



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

日期: 2025年10月16日

分析师: 陈彦利

Tel: 021-53686170

E-mail: chenyanli@shzq.com

SAC 编号: S0870517070002

相关报告:

《充分释放政策效应, 经济仍偏平稳》

——2025年09月16日

《食品基数拖累 CPI, 核心 CPI 稳步上升》

——2025年09月11日

《进出口回落, 顺差维持高位》

——2025年09月10日

价格双双改善

——2025年9月物价数据点评

■ 主要观点

价格双双改善

CPI 环比回升, 由上月持平转为上涨 0.1%, 低于季节性水平。CPI 同比下降 0.3%, 降幅比上月收窄 0.1 个百分点。本月 CPI-0.3% 的同比变动中, 翘尾影响约为-0.8 个百分点, 今年价格变动的新影响约为 0.5 个百分点。其中食品价格同比下降 4.4%, 降幅比上月扩大 0.1 个百分点, 影响 CPI 同比下降约 0.83 个百分点, 是影响 CPI 同比下降的主要因素。值得关注的是, 扣除食品和能源价格的核心 CPI 上涨 1.0%, 涨幅扩大 0.1 个百分点, 核心 CPI 稳步上升, 显示出需求稳中有升。PPI 持续改善, 一方面环比持平, 表现稳定, 而另一方面去年同期基数偏低, 翘尾因素的下拉影响也有所减少。主要行业中, 煤炭加工、黑色金属冶炼、煤炭开采、光伏设备及元器件制造、电池制造、非金属制品降幅均有所收窄, 上述 6 个行业对 PPI 同比的下拉影响比上月减少约 0.34 个百分点。

政策发力有空间

9 月价格均呈现出改善的趋势。CPI 小幅改善, PPI 跌幅持续收窄, 整体仍延续低位运行态势。CPI 的变动受到食品价格的拖累, 而核心 CPI 仍稳中有升。工业品价格也更多受到去年基数偏低影响。我们认为价格的低位运行, 为政策加码发力创造了空间, 宏观政策要持续发力、适时加力, 要落实落细更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策, 充分释放政策效应, 巩固拓展经济回升向好势头。

■ 风险提示

地缘政治事件恶化, 国际金融形势改变, 中美政策超预期变化。

目 录

1 事件：9 月 CPI、PPI 数据公布	3
2 事件解析：数据特征和变动原因.....	3
2.1 CPI 小幅改善	3
2.2 PPI 跌幅收窄	5
3 事件影响：对经济和市场	7
3.1 价格双双改善.....	7
4 事件预测：趋势判断.....	8
4.1 政策发力有空间	8
5 风险提示：	8

图

图 1：CPI 同比、环比(%)	4
图 2：食物价格分项同比 (%)	5
图 3：非食物分项同比 (%)	5
图 4：PPI 同比、环比 (%)	6
图 5：生产资料和生活资料价格同比 (%)	7
图 6：PPI 细项 (%)	7

表

表 1：9 月 CPI、PPI 同比数据 (%)	3
--------------------------------	---

1 事件：9 月 CPI、PPI 数据公布

国家统计局数据显示，2025 年 9 月份，全国居民消费价格同比下降 0.3%。其中，城市下降 0.2%，农村下降 0.5%；食品价格下降 4.4%，非食品价格上涨 0.7%；消费品价格下降 0.8%，服务价格上涨 0.6%。1—9 月平均，全国居民消费价格比上年同期下降 0.1%。9 月份，全国居民消费价格环比上涨 0.1%。其中，城市持平，农村上涨 0.2%；食品价格上涨 0.7%，非食品价格下降 0.1%；消费品价格上涨 0.3%，服务价格下降 0.3%。

2025 年 9 月份，全国工业生产者出厂价格同比下降 2.3%，降幅比上月收窄 0.6 个百分点，环比继续持平。工业生产者购进价格同比下降 3.1%，降幅比上月收窄 0.9 个百分点，环比上涨 0.1%。1—9 月平均，工业生产者出厂价格比上年同期下降 2.8%，工业生产者购进价格下降 3.2%。

表 1：9 月 CPI、PPI 同比数据（%）

	实际值	上月值	去年同期
CPI 同比	-0.3	-0.4	0.4
PPI 同比	-2.3	-2.9	-2.8

资料来源：IFIND，上海证券研究所

2 事件解析：数据特征和变动原因

2.1 CPI 小幅改善

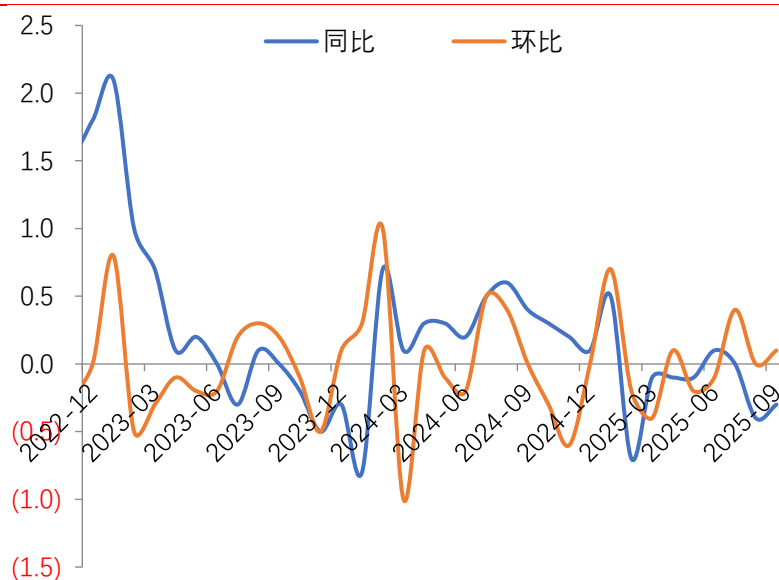
CPI 环比回升，由上月持平转为上涨 0.1%，低于季节性水平。食品价格环比上涨 0.7%，涨幅比上月扩大 0.2 个百分点，影响 CPI 环比上涨约 0.13 个百分点。其中主要品种价格均有所上涨，猪肉则有所下跌。非食品方面，能源价格有所下降，扣除能源的工业消费品价格上涨 0.5%，影响 CPI 环比上涨约 0.12 个百分点。服务价格下降 0.3%，影响 CPI 环比下降约 0.12 个百分点。

CPI 同比下降 0.3%，降幅比上月收窄 0.1 个百分点。本月 CPI-0.3% 的同比变动中，翘尾影响约为 -0.8 个百分点，今年价格变动的新影响约为 0.5 个百分点。具体来看，食品价格同比下降 4.4%，降幅比上月扩大 0.1 个百分点，影响 CPI 同比下降约 0.83 个百分点，是影响 CPI 同比下降的主要因素。其中，猪肉、鲜菜、鸡蛋和鲜果价格分别下降 17.0%、13.7%、13.5% 和 4.2%，合计影响 CPI 同比下降约 0.78 个百分点。非食品方面，能源价格下降 2.7%，影

响 CPI 同比下降约 0.20 个百分点。扣除能源的工业消费品价格上涨 1.8%，涨幅连续第 5 个月扩大。服务价格表现稳定。

值得注意的是，扣除食品和能源价格的核心 CPI 上涨 1.0%，涨幅扩大 0.1 个百分点，核心 CPI 稳步上升，显示出需求稳中有升。

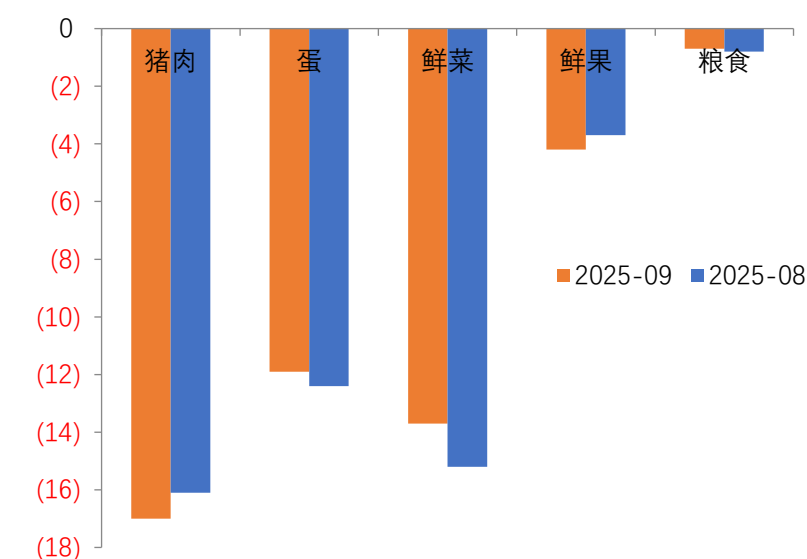
图 1：CPI 同比、环比 (%)



资料来源：IFIND，上海证券研究所

同比变动从主要食品分类来看，除了猪肉、鲜果外，其余跌幅均有所改善。鲜菜价格下降 13.7%，影响 CPI 下降约 0.35 个百分点；蛋类价格下降 11.9%，影响 CPI 下降约 0.08 个百分点；畜肉类价格下降 8.4%，影响 CPI 下降约 0.27 个百分点，其中猪肉价格下降 17.0%，影响 CPI 下降约 0.26 个百分点；鲜果价格下降 4.2%，影响 CPI 下降约 0.09 个百分点；粮食价格下降 0.7%，影响 CPI 下降约 0.01 个百分点；水产品价格上涨 0.9%，影响 CPI 上涨约 0.02 个百分点。

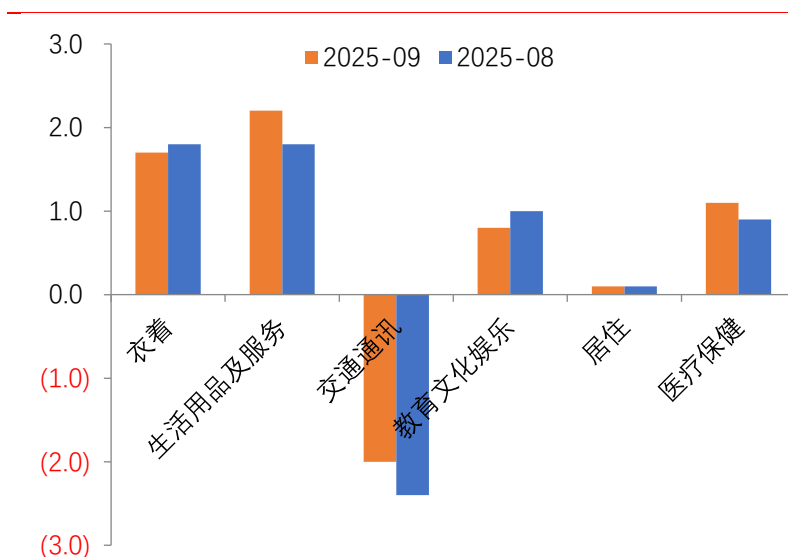
图 2：食物价格分项同比 (%)



资料来源：IFIND，上海证券研究所

非食品中，主要非食品项同比增速均有所回升或持平。而交通通讯中通讯工具、燃料同比增速回升较多。

图 3：非食物分项同比 (%)



资料来源：IFIND，上海证券研究所

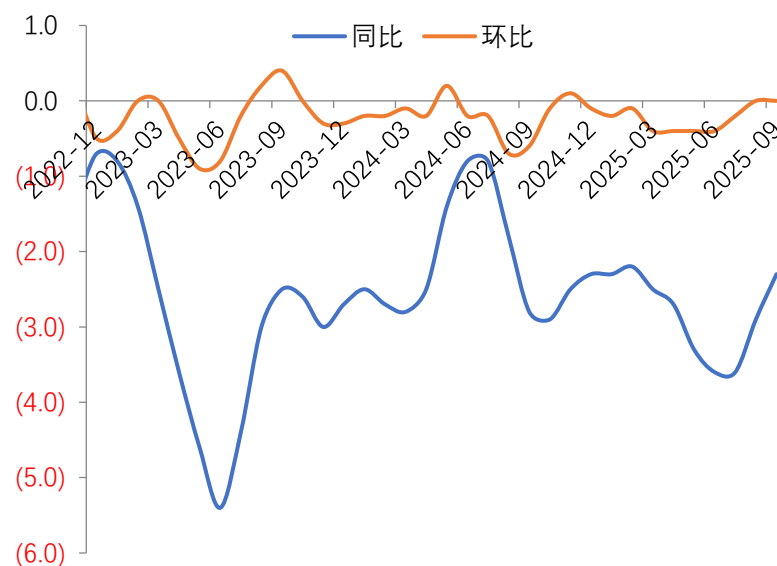
2.2 PPI 跌幅收窄

从环比看，PPI 环比继续持平。价格上涨的行业有煤炭加工、煤炭开采、黑色金属冶炼等行业，并且连续两个月上涨。价格回落的行业主要是受到国际油价的影响，带动国内石油相关行业价格下降。

同比方面，PPI 同比下降 2.3%，降幅比上月收窄 0.6 个百分点，继上月改善后本月继续回升。一方面环比持平，表现稳定，

而另一方面去年同期基数偏低，翘尾因素的下拉影响也有所减少。主要行业中，煤炭加工、黑色金属冶炼和压延加工业、煤炭开采和洗选业、光伏设备及元器件制造、电池制造、非金属矿物制品业价格降幅比上月分别收窄 8.3 个、3.4 个、3.0 个、2.4 个、0.5 个和 0.4 个百分点，上述 6 个行业对 PPI 同比的下拉影响比上月减少约 0.34 个百分点。总体来看，PPI 持续改善。

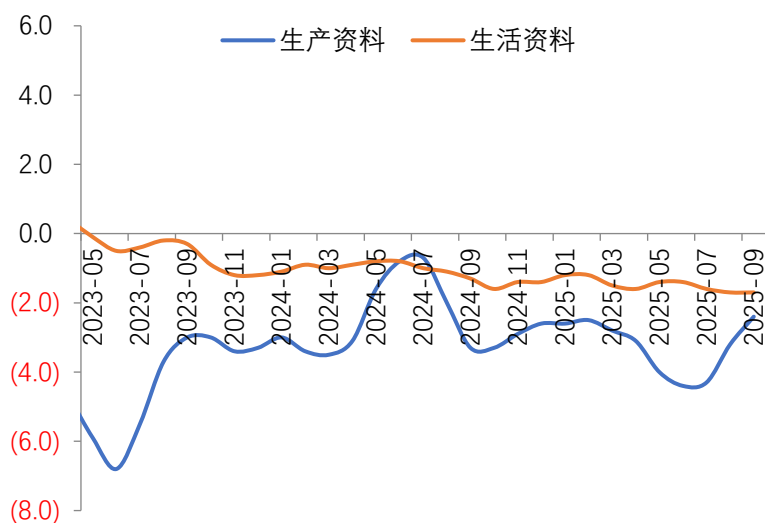
图 4：PPI 同比、环比 (%)



资料来源：IFIND，上海证券研究所

考虑生产资料和生活资料的同比增速，生产资料价格下降 2.4%，跌幅收窄 0.8 个百分点，影响工业生产者出厂价格总水平下降约 1.81 个百分点。生活资料价格下降 1.7%，维持不变，影响工业生产者出厂价格总水平下降约 0.45 个百分点。

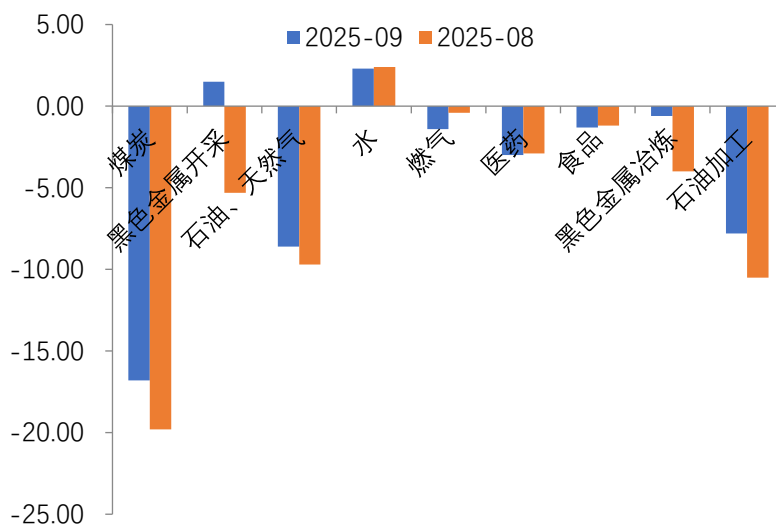
图 5：生产资料和生活资料价格同比 (%)



资料来源：IFIND，上海证券研究所

而从生产资料端分行业来看，煤炭开采和洗选业价格同比下跌 16.8%，收窄 3 个百分点；黑色金属矿采选业上涨 1.5%，由负转正；石油和天然气开采业下跌 8.6%，降幅收窄 1.1 个百分点；石油、煤炭及其他燃料加工业下跌 7.8%，降幅收窄 2.7 个百分点；黑色金属冶炼和压延加工业下降 0.6%，降幅收窄 3.4 个百分点。

图 6：PPI 细项 (%)



资料来源：IFIND，上海证券研究所

3 事件影响：对经济和市场

3.1 价格双双改善

CPI 环比回升，由上月持平转为上涨 0.1%，低于季节性水平。

CPI 同比下降 0.3%，降幅比上月收窄 0.1 个百分点。本月 CPI-0.3% 的同比变动中，翘尾影响约为-0.8 个百分点，今年价格变动的新影响约为 0.5 个百分点。其中食品价格同比下降 4.4%，降幅比上月扩大 0.1 个百分点，影响 CPI 同比下降约 0.83 个百分点，是影响 CPI 同比下降的主要因素。值得关注的是，扣除食品和能源价格的核心 CPI 上涨 1.0%，涨幅扩大 0.1 个百分点，核心 CPI 稳步上升，显示出需求稳中有升。PPI 持续改善，一方面环比持平，表现稳定，而另一方面去年同期基数偏低，翘尾因素的下拉影响也有所减少。主要行业中，煤炭加工、黑色金属冶炼、煤炭开采、光伏设备及元器件制造、电池制造、非金属制品降幅均有所收窄，上述 6 个行业对 PPI 同比的下拉影响比上月减少约 0.34 个百分点。

4 事件预测：趋势判断

4.1 政策发力有空间

9 月价格均呈现出改善的趋势。CPI 小幅改善，PPI 跌幅持续收窄，整体仍延续低位运行态势。CPI 的变动受到食品价格的拖累，而核心 CPI 仍稳中有升。工业品价格也更多受到去年基数偏低影响。我们认为价格的低位运行，为政策加码发力创造了空间，宏观政策要持续发力、适时加力，要落实落细更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策，充分释放政策效应，巩固拓展经济回升向好势头。

5 风险提示：

地缘政治事件恶化，国际金融形势改变，中美政策超预期变化。

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资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。	
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上	
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%	
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间	
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上	
无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级	
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。	
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数	
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平	
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数	
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。		

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和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、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。