

猪肉价格拖累 CPI，PPI 延续改善趋势 ——2025 年 9 月通胀数据点评

点评

- **食品项持续拖累物价，CPI 同比降幅收窄。同比来看**，2025 年 9 月，CPI 同比由上月下降 0.4% 转为下降 0.3%，增速低于市场预期（-0.1%）。其中，9 月食品价格同比降幅扩大 0.1 个百分点至 -4.4%，非食品价格同比涨幅扩大 0.2 个百分点至 0.7%。**环比来看**，9 月 CPI 环比由上月持平转为上涨 0.1%，环比增速略低于近十年以来同期平均涨幅 0.34%。其中食品价格环比涨幅扩大 0.2 个百分点至 0.7%，持平于过去十年同期表现，影响 CPI 环比上涨约 0.13 个百分点；非食品价格环比为 -0.1%，与上期持平，略低于过去十年表现（平均环比约 0.25%）。9 月核心 CPI 同比涨幅为 1%，涨幅较上月扩大 0.1 个百分点，涨幅连续五个月扩大，为近 19 个月以来涨幅首次回到 1%。核心 CPI 同比持续上涨，主要受到上年基数较低，以及治理企业无序竞争政策对核心商品价格的提振等因素的共同影响。9 月核心 CPI 环比保持持平，低于过去十年同期水平 0.26%。
- **天气和节日因素推高菜价，猪肉价格仍然低迷。同比来看**，9 月食品价格同比下降 4.4%，降幅比上月扩大 0.1 个百分点。食品项是导致 CPI 同比走低的主要因素，影响 CPI 同比下降约 0.83 个百分点。食品细项中，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；牛肉和羊肉价格分别上涨 4.6% 和 0.8%，其中羊肉价格为连续下降 44 个月后首次转涨。**环比来看**，鲜菜、鸡蛋、鲜果、羊肉和牛肉价格均呈季节性上涨，涨幅在 0.9%-6.1% 之间。猪肉和水产品供应充足，价格分别下降 0.7% 和 1.8%。9 月生猪销量普遍增加，但商品猪销售均价下跌，这与当前供给过剩、积极出栏、猪价下跌的大趋势一致。尽管近期供给端持续推进去产能，但效果尚不及预期，猪价仍然延续下行走势。截至 2025 年 10 月 15 日，高频数据显示 10 月初 28 种重点监测蔬菜、7 种重点监测水果和猪肉的平均批发价同比降幅收敛，鸡蛋价格同比降幅走扩；28 种重点监测蔬菜和鸡蛋平均批发价环比由增转降，7 种重点监测水果环比由降转增，猪肉平均批发价环比降幅扩大。**10 月，随着夏季极端天气影响减弱，蔬果价格将进入季节性下降阶段。国庆节后消费回落，叠加养殖端集中出栏压力，猪肉价格整体趋势以震荡为主，上涨空间有限。预计食品 CPI 同比保持稳定。**
- **金饰品价格持续走高，耐用消费品价格温和上涨。同比来看**，9 月非食品价格同比增长 0.7%，增速走高 0.2 个百分点，或受去年低基数影响。其中消费品价格下降 0.8%，降幅收窄 0.2 个百分点。七大类价格同比六涨一降，除交通通信价格下降外，其余非食品项均实现同比增长。工业消费品价格同比上涨 1.8%，涨幅已连续五个月呈现扩大态势。其中，金饰品和铂金饰品价格涨幅尤为显著，分别为 42.1% 和 33.6%；家用器具、家庭日用杂品及通信工具价格分别上升 5.5%、3.2% 和 1.5%，涨幅较前期均有所提高。服务价格同比上涨 0.6%，涨幅保持平稳。其中医疗服务和家庭服务价格分别上涨 1.9% 和 1.6%，而宾馆住宿和飞机票价格则分别下降 1.5% 和 1.7%。**环比来看**，消费品价格上涨 0.3%，增幅扩大 0.2 个百分点。七大类价格环比四涨一平两降，其他用品及服务、衣着、生活用品及服务、医疗保健价格上涨，居住价格持平，交通通信、教育文化娱乐价格下降。工业消费品价格环比上涨 0.5%，带动 CPI 环比上升约 0.12 个百分点。其中，受秋装换季上新影响，服装价格上涨 0.8%；在国际金价上

西南证券研究院

分析师：叶凡
执业证号：S1250520060001
电话：010-57631106
邮箱：yefan@swsc.com.cn

分析师：刘彦宏
执业证号：S1250523030002
电话：010-55758502
邮箱：liuyan hong@swsc.com.cn

相关研究

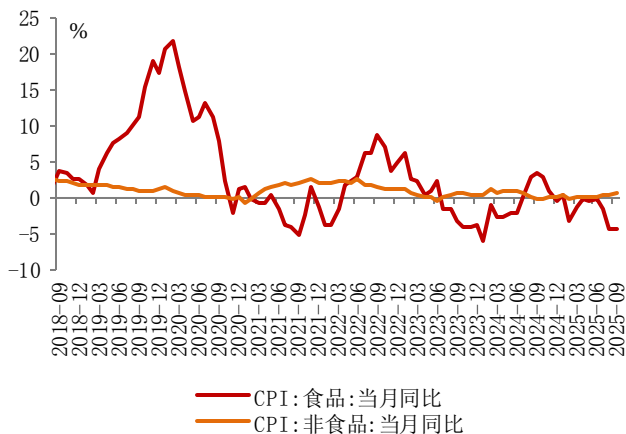
1. 基数效应外，出口表现仍有韧性——2025 年 9 月贸易数据点评（2025-10-14）
2. “十五五”前瞻：新动能·新生态·新布局（2025-10-13）
3. 假期出行热度不减，海外政治风云变幻（2025-10-10）
4. 景气小幅改善，但低于季节性表现——2025 年 9 月 PMI 数据点评（2025-10-01）
5. 激活服务贸易发展动能，欧美制造业景气回落（2025-09-26）
6. 服务消费提质升级，美联储开启预防式降息（2025-09-19）
7. 经济数据偏冷，稳增长诉求增大——2025 年 8 月经济数据点评（2025-09-16）
8. 社融增速如期回落，存款搬家仍在继续——2025 年 8 月社融数据点评（2025-09-14）
9. 要素市场改革试点开启，美国 CPI 温和走高（2025-09-14）
10. 食品价格拖累 CPI，PPI 降幅如期收敛——2025 年 8 月通胀数据点评（2025-09-11）



涨的推动下，国内金饰品价格显著上升 6.5%；此外，文娱耐用消费品、家用器具和家庭日用杂品价格也分别上涨 0.9%、0.6% 和 0.6%，或因部分地区“国补”暂停以及调整发放模式拉动价格回升。服务和能源价格出现下降，抑制了 CPI 环比的整体涨幅，使其略低于季节性水平。服务价格下降 0.3%，其中受暑期结束与中秋节错峰的双重影响，飞机票、宾馆住宿和旅游价格分别下降 13.8%、7.4% 和 6.1%，三者合计影响 CPI 环比下降约 0.17 个百分点；能源价格整体下降 0.8%，因国际油价下行，国内汽油价格下降 1.7%。10 月，今年国庆中秋双节假期出行热度不减，文旅消费领域增长较好，“首发经济”表现亮眼。同时，在全球石油需求进入季节性消费淡季，中美贸易摩擦升温等因素驱动下，国际油价预计将整体承压，维持偏弱震荡的格局，国内能源价格或延续下降趋势。10 月下旬“双十一”促销活动开启，或拉低耐用品价格，但因去年同期基数较低，非食品价格同比或保持平稳。

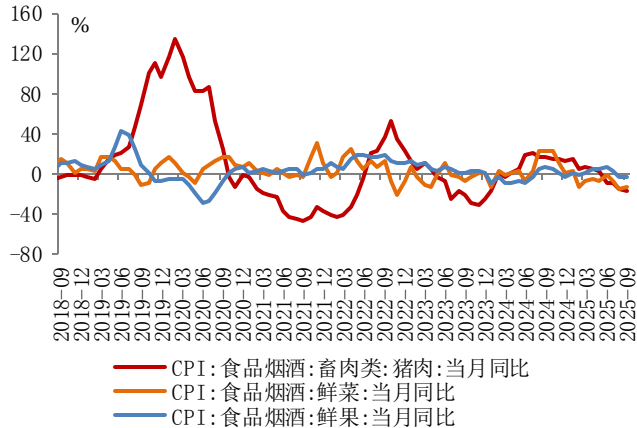
- **宏观政策叠加基数推动价格改善，PPI 同比降幅继续收窄。从同比看**，9 月 PPI 同比降幅收窄 0.6 个百分点至 -2.3%。其中，生产资料同比下降 2.4%，降幅缩小 0.8 个百分点；生活资料同比下降 1.7%，与上月持平。除了受去年同期基数较低影响，近期一系列宏观政策效应也在不断释放，推动多个行业价格出现回升。一方面，随着全国统一大市场建设的深入推进，部分行业产能治理取得成效，相关领域价格同比降幅呈现收窄态势。具体来看，煤炭加工、黑色金属冶炼和压延加工业、煤炭开采和洗选业、光伏设备及元器件制造、电池制造、非金属矿物制品业等的价格同比下降幅度，较上月分别减少了 8.3、3.4、3.0、2.4、0.5 和 0.4 个百分点；以上六个行业对 PPI 同比的下拉作用较上月减弱约 0.34 个百分点。另一方面，现代化产业体系建设加快推进，制造业向高端化、智能化、绿色化方向发展，推动飞机制造、电子专用材料制造、废弃资源综合利用业和可穿戴智能设备制造价格分别上升 1.4%、1.2%、0.9% 和 0.1%。同时，在提振消费政策的作用下，品质化与升级类消费需求不断释放，工艺美术及礼仪用品制造、运动用球类制造和营养食品制造价格分别上涨 14.7%、4.0% 和 1.8%。**从环比看**，9 月 PPI 环比持平上期表现，连续两个月持平。其中生产资料环比由上升 0.1% 转为持平，而生活资料环比下降 0.2%，降幅扩大 0.1 个百分点，显示国内市场竞争秩序持续优化，部分行业供需关系改善。9 月 PPI 运行态势呈现出两方面特征：一方面，随着供需结构持续改善，部分行业产品价格趋于稳定。煤炭加工、煤炭开采和洗选业以及黑色金属冶炼和压延加工业价格分别环比上升 3.8%、2.5% 和 0.2%，均实现连续两个月增长；光伏设备及元器件制造价格也由上月下降 0.2% 转为上涨 0.8%。此外，非金属矿物制品业和锂离子电池制造价格虽仍下降，但降幅分别收窄 0.6 和 0.3 个百分点。另一方面，受输入性因素影响，国内石油相关行业价格普遍回落。在国际油价下行的带动下，石油开采、精炼石油产品制造、有机化学原料制造及化学纤维制造业价格分别下降 2.7%、1.5%、0.6% 和 0.2%。**国际来看**，近期美联储主席鲍威尔在经济和货币政策公开讲话中表示，未来美联储或停止缩表行为，为降息打开空间。这一行动可能驱动原油、有色金属等价格温和回升。但 OPEC 增产和地缘政治缓和可能会对油价形成压制，短期内大宗商品或延续波动态势。**国内来看**，随着全国统一大市场建设的深入推进，以及“反内卷”政策持续发力，重点行业价格有望继续回升。现代化产业体系的完善将推动高端设备、新材料等领域价格保持相对强劲。**后续价格有望在宏观政策持续发力、供需结构逐步优化的背景下延续改善态势。10 月 PPI 同比降幅或继续收窄。**
- **10 月 CPI 同比或保持稳定，PPI 同比降幅继续收窄。**9 月，CPI 继续高于 PPI，CPI-PPI 剪刀差较 8 月小幅收敛至 2 个百分点至 2%，剪刀差进一步收窄。CPI 方面，从翘尾看，上年价格变动对本月 CPI 同比的翘尾影响约为 -0.8 个百分点，翘尾因素的下拉影响比上月扩大 0.1 个百分点。短期来看，猪价或延续震荡，蔬果价格将进入季节性下降阶段，但因基数走低，预计食品 CPI 同比保持稳定，“反内卷”政策叠加基数也将支撑非食品价格同比保持平稳。综合来看，预计 CPI 同比或保持稳定。PPI 方面，随着国内宏观政策发力，叠加部分行业产能治理显效，预计 10 月 PPI 同比降幅进一步收窄。
- **风险提示：**政策落地节奏不及预期，国际大宗商品价格波动超预期。

图 1：食品价格同比降幅扩大，非食品价格同比小幅上升



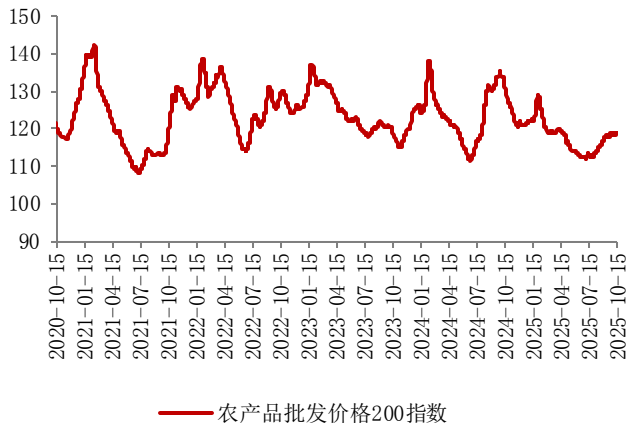
数据来源: wind、西南证券整理

图 2：食品类分项价格表现



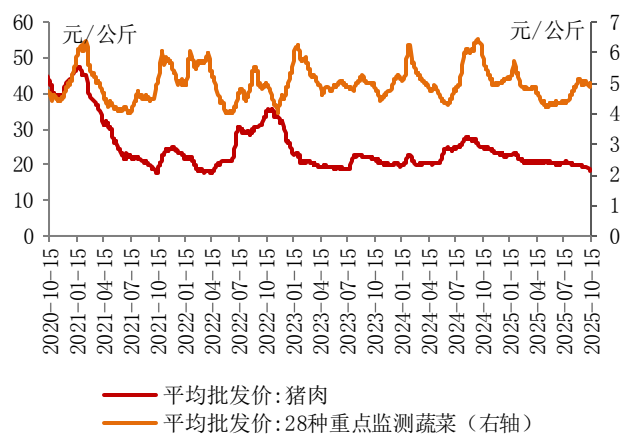
数据来源: wind、西南证券整理

图 3：2025 年 10 月初农产品价格指数略有升高



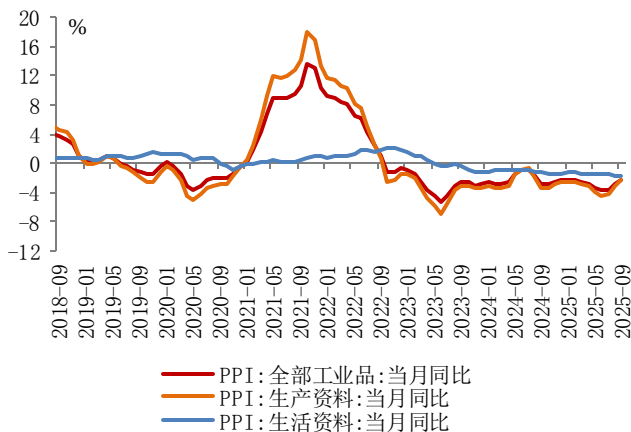
数据来源: wind、西南证券整理

图 4：2025 年 10 月初蔬菜价格平稳，猪肉价格略走低



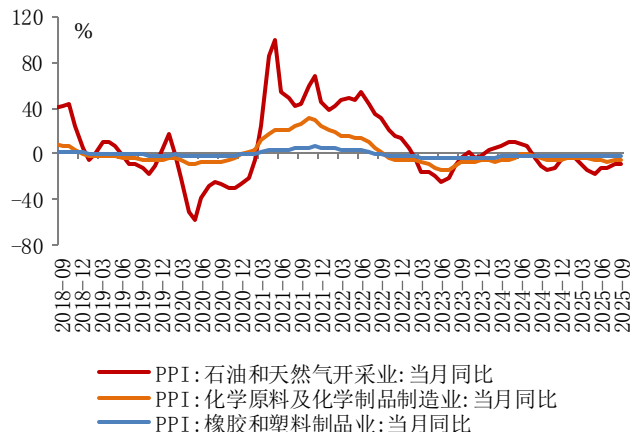
数据来源: wind、西南证券整理

图 5：生产资料价格同比降幅收窄，生活资料价格同比持平



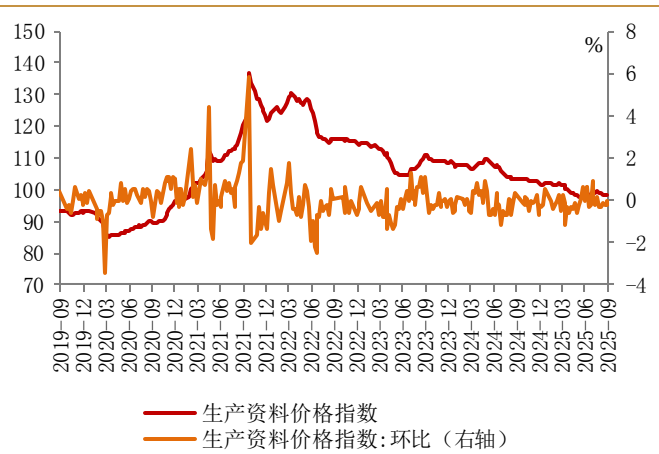
数据来源: wind、西南证券整理

图 6：石油相关行业价格同比走势



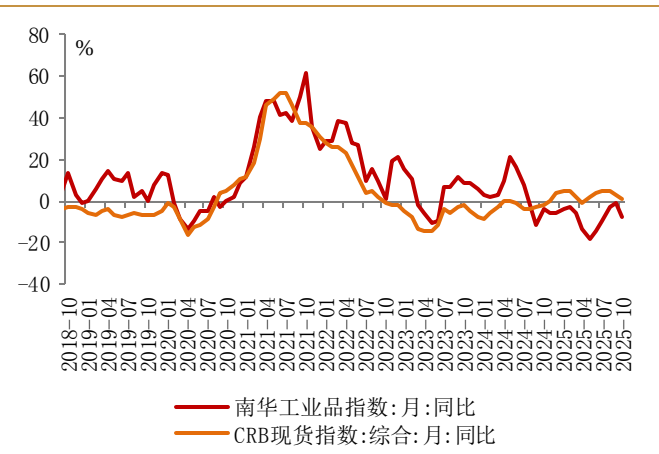
数据来源: wind、西南证券整理

图 7：2025 年 9 月生产资料价格指数环比由降转为持平



数据来源: wind、西南证券整理

图 8：2025 年 10 月初南华工业品指数同比降幅走扩



数据来源: wind、西南证券整理

分析师承诺

本报告署名分析师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证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《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。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、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、意见及推测不一致的报告，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录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报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	院长助理、研究销售部经理、 上海销售主管	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售岗	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	销售岗	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	汪艺	销售岗	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	欧若诗	销售岗	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售岗	15905851569	15905851569	jyj@swsc.com.c
	贾文婷	销售岗	13621609568	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	张嘉诚	销售岗	18656199319	18656199319	zhangjc@swsc.com.cn
	毛玮琳	销售岗	18721786793	18721786793	mwl@swsc.com.cn
北京	李杨	北京销售主管	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	姚航	销售岗	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王宇飞	销售岗	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	王一菲	销售岗	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn

	张鑫	销售岗	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	马冰竹	销售岗	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	唐茜露	销售岗	18680348593	18680348593	tdl@swsc.com.cn
广深	文柳茜	销售岗	13750028702	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	15602268757	lzt@swsc.com.cn
	杨举	销售岗	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn