

5月CPI继续低位运行，PPI同比降幅有所扩大

——2025年5月物价数据点评

研究发展部总监 冯琳

事件：根据国家统计局公布的数据，2025年5月，CPI同比下降0.1%，上月为下降0.1%，1-5月CPI累计同比下降0.1%；5月PPI同比下降3.3%，上月为下降2.7%，1-5月PPI累计同比下降2.6%。

基本观点：5月CPI同比-0.1%，略高于市场预期。主要原因是当月工业消费品价格和服务价格同比涨幅扩大，抵消了国际原油价格下跌向国内能源价格传导以及食品价格同比降幅扩大的影响，带动整体CPI同比保持稳定。5月CPI同比连续三个月负增长，剔除波动较大的食品和能源价格、更能反映基本物价水平的核心CPI同比持续处于1.0%以下的低位，表明当前国内物价水平稳中偏弱，其中消费需求不足是主要原因。5月PPI环比续跌，主因国际原油价格下跌并传导至国内相关行业，以及在国内需求偏弱而供给充足影响下，煤炭、钢材、水泥等能源和工业品价格亦有所下行。不过，受提振消费政策效果显现等因素拉动，5月耐用消费品价格环比改善，带动生活资料价格环比止跌。5月PPI同比跌幅较上月大幅扩大0.6个百分点，这一方面源于新涨价动能持续减弱，另一方面也因翘尾因素对PPI同比的拖累有所加深。

综合上年同期基数变化，以及当前各类消费品以及能源和工业品价格走势，预计6月CPI同比将在0%左右，PPI环比跌幅将小幅收敛，同比降幅则将继续处在-3.3%左右。在物价水平持续偏低背景下，下半年推动物价水平合理回升会成为宏观政策的一个重要目标，这也将为财政加力促消费扩投资及央行进一步降息打开空间。

具体来看：

一、5月CPI同比-0.1%，略高于市场预期。主要原因是当月工业消费价格和服务价格同比涨幅扩大，抵消了国际原油价格下跌向国内能源价格传导以及食品价格同比降幅扩大的影响，带动整体CPI同比保持稳定。5月CPI同比连续三个月负增长，剔除波动较大的食品和能源价格、更能反映基本物价水平的核心CPI同比持续处于1.0%以下的低位，表明当前国内物价水平稳中偏弱，其中消费需求不足是主要原因。这

为下半年货币、财政政策持续加力促消费扩投资，有力对冲外部波动提供了充分的政策空间。

具体来看，5月应季蔬菜上市量增加，加之上年同期基数偏高，当月蔬菜价格同比降幅由上月的-5.0%扩大到-8.3%；此外，主要受上年同期价格基数偏高、当前处于“猪周期”价格下行阶段等影响，5月猪肉价格同比涨幅也在回落。以上抵消了部分地区暴雨天气导致当月水果价格同比涨幅扩大带来的影响，拖累5月食品CPI同比降幅由上月的-0.2%，扩大至-0.4%。更为重要的是，受5月上旬国际原油价格走低影响，当月国内成品油价格下调，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，是导致5月CPI同比下降的主要因素。

其他工业消费品方面，当前以旧换新政策正在扩围加力，继续对覆盖范围内的汽车、家电和电子产品价格形成一定支撑，5月扣除能源的工业消费品价格同比上涨0.6%，涨幅比上月扩大0.2个百分点，其中燃油小汽车和新能源小汽车价格同比分别下降4.2%和2.8%，降幅均比上月有所收窄。但受消费不振影响，当前工业消费品价格整体仍然较为低迷。服务价格方面，受“五一”小长假旅游出行需求增加带动，5月宾馆住宿和旅游价格环比分别上涨4.6%和0.8%，整体旅游价格环比上涨0.8%，明显强于季节性。这带动5月服务价格同比上涨0.5%，涨幅较上月扩大0.2个百分点。

整体上看，2月以来CPI同比持续运行在负值，核心CPI同比也一直处于1.0%以下的低位区间，背后的根本原因在于楼市调整已近4年，居民财富持续“缩水”，消费信心不足；另外，近期外部环境波动加剧，也可能正在对居民消费信心造成一定冲击。

往后看，在外部经贸环境波动加大的背景下，接下来以旧换新等促消费措施会加力推进，这将给相关商品物价走势带来支撑。不过，还需关注外部环境波动对消费者信心的不利影响，以及潜在的“出口转内销”可能带来新的物价下行压力。我们判断，受上年同期基数走低影响，6月CPI同比有可能在0%左右。下半年推动物价水平合理回升会成为宏观政策的一个重要目标，这也将为财政加力促消费及央行进一步降息打开空间。

二、5月PPI环比续跌，主因国际原油价格下跌并传导至国内相关行业，以及国内需求偏弱而供给充足影响下，煤炭、钢材、水泥等能源和工业品价格亦有所下行。不过，受提振消费政策效果显现等因素拉动，5月耐用消费品价格环比改善，带动生活资料价格环比止跌。5月PPI同比跌幅较上月大幅扩大0.6个百分点，这一方面源于新涨价动能持续减弱，另一方面也因翘尾因素对PPI同比的拖累有所加深。

5月PPI环比下跌0.4%，跌幅与前两个月持平，同比下跌3.3%，跌幅较上月扩大0.6个百分点。5月PPI环比延续下跌，主要受内外部两方面因素影响：一方面，尽管在中美关税战降温等背景下，5月中旬

国际油价有所反弹，但反弹幅度较小，全月平均水平仍延续下行态势。5月布伦特原油现货价月均值跌破65美元/桶，环比下降5.3%。加之前期国际油价快速下跌的影响逐步向国内传导，5月国际输入性因素继续影响国内相关行业价格下降。5月石油和天然气开采业价格环比下跌5.6%，精炼石油产品制造价格下跌3.5%，化工行业价格下跌1.2%，这3个行业合计影响当月PPI环比下降约0.23个百分点。

另一方面，受市场需求偏弱而供给充足影响，国内定价的水泥、钢材、煤炭等工业品价格下行幅度扩大，这也是5月PPI环比延续走低的重要原因。其中，5月煤炭需求处于淡季，煤炭价格延续下行，当月煤炭开采业PPI环比下跌3.0%，煤炭加工价格下跌1.1%；尽管在外部环境波动加剧背景下，近期财政发力扩内需力度加大，但受房地产投资降幅仍然较大，南方高温多雨天气影响部分项目施工，以及供给充足等因素影响，5月钢材、水泥等建材价格走低，当月钢铁行业、非金属矿物制品业价格环比均下跌1.0%。整体上看，上述4个行业合计影响5月PPI环比下降约0.18个百分点。

同比来看，5月PPI同比跌幅较上月大幅扩大0.6个百分点，这一方面源于当月PPI环比延续下跌，影响新涨价动能进一步减弱，另一方面也受翘尾因素对PPI同比的拖累加深0.2个百分点影响。

分大类看，5月生产资料PPI环比下跌0.6%，同比下跌4.0%，跌幅较上月分别扩大0.1和0.9个百分点，这主要受原油、煤炭等能源及钢材、水泥等部分工业品价格下跌拖累。因此，从分项来看，当月采掘工业PPI环比下跌2.5%，同比下跌11.9%，跌幅较上月均有明显扩大；原材料工业PPI环比跌幅小幅收敛至-0.9%（前值-1.0%），但因环比跌幅仍深加之基数走高，当月同比跌幅加深至-5.4%（前值-3.6%）；加工工业PPI环比下跌0.3%，同比下跌2.8%，跌幅较上月也均有所扩大。不过，值得一提的是，受高技术产业快速发展，设备更新等政策显效拉动，近期部分行业供需结构有所改善，价格呈现积极变化。其中，集成电路封装测试系列、飞机制造价格同比均上涨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%，同时，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。

生活资料方面，受提振消费政策效果显现等因素拉动，5月生活资料价格有所改善，当月生活资料PPI环比0.0%，同比下跌1.4%，跌幅较上月均收敛0.2个百分点。从分项来看，5月耐用消费品价格环比上涨0.1%（前值-0.7%），同比跌幅从上月的-3.7%收窄至-3.3%，是当月生活资料价格环比止跌、同比跌幅收窄的主要拉动。背后是以旧换新政策提振部分耐用消费品需求释放，进而带动相关行业价格改善——5月，以旧换新范围内的计算机整机制造价格同比上涨0.2%，家用洗衣机、电视机制造、汽车整车制造价格同比跌幅较上月分别收窄1.6个、1.4个和0.6个百分点。

往后看，综合影响 PPI 的各类内外部因素走势，预计 6 月 PPI 环比跌幅将有所收敛，同比跌幅仍将在-3.3%左右。后期工业品价格走势将主要取决于超常规逆周期调节政策的效果，其中房地产支持政策的影响最大。与此同时，接下来还要重点关注美国与其它国家关税谈判及中美经贸对话磋商的进展。这会对国际大宗商品走势及国内工业制成品价格有比较重要的影响。数据显示，近年出口交货值在我国制造业增加值中的比重均在 45%左右。

权利及免责声明：

本研究报告及相关的信用分析数据、模型、软件、评级结果等所有内容的著作权和其他相关知识产权均归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构及个人未经东方金诚书面授权不得修改、复制、逆向工程、销售、分发、储存、引用或以其他方式传播。

本研究报告中引用的标明出处的公开资料，其合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方/发布方负责，东方金诚对该等资料进行了合理审慎的核查，但不应视为东方金诚对其合法性、真实性、准确性及完整性提供了任何形式的保证。

由于评级预测具有主观性和局限性，东方金诚对于评级预测以及基于评级预测的结论并不保证与实际情况一致，并保留随时予以修正或更新的权利。

本研究报告仅用于为投资人、发行人等授权使用方提供第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资者应审慎使用本研究报告，自行对投资行为和投资结果负责，东方金诚不对其承担任何责任。

本研究报告仅授权东方金诚指定的使用者使用，且该等使用者必须按照授权确定的方式使用，相关引用必须注明来自东方金诚且不得篡改、歪曲或有任何类似性质的修改行为。

未获授权的机构及人士不应获取或以任何方式使用本研究报告，东方金诚对本研究报告的未授权使用、超授权使用和非法使用等不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。