

2025 年 05 月 11 日

贵金属或支持核心 CPI 环比回升

宏观研究团队

宏观经济点评

何宁（分析师）

hening@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

郭晓彬（联系人）

guoxiaobin@kysec.cn

证书编号：S0790123070017

事件：4 月 CPI 同比-0.1%，预期-0.3%，前值-0.1%；PPI 同比-2.7%，预期-2.8%，前值-2.5%。

● 核心 CPI 环比回升动能或来源于贵金属

4 月 CPI 同比持平于前值，为-0.1%，环比由负转正，较前值上升 0.5 个百分点至 0.1%。

1、农产品需求边际改善，食品 CPI 环比由负转正

4 月 CPI 食品项环比由负转正，较前值上升 1.6 个百分点至 0.2%。蔬菜方面，供给相对平稳而需求回升，鲜菜 CPI 环比降幅收窄，往后看，蔬菜供给或将继续增加，蔬菜价格或将承压。猪肉方面，需求边际改善，猪肉价格环比降幅收窄，往后看，预计进口饲料与肉类价格上涨或将带动猪肉价格回升。

2、核心 CPI 环比回升动能或来源于贵金属

4 月 CPI 非食品环比较前值上升 0.3 个百分点至 0.1%。4 月核心 CPI 环比较前值上升 0.2 个百分点至 0.2%，在连续两个月低于季节性（2025 年 4 月季节性采用 2019、2021、2023-2024 年环比平均值）后重新回归季节性水平之上，但仅高于季节性 0.03 个百分点，从具体分项来看，仅家用器具、交通工具略超季节性，我们推测主要推动力或为其他用品及服务项中的贵金属饰品，而整体商品零售环比则低于季节性。

服务 CPI 持平于季节性。旅游价格环比大幅度回升属于旺季的季节性回升，其当月环比甚至低于季节性 0.28 个百分点，仅邮递服务、医疗服务略超季节性，表明服务消费动能仍有待提振。从 3 月社零金额来看，2025 年 3 月服务零售环比高于季节性

● PPI 同比回落，能源、黑色价格延续回落，有色、建材价格韧性较强

4 月 PPI 同比较前值回落 0.3 个百分点至-2.5%，环比较前值回落 0.3 个百分点至-0.4%。

能源方面，供给边际宽松，原油价格承压，石油链产品价格环比仍为负；高库存弱需求，PPI 煤炭开采和洗选业环比仍为负。金属方面，需求不及预期，黑色环比较前值回落，美联储降息预期反复，有色价格震荡运行；基建开复工速度逐渐加快，非金属矿物制品业环比降幅收窄。

● 预计 5 月 CPI、PPI 同比均回落

CPI 方面，结合农产品批发价格指数等高频数据，我们预计 5 月 CPI 环比在-0.2%左右，同比或在-0.2%左右，再往后，关税政策或将推高大豆、猪肉等农产品价格，服务与实物消费或将平缓修复，CPI 同比或震荡上行，2025 年全年平均同比或在 0%-1%区间。PPI 方面，结合 CRB 现货指数等高频数据，我们预计 5 月 PPI 环比略有回升，同比回落，再往后，海外需求整体偏弱，国际定价大宗商品价格难有大幅上涨，或将震荡偏弱运行，2025 年全年平均同比或在-1%--2%区间。

● **风险提示：**政策变化超预期，大宗商品价格波动超预期。

相关研究报告

《出口韧性或仍来自于—宏观经济点评》-2025.5.10

《Q1 货政报告专栏中的关键信息—一季度货币政策执行报告简评》-2025.5.10

《观望等待是美联储当前的政策主基调—5 月 FOMC 会议点评》-2025.5.8

目 录

1、 核心 CPI 环比回升动能或来源于贵金属	3
1.1、 农产品需求边际改善，食品 CPI 环比由负转正	3
1.2、 核心 CPI 环比回升动能或来源于贵金属	4
2、 PPI 同比回落，能源、黑色价格回落，有色、建材价格韧性强	5
2.1、 多重复合指标显示，下游产品价格表现好于上游	5
2.2、 能源、黑色价格延续回落，有色、建材价格韧性强	5
3、 后续通胀预测：5 月 CPI、PPI 同比均回落	6
3.1、 CPI 预测：预计 5 月 CPI 同比回落	6
3.2、 PPI 预测：预计 5 月 PPI 同比回落	6
4、 风险提示	7

图表目录

图 1： 2025 年 4 月 CPI 同比增速持平于前值	3
图 2： 2025 年 4 月食品 CPI 环比由负转正	3
图 3： 核心 CPI 环比回升动能或来源于其他用品及服务中的贵金属饰品	4
图 4： 2025 年 4 月，核心 CPI 环比略超季节性	5
图 5： 2025 年 4 月，服务 CPI 环比持平于季节性	5
图 6： 2025 年 3 月，商品零售额环比低于季节性	5
图 7： 2025 年 3 月，服务零售额环比高于季节性	5
图 8： 2025 年 4 月 PPI 同比有所回落	6
图 9： 能源、黑色价格延续回落，有色价格韧性强	6
图 10： 预计 5 月 CPI、PPI 同比均回落	7
图 11： 预计 5 月 CPI-PPI 同比剪刀差扩大	7

事件：4月CPI同比-0.1%，预期-0.3%，前值-0.1%；PPI同比-2.7%，预期-2.8%，前值-2.5%。

1、核心CPI环比回升动能或来源于贵金属

4月CPI同比持平于前值，为-0.1%，环比由负转正，较前值上升0.5个百分点至0.1%。

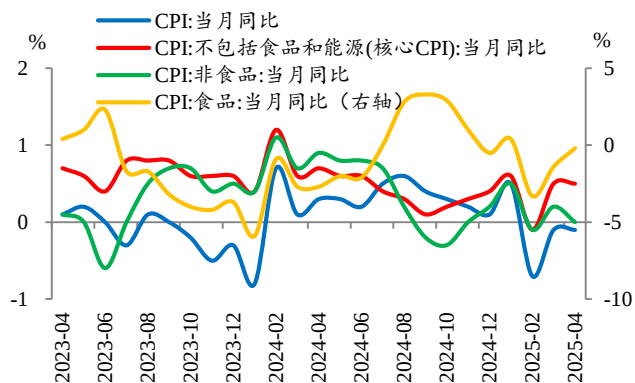
1.1、农产品需求边际改善，食品CPI环比由负转正

4月CPI食品项环比由负转正，较前值上升1.6个百分点至0.2%。鲜菜、猪肉、蛋类环比降幅收窄，鲜果环比由负转正。

蔬菜方面，供给相对平稳而需求回升，4月鲜菜CPI环比较前值上升3.3个百分点至-1.8%。往后看，蔬菜供给或将继续增加，蔬菜价格或将承压，5月1日-5月9日的28种重点监测蔬菜平均批发价较4月平均价格环比下降6.9%。

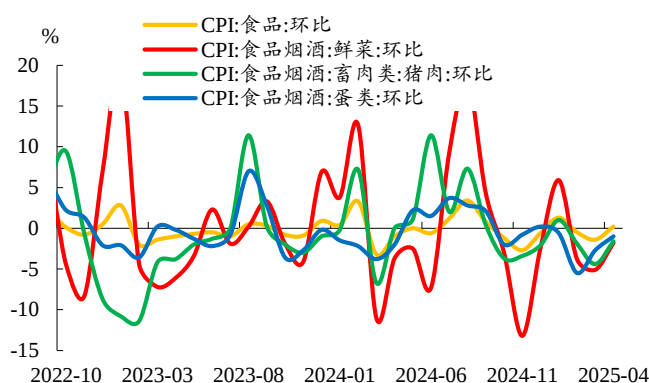
猪肉方面，需求边际改善，4月猪肉CPI环比较前值上升2.8个百分点至-1.6%。往后看，预计进口饲料与肉类价格上涨或将带动猪肉价格回升。

图1：2025年4月CPI同比增速持平于前值



数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：2025年4月食品CPI环比由负转正



数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2、核心 CPI 环比回升动能或来源于贵金属

4 月 CPI 非食品环比较前值上升 0.3 个百分点至 0.1%。分项看，旅游、交通工具用燃料环比回升相对明显；家用器具、通信工具环比回落幅度较大。

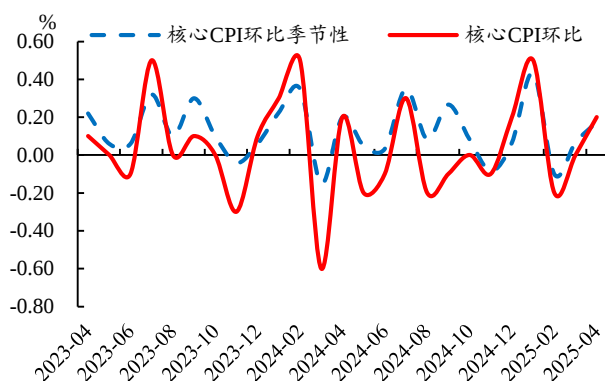
核心 CPI 环比回升动能或来源于贵金属。4 月核心 CPI 环比较前值上升 0.2 个百分点至 0.2%，在连续两个月低于季节性（2025 年 4 月季季节性采用 2019、2021、2023-2024 年环比平均值）后重新回归季节性水平之上，但仅高于季节性 0.03 个百分点，从具体分项来看，仅家用器具、交通工具略超季节性，我们推测主要推动力或为其他用品及服务项中的贵金属饰品。而整体商品零售环比则低于季节性。

服务 CPI 持平于季节性。旅游价格环比大幅度回升属于旺季的季节性回升，其当月环比甚至低于季节性 0.28 个百分点，仅邮递服务、医疗服务略超季节性，表明服务消费动能仍有待提振。从 3 月社零金额来看，2025 年 3 月服务零售环比高于季节性。

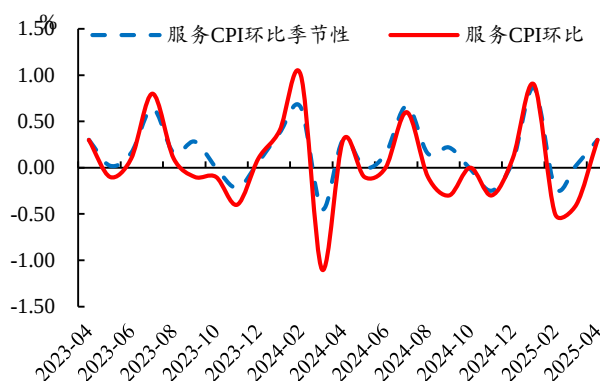
图3：核心 CPI 环比回升动能或来源于其他用品及服务中的贵金属饰品

当月环比-季节性环比 (%)	2024-05	2024-06	2024-07	2024-08	2024-09	2024-10	2024-11	2024-12	2025-01	2025-02	2025-03	2025-04	近一年环比不弱于季节性比重	近半年环比不弱于季节性比重	近半年边际变化
核心 CPI	-0.25	-0.13	-0.05	-0.28	-0.37	-0.08	-0.02	0.13	0.07	-0.10	-0.07	0.03	25%	50%	上
卷烟	-0.03	-0.05	0.02	-0.10	-0.05	-0.03	-0.10	0.05	-0.05	-0.03	-0.04	-0.08	17%	17%	平
酒类	-0.35	-0.68	-0.15	-0.27	-0.70	0.10	-0.55	-0.20	-0.20	-0.50	0.10	-0.05	17%	17%	平
衣着	0.10	0.01	-0.01	-0.05	0.00	-0.46	0.13	0.10	0.09	0.15	0.11	-0.05	58%	83%	上
家用器具	-1.05	-0.90	0.10	-0.53	-0.08	-0.37	-0.50	0.07	0.32	0.08	2.62	0.03	50%	83%	上
交通工具	-0.50	-0.73	-0.40	-0.23	-0.07	-0.18	0.18	0.20	-0.05	-0.11	0.24	0.10	33%	67%	上
通信工具	0.05	1.10	0.93	-0.25	-0.60	0.57	1.62	2.42	0.08	-0.03	0.10	-0.80	67%	67%	平
中药	-0.38	-0.45	-0.45	-0.47	-0.57	-0.28	-0.35	-0.13	-0.36	-0.39	-0.32	-0.40	0%	0%	平
西药	-0.53	-0.37	-0.45	-0.47	-0.28	-0.22	-0.30	-0.15	-0.19	-0.28	-0.48	-0.13	0%	0%	平
服务 CPI	-0.10	-0.15	-0.07	-0.25	-0.52	0.02	-0.05	0.03	0.04	-0.29	-0.43	0.00	33%	50%	上
租赁房租	-0.15	-0.12	-0.20	-0.33	-0.25	-0.08	-0.02	0.05	0.02	-0.41	-0.21	0.00	25%	50%	上
家庭服务	-0.08	-0.18	-0.20	-0.17	-0.18	-0.15	-0.10	0.07	2.42	-3.29	-0.01	-0.08	17%	33%	上
交通工具使用和维修	-0.07	-0.08	0.02	-0.10	-0.08	-0.08	-0.20	-0.10	-1.15	-0.03	0.23	-0.03	17%	17%	平
通信服务	0.05	0.07	0.12	0.07	0.08	0.02	0.00	0.02	0.03	0.00	0.00	0.00	92%	83%	下
邮递服务	-0.35	-0.02	-0.12	-0.08	0.00	-0.07	-0.07	-0.05	1.15	-1.15	-0.05	0.13	25%	33%	上
教育服务	-0.02	-0.03	-0.17	-0.08	-0.35	-0.10	-0.02	-0.02	-0.11	-0.17	0.02	-0.03	8%	17%	上
旅游	-0.10	-1.35	2.65	-0.80	-3.78	2.12	-2.02	-0.03	3.50	1.18	-4.31	-0.28	33%	33%	平
医疗服务	0.00	-0.05	-0.33	-0.28	-0.47	-0.23	-0.08	-0.33	-0.64	-0.23	-0.17	0.18	17%	17%	平
居住	-0.15	-0.01	-0.14	-0.23	-0.32	-0.17	-0.07	0.04	-0.16	-0.27	-0.16	-0.03	8%	17%	上
生活用品及服务	-0.73	-0.30	0.18	-0.69	-0.02	-0.04	-0.52	0.01	0.45	-0.11	1.46	-0.20	33%	50%	上
教育文化娱乐	-0.03	-0.26	0.12	-0.13	-0.94	0.26	-0.11	-0.04	0.19	0.26	-0.59	-0.10	33%	33%	平
医疗保健	-0.17	-0.13	-0.31	-0.30	-0.40	-0.23	-0.15	-0.27	-0.43	-0.21	-0.23	0.08	8%	17%	上
其他用品及服务	-0.01	-0.25	0.12	-0.75	-0.22	1.14	0.19	0.05	0.32	0.86	-0.01	1.45	58%	83%	上

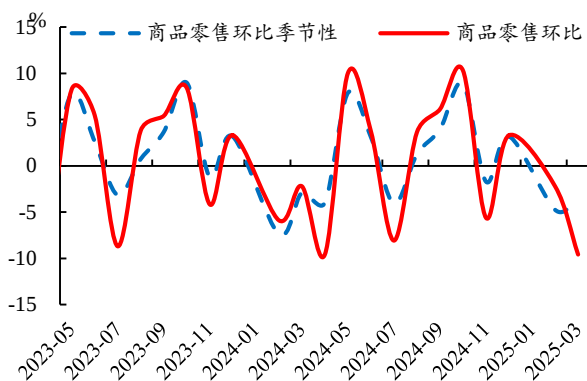
数据来源：Wind、开源证券研究所；注：2024 年 1-4 月季季节性采用 2016、2018-2019、2021 年环比平均值，2024 年 4-12 月采用 2016-2019、2021、2023 年环比平均值；2025 年 1-4 月季季节性采用 2014、2017、2023 年环比平均值，2025 年 4-12 月季季节性采用 2019、2021、2023-2024 年环比平均值，下同。

图4：2025 年 4 月，核心 CPI 环比略超季节性


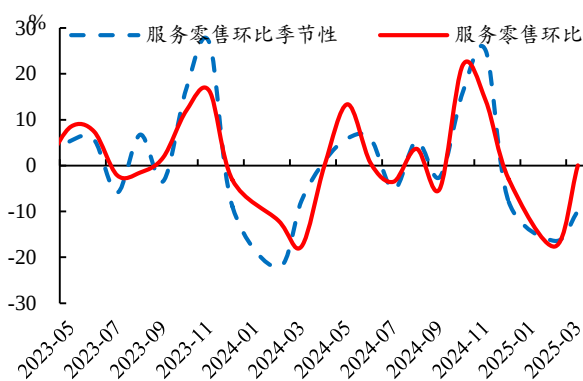
数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：2025 年 4 月，服务 CPI 环比持平于季节性


数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：2025 年 3 月，商品零售额环比低于季节性


数据来源：Wind、开源证券研究所；注：1、为保证环比口径可比，以 2023 年各月零售额作为基准，2012-2022 年、2024-2025 年零售额为根据累计同比回溯或前推而来。2、当月服务零售额为当月社零总额与商品零售额之差。3、其中 2024 年 2 月数值为 1-2 月合计值/2 与 2023 年 12 月环比得出，下同。

图7：2025 年 3 月，服务零售额环比高于季节性


数据来源：Wind、开源证券研究所

2、PPI 同比回落，能源、黑色价格回落，有色、建材价格韧性强

4 月 PPI 同比较前值回落 0.2 个百分点至-2.7%，环比持平于前值，为-0.4%。

2.1、多重复合指标显示，下游产品价格表现好于上游

4 月 CPI-PPI 同比剪刀差扩大，较前值上升 0.2 个百分点至 2.6%，PPI 生活资料-生产资料同比增速差扩大，较前值上升 0.2 个百分点至 1.5%；上游采掘工业、原材料工业价格同比回落，加工工业回升；下游一般日用品、耐用消费品价格同比回落，衣着回升。综合以上复合指标，若以同比为衡量基准，上下游产品价格走势分化，但下游整体价格表现好于上游。

2.2、能源、黑色价格延续回落，有色、建材价格韧性强

(1)能源方面，供给边际宽松，原油价格承压，石油链产品价格环比仍为负；高库存弱需求，PPI 煤炭开采和洗选业环比仍为负。

供给边际宽松，原油价格承压。4 月 WTI 原油期货价格环比回落 7.4%，国内石油链产品价格环比仍为负，PPI 石油和天然气开采业环比-3.1%，前值-4.4%。

高库存而弱需求，煤炭价格延续回落，4 月 PPI 煤炭开采和洗选业环比仍为负，环比-3.3%，前值-4.3%。

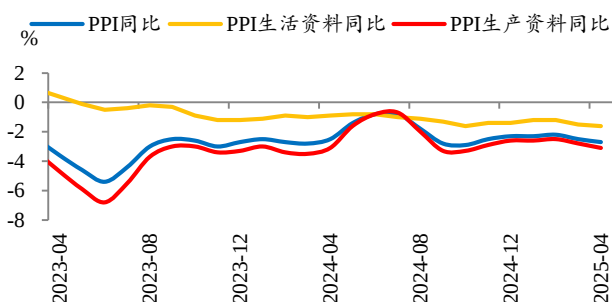
(2)金属方面，需求不及预期，黑色环比较前值回落，美联储降息预期反复，有色价格震荡运行；基建开复工速度逐渐加快，非金属矿物制品业环比降幅收窄。

黑色方面，需求不及预期，4 月螺纹钢价格环比回落 3.3%，PPI 黑色金属冶炼和压延加工业环比-1.0%，前值-0.5%。

有色方面，美联储降息预期反复，有色价格震荡运行，PPI 有色金属冶炼及压延加工业环比+0.3%，前值+0.5%。

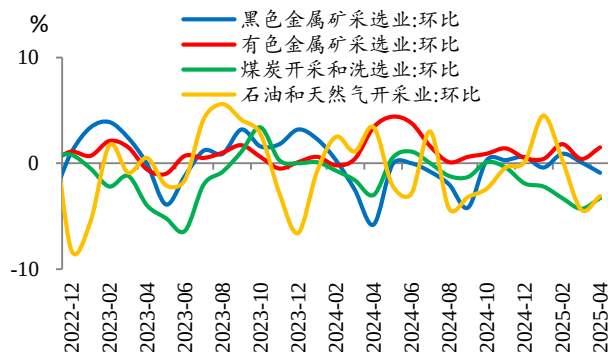
非金属矿方面，基建开复工速度逐渐加快，PPI 非金属矿物制品业环比+0%，前值-0.5%。

图8：2025 年 4 月 PPI 同比有所回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：能源、黑色价格延续回落，有色价格韧性较强



数据来源：Wind、开源证券研究所

3、后续通胀预测：5 月 CPI、PPI 同比均回落

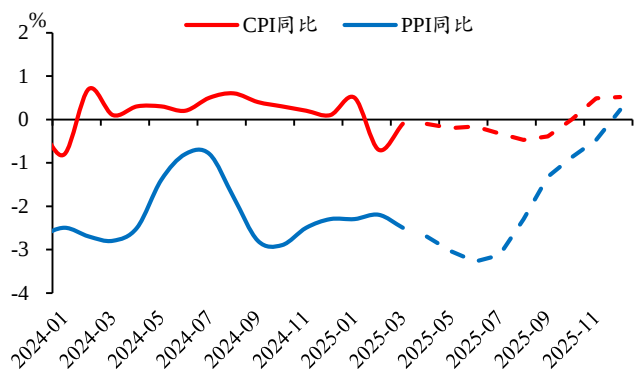
3.1、CPI 预测：预计 5 月 CPI 同比回落

高频数据看，截至 5 月 9 日的农产品批发价格 200 指数环比下降 2.3%，我们预计 5 月食品 CPI 环比有所回落；非食品按等于季节性（2019 年、2021 年、2023-2024 年同期均值）假设，考虑成品油价格的调整，我们预计 5 月 CPI 环比为-0.2%左右，同比在-0.2%左右，再往后，关税政策或将推高大豆、猪肉等农产品价格，服务与实物消费或将平缓修复，CPI 同比或震荡上行，2025 年全年平均同比或在 0%-1%区间。

3.2、PPI 预测：预计 5 月 PPI 同比回落

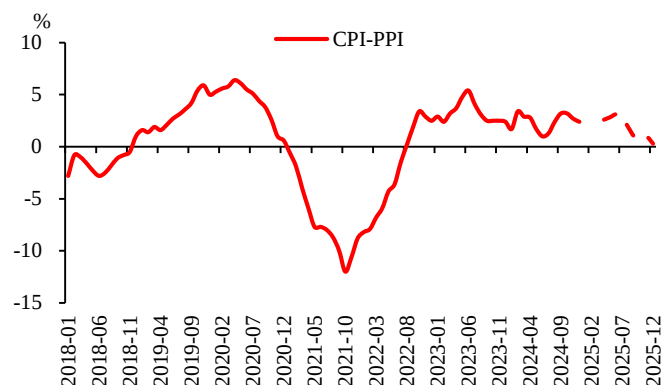
高频数据看，截至 5 月 8 日的 CRB 现货指数平均值环比回升 0.9%，我们预计 5 月 PPI 环比略有回升，同比回落，再往后，海外需求整体偏弱，国际定价大宗商品价格难有大幅上涨，或将震荡偏弱运行，2025 年全年平均同比或在-1%--2%区间。

图10：预计5月CPI、PPI同比均回落



数据来源：Wind、开源证券研究所；注：虚线部分为预测数据

图11：预计5月CPI-PPI同比剪刀差扩大



数据来源：Wind、开源证券研究所；注：虚线部分为预测数据

4、风险提示

政策变化超预期，大宗商品价格波动超预期。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年8月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

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分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn