

9 月通胀点评

核心 CPI 同比增速持续回暖

9 月 CPI 同比增速低于万得一致预期，PPI 同比增速略高于万得一致预期；9 月食品价格对 CPI 同比增速的拖累较明显，能源价格环比下降对 CPI 环比增速影响较大，贵金属消费品价格同比增速继续上行，服务价格受季节性因素和假期错位影响环比走弱；PPI 价格受“反内卷”等政策影响，连续两个月同比降幅收窄。

- 9 月 CPI 环比增长 0.1%，较 8 月上升 0.1 个百分点，CPI 同比下降 0.3%，较 8 月增速上升 0.1 个百分点，核心 CPI 同比增长 1.0%，较 8 月上升 0.1 个百分点，服务价格同比增长 0.6%，较 8 月持平，消费品价格同比下降 0.8%，较 8 月上升 0.2 个百分点。
- 从环比看，9 月食品价格环比上涨 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，扣除能源的工业消费品价格环比上涨 0.5%，影响 CPI 环比上涨约 0.12 个百分点，服务价格环比下降 0.3%，影响 CPI 环比下降约 0.12 个百分点；从同比看，食品价格下降 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。
- 核心 CPI 持续回暖。9 月 CPI 同比增速低于万得一致预期，从环比看主要是服务和能源价格拖累，从同比看主要是食品价格和翘尾因素的影响。9 月 CPI 各分项表现出现一定分化：一是国际金价持续大幅上涨，带动贵金属消费品价格同比涨幅扩大，二是国际油价下降，影响国内能源价格环比降幅加大，三是食品价格环比上涨同比下降，且食品分项下不同小类产品价格略有分化，猪肉和水产等产品价格环比表现弱于季节性水平，鲜菜价格环比强于季节性水平，后续仍需关注天气因素对产品价格的影响，四是耐用消费品价格同比增速出现持续上行趋势，9 月家用器具和通信工具价格同比增速分别为 5.5% 和 1.5%，五是服务价格受季节性因素影响较大。我们认为四季度在低基数的影响下，CPI 同比增速有望保持上行趋势，上行斜率或取决于传统消费旺季叠加第四批国补下发，对居民消费释放的影响程度。
- 9 月 PPI 环比持平，其中生产资料环比持平，生活资料环比下降 0.2%。9 月 PPI 同比下降 2.3%，较 8 月增速上升 0.6 个百分点，其中生产资料同比下降 2.4%，较 8 月上升 0.8 个百分点，生活资料同比下降 1.7%，较 8 月持平。PPIRM 同比下降 3.1%，较 8 月上升 0.9 个百分点。
- 9 月 PPI 同比降幅收窄，除受上年同期对比基数走低影响外，我国各项宏观政策效果持续显现，一些行业价格呈现积极变化。一是全国统一大市场建设纵深推进带动相关行业价格同比降幅收窄，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 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。二是产业结构升级和消费潜力释放带动相关行业价格同比上涨。
- “反内卷”等政策带动下，PPI 同比增速持续回升。我们维持此前观点，认为 PPI 同比已经见底，并且认为在“反内卷”等政策影响下，部分行业供求格局有望持续改善，将成为带动 PPI 同比增速持续上行的主要因素。我们同时提示，PPI 同比增速回正或要等到 2026 年二季度前后。
- 风险提示：全球通胀二次上行的风险；欧美经济回落速度偏快；国际局势复杂化。

相关研究报告

《中银量化多策略行业轮动周报 - 20251009》20251013

《策略周报》20251013

《中银量化大类资产跟踪》20251013

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观经济

证券分析师：张晓娇

xiaojiao.zhang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300514010002

证券分析师：朱启兵

(8610)66229359

Qibing.Zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

CPI

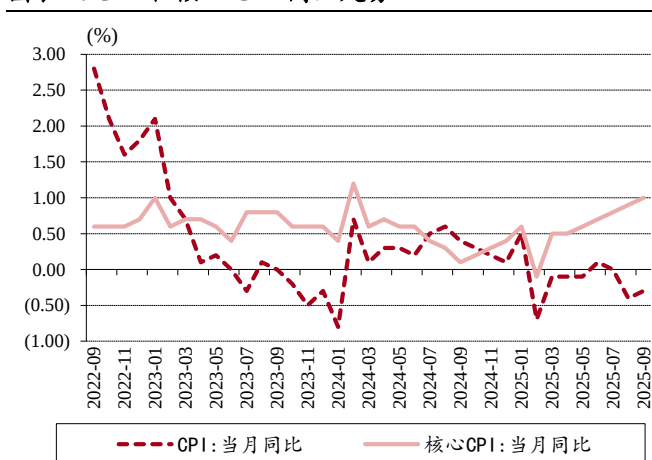
9月CPI同比增速低于万得一致预期，增速较8月小幅上升。9月CPI环比增长0.1%，增速较8月上升0.1个百分点。从分项看，9月环比上行的包括其他用品和服务（1.3%）、衣着（0.7%）、食品烟酒（0.5%）、生活用品及服务（0.3%）和医疗保健（0.2%），环比下降的有交通通信（-0.9%）和教育文化娱乐（-0.4%），环比增速持平的是居住；9月分项中较8月环比增速上升的有其他用品和服务、衣着、生活用品及服务、食品烟酒，环比增速下降的有交通通信、教育文化娱乐和医疗保健。9月CPI同比下降0.3%，较8月增速上升0.1个百分点，核心CPI同比增长1.0%，较8月上升0.1个百分点，服务价格同比增长0.6%，较8月持平，消费品价格同比下降0.8%，较8月上升0.2个百分点。从分项看，9月同比增速增长的是其他用品和服务（9.9%）、生活用品及服务（2.2%）、衣着（1.7%）、医疗保健（1.1%）、教育文化娱乐（0.8%）和居住（0.1%），同比负增长的是食品烟酒（-2.6%）和交通通信（-2.0%），同比增速较8月下降的是教育文化娱乐、衣着和食品烟酒。

食品价格环比上涨。从环比看，9月食品价格环比上涨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，但从分项看食品价格表现分化，鲜菜、鸡蛋、鲜果、羊肉和牛肉价格环比均呈季节性上涨，涨幅在0.9%-6.1%之间，猪肉和水产品供应充足，价格环比分别下降0.7%和1.8%。从同比看，食品价格下降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，食品中，猪肉、鲜菜、鸡蛋和鲜果价格同比分别下降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，牛肉和羊肉价格同比分别上涨4.6%和0.8%，其中羊肉价格同比为连续下降44个月后首次转涨。

核心CPI同比增速连续五个月上行。从环比看，9月扣除能源的工业消费品价格环比上涨0.5%，影响CPI环比上涨约0.12个百分点，服务价格环比下降0.3%，影响CPI环比下降约0.12个百分点，其中，受暑期结束和中秋节较往年错月叠加影响，飞机票、宾馆住宿和旅游合计影响CPI环比下降约0.17个百分点。从同比看，工业消费品中，金饰品和铂金饰品价格同比分别上涨42.1%和33.6%，家用器具、家庭日用杂品和通信工具价格同比分别上涨5.5%、3.2%和1.5%，涨幅均有扩大。

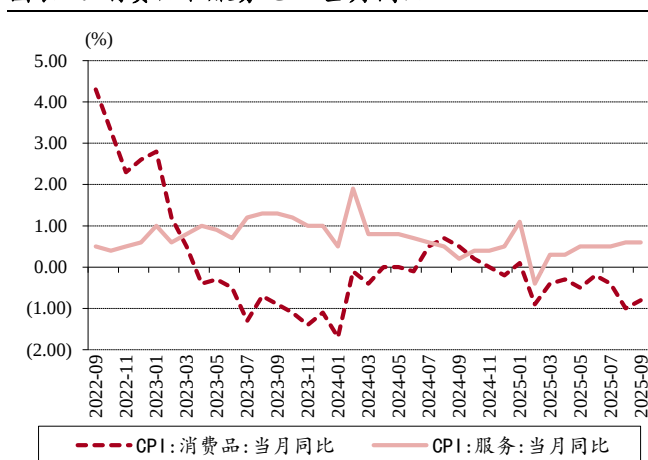
核心CPI持续回暖。9月CPI同比增速低于万得一致预期，从环比看主要是服务和能源价格拖累，从同比看主要是食品价格和翘尾因素的影响。9月CPI各分项表现出现一定分化：一是国际金价持续大幅上涨，带动贵金属消费品价格同比涨幅扩大，二是国际油价下降，影响国内能源价格环比降幅加大，三是食品价格环比上涨同比下降，且食品分项下不同小类产品价格略有分化，猪肉和水产等产品价格环比表现弱于季节性水平，鲜菜价格环比强于季节性水平，后续仍需关注天气因素对产品价格的影响，四是耐用消费品价格同比增速出现持续上行趋势，9月家用器具和通信工具价格同比增速分别为5.5%和1.5%，五是服务价格受季节性因素影响较大。我们认为四季度在低基数的影响下，CPI同比增速有望保持上行趋势，上行斜率或取决于传统消费旺季叠加第四批国补下发，对居民消费释放的影响程度。

图表 1. CPI 和核心 CPI 同比走势



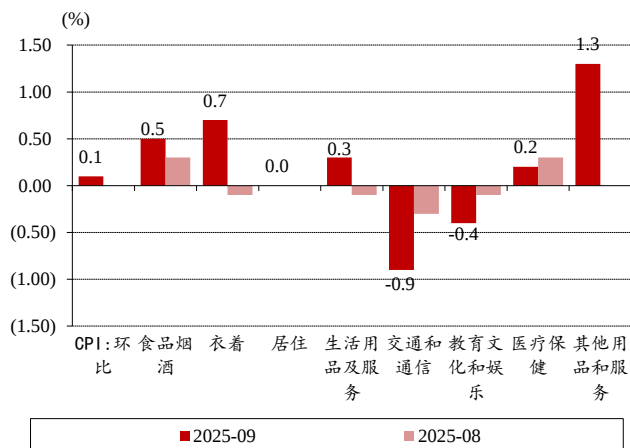
资料来源：万得，中银证券

图表 2. 消费品和服务 CPI 当月同比



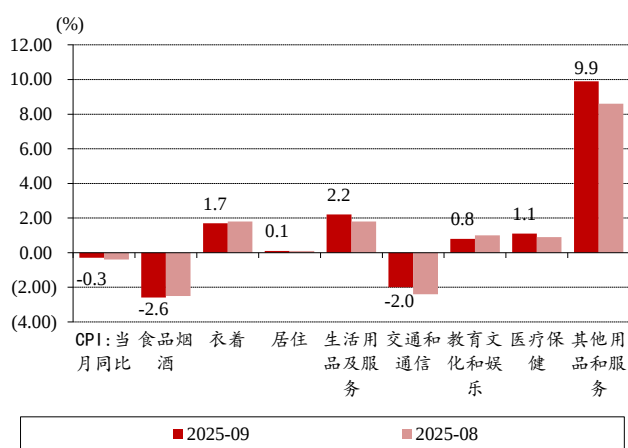
资料来源：万得，中银证券

图表 3. CPI 环比走势



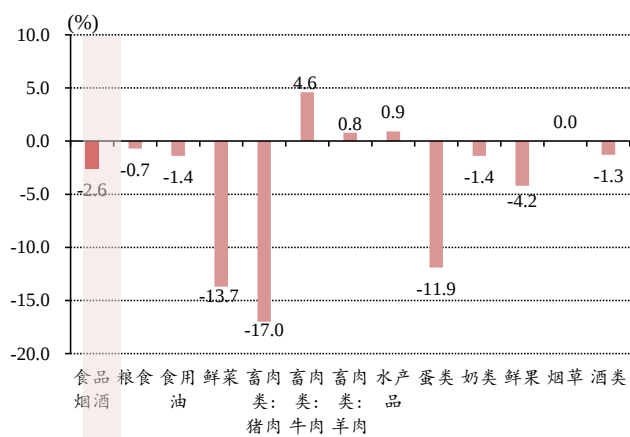
资料来源: 万得, 中银证券

图表 4. CPI 同比走势



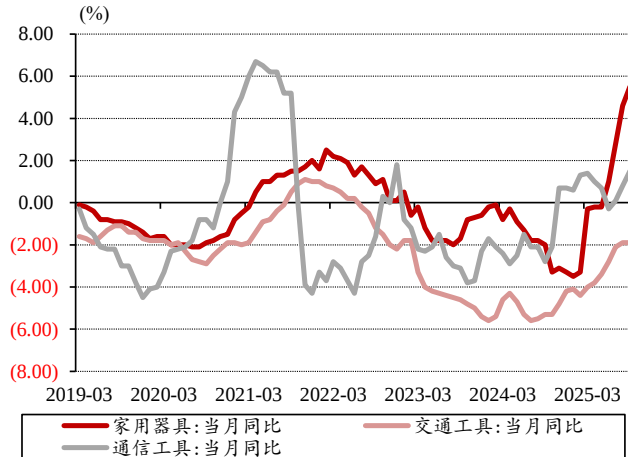
资料来源: 万得, 中银证券

图表 5. 9 月食品烟酒分项下中类同比增速



资料来源: 万得, 中银证券

图表 6. 耐用消费品价格同比增速有上行趋势



资料来源: 万得, 中银证券

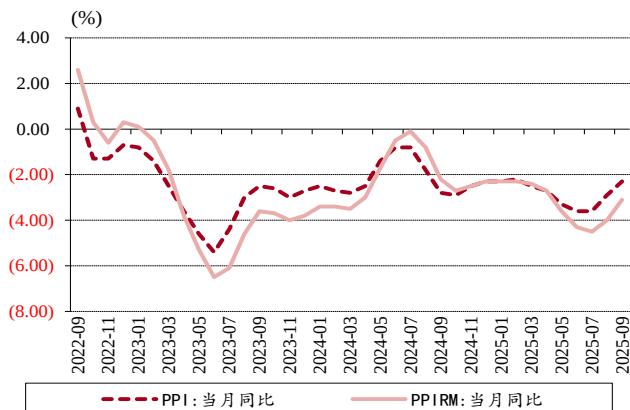
PPI

PPI 环比连续两个月持平。9 月 PPI 环比持平, 其中生产资料环比持平, 生活资料环比下降 0.2%。9 月 PPI 同比下降 2.3%, 较 8 月增速上升 0.6 个百分点, 其中生产资料同比下降 2.4%, 较 8 月上升 0.8 个百分点, 生活资料同比下降 1.7%, 较 8 月持平。PPIRM 同比下降 3.1%, 较 8 月上升 0.9 个百分点, 从构成来看, 9 月同比增速仍以下降为主, 同比增速下降较多的是燃料动力(-8.1%), 化工原料(-5.5%), 农副产品(-5.4%), 建筑材料(-4.5%)和木材纸浆(-3.9%), 同比增速上升的是有色金属(6.6%); 所有品类同比增速均较 8 月有所上升, 同比增速上升较多的品类有黑色金属、有色金属和燃料动力。

PPI 同比降幅连续两个月收窄。9 月 PPI 环比运行的主要特点: 一是供需结构改善带动部分行业价格明显企稳, 煤炭加工、煤炭开采和洗选业、黑色金属冶炼和压延加工业价格环比均连续两个月上涨, 光伏设备及元器件制造价格环比由降转涨, 非金属矿物制品业、锂离子电池制造价格环比降幅收窄; 二是输入性因素影响国内石油相关行业价格环比下降。9 月 PPI 同比降幅收窄, 除受上年同期对比基数走低影响外, 我国各项宏观政策效果持续显现, 一些行业价格呈现积极变化。一是全国统一大市场建设纵深推进带动相关行业价格同比降幅收窄, 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 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。二是产业结构升级和消费潜力释放带动相关行业价格同比上涨, 如高端制造相关的飞机制造、电子专用材料制造、废弃资源综合利用、可穿戴智能设备制造, 以及消费提振相关的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等。

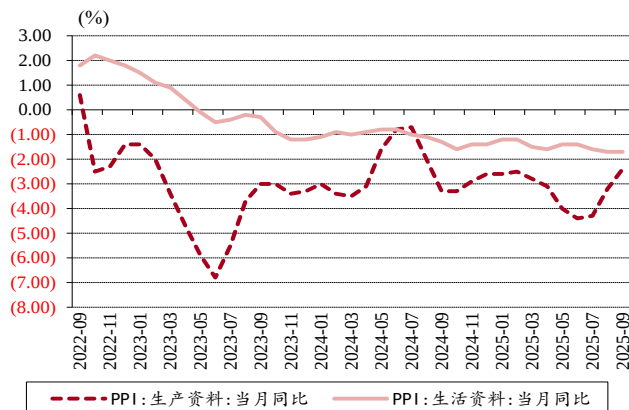
“反内卷”等政策带动下，PPI 同比增速持续回升。我们维持此前观点，认为 PPI 同比已经见底，并且认为在“反内卷”等政策影响下，部分行业供求格局有望持续改善，将成为带动 PPI 同比增速持续上行的主要因素。我们同时提示，PPI 同比增速回正或要等到 2026 年二季度前后。

图表 7. PPI 和 PPIRM 当月同比增长



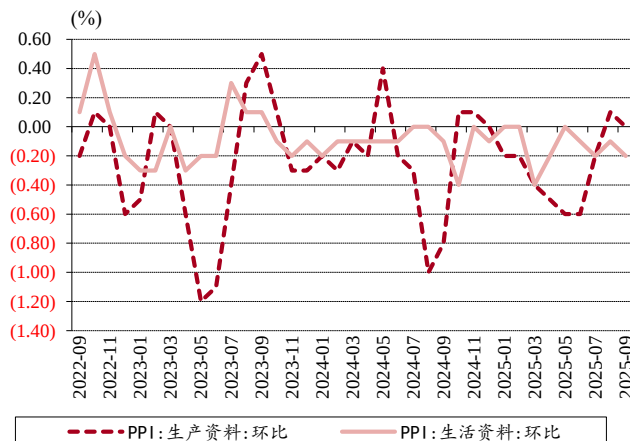
资料来源：万得，中银证券

图表 8. PPI 生产资料和生活资料当月同比走势



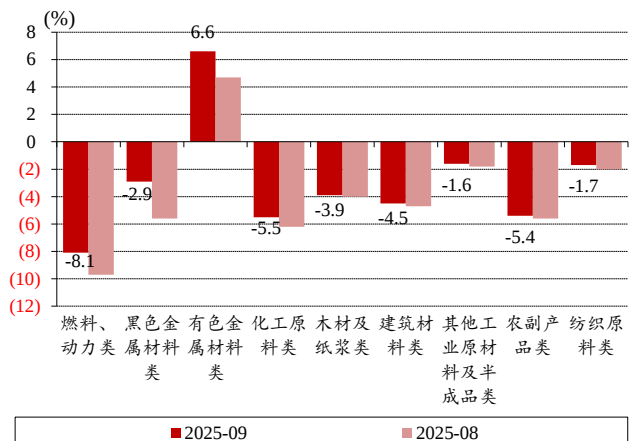
资料来源：万得，中银证券

图表 9. PPI 生产资料和生活资料环比走势



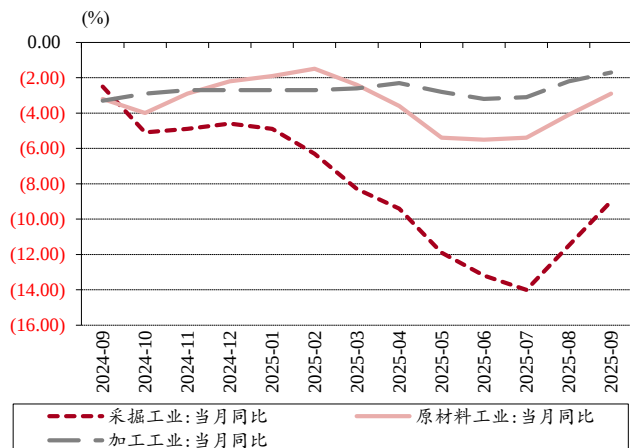
资料来源：万得，中银证券

图表 10. PPIRM 构成当月同比



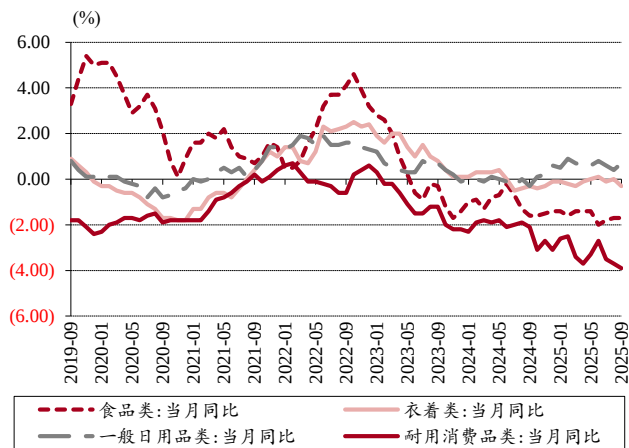
资料来源：万得，中银证券

图表 11. 生产资料价格同比走势



资料来源：万得，中银证券

图表 12. 生活资料价格同比走势



资料来源：万得，中银证券

风险提示：全球通胀二次上行的风险；欧美经济回落速度偏快；国际局势复杂化。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；
增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不得以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371