

通胀数据走弱预示“两新”政策 需应对一线城市弱消费困局

联合资信 研究中心 |

5月中国价格数据呈现结构性分化，CPI同比下降0.1%，核心CPI同比上涨0.6%，PPI同比下降3.3%。内需有所恢复，但工业供需失衡状况恶化。CPI与PPI“剪刀差”扩大，反映价格传导不畅及工业企业盈利承压。内需不足循环未根本扭转，面临二大调整：消费政策区域失灵，一线城市服务缺口未解；全球贸易政策不确定性抑制相关消费。展望下半年，政策需精准发力于释放大城市服务供给、应对外部冲击，以巩固结构性修复，促进价格温和回升。此外，要密切关注企业融资信心恢复情况，谨防企业债务风险预期扩大压制通胀恢复进程。



2025年5月通胀数据呈现出复杂而分化的图景，既显现出内需结构性修复的积极信号，也突显出总需求不足。2025年5月，CPI同比下降0.1%，与上月持平，延续了消费者价格指数温和下降的态势；然而，核心CPI表现亮眼，同比上涨0.6%，涨幅较上月扩大0.1个百分点。这一分化表明，在整体价格水平承压的背景下，反映终端消费需求的核心价格指数正经历边际改善，国内消费市场在政策持续发力下显现出一定的韧性。PPI形势更为严峻，同比下降3.3%，降幅较上月显著扩大0.6个百分点，环比下降0.4%。这标志着工业品领域的价格下降压力非但未能缓解，反而有所加剧，对工业企业的盈利预期和投资意愿构成持续压制。

一、CPI深度解析：能源拖累主导，食品韧性显现，服务消费成为亮点

能源价格是核心拖累因素，对未来的CPI走势仍然有重大影响。5月，交通工具用燃料同比大幅下降12.9%，环比下降3.7%，是CPI下行的最大单一拖累项。考虑到国际油价走势以及国内能源需求的季节性变化，预计6月能源价格仍将对CPI形成显著的负面拖累。不过，随着去年下半年能源价格高基数效应的逐步消退，其对CPI同比增速的压制作用有望在年内逐步收窄。

食品烟酒价格环比下降，部分品类支撑显现。食品烟酒价格环比下降0.2%，但值得关注的是，这一降幅显著小于历史同期的季节性平均水平，显示出一定的价格韧性。鲜果、水产品等部分食品项价格出现环比上涨。其中，鲜果价格环比上涨3.3%，成为重要的正向拉动力量。鲜菜、蛋类、畜肉等食品项价格环比下降，表明部分基础消费品的需求端仍显不足。综合来看，食品项内部的分化抵消了部分下行压力，使得整体食品价格表现优于季节性预期。

服务消费是核心CPI改善的基石。服务消费异军突起是5月价格数据中最突出的亮点，也是核心CPI改善的核心驱动力。受“五一”长假及各类节庆、会展活动带动，服务类价格涨幅显著，明显高于季节性水平。宾馆住宿需求旺盛，价格涨幅可观；火车、飞机票价格也有环比上涨。但是从6月到9月底没有长假期，这对服务消费价格的持续性恢复带来挑战。

二、PPI结构剖析：能源与原材料承压，高端制造展现升级韧性

能源及原材料行业价格下行压力较大。2025年5月，布伦特原油期货价格在60.25至66.60美元/桶区间内震荡，整体未形成明显上涨趋势。尽管乌克兰无人机袭击俄罗斯炼油设施、伊朗核问题等地缘政治风险事件对油价形成短期扰动和支撑，但OPEC+增产计划的明确信号以及市场对此的预期消化，使得未来一段时间内国际油价面临的上行压力有限。受国际油价下行影响，国内油气开采业、精炼石油产品制造业以及化

学原料和化学制品制造业价格环比下降明显，成为 PPI 下行的最主要推手。除了受国际能源市场联动影响外，国内煤炭价格还面临独特挑战。一方面，房地产投资增速放缓，削弱了对煤炭等能源和原材料的需求；另一方面，能源结构转型的长期趋势使煤炭需求受到结构性抑制。

在整体 PPI 下行的背景下，部分代表产业升级方向的高端制造业价格表现相对稳健甚至出现回升，成为 PPI 数据中的一抹亮色。计算机、通信和其他电子设备制造业价格环比有所上涨。铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业价格显现回升势头。这些领域的积极信号，印证了中国制造业在向价值链高端攀升过程中所展现的结构性韧性和升级趋势，是未来经济增长的重要潜力点。

三、CPI 与 PPI “剪刀差”有所扩大

5 月份，CPI 与 PPI 同比增速之间的差距较上月显著扩大。这种传导不畅意味着，尽管终端消费市场，尤其服务消费，显现出一定的回暖迹象，但这种需求的改善未能有效、及时地传递到产业链上游的生产环节。其结果就是，工业企业，尤其是中上游企业的盈利空间持续受到挤压，盈利能力恢复的进度料将有限。这与近期消费数据的局部回暖形成对比，提示我们“两新”等消费刺激政策在提振终端需求的同时，如何有效改善工业企业盈利状况，是政策需要再评估和加强的关键点。

四、内需不足循环尚未扭转：深层调整与政策应对

尽管核心 CPI 的边际改善和服务消费的活跃提供了积极信号，但综合价格数据、区域消费表现和融资环境来看，国内总需求不足的负面循环尚未被有效打破，主要面临两大核心调整：

调整一：消费刺激政策遭遇区域与结构匹配难题

“两新”政策持续加力扩围，有效拉动了全国社零增速的恢复性增长。然而，这种恢复呈现出显著的区域分化：一线城市社零增速反弹力度明显弱于二线城市，未出现预期中的强劲复苏。耐人寻味的是，同期一线城市的房地产价格表现却相对优于二线城市。这或揭示了“两新”政策在扭转国内需求不足方面，于一线城市面临某种程度的“失灵”。研究普遍认为，这与不同层级城市的社会需求结构差异密切相关。一线城市居民面临的住房成本、育幼、养老、高质量教育医疗等服务性消费的“需求缺口”和支付压力，远大于对一般商品的需求缺口。“两新”政策目前更侧重于刺激商品消费和数字消费，对缓解大城市居民面临的核心服务性消费约束（高成本、供给不足）作用相对有限。这种结构性的供需错配是全国价格水平低位运行未能彻底扭转的重要原因之一。

下半年，在继续加大“两新”政策执行力度的同时，需精准应对这种结构性差异。关键在于，通过大力发展新服务消费供给，如普惠托育、社区养老、高质量文化体育服务、便捷医疗等来释放被抑制的一线城市消费潜力。政策需从侧重“买商品”向解决“服务难、服务贵”方向拓展和深化。

调整二：全球贸易政策不确定性抑制预期

尽管5月出口数据尚未完全显现全球贸易不确定性的直接影响，但相关谈判的不确定性本身就对国内出口导向型行业的从业者产生了显著的负面预期影响。这种不确定性可能导致相关从业者对未来收入预期趋于谨慎，进而可能削减其当前的消费支出，形成对内需的阶段性压制。例如，作为外贸重镇的深圳市，其2025年4月累计社零消费增速就较全国平均水平低了约1个百分点，可能部分反映了这种预期影响。

当前需加大对可能受贸易摩擦冲击企业的精准帮扶力度，特别是确保其不发生因订单短期波动或预期恶化导致的流动性资金链断裂风险。同时，密切关注国际谈判进展，一旦外部关税环境好转，被压制的消费潜力有望得到部分释放。政策需做好预案，及时响应。

此外，从整体社融走势观察，企业债券融资需求仍然疲弱。企业部门，尤其是部分民营企业和地方政府融资平台关联企业，对新增债务持谨慎态度，再融资意愿低迷。从宏观经济角度看，这体现为一种微观主体自主的“资产负债表收缩”倾向。企业倾向于减少借贷、降低杠杆，优先保障现金流安全，而非扩张投资。这会对通胀恢复进程带来压制效果。预计，适度宽松的货币政策将采取针对性举措，提供更有效的流动性支持机制以及更有力的政策信号，以重建市场主体信心，疏通企业融资渠道。

联系人

投资人服务 010-85172818-8088 investorservice@lhratings.com

免责声明

本研究报告著作权为联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“联合资信评估股份有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究报告的，联合资信将保留追究其法律责任的权利。

本研究报告中的信息均来源于公开资料，联合资信对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本研究报告所载的资料、意见及推测仅反映联合资信于发布本研究报告当期的判断，仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。

在任何情况下，本研究报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。联合资信对使用本研究报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。