

2025 年 10 月 15 日

PPI 同比转正的可能性

宏观研究团队

宏观经济点评

何宁（分析师）

hening@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

郭晓彬（分析师）

guoxiaobin@kysec.cn

证书编号：S0790525070004

事件：9 月 CPI 同比-0.3%，预期-0.1%，前值-0.4%；PPI 同比-2.3%，预期-2.4%，前值-2.9%。

● 核心 CPI 环比弱于季节性

9 月 CPI 同比较前值上升 0.1 个百分点至-0.3%；环比较前值上升 0.1 个百分点至 0.1%。

1、鲜果价格带动食品 CPI 环比回升

2、核心 CPI 环比回落至季节性下方

9 月 CPI 非食品环比持平于前值，为-0.1%。9 月核心 CPI 环比持平于前值，为 0%，自 2025 年 4 月以来首次低于季节性，从具体分项来看，已公布的 8 个实物分项中，除酒类、家用器具、通讯工具外，其他 5 个实物分项均低于季节性。

服务 CPI 弱于季节性。9 月服务 CPI 环比弱于季节性 0.2 个百分点，其中教育服务、旅游项与季节性相差较多，医疗服务项大幅高于季节性。

● 按照三季度 PPI 环比运行趋势，2026 年 PPI 同比或难以转正

9 月 PPI 同比较前值回升 0.6 个百分点至-2.3%；环比持平于前值，为 0%。

1、PPI 同比较前值回升主因输入性因素、地产链与煤炭的同期基数回落。从 9 月 PPI 环比来看，国内工业品价格并未显著改善。

2、按照当前 PPI 环比运行趋势，2026 年 PPI 同比或难以转正。

自 2025 年 7 月“反内卷”政策提出后，工业品现货市场价格表现难言强势，从 PPI 环比来看，7 月、8 月、9 月 PPI 环比数值分别为-0.2%、0%、0%。而 2016-2017 年供给侧改革时，PPI 月平均环比为 0.4%。

若从 2025 年 10 月起，PPI 环比均按照 0% 运行，则 2026 年全年 PPI 平均同比-0.7%。且根据历史走势和 PPI 构成看，PPI 显著改善大概率需要全球大宗商品价格的回升，若未来全球大宗商品价格仍表现较为弱势，则需要国内政策端加力以提振煤炭、地产链、制造业等工业品价格。

● 后续通胀预测：10 月 CPI、PPI 同比均回升

CPI 方面，结合农产品批发价格指数等高频数据，我们预计 10 月 CPI 环比在 0% 左右，同比或在 0% 左右，主因基数效应，三季度 CPI 同比或为全年低点；再往后，服务与实物消费或将平缓修复，CPI 同比或震荡上行，2025 年全年平均同比或在 0% 左右。PPI 方面，结合 CRB 现货指数等高频数据，我们预计 10 月 PPI 环比持平于前值，同比较前值有所回升，往后看，PPI 后续回升幅度或将取决于国际大宗商品走向与国内政策力度，初步预计 2025 年全年平均同比或在-3%至-2% 区间。

● **风险提示：**政策变化超预期，大宗商品价格波动超预期。

相关研究报告

《贸易链条上的 AI 产业需求线索—宏观经济点评》-2025.10.13

《科学看待当前经济发展态势—宏观周报》-2025.10.12

《美国政府关门推涨黄金，国内消费“量”仍好于“价”—国庆海内外要闻》-2025.10.8

目 录

1、核心 CPI 环比弱于季节性	3
1.1、鲜果价格带动食品 CPI 环比回升	3
1.2、核心 CPI 环比回落至季节性下方	3
2、若按三季度 PPI 环比运行趋势，2026 年 PPI 同比或难以转正	4
2.1、多重复合指标显示，上游价格回升速度较快	4
2.2、PPI 同比回升，主因输入性因素、地产链与煤炭的同期基数回落	5
2.3、按照当前 PPI 环比运行趋势，2026 年 PPI 同比或难以转正	5
3、后续通胀预测：10 月 CPI、PPI 同比均回升	6
3.1、CPI 预测：10 月 CPI 同比有望转正	6
3.2、PPI 预测：预计 10 月 PPI 环比持平于前值，同比较前值回升	6
4、风险提示	7

图表目录

图 1：2025 年 9 月 CPI 同比增速回升	3
图 2：2025 年 9 月食品 CPI 环比增速回升	3
图 3：服务 CPI 分项中，教育服务、旅游项环比与季节性相差较多	4
图 4：2025 年 9 月，核心 CPI 环比弱于季节性	4
图 5：2025 年 9 月，服务 CPI 环比弱于季节性	4
图 6：PPI 同比回升，主因输入性因素、地产链与煤炭的同期基数回落	5
图 7：按照三季度 PPI 环比运行趋势，2026 年 PPI 同比或难以转正	6
图 8：预计 10 月 CPI、PPI 同比均回升	7
图 9：预计 10 月 CPI-PPI 同比剪刀差扩大	7

事件：9月CPI同比-0.3%，预期-0.1%，前值-0.4%；PPI同比-2.3%，预期-2.4%，前值-2.9%。

1、核心CPI环比弱于季节性

9月CPI同比较前值上升0.1个百分点至-0.3%；环比较前值上升0.1个百分点至+0.1%。

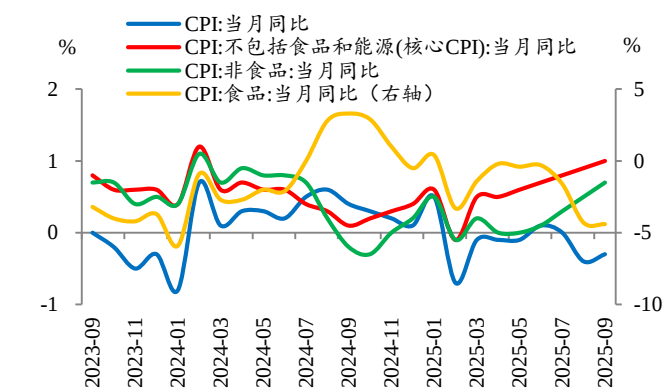
1.1、鲜果价格带动食品CPI环比回升

9月CPI食品项环比涨幅扩大，环比较前值上升0.2个百分点至+0.7%。鲜菜环比涨幅收窄，蛋类环比涨幅扩大，鲜果环比由负转正，猪肉环比降幅扩大。

蔬菜方面，随着极端天气影响逐渐消退，蔬菜供给恢复，9月鲜菜CPI环比较前值下降2.4个百分点至+6.1%。往后看，随着供给上升，蔬菜价格或将有所回落。

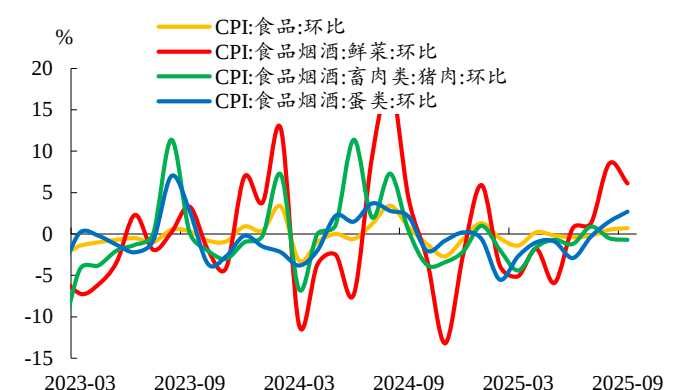
猪肉方面，受疫病影响及散户恐慌性出栏影响，生猪供给上升，9月猪肉CPI环比-0.7%。往后看，预计供给逐步趋紧，需求边际向好，或将带动猪肉价格回升。

图1：2025年9月CPI同比增速回升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：2025年9月食品CPI环比增速回升



数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2、核心CPI环比回落至季节性下方

9月CPI非食品环比持平于前值，为-0.1%。分项看，衣着、教育服务环比回升相对明显；旅游、交通工具用燃料、家用器具环比回落幅度较大。

核心CPI环比回落至季节性下方。9月核心CPI环比持平于前值，为0%，自2025年4月以来首次低于季节性，从具体分项来看，已公布的8个实物分项中，除酒类、家用器具、通讯工具外，其他5个实物分项均低于季节性。

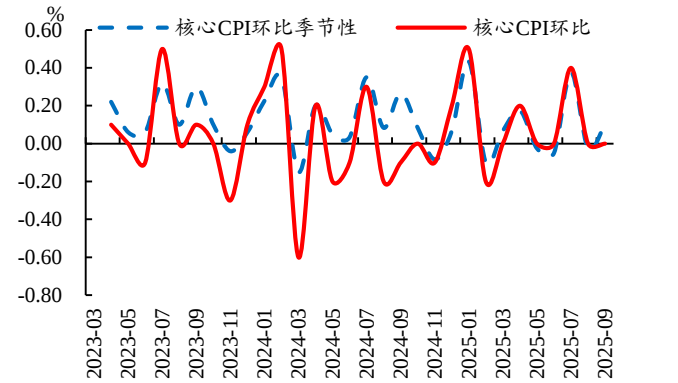
服务CPI环比弱于季节性。9月服务CPI环比弱于季节性0.2个百分点，其中教育服务、旅游项与季节性相差较多，医疗服务项大幅高于季节性。

图3：服务 CPI 分项中，教育服务、旅游项环比与季节性相差较多

当月环比-季节性环比 (%)	2024-10	2024-11	2024-12	2025-01	2025-02	2025-03	2025-04	2025-05	2025-06	2025-07	2025-08	2025-09	近一年环比不弱于季节性比重	近半年环比不弱于季节性比重	近半年边际变化
核心CPI	-0.08	-0.02	0.13	0.07	-0.10	-0.07	0.03	0.03	0.05	0.03	0.03	-0.10	58%	83%	上
卷烟	-0.03	-0.10	0.05	-0.05	-0.03	-0.04	-0.08	-0.05	-0.18	-0.13	-0.13	-0.08	8%	0%	下
酒类	0.20	0.55	-0.20	-0.20	0.50	0.10	-0.05	-0.33	-0.25	-0.35	-0.15	0.15	25%	17%	下
衣着	-0.46	0.13	0.19	0.09	0.15	0.11	-0.05	0.30	0.08	0.08	0.08	-0.10	75%	67%	下
家用器具	-0.37	0.50	0.07	0.32	0.08	2.62	0.03	-0.70	0.70	1.70	1.50	0.08	75%	83%	上
交通工具	-0.18	0.13	0.20	-0.05	-0.11	0.24	0.10	0.05	0.05	0.23	0.10	-0.10	67%	83%	上
通信工具	0.37	1.62	2.42	0.08	-0.03	0.10	-0.80	-0.15	-0.13	0.38	0.65	0.33	67%	50%	下
中药	-0.28	-0.35	-0.13	-0.36	-0.39	-0.32	-0.40	-0.33	-0.43	-0.90	-0.50	-0.45	0%	0%	平
西药	-0.22	-0.30	-0.15	-0.19	-0.28	-0.48	-0.13	-0.45	-0.18	-0.03	-0.13	-0.03	0%	0%	平
服务CPI	0.02	-0.05	0.03	0.04	-0.29	-0.43	0.00	0.03	-0.03	-0.08	-0.05	-0.20	42%	33%	下
租赁房租	-0.08	-0.02	0.05	0.02	-0.41	-0.21	0.00	-0.08	-0.05	-0.10	-0.15	0.05	33%	33%	平
家庭服务	-0.15	-0.10	0.07	2.42	-3.29	-0.01	-0.08	0.00	-0.15	-0.10	-0.18	-0.10	25%	17%	下
交通工具使用和维修	-0.08	-0.20	-0.10	-1.15	-0.03	0.13	-0.03	-0.05	-0.03	-0.10	-0.03	-0.08	8%	0%	下
通信服务	0.02	0.00	0.02	0.03	0.00	0.00	0.00	0.05	0.05	0.08	0.03	0.03	92%	100%	上
快递服务	-0.07	-0.07	-0.05	1.15	-1.15	-0.05	0.13	0.03	0.00	0.10	0.08	0.00	58%	100%	上
教育服务	-0.10	-0.02	-0.02	-0.11	-0.17	0.02	-0.03	0.00	-0.03	-0.13	-0.05	-0.05	17%	17%	平
旅游	2.12	-2.02	-0.02	3.50	1.18	-4.31	-0.28	0.93	-0.13	0.33	-0.38	-1.63	42%	33%	下
医疗服务	-0.23	-0.08	-0.33	-0.64	-0.23	-0.17	0.13	0.25	0.20	0.20	0.42	0.20	50%	100%	上
居住	-0.17	-0.07	0.04	-0.16	-0.27	-0.16	-0.03	0.03	-0.08	0.00	-0.08	-0.05	25%	33%	上
生活用品及服务	-0.04	-0.52	0.01	0.45	-0.11	1.46	-0.20	-0.50	0.50	0.43	0.13	0.30	58%	67%	上
教育文化娱乐	0.26	-0.11	-0.04	0.19	0.26	-0.59	-0.10	0.13	0.05	0.08	-0.13	-0.63	50%	50%	平
医疗保健	-0.23	-0.15	-0.27	-0.43	-0.21	-0.23	0.08	0.05	-0.03	0.10	0.23	0.15	42%	83%	上
其他用品及服务	1.14	0.19	0.05	0.32	0.86	-0.01	1.45	0.48	0.33	0.18	0.03	1.03	92%	100%	上

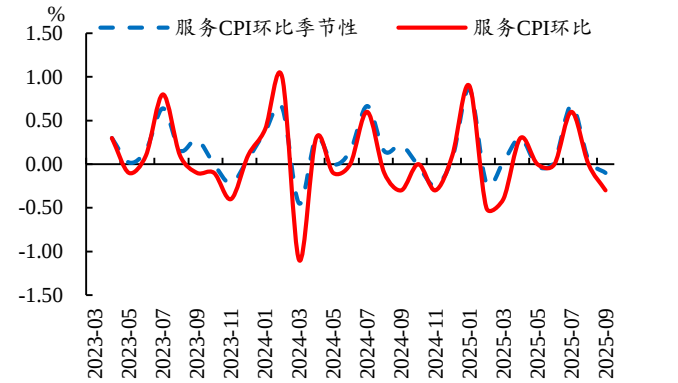
数据来源：Wind、开源证券研究所；注： 2024 年 4-12 月采用 2016-2019，2021、2023 年环比平均值；2025 年 1-3 月季节性采用 2014、2017、2023 年环比平均值，2025 年 4-12 月季节性采用 2019、2021、2023-2024 年环比平均值，下同。

图4：2025 年 9 月，核心 CPI 环比弱于季节性



数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：2025 年 9 月，服务 CPI 环比弱于季节性



数据来源：Wind、开源证券研究所

2、若按三季度 PPI 环比运行趋势，2026 年 PPI 同比或难以转正

9 月 PPI 同比较前值回升 0.6 个百分点至-2.3%；环比持平于前值，为 0%。

2.1、多重复合指标显示，上游价格回升速度较快

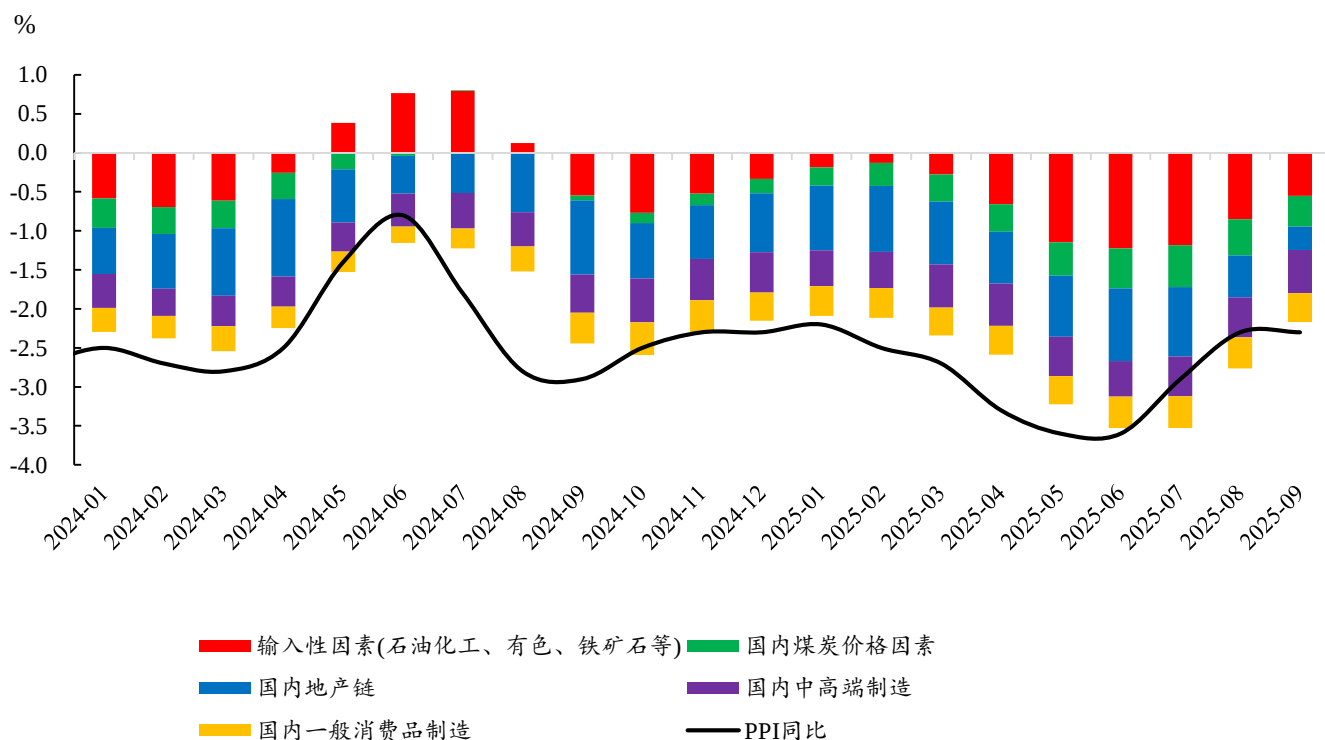
9 月 CPI-PPI 同比剪刀差收窄，较前值下降 0.5 个百分点至 2.0%，PPI 生活资料

-生产资料同比增速差收窄，较前值下降 0.8 个百分点至 0.7%；上游采掘工业、原材料工业、加工工业价格同比较前值均回升；下游一般日用品同比较前值回升，衣着、耐用品回落。综合以上复合指标，若以同比为衡量基准，上游整体价格回升速度较快，主因基数变动影响。

2.2、PPI 同比回升，主因输入性因素、地产链与煤炭的同期基数回落

从 PPI 分项贡献来看：已公布的细分项来看，其中输入性因素(石油化工、有色、铁矿石等)、地产链、煤炭对 PPI 同比拖累降低，分别拖累 PPI 同比 0.6、0.3、0.4 个百分点；而一般消费品制造对整体 PPI 同比拖累持平于前值，拖累 PPI 同比 0.4 个百分点，中高端制造对整体 PPI 同比拖累增加，拖累 PPI 同比 0.6 个百分点。同时我们关注到，从基数效应来看，2024 年 9 月输入性因素、地产链、煤炭对 PPI 拖累均较 2024 年 8 月明显增加，也即 PPI 同比较前值回升主因输入性因素、地产链与煤炭的同期基数回落，从 9 月 PPI 环比来看，国内工业品价格并未显著改善。

图6：PPI 同比回升，主因输入性因素、地产链与煤炭的同期基数回落



数据来源：Wind、开源证券研究所；注：总体通胀数据公布当日，部分细分数据尚未公布，制造业中，专用设备、电气机械及器材、仪器仪表、金属制品、机械和设备修理、家具、文教、工美、体育和娱乐用品未纳入贡献统计中

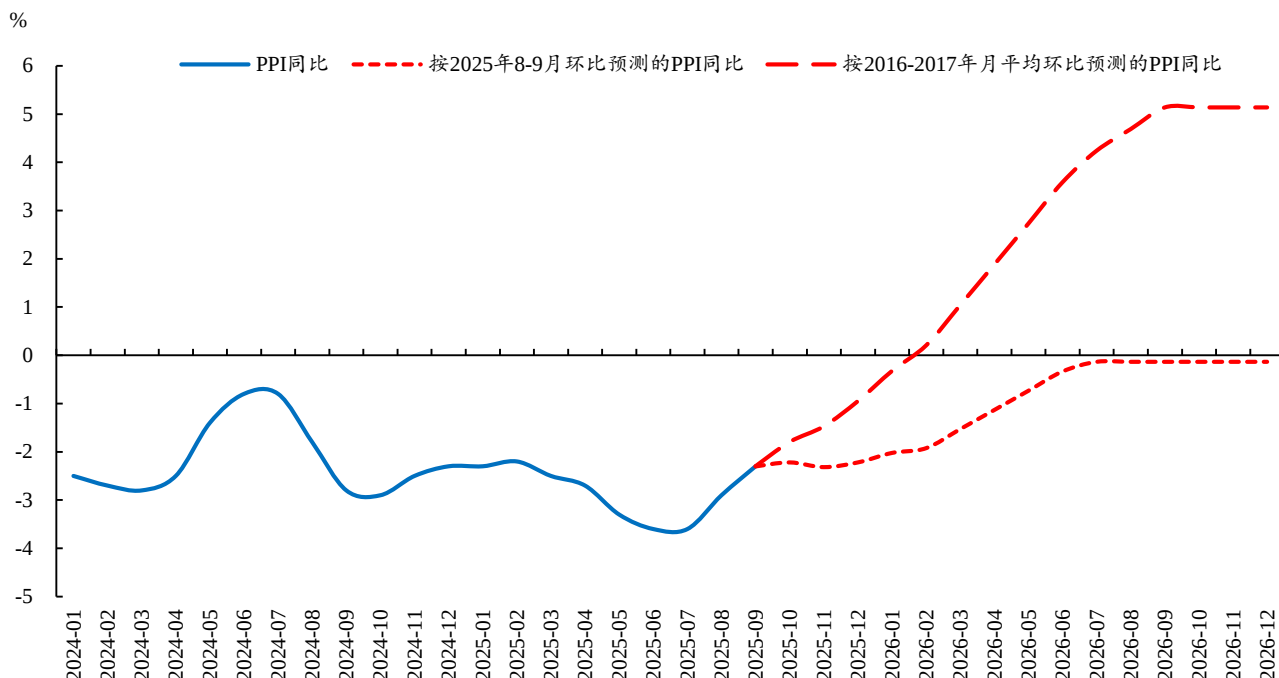
2.3、按照当前 PPI 环比运行趋势，2026 年 PPI 同比或难以转正

自 2025 年 7 月“反内卷”政策提出后，工业品现货市场价格表现难言强势，从 PPI 环比来看，7 月、8 月、9 月 PPI 环比数值分别为-0.2%、0%、0%。而 2016-2017 年供给侧改革时，PPI 月平均环比为 0.4%。

若从 2025 年 10 月起，PPI 环比均按照 0%运行，则 2026 年全年 PPI 平均同比约为-0.7%，单月 PPI 同比均低于 0%；因此，若按照当前 PPI 环比运行趋势，2026 年 PPI 同比或难以转正。

且根据历史走势和 PPI 构成看，PPI 显著改善大概率需要全球大宗商品价格的回升，若未来全球大宗商品价格仍表现较为弱势，则需要国内政策端加力以提振煤炭、地产链、制造业等工业品价格。

图7：按照三季度 PPI 环比运行趋势，2026 年 PPI 同比或难以转正



数据来源：Wind、开源证券研究所

3、后续通胀预测：10 月 CPI、PPI 同比均回升

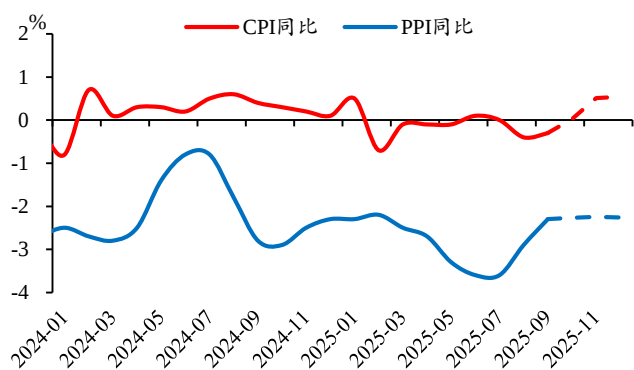
3.1、CPI 预测：10 月 CPI 同比有望转正

高频数据看，截至 10 月 14 日的农产品批发价格 200 指数环比上升 0.3%，我们预计 10 月食品 CPI 环比有所回升；非食品按等于季节性（2019 年、2021 年、2023-2024 年同期均值）假设，考虑成品油价格的调整，我们预计 10 月 CPI 环比为 0%左右，同比在 0%左右，主因基数效应，三季度 CPI 同比或为全年低点；再往后，服务与实物消费或将平缓修复，CPI 同比或震荡上行，2025 年全年平均同比或在 0%左右。

3.2、PPI 预测：预计 10 月 PPI 环比持平于前值，同比较前值回升

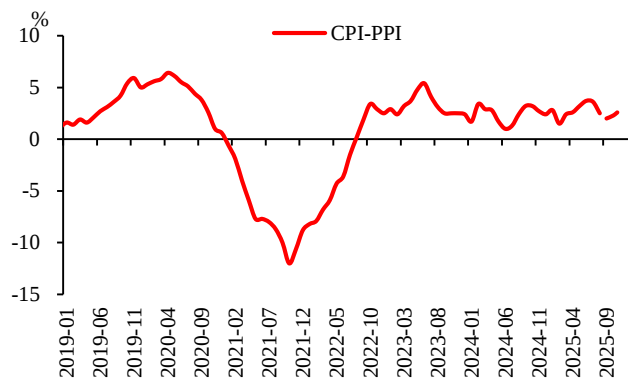
高频数据看，截至 10 月 15 日的 CRB 现货指数平均值环比回落 1.5%，我们预计 10 月 PPI 环比持平于前值，同比较前值有所回升，往后看，PPI 后续走向或将取决于国际大宗商品走向与国内政策力度，初步预计 2025 年全年平均同比或在 -3%至-2%区间。

图8：预计 10 月 CPI、PPI 同比均回升



数据来源：Wind、开源证券研究所；注：虚线部分为预测数据

图9：预计 10 月 CPI-PPI 同比剪刀差扩大



数据来源：Wind、开源证券研究所；注：虚线部分为预测数据

4、风险提示

政策变化超预期，大宗商品价格波动超预期。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年9月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

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分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn