



证券分析师

刘思佳 S0630516080002

liusj@longone.com.cn

联系人

李嘉豪

lijiah@longone.com.cn

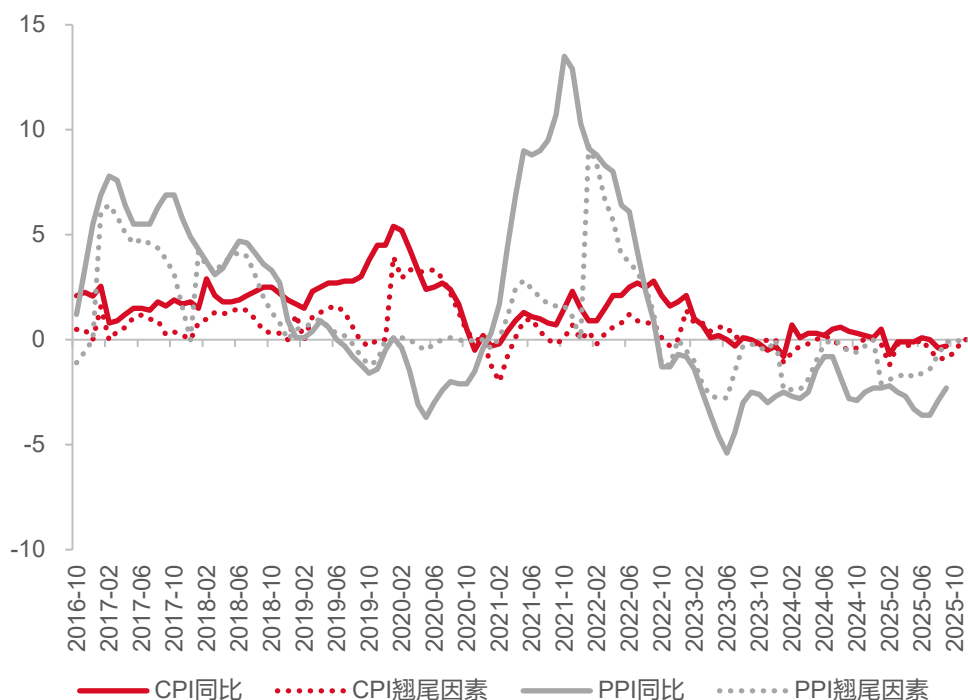
翘尾影响犹存

——国内观察：2025年9月通胀数据

投资要点

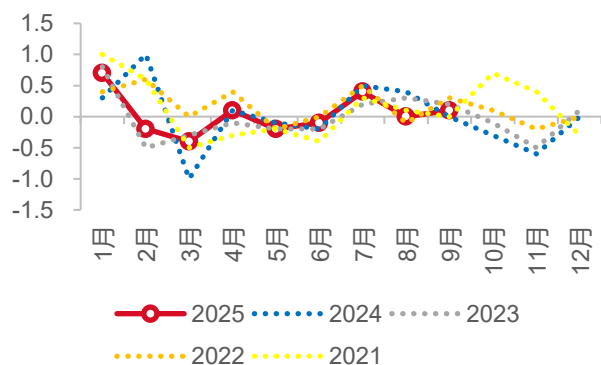
- **事件：**2025年10月15日，统计局发布9月通胀数据。9月，CPI当月同比-0.3%，前值-0.4%；环比0.1%，前值0.0%。PPI当月同比-2.3%，前值-2.9%；环比0.0%，前值0.0%。
- **核心观点：**9月，翘尾因素对CPI和PPI的影响依然较大，不过10月后有望减轻。当月来看，猪价对CPI的拖累较大，产能调控座谈会后的落实节奏是关键变量，总体来看降幅有望收窄；非食品方面，年初以来，家用器具、服装、鞋类、旅游、医疗服务价格增速中枢回升。10月后，PPI翘尾因素的影响逐渐消退，新涨价因素的解释力度可能会提升，供给端关注产能治理的落实，需求端关注准财政工具对实物工作量的提升。
- **翘尾因素对CPI及PPI的影响依然较大。**尽管9月CPI翘尾因素的降幅小幅收窄，但-0.8%依然拖累较多，这一点在四季度有望减轻，尤其是11月、12月。从近两个月PPI同比的走势来看，由-3.6%升至-2.3%，其中翘尾因素从-1.4%升至-0.1%，对PPI降幅的收窄具有较强的解释力度。
- **CPI环比略弱于季节性。**9月CPI环比0.1%，低于近5年同期均值的0.14%。食品强于季节性而非食品弱于季节性。食品环比0.7%，高于近5年同期均值0.54%；非食品环比-0.1%，低于近5年同期均值0.08%。
- **猪价延续对食品价格的拖累。**9月食品价格同比-4.4%，前值-4.3%。食品主要分项中，鲜菜和蛋类强于季节性，猪肉、鲜果弱于季节性。9月在供给相对充裕的情况下，猪肉平均批发价环比下跌2.4%，月均价为2023年7月以来最低，CPI中猪肉同比-17.0%，为2024年1月最低。今年3月以来能繁母猪存栏量去化不明显，9月中旬召开生猪产能调控企业座谈会。若落实顺利，叠加四季度基数的走低，猪价对CPI的拖累可能相对减轻。
- **非食品中什么在涨价？**9月非食品价格同比0.7%，前值0.5%，连续4个月回升。7大类分项中生活用品及服务、其他用品及服务、医疗保健环比强于季节性，居住持平季节性，衣着、交通和通信、教育文化和娱乐弱于季节性。从年内的趋势来看，同比中枢上行的有生活用品及服务、衣着、医疗保健、其他用品及服务，具体到分项上主要受益于家用器具、服装、鞋类、旅游、医疗服务等品类的上涨。
- **金价上涨，核心CPI继续回升。**9月核心CPI环比0.0%，虽然略弱于季节性，但低基数推动同比连续5个月上升，9月升至1.0%。服务价格相对稳定，金价上涨带动金饰品价格同比上涨42.1%，对扣除能源的工业消费品价格形成明显支撑。
- **PPI环比略弱于季节性。**9月PPI环比0%，连续两个月持平，略低于近5年同期均值0.19%。
- **PPI结构中，上下游仍然存在分化。**拆分来看，生产资料中，采掘>原料>加工，反映涨价依然主要集中在偏上游；生活资料中，一般日用品>衣着>食品>耐用消费品，价格上必选消费略强于可选消费。从具体行业来看，煤炭价格淡季不淡，加工及开采环比分别为3.8%、2.5%；有色、黑色金属加工环比分别为1.2%、0.2%；石油开采及加工受国际油价下跌影响环比下降。供给端，十一假期前，十大重点行业稳增长方案陆续落地，关注后续产能治理的推进节奏；需求端，5000亿元新型政策性金融工具落地，可撬动相关投资，四季度实物工作量或得到提升。
- **风险提示：**国内政策落地不及预期；房地产投资超预期下滑；关税政策超预期；美国通胀超预期。

图1 CPI及PPI同比翘尾因素，%



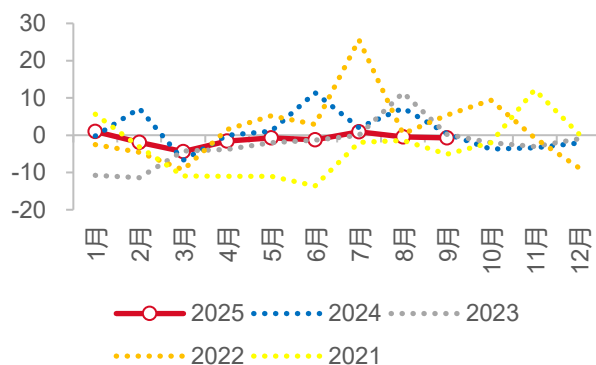
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图2 CPI环比季节性，%



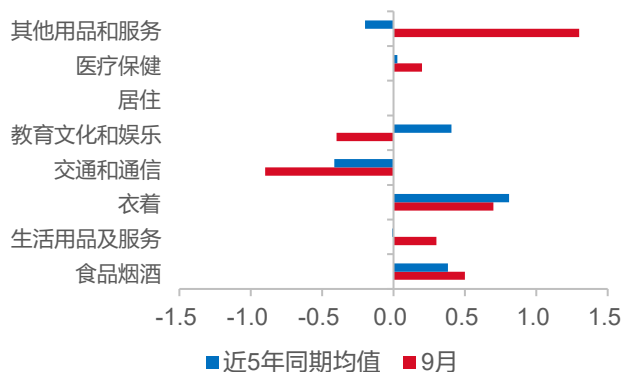
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图3 CPI猪肉环比季节性，%



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图4 CPI八大项环比及近5年均值，%



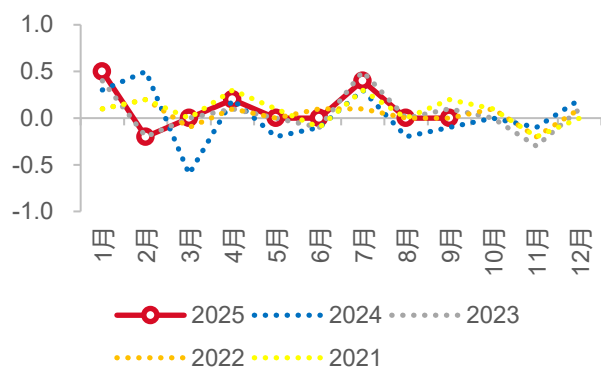
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图5 猪肉平均批发价月均值，元/公斤



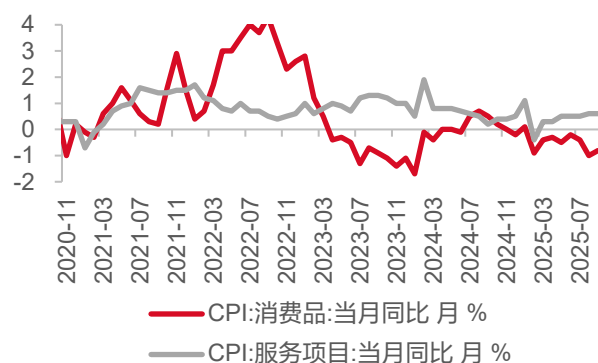
资料来源：农业农村部，东海证券研究所

图6 核心 CPI 环比季节性, %



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图7 消费品及服务 CPI 当月同比, %



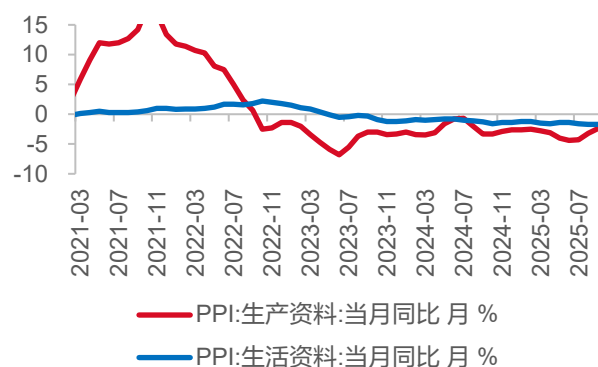
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图8 PPI 当月同比, %



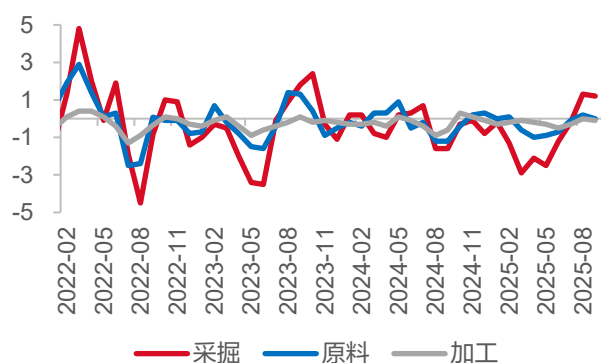
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图9 PPI 生产和生活资料类同比, %



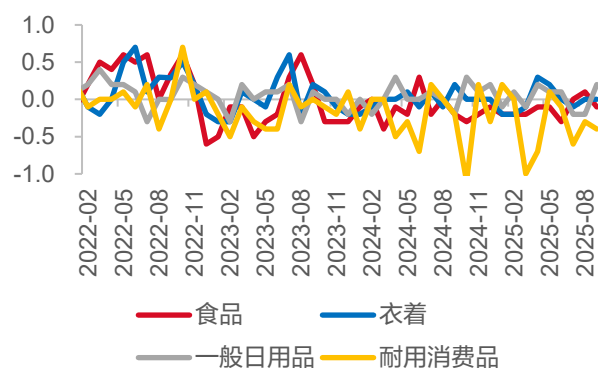
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图10 PPI 生产资料分项环比, %



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图11 PPI 生活资料分项环比, %



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

二、分析师声明：

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告所涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明：

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证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，本公司亦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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明：

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址：Http://www.longone.com.cn
 座机：(8621) 20333275
 手机：18221959689
 传真：(8621) 50585608
 邮编：200125

北京 东海证券研究所

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址：Http://www.longone.com.cn
 座机：(8610) 59707105
 手机：18221959689
 传真：(8610) 59707100
 邮编：100089