

证券研究报告

宏观研究

专题报告

解运亮 宏观首席分析师
执业编号: S1500521040002
联系电话: 010-83326858
邮箱: xieyunliang@cindasc.com

麦麟玥 宏观分析师
执业编号: S1500524070002
邮箱: mailinyue@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区宣武门西大街甲127号
金隅大厦B座
邮编: 100031

价格和金融数据的增量信号

2025年10月16日

- **第一，食品价格跌幅加深下，消费品仍能带动CPI回升。**今年以来，食品价格转负运行已数月，消费品价格也时常跟随食品价格的波动而波动。9月食品价格跌幅加深下，消费品仍能带动CPI回升，这是今年食品价格转负以来食品和消费品价格的首次背离，核心CPI更是重返1%，我们认为这背后可能是以旧换新政策给工业消费品带来的价格累积效应。
- **第二，反内卷治理效果或已显现在PPI的上游和中游之中。**一方面，有色、黑色、能源PPI同比均实现回升，其中黑色PPI回升幅度最大；另一方面，上游和中游的PPI降幅收窄，但下游PPI有分歧，下游制造降幅收窄，而下游消费并未同步实现回升。我们认为，可能是反内卷政策和下游消费的直接相关性较低。
- **目前物价的增长水平，距离年初设定的目标，尚存一定的压力，这意味着客观上当前货币政策环境或还需要维持宽松。但核心CPI创下年内新高，我们认为年内可能更多的是结构性政策工具发力。**
- **第三，社融与信贷增速的阶段性分叉开始逐步收敛。**自2024年12月到今年7月，社融存量增速和贷款余额增速出现了分叉，同样的情况在2023年下半年也出现过。对比社融存量的细分数据可以看到，这两轮社融存量增速和贷款余额增速的阶段性分叉都是伴随着政府债券融资集中发力出现。但现在这一阶段性分叉或已结束，社融增速和信贷增速或重新回归同步常态。
- **第四，M2-M1剪刀差进一步收窄，资金活化程度提升。**9月，M2同比增速回落，M1同比增速回升，二者的剪刀差进一步收窄，资金活化程度提升。回顾过去M2-M1剪刀差和上证指数的表现，可以看到M2-M1剪刀差和股市表现有一定的相关性，在M2-M1剪刀差收窄期间，股市往往有不错的表现。
- **风险因素：**地缘政治风险，国际油价上涨超预期等。

目 录

一、价格端的降幅双双收窄	3
二、金融数据的两个关注点	5
风险因素	8

图 目 录

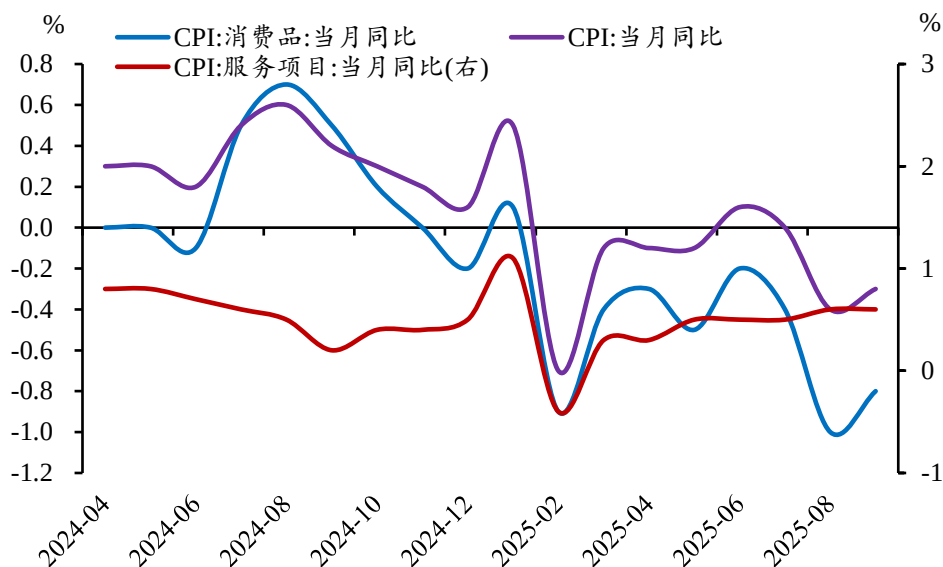
图 1: 服务价格增速持平, 消费品价格增速回升	3
图 2: 有色、黑色、能源 PPI 均回升	4
图 3: 下游 PPI 的回升出现分歧	4
图 4: 社融存量增速和贷款余额增速的阶段性分叉或已结束	5
图 5: 信贷和社融的近两次分叉主要由政府债券驱动	6
图 6: M2 和 M1 的剪刀差也在收窄	6
图 7: M2-M1 剪刀差和股市有相关性	7

一、价格端的降幅双双收窄

CPI 和 PPI 的价格同比降幅在 9 月份双双实现收窄，CPI 或由消费品驱动，PPI 或由反内卷政策、基数走低驱动。

第一，CPI 降幅收窄由消费品价格带动。9 月服务价格增速持平、消费品价格增速回升，CPI 同比价格降幅收窄主要由消费品价格的表现带动，单独看食品价格部分，其还在回落，这是 CPI 尚未摆脱负增的原因。这次 CPI 取得的关键进展是，核心 CPI 创过去 19 个月来的新高，同时，核心 CPI、扣除能源的工业消费品价格同比都在上涨，且二者涨幅都是连续第 5 个月扩大。

图 1：服务价格增速持平，消费品价格增速回升

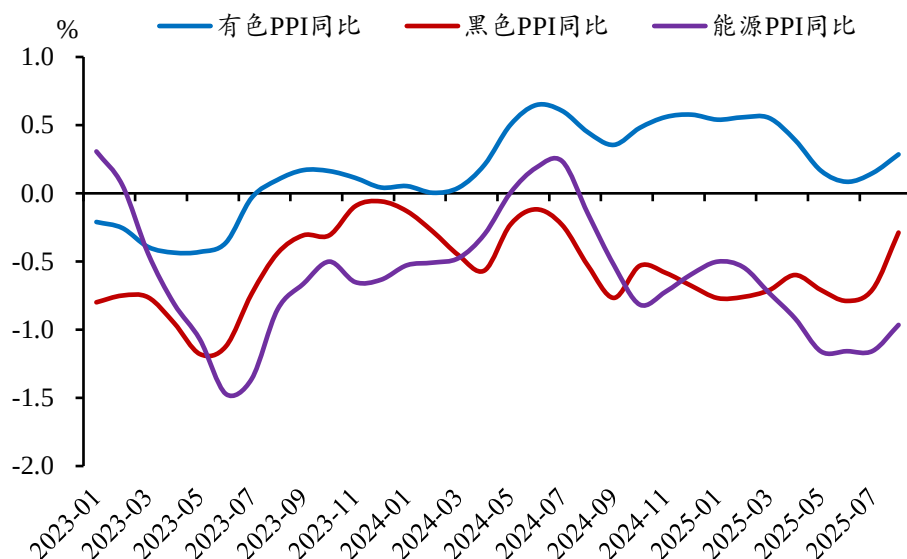


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

第二，有色、黑色、能源 PPI 中，黑色 PPI 回升幅度最大。9 月 PPI 环比继续持平，同比下降 2.3%，降幅比 8 月收窄 0.6 个百分点。9 月 PPI 的翘尾因素较前值少了 0.6 个百分点，说明 PPI 回升有基数影响。从 PPI 的结构表现中，能看到反内卷政策影响也有体现。从我们划分的有色、黑色、能源 PPI 同比来看，三者均实现回升，其中黑色 PPI 回升幅度最大，我们认为这或是反内卷政策效果的体现。

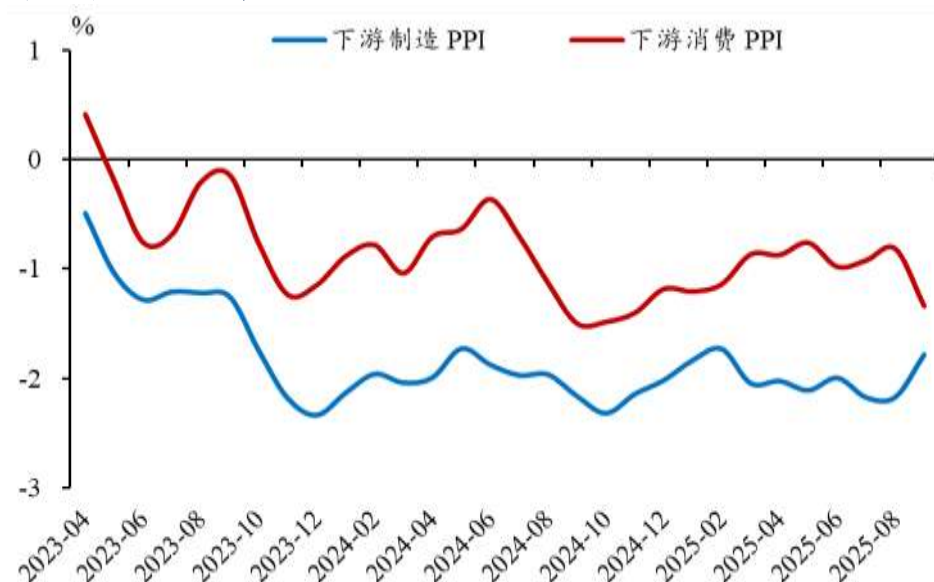
第三，上游和中游 PPI 降幅收窄，但下游 PPI 有分歧。从 PPI 的上中下游来看，9 月上游 PPI 同比、中游 PPI 同比也出现降幅收窄，但分歧出现在下游 PPI 中，下游制造 PPI 同比降幅收窄，但是下游消费 PPI 同比并未同步实现回升。我们认为，由于当前的反内卷政策集中于供给侧，而反内卷政策和下游消费的直接相关性较低，是引起下游 PPI 同比收窄出现分歧的关键。

图 2：有色、黑色、能源 PPI 均回升



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

图 3：下游 PPI 的回升出现分歧



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

2025 年 3 月召开的全国两会，政府工作报告明确提出 CPI 涨幅目标为 2% 左右，这一目标较过去多年设定的 3% 明显下调，成为 2003 年以来最低的通胀目标。虽然 CPI 和 PPI 价格同比都实现了降幅收窄，但是从绝对水平上，二者都还在负区间。目前物价的增长水平，距离年初设定的目标，尚存一定的压力，这意味着客观上当前货币政策环境或还需要维持宽松。今年以来，央行已多次降准降息，再加上核心 CPI 创下年内新高，我们认为年内可能更多的是结构性政策工具发力。

在这一背景下，我们认为 CPI、PPI 降幅收窄的趋势还会延续，CPI 有望在四季度实现转正，PPI 转正或仍待明年。

第一，反内卷政策持续推进有利于 PPI 的回升。当前反内卷政策持续推进，有利于产能过剩的下行拐点和 PPI 价格上行拐点的出现。不仅如此，从翘尾因素的表现来看，PPI 翘尾因素贡献的 Q4 中枢比 Q3 要高，随着翘尾因素走高，PPI 很可能也会走高。

第二，食品价格跌幅加深下，消费品仍能带动 CPI 回升。今年以来，食品价格转负运行已数月，消费品价格也时常跟随食品价格的波动而波动。而 9 月，食品价格跌幅加深下，消费品仍能带动 CPI 回升，这是今年食品价格转负以来食品和消费品价格的首次背离，我们认为这背后可能是以旧换新政策给工业消费品带来的价格累积效应。

二、金融数据的两个关注点

9 月金融数据多项指标增速（如社融增速、贷款增速、M2 增速）回落下，M1 增速却在回升，我们认为这份金融数据有两个值得关注的点。

第一，社融存量增速和贷款余额增速的阶段性分叉或已结束。自 2024 年 12 月到今年 7 月，社融存量增速和贷款余额增速出现了分叉，同样的情况在 2023 年下半年也出现过。我们根据 2003 年社融当月增量的分项数据累计拟合存量数据，对比社融存量的细分数据可以看到，这两轮社融存量增速和贷款余额增速的阶段性分叉都是伴随着政府债券融资集中发力出现。但现在这一阶段性分叉或已结束，社融增速和信贷增速或重新回归同步常态。

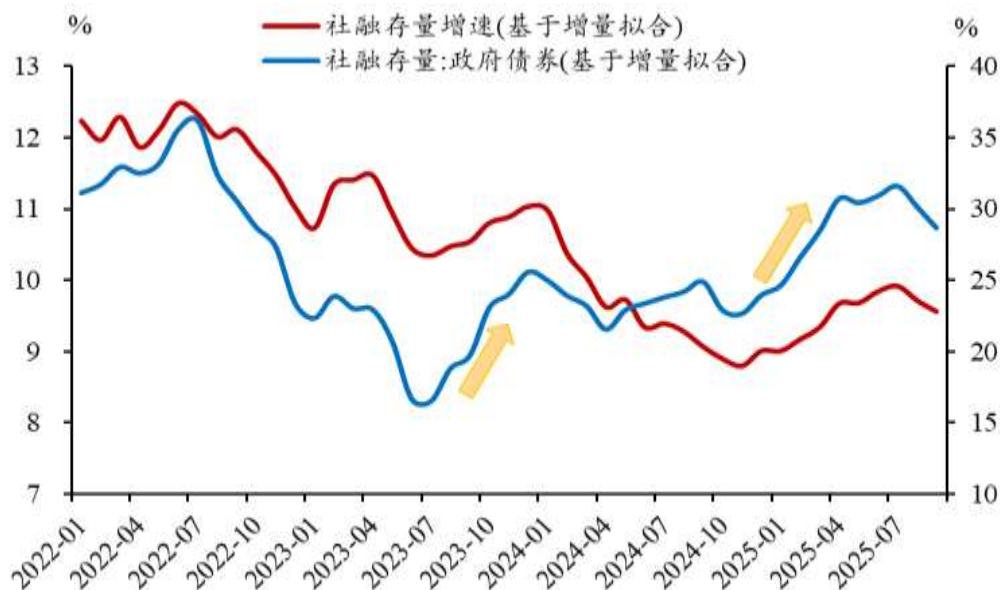
根据 2025 年 Q3 货币政策委员会例会通稿，全文没有给出增量政策的信号，没有提加大政策力度，只提了加强调控；没有提增量政策，而是强调保持政策连续性稳定性。我们认为，下阶段政策发力重点可能仍在于结构性工具。

图 4：社融存量增速和贷款余额增速的阶段性分叉或已结束



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

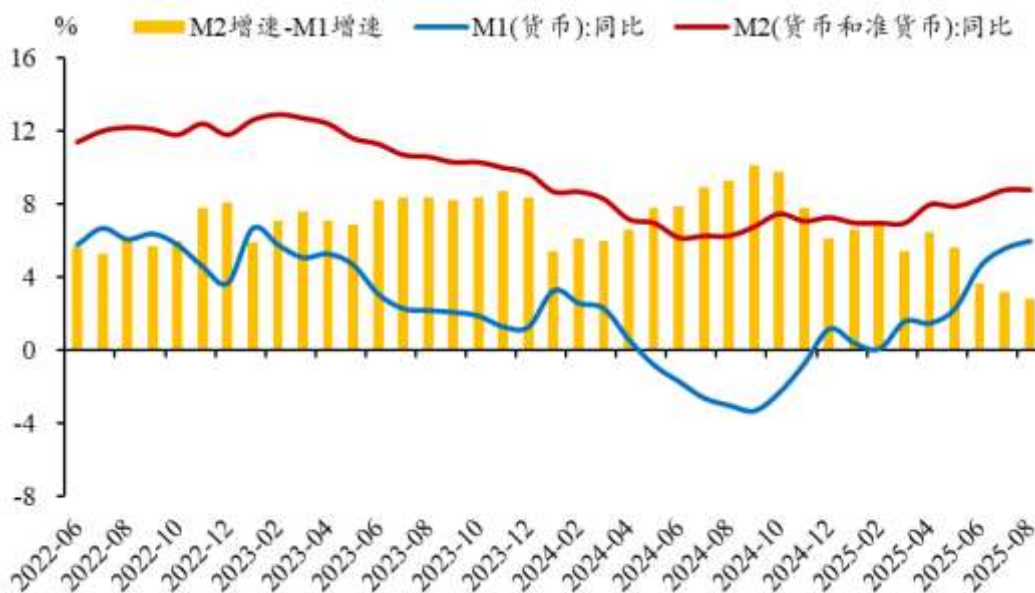
图 5：信贷和社融的近两次分叉主要由政府债券驱动



资料来源: ifind, 信达证券研发中心, 政府债券为右轴

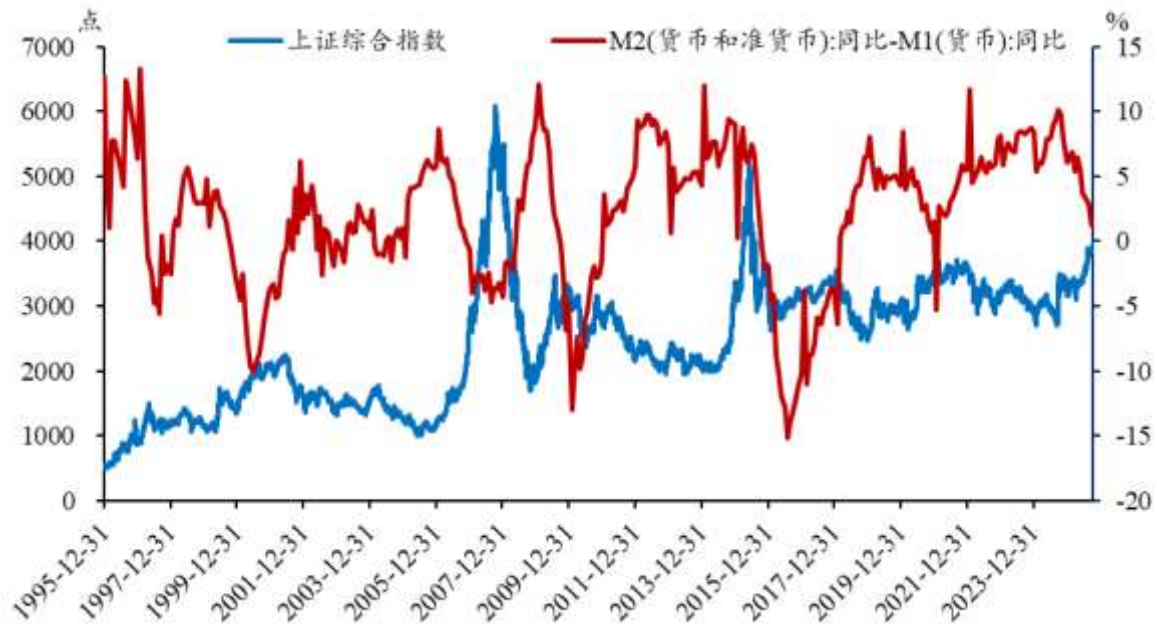
第二，M2-M1 剪刀差进一步收窄，资金活化程度提升。9 月，M2 同比增速回落，M1 同比增速回升，二者的剪刀差进一步收窄，资金活化程度提升。回顾过去 M2-M1 剪刀差和上证指数的表现，可以看到 M2-M1 剪刀差和股市表现有一定的相关性，在 M2-M1 剪刀差收窄期间，股市往往有不错的表现。

图 6：M2 和 M1 的剪刀差也在收窄



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

图 7：M2-M1 剪刀差和股市有相关性



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

风险因素

地缘政治风险，国际油价上涨超预期等。



研究团队简介

解运亮，信达证券宏观首席分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学汉青研究院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。首届“21 世纪最佳预警研究报告”得主。

麦麟玥，信达证券宏观分析师。中山大学管科硕士，2022 年 7 月加入信达证券研究所，从事宏观经济研究。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券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并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入： 股价相对强于基准15%以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准5%~15%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5%之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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任何责任，投资者需自行承担风险。