

2025年06月09日

证券分析师

刘思佳 S0630516080002

liusj@longone.com.cn

联系人

李嘉豪

lijiah@longone.com.cn

价格压力持续，亟待政策破局

——国内观察：2025年5月通胀数据

投资要点

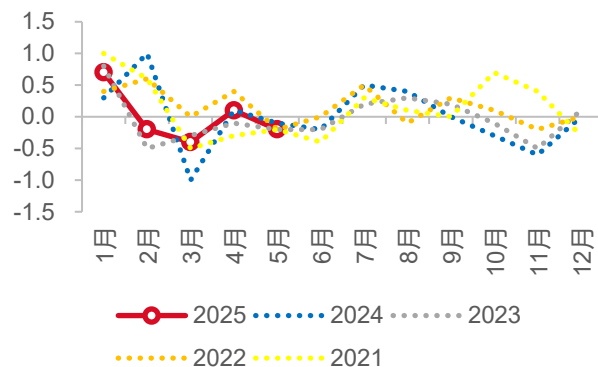
- **事件：**2025年6月9日，统计局发布5月通胀数据。5月，CPI当月同比-0.1%，前值-0.1%；环比-0.2%，前值0.1%。PPI当月同比-3.3%，前值-2.7%；环比-0.4%，前值-0.4%。
- **核心观点：**5月CPI环比虽然符合季节性，但同比已连续4个月为负，PPI同比也突破了此前持续震荡的区间下限。油价的下跌拖累了CPI中的交通和通信价格，也输入性影响了PPI中相关产业价格。不过从6月第一周的情况来看，油价出现了明显的反弹，这一限制影响在6月可能会有所减轻，但拉长时间来看仍存不确定性。从整个二季度来看，实际GDP可能维持韧性，但名义GDP或仍有压力，影响权益上限空间。后续来看，需求上关注增量政策加码的节奏，供给上“内卷式”竞争整治的推进也值得关注。
- **CPI基本符合季节性。**5月CPI环比-0.2%，持平于近4年同期均值，基本符合季节性。食品强于季节性而非食品弱于季节性，这一结构与4月相同。食品环比-0.2%，高于近4年同期均值-0.9%；非食品环比-0.2%，低于近4年同期均值0.0%。
- **食品强于季节性，猪价持续窄幅震荡。**食品主要分项中，鲜菜、猪肉虽然环比下跌，但却强于季节性；鲜果环比上涨3.3%，同样强于季节性；鸡蛋表现偏弱，今年以来持续弱于季节性。近1年半的时间以来，猪价持续窄幅震荡，对CPI的带动多由翘尾因素带动，新涨价贡献有限，周期属性有所弱化。
- **油价拖累非食品价格。**5月非食品价格同比0.0%，持平于前值。分项中，衣着、教育文化和娱乐、居住、医疗保健、其他用品和服务强于季节性，生活用品及服务、交通和通信弱于季节性。其中交通和通信拖累明显，主要受油价下跌的影响，分项中交通工具用燃料价格环比下跌3.7%。据统计局解读，5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。
- **核心CPI同比小幅回升，消费品或受“618”周期拉长影响。**5月核心CPI环比0.0%，持平于近4年同期均值，由于翘尾因素的存在，推动同比回升至0.6%。服务（环比0.0%）和消费品（环比-0.3%）均持平于季节性；但从同比来看，消费品依旧维持4个月的负增长，“618”周期的拉长对消费品价格可能有一定影响。
- **PPI弱势走低，基数压力抬升。**PPI环比-0.4%，与前值持平，继续弱于季节性。从同比来看，也突破了此前8个月持续震荡的-2.0%至-3.0%区间下限。除了价格环比下跌的影响之外，同比基数的抬升也是主因之一，而这一因素的影响可能至少会持续到8月。
- **生产资料拖累加深，上游成本低位或继续支撑中游利润。**生活资料环比0.0%，同比降幅收窄；生产资料受上游拖累较多，环比连续5个月下跌，同比降幅扩大至-4.0%。外部因素上，虽然5月中美贸易摩擦阶段性改善，但原油价格月内仍维持跌势，带动国内相关产业价格回落。内部环境上，传统产业中，虽然沥青开工率高于去年同期，但基建强地产弱的格局没有明显变化，截至6月8日当周，南华工业品价格指数、螺纹钢期货、水泥价格指数均连续3周下跌；中游相关产业价格表现较好，需求端有设备更新政策支持，叠加“抢出口”的影响，此外上游成本处于低位，盈利上的支撑有望延续。
- **风险提示：**国内政策落地不及预期；房地产投资超预期下滑；关税政策超预期；美国通胀超预期。

图1 CPI 当月同比, %



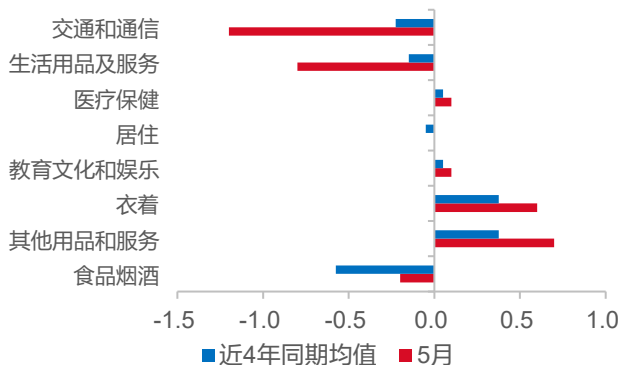
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图2 CPI 环比季节性, %



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图3 CPI 八大项环比及近4年均值, %



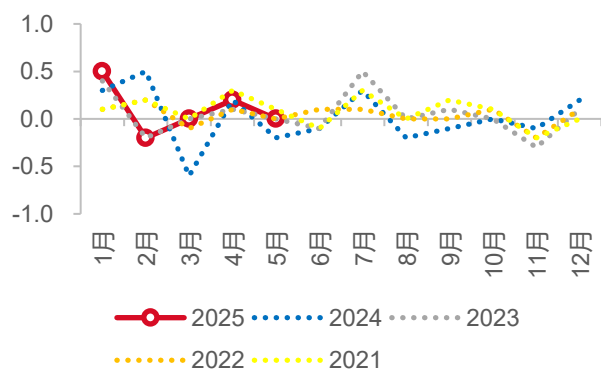
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图4 猪肉平均批发价月均值, 元/公斤



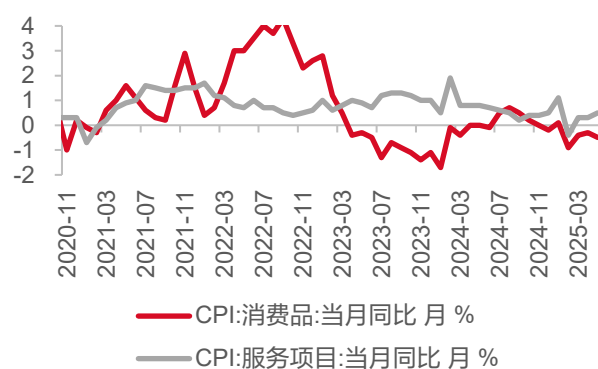
资料来源：农业农村部，东海证券研究所

图5 核心 CPI 环比, %



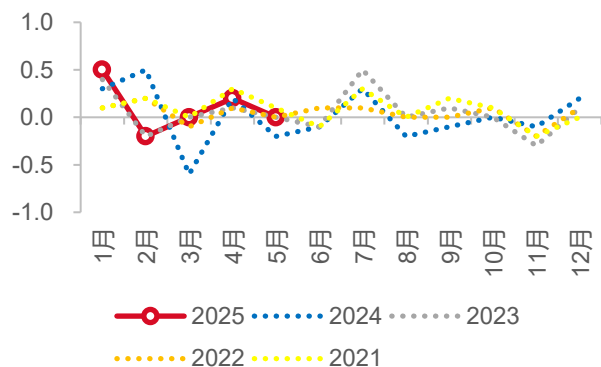
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图6 消费品及服务 CPI 当月同比, %



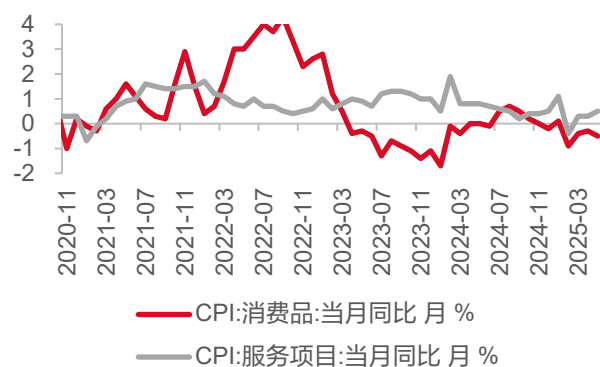
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图7 核心 CPI 环比季节性, %



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图8 消费品及服务 CPI 当月同比, %



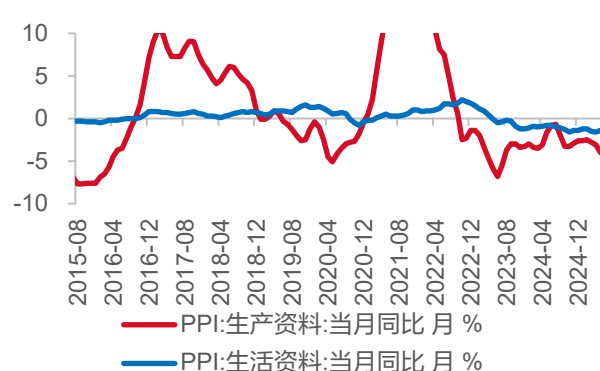
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图9 PPI 当月同比, %



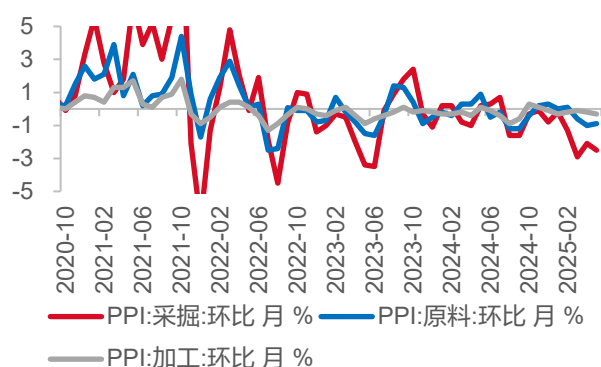
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图10 PPI 生产和生活资料类同比, %



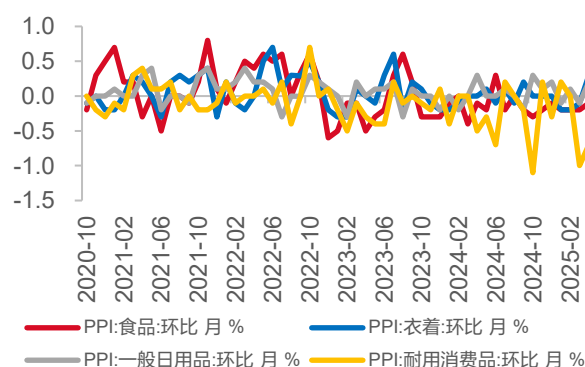
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图11 PPI 生产资料分项环比, %



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图12 PPI 生活资料分项环比, %



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

二、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注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告所涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明：

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证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，本公司亦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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明：

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址：Http://www.longone.com.cn
 座机：(8621) 20333275
 手机：18221959689
 传真：(8621) 50585608
 邮编：200125

北京 东海证券研究所

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址：Http://www.longone.com.cn
 座机：(8610) 59707105
 手机：18221959689
 传真：(8610) 59707100
 邮编：100089