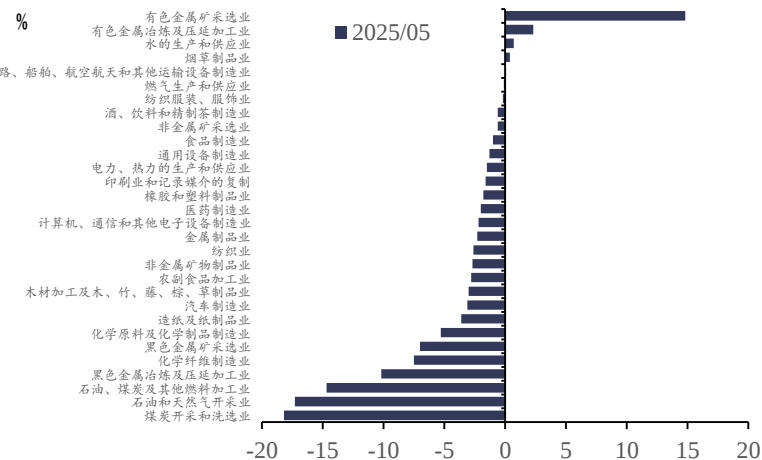
► 考虑到“两新”政策的实施以及新质生产力的发展，部分领域价格呈改善迹象。本月家用洗衣机、电视机制造、汽车整车制造价格同比降幅均有收窄，可穿戴智能设备制造、半导体器件专用设备制造等高端装备制造业价格同比则出现不同程度的上涨。

图表17：主要行业PPI环比



资料来源：Wind，太平洋证券

图表18：主要行业PPI同比



资料来源：Wind，太平洋证券

风险提示

- 关税政策不确定性；
- 地缘政治风险；
- 内需修复不及预期。

太平洋证券股份有限公司

云南省昆明市盘龙区北京路926号同德广场写字楼31楼



投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。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机构和个人的投资建议，投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。