

CPI-PPI 年内首度同比双回升 修复仍在继续

事件简述:

- 2025 年 9 月份, CPI 同比下降 0.3%, 环比上涨 0.1%。PPI 同比下降 2.3%, 降幅比上月收窄 0.6 个百分点, 环比继续持平。

核心观点:

- 8 月 CPI 同比增速有所回升, 虽然依旧有所下滑, 但整体企稳。PPI 同比增速同样走升, CPI-PPI 增速年内首度同比双回升。具体来看, CPI 的持续走负, 仍是食品 CPI 影响所致。9 月份, 食品 CPI 同比下降 2.6%, 影响 CPI 下降约 0.74 个百分点, 较上月影响加大。但非食品 CPI 和核心 CPI 表现亮眼, 同比分别增长 0.7% 和 1%。核心 CPI 依旧连续 7 个月正增长, 成为拉动 CPI 的重要助力。PPI 本月则再度降幅缩窄, 环比继续保持持平, 上游生产资料价格同比回升幅度明显, 黑色链条持续回暖向好, 助力 PPI 企稳。本次 CPI-PPI 年度首次同比双回升, 其传递出了一定积极信号, 反内卷政策的效用持续显现, 为后续经济动能持续回升提供支撑。展望四季度, 政策层面, 虽然食品 CPI 下行仍拖累 CPI 走低, 猪肉价格持续走低, 但政策层面已经开始对能繁母猪数量进行调控, 有望在落地显效后提振猪肉价格。而扩内需政策也仍在加码, 14 日举办的经济形势专家和企业座谈会提出持续用力扩大内需。市场层面, 10 月国庆对消费提振作用明显, 相关数据预计会有所反弹, 11 月开始, 电商活动的频繁增加, 也有望对 CPI 形成接续提振。因此, 在叠加去年四季度低基数的情况下, 四季度 CPI 有望回正。

一、CPI: 猪肉价格仍是核心影响, 四季度多项指标有望回暖

- **食品 CPI: 猪周期仍需调控, 四季度利好增多。**9 月份, 食品 CPI 同比下降 2.6%, 影响 CPI (居民消费价格指数) 下降约 0.74 个百分点。较上月再度加大。虽然鲜菜、鲜果环比走强, 表现高于季节性因素, 但在去年高基数背景下依旧同比走低, 同时, 下行的猪周期仍是拖累食品 CPI 的强大因素, 能繁母猪存栏供给偏多, 猪肉价格短期难有回暖迹象。但当前, 政策面对能繁母猪数量有所调控, 预计四季度有望见到成效, 同时进入冬季储备期, 食品需求量或有所抬升, 叠加元旦、春节等节日效应, 食品 CPI 有望在四季度回暖。
- **核心 CPI: 同比 7 连增, 重回 “1” 时代。**9 月核心 CPI 表现依旧强势, 同比连续 7 个月增长, 重回 1%。其中, 其他用品增速高达 1.3%, 这或同大幅上涨的贵金属价格有一定相关性。而向后看, 伴随着十一国庆节的火热结束, 以及即将到来的双十一等电商活动的持续助力, 核心 CPI 数据有望持续上行, 实现年内 10 连增。

二、PPI: “反内卷” 效果持续显现, 有效需求偏弱下后续或仍分化

大同证券研究中心

分析师: 景剑文

执业证书编号:

S0770523090001

邮箱:

jingjw@dtsbc.com.cn

地址: 山西太原长治路
111 号山西世贸中心 A
座 F12、F13

网址:

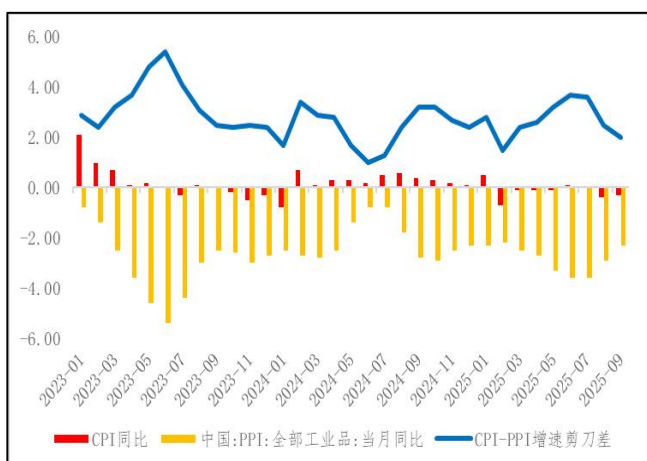
<http://www.dtsbc.com.cn>



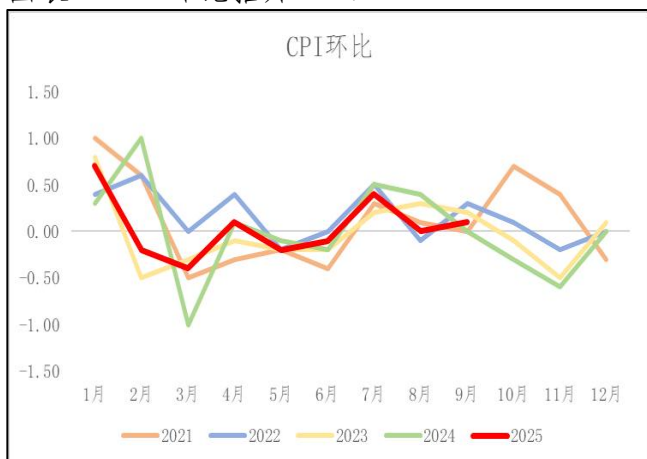
- **数据表现：煤炭表现亮眼，石油受到拖累。**9 月，PPI 同比再度降幅收窄。具体来看，在生产资料中，反映上游行业的采掘表现最佳，而在下游的加工业则表现平平。而从具体行业来看，煤炭表现亮眼，在反内卷的作用下，煤炭开采和加工环比分别上涨 2.5% 和 3.8%，有力带动 PPI 上行。而石油则受国际原油价格下行影响，环比下跌。
- **政策预期：有效需求仍然不足，政策端仍需发力。**当前，消费需求仍然不足，地产下行趋势仍在持续，美国再度提及关税战，出口情况不确定性走高。因此，短期在低基数叠加反内卷的双重利好影响下，PPI 迎来回暖，但后续仍然存在动能偏弱的隐忧，需要密切关注下半年政策导向。另外，财政政策当前仍有空间，10 月四中全会或仍是关键窗口期。

风险提示：国内修复动能不及预期、国际经济形势变化超预期。

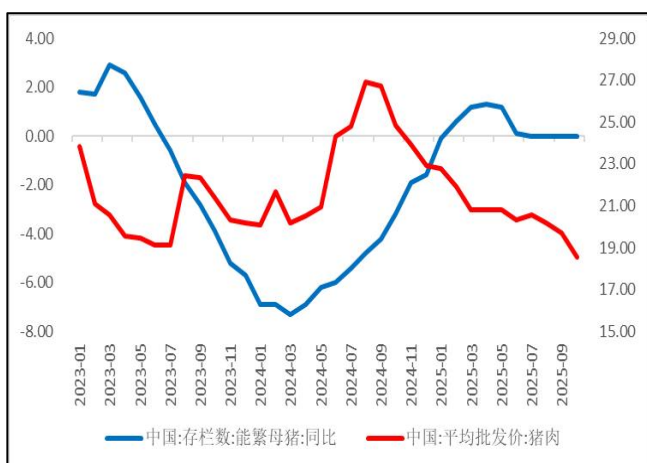
图表 1 CPI-PPI 剪刀差持续回落



数据来源: wind 大同证券
图表 1 CPI 环比抬升 0.1%

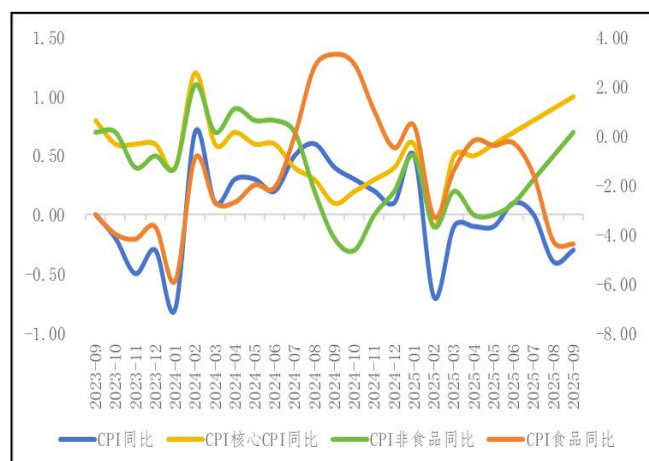


数据来源: wind 大同证券
图表 3 猪周期仍处于下行阶段

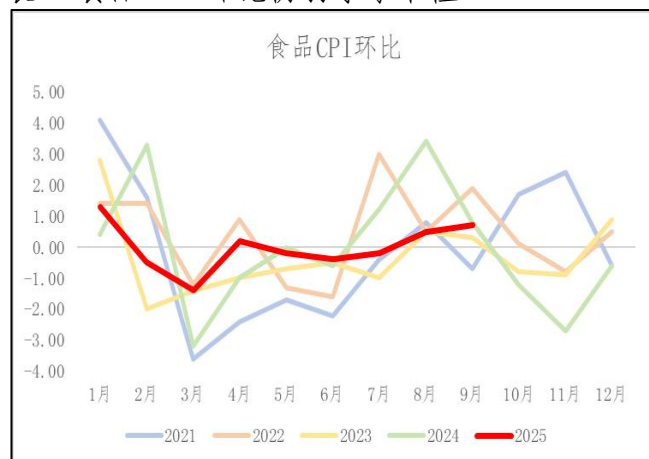


数据来源: wind 大同证券

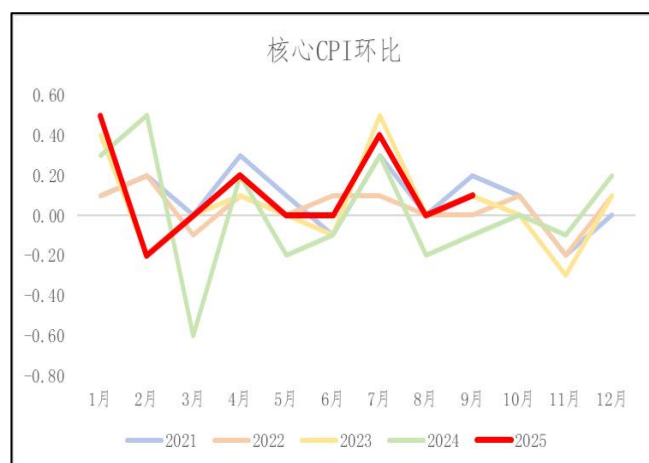
图表 2 核心 CPI、非食品 CPI 表现较好



数据来源: wind 大同证券
图表 2 食品 CPI 环比仍弱于季节性



数据来源: wind 大同证券
图表 4 核心 CPI 表现依旧亮眼

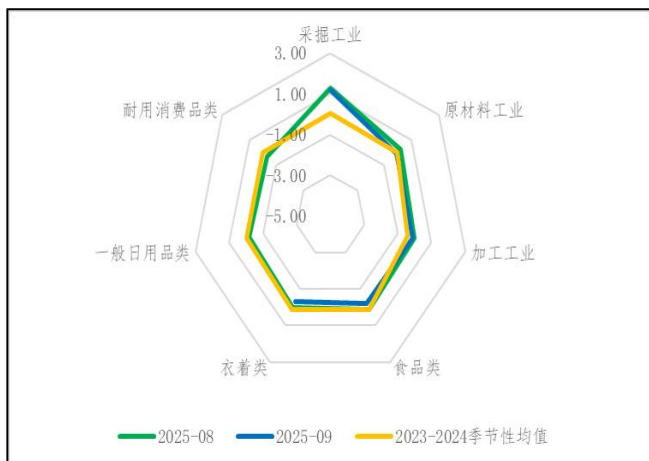


数据来源: wind 大同证券

图表 5 PPI 同比降幅持续缩窄

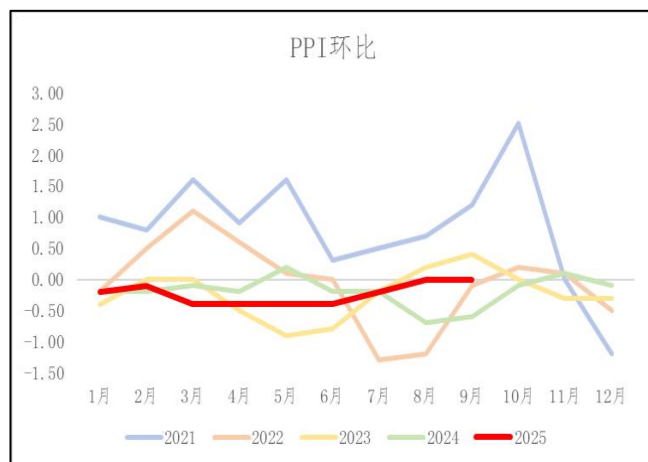


数据来源: wind 大同证券
图表 7 采掘工业大幅强于季节性

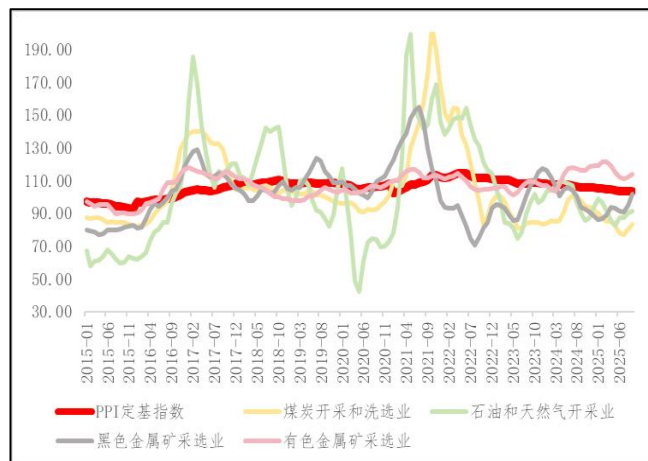


数据来源: wind 大同证券

图表 6 PPI 环比再度持平



数据来源: wind 大同证券
图表 8 黑色系动能大幅回升



数据来源: wind 大同证券



类别	级别	定义
股 票 评 级	强烈推荐	预计未来 6 ~ 12 个月内, 股价表现优于市场基准指数 20 % 以上
	谨慎推荐	预计未来 6 ~ 12 个月内, 股价表现优于市场基准指数 10 % ~ 20 %
	中性	预计未来 6 ~ 12 个月内, 股价波动相对市场基准指数 -10 % ~ +10 %
	回避	预计未来 6 ~ 12 个月内, 股价表现弱于市场基准指数 10 % 以上
	“+” 表示市场表现好于基准, “-” 表示市场表现落后基准	

类别	级别	定义
行 业 评 级	看好	预计未来 6 ~ 12 个月内, 行业指数表现强于市场基准指数
	中性	预计未来 6 ~ 12 个月内, 行业指数表现跟随市场基准指数
	看淡	预计未来 6 ~ 12 个月内, 行业指数表现弱于市场基准指数

注 1: 公司所处行业以交易所公告信息为准

注 2: 行业指数以交易所发布的行业指数为主

分析师声明:

作者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注册分析师, 本报告准确客观反映了作者本人的研究观点, 结论不受第三方授意或影响。在研究人员所知情的范围内本公司、作者以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

本报告采用的研究方法均为定性、定量相结合的方法, 本报告所依据的相关资料及数据均为市场公开信息及资料 (包括但不限于: Wind/同花顺 iFinD/国家统计局/公司官网等), 做出的研究结论与判断仅代表报告发布日前的观点, 具备一定局限性。

免责声明:

本报告由大同证券有限责任公司 (已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格) 制作。本报告所载资料的来源及观点皆为公开信息, 但大同证券不能保证其准确性和完整性, 因此大同证券不对因使用此报告的所载资料而引致的损失负任何责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更, 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。

市场有风险, 投资需谨慎。此报告仅做参考, 并不能依靠此报告以取代独立判断。本报告仅反映研究员的不同设想, 见解及分析方法, 并不代表大同证券有限责任公司。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施, 本报告仅供本公司签约客户使用, 若您并非本公司签约客户, 为控制投资风险, 请取消接



收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。

特别提示：

- 1、投资者应自主做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。
- 2、未经允许投资者不得将证券研究报告转发给他人。
- 3、投资者需慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。
- 4、本报告预计发布时间可能会受流程等因素影响而延迟，但最大延迟不会超一周。

版权声明：

本报告版权为大同证券有限责任公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用需注明出处为大同证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

分析师承诺：

本人、本人配偶及本人的利害关系人与报告内容所涉标的公司不涉及利益冲突。