

CPI 环比季节性回升，PPI 同比降幅收窄 ——9月通胀数据点评

证券分析师： 徐超
分析师登记编号： S1190521050001

证券分析师： 戴梓涵
分析师登记编号： S1190524110003

报告摘要

事件：10月15日，国家统计局公布数据显示，2025年9月，全国居民消费价格(CPI) 同比下降0.3%，环比由持平转涨0.1%，剔除食品和能源的核心CPI同比上涨1.0%；全国工业生产者出厂价格(PPI) 同比下降2.3%，降幅较上月收窄0.6个百分点，环比继续持平。

一、CPI同比降幅收窄，环比季节性回升。

9月份CPI同比下降0.3%，降幅较上月收窄0.1个百分点。0.3%的降幅中，翘尾因素影响约为-0.9个百分点，较上月保持不变，可见物价是导致CPI同比降幅收窄的主要原因，本月CPI边际改善，扣除波动较大的食品能源价格的核心CPI同比提升至1.0%，涨幅连续5个月扩大，创下近19个月新高，主要受到促消费政策效应持续影响带动各类工业消费品需求改善所致。9月CPI环比上行0.1个百分点，由上月持平转为正增，符合季节性规律，但涨幅低于过去10年历史平均水平，目前物价上涨动能偏弱。食品价格环比季节性上涨，非食品项较上月环比未变，交通通信环比下跌，暑期结束叠加中秋节错月影响出行需求降温。展望未来，目前物价水平仍偏低，猪肉价格延续下行态势，但9月16日，国家发展和改革委员会联合农业农村部在北京召开生猪产能调控企业座谈会，会议部署了一系列精准调控措施推动行业供需平衡。此外，观察高频数据预计10月蔬菜价格将有所上行，我们认为政策方面促消费政策效应仍将持续，10月CPI同比增速有望小幅提升。

二、受去年低基数影响，PPI同比降幅收窄。

9月份PPI同比下降2.3%，降幅较上月收窄0.6个百分点，延续改善态势，9月翘尾因素较上月下降0.6个百分点，去年同期低基数是导致PPI同比降幅收窄的主要原因，此外，9月生产景气度持续上行，支撑部分行业价格企稳。环比连续两个月持平，表明物价下跌压力得到一定缓解。分类型来看，生产资料9月PPI同比下降2.4%，降幅较上月收窄0.8个百分点，生活资料9月PPI同比下降1.7%，降幅较上月持平。生产资料PPI环比持平，生活资料环比下跌，上游采掘业原材料价格走势分化，有色涨幅最大，石油化工板块降幅明显。展望未来，目前房地产市场仍走弱，基建投资不及预期，反内卷带来的原材料价格上涨趋势减弱，近期外部环境波动对国内工业品价格带来一定压力，结合10月PPI翘尾因素较9月相比下降0.1%，预计10月PPI同比降幅继续小幅收窄，年内难转正。

三、风险提示：政策不确定性；宏观基本面变化超预期；海外地缘政治风险。

目录

- 1、CPI同比降幅收窄，环比季节性回升
- 2、受去年低基数影响，PPI同比降幅收窄
- 3、风险提示

➤ **事件：**10月15日，国家统计局公布数据显示，2025年9月，全国居民消费价格(CPI) 同比下降0.3%，环比由持平转涨0.1%，剔除食品和能源的核心CPI同比上涨1.0%；全国工业生产者出厂价格(PPI) 同比下降2.3%，降幅较上月收窄0.6个百分点，环比继续持平。

图表1：通胀数据主要分项

CPI和PPI的同比和环比增速													
(%)	2025-09	2025-08	2025-07	2025-06	2025-05	2025-04	2025-03	2025-02	2025-01	2024-12	2024-11	2024-10	2024-09
CPI同比	-0.3	-0.4	0.0	0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.7	0.5	0.1	0.2	0.3	0.4
食品	-4.4	-4.3	-1.6	-0.3	-0.4	-0.2	-1.4	-3.3	0.4	-0.5	1.0	2.9	3.3
非食品	0.7	0.5	0.3	0.1	0.0	0.0	0.2	-0.1	0.5	0.2	0.0	-0.3	-0.2
核心	1.0	0.9	0.8	0.7	0.6	0.5	0.5	-0.1	0.6	0.4	0.3	0.2	0.1
CPI环比	0.1	0.0	0.4	-0.1	-0.2	0.1	-0.4	-0.2	0.7	0.0	-0.6	-0.3	0.0
食品	0.7	0.5	-0.2	-0.4	-0.2	0.2	-1.4	-0.5	1.3	-0.6	-2.7	-1.2	0.8
非食品	-0.1	-0.1	0.5	0.0	-0.2	0.1	-0.2	-0.1	0.6	0.1	-0.1	0.0	-0.2
核心	0.0	0.0	0.4	0.0	0.0	0.2	0.0	-0.2	0.5	0.2	-0.1	0.0	-0.1
PPI同比	-2.3	-2.9	-3.6	-3.6	-3.3	-2.7	-2.5	-2.2	-2.3	-2.3	-2.5	-2.9	-2.8
生产资料	-2.4	-3.2	-4.3	-4.4	-4.0	-3.1	-2.8	-2.5	-2.6	-2.6	-2.9	-3.3	-3.3
生活资料	-1.7	-1.7	-1.6	-1.4	-1.4	-1.6	-1.5	-1.2	-1.2	-1.4	-1.4	-1.6	-1.3
PPI环比	0.0	0.0	-0.2	-0.4	-0.4	-0.4	-0.4	-0.1	-0.2	-0.1	0.1	-0.1	-0.6
生产资料	0.0	0.1	-0.2	-0.6	-0.6	-0.5	-0.4	-0.2	-0.2	0.0	0.1	0.1	-0.8
生活资料	-0.2	-0.1	-0.2	-0.1	0.0	-0.2	-0.4	0.0	0.0	-0.1	0.0	-0.4	-0.1

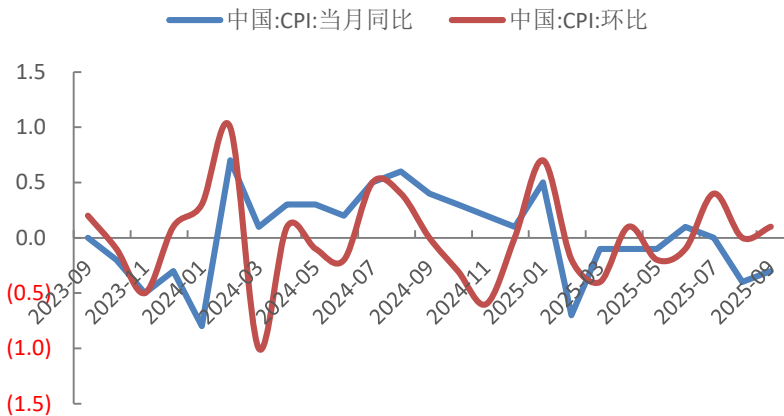
资料来源：Wind，太平洋证券

1、CPI同比降幅收窄，环比季节性回升

➤CPI同比降幅收窄，环比季节性回升

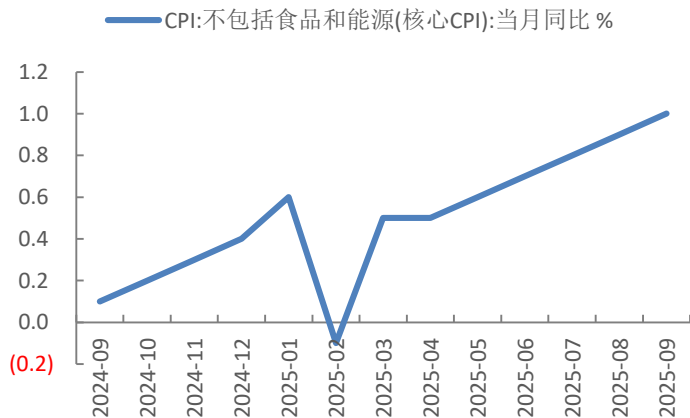
- 9月份CPI同比下降0.3%，降幅较上月收窄0.1个百分点。0.3%的降幅中，翘尾因素影响约为-0.9个百分点，较上月保持不变，可见物价是导致CPI同比降幅收窄的主要原因，本月CPI边际改善，扣除波动较大的食品能源价格的核心CPI同比提升至1.0%，涨幅连续5个月扩大，创下近19个月新高，主要受到促消费政策效应持续影响带动各类工业消费品需求改善所致。
- 9月CPI环比上行0.1个百分点，由上月持平转为正增，符合季节性规律，但涨幅低于过去10年历史平均水平，目前物价上涨动能偏弱。

图表2：CPI环比及同比增速（单位：%）



资料来源：Wind，太平洋证券

图表3：核心CPI同比增速（单位：%）



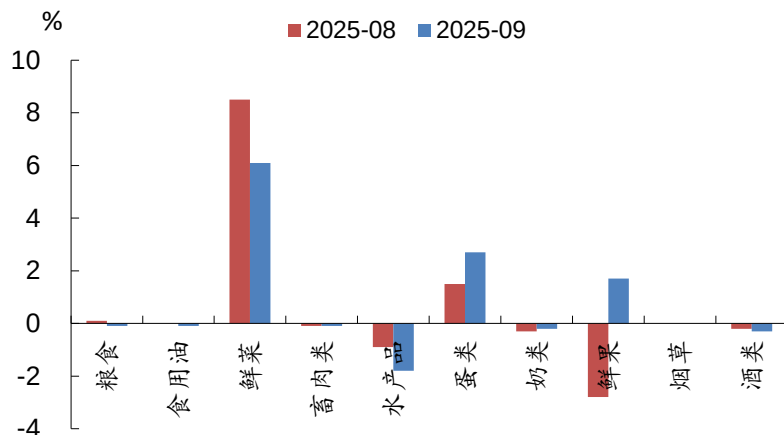
资料来源：Wind，太平洋证券

1、CPI同比降幅收窄，环比季节性回升

► 食品价格环比季节性上涨

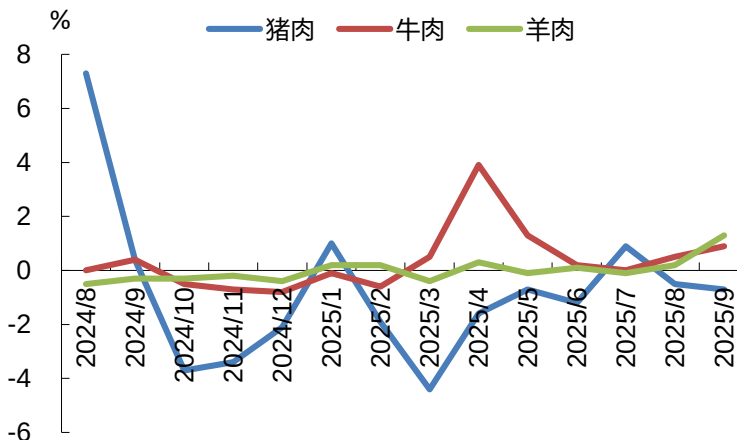
► 9月食品价格环比继续上涨，涨幅较上月提升0.2个百分点至0.7%。其中，鲜果价格环比上涨1.7%，环比由负转正，鲜菜、蛋类价格环比分别上涨6.1%和2.7%，一是极端天气对蔬果价格仍存扰动，二是节假日提前备货、开学季食品需求集中释放影响，价格呈现季节性上涨。畜肉环比下跌0.1%，主要是其中受到阶段性供给过剩影响猪肉价格环比下降0.7%，较上月降幅扩大0.2个百分点，而牛肉和羊肉价格环比分别上涨0.9%和1.3%。

图表4：我国CPI食品细分项环比（单位：%）



资料来源：Wind，太平洋证券

图表5：我国CPI食品畜肉细分项环比（单位：%）



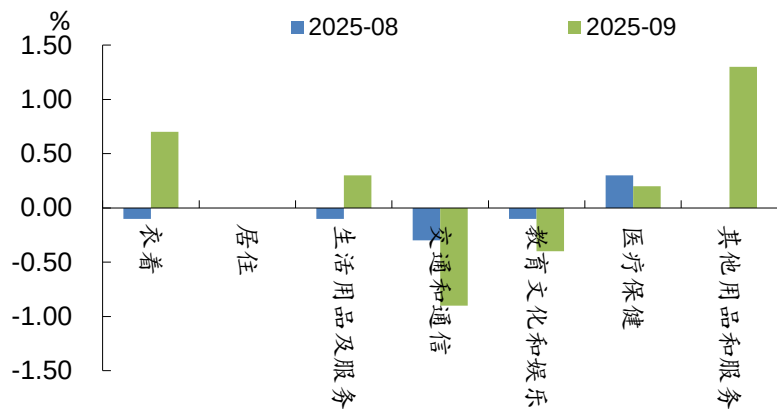
资料来源：Wind，太平洋证券

1、CPI同比降幅收窄，环比季节性回升

►非食品项较上月环比未变，交通通信环比下跌

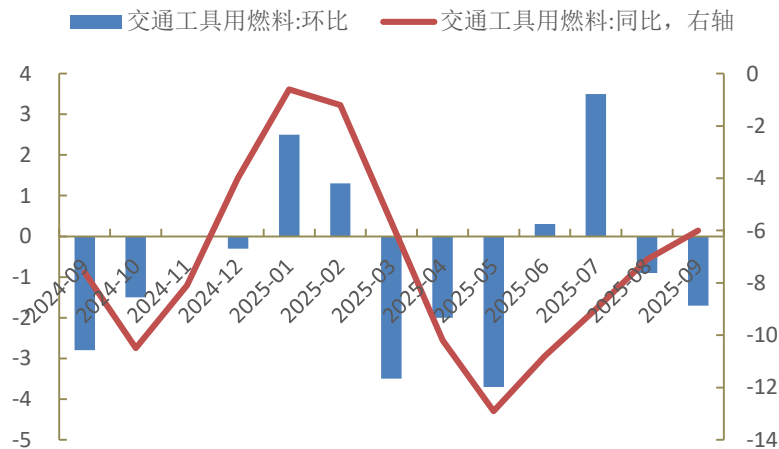
►9月非食品价格环比下跌0.1%，降幅较上月保持不变。具体来看，国际原油价格下行，交通工具用燃料项9月环比下降1.7%，交通工具项环比下行0.1%，通信工具环比上行0.1%，综合作用下导致交通和通信细分项环比下跌0.9%；另外，居民消费中衣着类环比上涨0.7%，受国际金价上涨影响，金饰品价格环比上涨6.5%，此外，以旧换新政策影响下，国内提振消费政策相关的品类价格边际上行，如家电、手机等商品，9月家用器具价格环比上涨0.6%，连续三个月环比正增长。

图表6：我国CPI非食品细分项环比（单位：%）



资料来源：Wind，太平洋证券

图表7：我国交通工具用燃料同环比（单位：%）



资料来源：Wind，太平洋证券

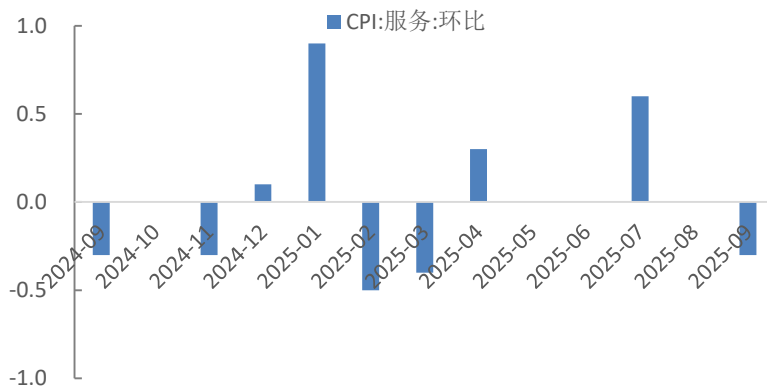
1、CPI同比降幅收窄，环比季节性回升

►暑期结束叠加中秋节错月影响出行需求降温

►9月服务价格环比下降0.3个百分点，符合季节性特征，主要受暑期结束，中秋节较往年错月叠加的影响，飞机票、宾馆住宿和旅游价格分别下降13.8%、7.4%和6.1%，合计影响CPI环比下降约0.17个百分点。

►展望未来，目前物价水平仍偏低，猪肉价格延续下行态势，但9月16日，国家发展和改革委员会联合农业农村部在北京召开生猪产能调控企业座谈会，会议部署了一系列精准调控措施推动行业供需平衡。此外，观察高频数据预计10月蔬菜价格将有所上行，我们认为政策方面促消费政策效应仍将持续，10月CPI同比增速有望小幅提升。

图表8：我国CPI服务项环比（单位：%）



资料来源：Wind，太平洋证券

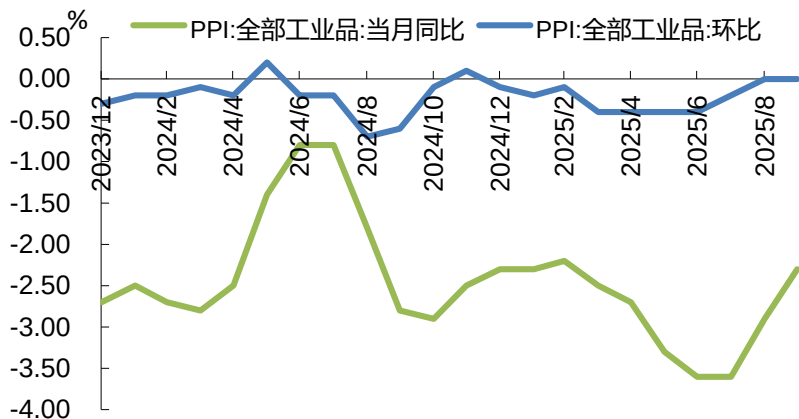
2、受去年低基数影响，PPI同比降幅收窄

►受去年低基数影响，PPI同比降幅收窄

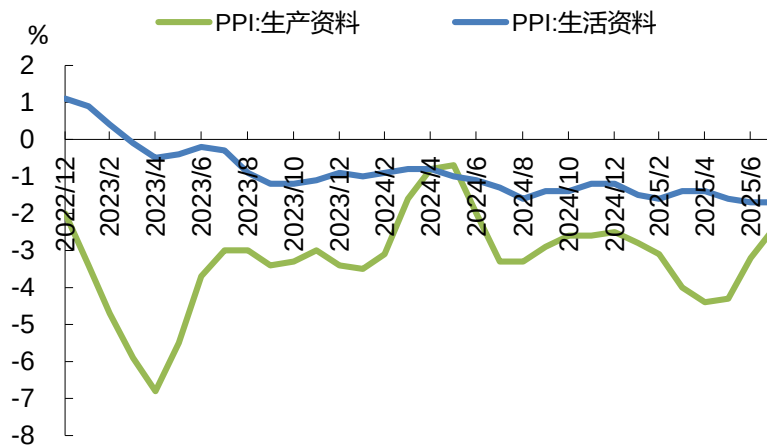
►9月份PPI同比下降2.3%，降幅较上月收窄0.6个百分点，延续改善态势，9月翘尾因素较上月下降0.6个百分点，去年同期低基数是导致PPI同比降幅收窄的主要原因，此外，9月生产景气度持续上行，支撑部分行业价格企稳。环比连续两个月持平，表明物价下跌压力得到一定缓解。

►分类型来看，生产资料9月PPI同比下降2.4%，降幅较上月收窄0.8个百分点，生活资料9月PPI同比下降1.7%，降幅较上月持平。

图表9：PPI环比及同比增速（单位：%）



图表10：生产资料和生活资料PPI同比增速（单位：%）



资料来源：Wind，太平洋证券

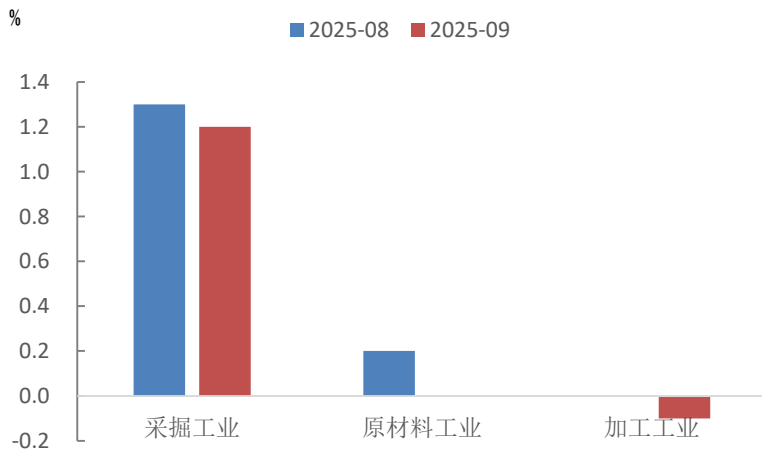
资料来源：Wind，太平洋证券

2、受去年低基数影响，PPI同比降幅收窄

►生产资料PPI环比持平，生活资料环比下跌

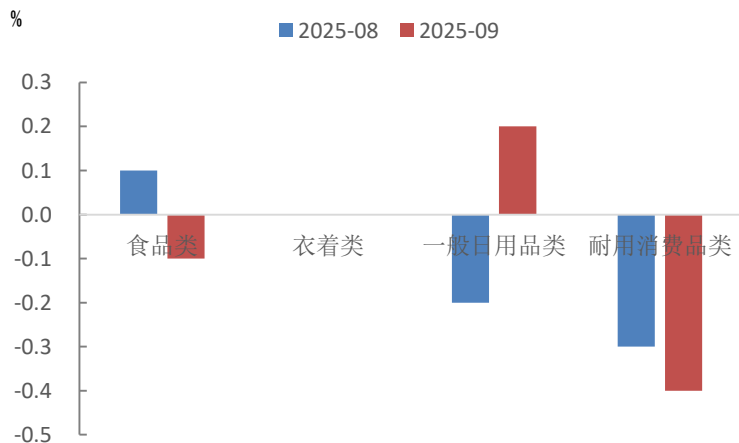
►9月生产资料PPI环比持平，而上月环比上涨0.1%，其中细分项采掘工业、原材料工业、加工工业价格环比涨幅均回落，采掘工业环比上涨1.2%，较上月涨幅收窄0.1个百分点，原材料工业环比持平，上月环比上涨0.2%，加工工业环比跌0.1%，上月持平；9月生活资料环比下跌0.2%，跌幅较上月扩大0.1个百分点，细分项中一般日用品价格环比上涨0.2%，由负转正，但食品价格环比由正转跌0.1%，耐用消费品价格环比跌幅扩大0.1个百分点至0.4%，是价格压力的主要来源。

图表11：生产资料PPI细分项环比（单位：%）



资料来源：Wind，太平洋证券

图表12：生活资料PPI细分项环比（单位：%）



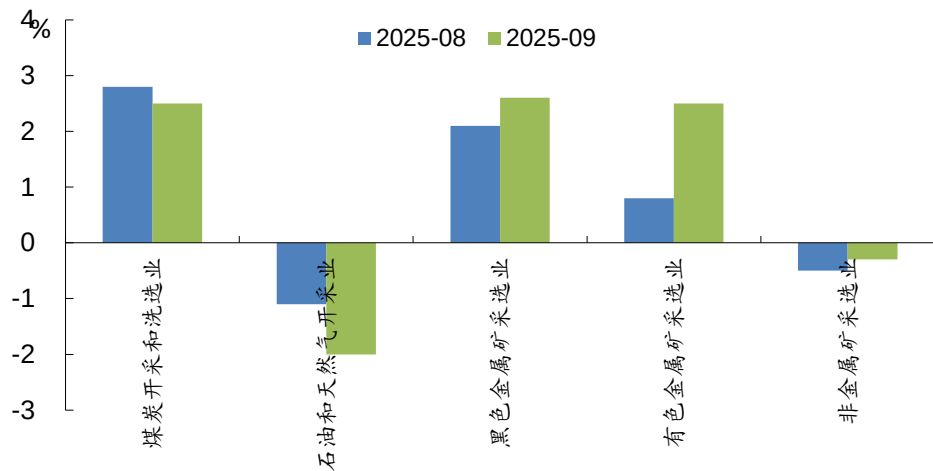
资料来源：Wind，太平洋证券

2、受去年低基数影响，PPI同比降幅收窄

►上游采掘业原材料价格走势分化

►上游采掘业原材料价格走势分化，近两月煤炭开采和洗选业有所改善，9月环比上涨2.5%，黑色金属矿采选业、有色金属矿采选业价格分别环比上涨2.6%、2.5%；非金属矿采选业价格环比下降0.3%，受9月国际油价大幅下跌影响，9月石油和天然气开采业价格环比下降2%，降幅较上月增加0.9个百分点。

图表13：我国PPI采掘业分行业环比（单位：%）



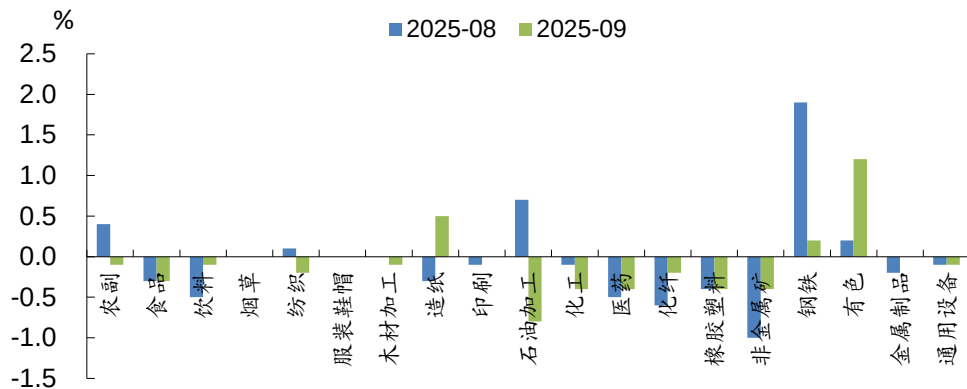
资料来源：Wind，太平洋证券

2、受去年低基数影响，PPI同比降幅收窄

►有色涨幅最大，石油化工板块降幅明显

- 制造业细分来看，权重占比较大的化工、汽车制造业、非金属矿物制造业9月分别环比下降0.4%、0.5%、0.4%，石油加工降幅明显，环比下降0.8%，由负转正，有色金属冶炼及压延加工业增幅明显，9月环比上升1.2%，造纸和钢铁有一定增幅，9月分别环比上升0.5%和0.2%。
- 展望未来，目前房地产市场仍走弱，基建投资不及预期，反内卷带来的原材料价格上涨趋势减弱，近期外部环境波动对国内工业品价格带来一定压力，结合10月PPI翘尾因素较9月相比下降0.1%，预计10月PPI同比降幅继续小幅收窄，年内难转正。

图表14：我国PPI制造业分行业环比（单位：%）



资料来源：Wind，太平洋证券

风险提示

- 政策不确定性；
- 宏观基本面变化超预期；
- 海外地缘政治风险。

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来6个月内，行业整体回报高于沪深300指数5%以上；

中性：预计未来6个月内，行业整体回报介于沪深300指数-5%与5%之间；

看淡：预计未来6个月内，行业整体回报低于沪深300指数5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在15%以上；

增持：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于5%与15%之间；

持有：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-5%与5%之间；

减持：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅低于-15%以下。

太平洋研究院

云南省昆明市盘龙区北京路926号同德广场写字楼31楼



投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。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机构和个人的投资建议，投资者应自主作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。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。