

通胀数据快评

PPI 环比连续两个月为 0

◆ 经济研究 · 宏观快评

证券分析师：	邵兴宇	010-88005483	shaoxingyu@guosen.com.cn	执证编码：S0980523070001
证券分析师：	田地	0755-81982035	tiandi2@guosen.com.cn	执证编码：S0980524090003
证券分析师：	董德志	021-60933158	dongdz@guosen.com.cn	执证编码：S0980513100001

事项：

10月15日，国家统计局公布数据显示，中国9月CPI同比-0.3%，预期-0.2%，前值-0.4%；环比0.1%，预期0.2%，前值0%。中国9月PPI同比下降2.3%，预期下降2.3%，前值下降2.9%；环比继续持平。

评论：

国内价格改善迹象延续。从本期数据来看，海外通胀仍对国内价格改善起到一定支撑作用，例如PPI当中偏海外定价的有色品种和CPI当中与外部价格高度相关的其他用品分项，均保持了较高数值。同时，生活用品和服务显著回升，反映内需动能有修复迹象。但是，本期数据反映价格分化的局面愈演愈烈，食品项CPI继续走弱而核心CPI则进一步走强，食品项持续偏弱也是本月CPI逊于预期的重要原因。

◆ 核心CPI同比继续回升，食品项仍然疲弱

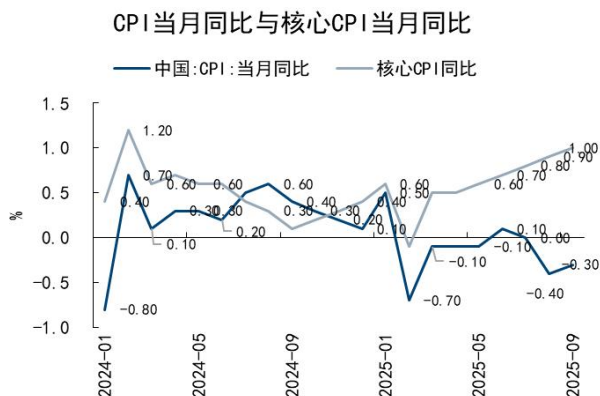
9月CPI继续延续了核心CPI回升，食品项拖累的基本特征，且结构分化进一步加剧。

一方面，9月核心CPI同比继续回升至+1%，为2025年4月以来连续第6个月回升，同时创下2024年2月以来最高值。具体来看，9月CPI分项当中提升较为显著的是生活用品分项和其他用品分项，同比分别达到+2.2%和+9.9%。其中，CPI生活用品和服务分项主要受益于家用器具上涨，可能与产品更新等有关。其他用品分项则仍主要由9月以来黄金制品大幅涨价带动。

另一方面，CPI食品分项持续疲弱。9月CPI食品分项同比-4.4%，较8月-4.3%跌幅进一步扩大，为2024年1月以来最差表现，中秋季节性规律并未能有效提振食品价格。具体来看，9月猪肉价格同比下降17.0%，鲜菜价格同比下降13.7%，蛋类价格同比下降11.9%，食品主要分项几乎全部处于极低位置。

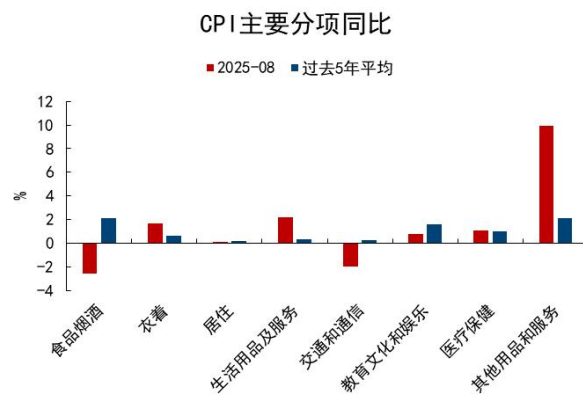
总体来看，9月CPI数据仍然逊于预期，且内部结构分化进一步扩大。后续价格缺口的弥合可能需要借助农产品领域反内卷的开展。

图1: CPI 与核心 CPI 当月同比



资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

图2: CPI 主要分项



资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

图3: CPI 生活用品及服务显著回升



资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 黄金价格上涨带动其他用品同比



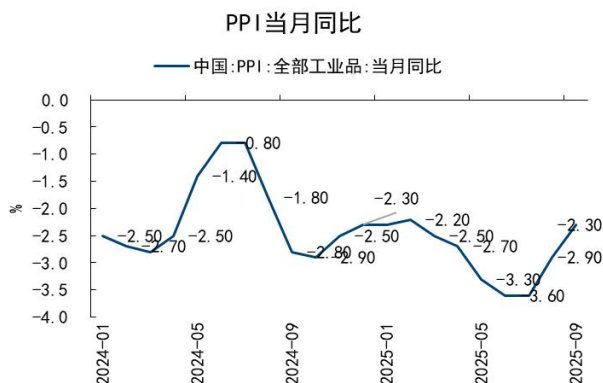
资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

◆ PPI 环比连续两个月为 0

9 月 PPI 同比-2.3%，较前值-2.9%有所回升，同时 9 月环比继续为 0，为连续第二个月环比止跌。9 月 PPI 同比提升主要受到去年同期低基数的推动作用。

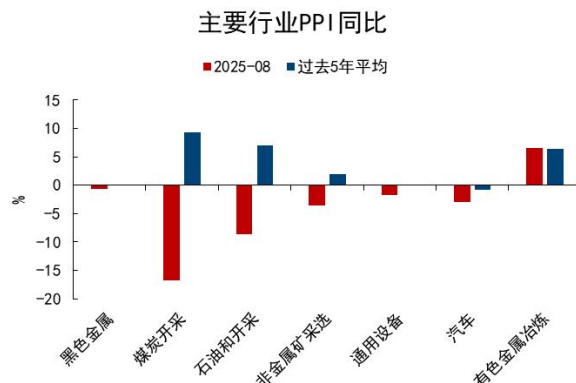
结构上看,外部定价品种涨价下部分行业 PPI 继续走强,例如有色金属矿采选 9 月环比进一步提升至+1.8%,较上月+0.4%的水平进一步提升,带动同比上升至+21.2%。与此同时,国内定价品种则出现一定程度的分化,黑色金属等品种价格有所企稳,例如 PPI 黑色金属冶炼延压 9 月同比从前次-4.0%提升至-0.6%,负缺口显著收窄大,PPI 煤炭开采环比也仍然保持在+2.5%的较高水平。但是,部分偏下游制造业价格仍然疲弱,例如 PPI 计算机、通信和其他电子设备 9 月环比仍为-0.2%,持平前月,并未出现明显改善。总体看,9 月 PPI 数据仍然保持一定改善迹象,但改善主要发生在上游品种,偏下游品种则仍价格较弱。

图5: PPI 当月同比回升



资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

图6: PPI 主要分项



资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

总结来看, 9 月价格数据结构分化有所加剧。核心 CPI 持续回升、PPI 环比继续持平平均透露出价格改善迹象, 但无论 CPI 食品项还是 PPI 偏下游品种, 均表明目前终端需求还不够坚实。往后看, 尽管进入 10 月后存在统计数据高基数问题, 但随着 10 月反内卷相关政策密集出台落地, 后续价格指数仍可能保持一定韧性。

◆ 风险提示

海外经济体政策不确定性, 外部需求下滑。

相关研究报告:

- 《9 月进出口数据点评-硝烟再起, 外贸逆势突围》 ——2025-10-15
- 《近期黄金大涨快评-黄金牛市: 长期逻辑、短期触发与未来展望》 ——2025-10-08
- 《9 月 PMI 数据解读-“秋旺”如期而至》 ——2025-10-01
- 《美国 9 月 FOMC 会议点评-两难中的“中庸之道”》 ——2025-09-21
- 《2025 年 8 月财政数据快评-又到政策蓄力时》 ——2025-09-18

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 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。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

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。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。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032