

以旧换新加之反内卷，物价势头改善

——2025 年 9 月物价数据点评

宏观点评

以旧换新拉动下核心 CPI 同比增速上升。受食品价格拖累，9 月份 CPI 同比下降 0.3%，但降幅较上月的 0.4%略有收窄。9 月份食品价格同比下降 4.4%，拖累 CPI 约 1 个百分点。食品价格下跌主要有两个分项拖累，一个是鲜菜价格，同比下降 13.7%。但鲜菜价格环比上涨了 1.7%，说明这个同比下跌主要是去年高基数因素，去年主要是受天气因素扰动，鲜菜价格同比上涨超 20%。另一个是猪肉价格，同比下跌 17%。过去一年，猪肉价格走出一波下跌趋势，从去年 8 月份的高点下跌 33%。猪肉价格对短期经济周期反应较为敏感，这个趋势确实应该引起重视。核心 CPI 同比上升 1%，连续 5 个月加速。分拆来看，主要是家用器具、生活用品和服务以及其他分项增速较快。家用器具分项上涨，主要是去年经济周期低点影响下的低基数，和今年以旧换新补贴推升的消费需求回升导致的，重点行业的反内卷也在推动价格的回升。

低基数加上分内卷，PPI 同比降幅收窄。9 月份，PPI 同比下降 2.3%，但降幅较上月收窄 0.6 个百分点；环比变动 0%，连续两个月停止下降趋势，这些都表明物价下跌压力得到一定缓解。PPI 同比降幅连续两个月降幅收窄，一方面是由于低基数，去年同期 PPI 环比下降 0.6 个百分点；另一方面反内卷以及国内经济稳健，供需结构改善带动部分行业价格明显企稳。煤炭加工价格环比上涨 3.8%，煤炭开采和洗选业价格环比上涨 2.5%，黑色金属冶炼和压延加工业价格环比上涨 0.2%，均连续两个月上涨，光伏设备及元器件制造价格由上月环比下降 0.2%转为上涨 0.8%；非金属矿物制品业、锂离子电池制造价格分别环比下降 0.4%和 0.2%，降幅比上月分别收窄 0.6 个和 0.3 个百分点。

整体来看，一方面我们看到物价出现了不少积极的信号，这是去年“9·24”以来中央稳增长、提信心一系列措施的结果，令人振奋；另一方面，我们也要看到，物价下跌压力仍然较大，特别是下半年以来，投资、消费等经济数据再次出现一定回落迹象。因此，下半年逆周期调节应该加力提效，总量政策持续发力、靠前发力，用足用好政策资源，巩固和增强过去一年形成的良好发展动能。

● 风险提示：“抢出口”、财政前置效应衰减；房地产市场持续降温；中美关税谈判存在较大不确定性。

邢曙光（分析师）

xingshuguang@cctgsc.com.cn

登记编号：S0280520050003

钟 山（分析师）

zhongshan01@cctgsc.com.cn

登记编号：S0280525060002

相关报告

《前置效应消退，经济数据波动加大》
2025-09-16

《经济数据有所波动，生产端仍较稳健》
2025-08-16

《顶住压力、迎难而上，上半年 GDP 增长 5.3%》
2025-07-17

《“两重”“两新”持续发力，经济呈现较强韧性》
2025-06-17

《顶住外部压力，经济实现平稳增长》
2025-05-20

《一季度经济的动力及亮点》
2025-04-18

《经济数据“开门红”的动力来自哪》
2025-03-18

《“9·24”以来经济复苏情况如何》
2025-02-16

《四季度经济数据有哪些亮点》
2025-01-19

《积极有为，乘风破浪》
2024-12-30



目 录

1、 以旧换新拉动下核心 CPI 同比增速上升.....	3
2、 低基数加上反内卷，PPI 同比降幅收窄	4

图表目录

图 1： 9 月，CPI 同比下滑 0.3%	3
图 2： 9 月，CPI 同比增长主要受食品价格拖累	3
图 3： 9 月，核心 CPI 当月同比增速延续上行.....	4
图 4： 9 月，生活用品及其他 CPI 同比增速有所改善	4
图 5： 消费者信心逐步修复	4
图 6： PPI 同比降幅收窄，环比停止下降	5
图 7： 黑色金属、煤炭等上游行业 PPI 同比增速改善明显	6

1、以旧换新拉动下核心 CPI 同比增速上升

9 月份，CPI 同比增速-0.3%，较上月提升 0.1 个百分点，弱于市场预期的-0.1%。环比较上月增长 0.1%，增速较上月提升 0.1 个百分点。

食品价格增速回落继续拖累 CPI 下滑。9 月份，食品价格同比下降 4.4%，拖累 CPI 同比下降约 0.83 个百分点，扣除食品、能源之后的 CPI 同比上升 1%。非食品 CPI 同比增长 0.7%，涨幅较上月扩大 0.2 个百分点。

食品价格下跌主要有两个分项拖累，一个是鲜菜价格，同比下降 13.7%。但鲜菜价格环比上涨了 1.7%，说明这个同比下跌主要是去年高基数因素，去年主要是受天气因素扰动，鲜菜价格同比上涨超 20%。另一个是猪肉价格，同比下跌 17%。过去一年，猪肉价格走出一波下跌趋势，从去年 8 月份的高点下跌 33%。猪肉价格对短期经济周期反应较为敏感，这个趋势确实应该引起重视。

核心 CPI 同比持续回升。9 月份，核心 CPI 同比上涨 1%，涨幅比上月扩大 0.1 个百分点，连续 5 个月加速；环比增速与上月持平，增速基本符合季节性。

细分项看，不同品类价格趋势有所分化。医疗保健、生活用品及服务、其他用品和服务价格分别同比上涨 1.1%、2.2%和 9.9%，增速较上月提升 0.2、0.4 和 1.3 个百分点。而衣着、食品烟酒类价格同比增速所有回落。此外，重点行业的反内卷也在推动价格的回升，如汽车行业。

受“以旧换新”政策支持以及去年经济周期低点影响下的低基数，家用器具、通信工具价格继续修复。9 月家用器具、通信工具价格同比上涨 5.5%和 1.5%，增速较上月提升 0.9 和 0.7 个百分点。

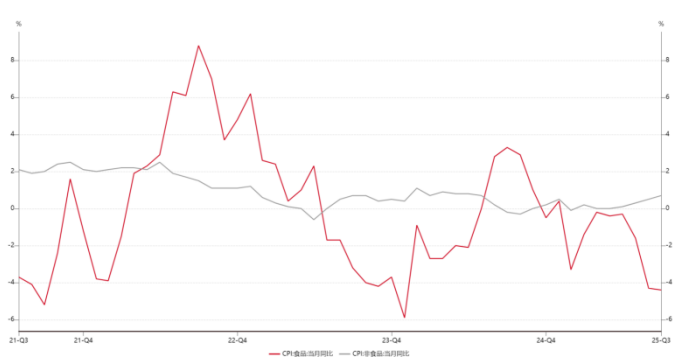
8 月，消费者信心指数继续回升，有进一步改善的迹象。这些都是良性的、积极的信号，值得充分肯定。

图1： 9 月，CPI 同比下滑 0.3%



资料来源：Wind，诚通证券研究所

图2： 9 月，CPI 同比增长主要受食品价格拖累



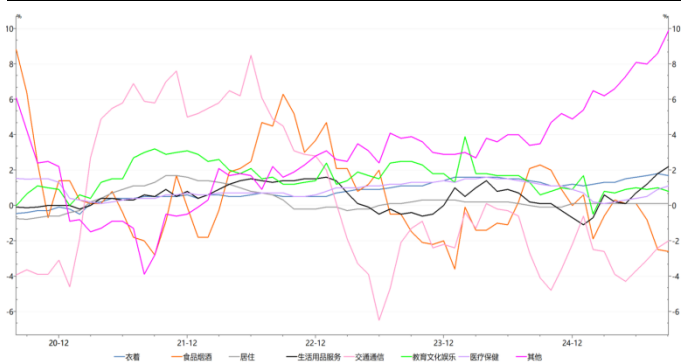
资料来源：Wind，诚通证券研究所

图3： 9月，核心CPI当月同比增速延续上行



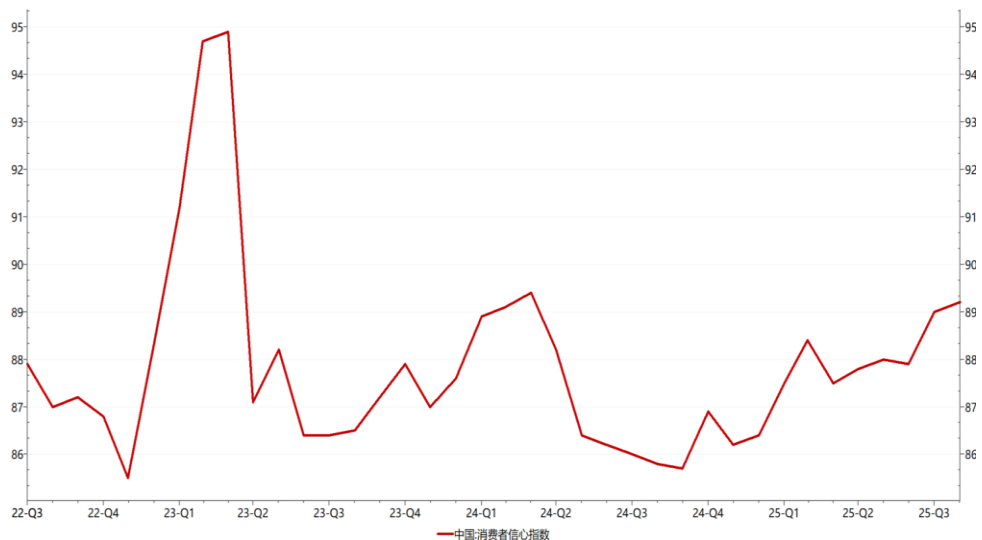
资料来源：Wind，诚通证券研究所

图4： 9月，生活用品及其他CPI同比增速有所改善



资料来源：Wind，诚通证券研究所

图5： 消费者信心逐步修复



资料来源：Wind，诚通证券研究所

2、低基数加上反内卷，PPI同比降幅收窄

9月份，PPI同比下降2.3%，但降幅较上月收窄0.6个百分点；环比变动0%，连续两个月停止下降趋势，这些都表明物价下跌压力得到一定缓解。

PPI同比降幅连续两个月降幅收窄，一方面是由于低基数，去年同期PPI环比下降0.6个百分点；另一方面反内卷以及国内经济稳健，供需结构改善带动部分行业价格明显企稳。煤炭加工价格环比上涨3.8%，煤炭开采和洗选业价格环比上涨2.5%，黑色金属冶炼和压延加工业价格环比上涨0.2%，均连续两个月上涨，光伏设备及元器件制造价格由上月环比下降0.2%转为上涨0.8%；非金属矿物制品业、锂离子电池制造价格分别环比下降0.4%和0.2%，降幅比上月分别收窄0.6个和0.3个百分点。

虽然反内卷带动相关行业价格改善，但9月PPI环比依然持平，主要是受到前

期国际油价下行带动国内石油相关行业价格环比下降的拖累。其中石油开采价格环比下降 2.7%，精炼石油产品制造价格环比下降 1.5%，有机化学原料制造价格环比下降 0.6%，化学纤维制造业价格环比下降 0.2%。

从行业同比增速来看，反内卷相关上游行业 PPI 同比增速改善明显。黑色金属矿采选业，黑色金属冶炼及压延加工业，煤炭开采和洗选业，石油、煤炭及其他燃料加工业 PPI 同比增速分别上升 6.8、3.4、3、2.7 个百分点。此外，有色金属矿采选业、有色金属冶炼及压延加工业、化学纤维制造业、石油和天然气开采业 PPI 同比增速也不同程度上升。

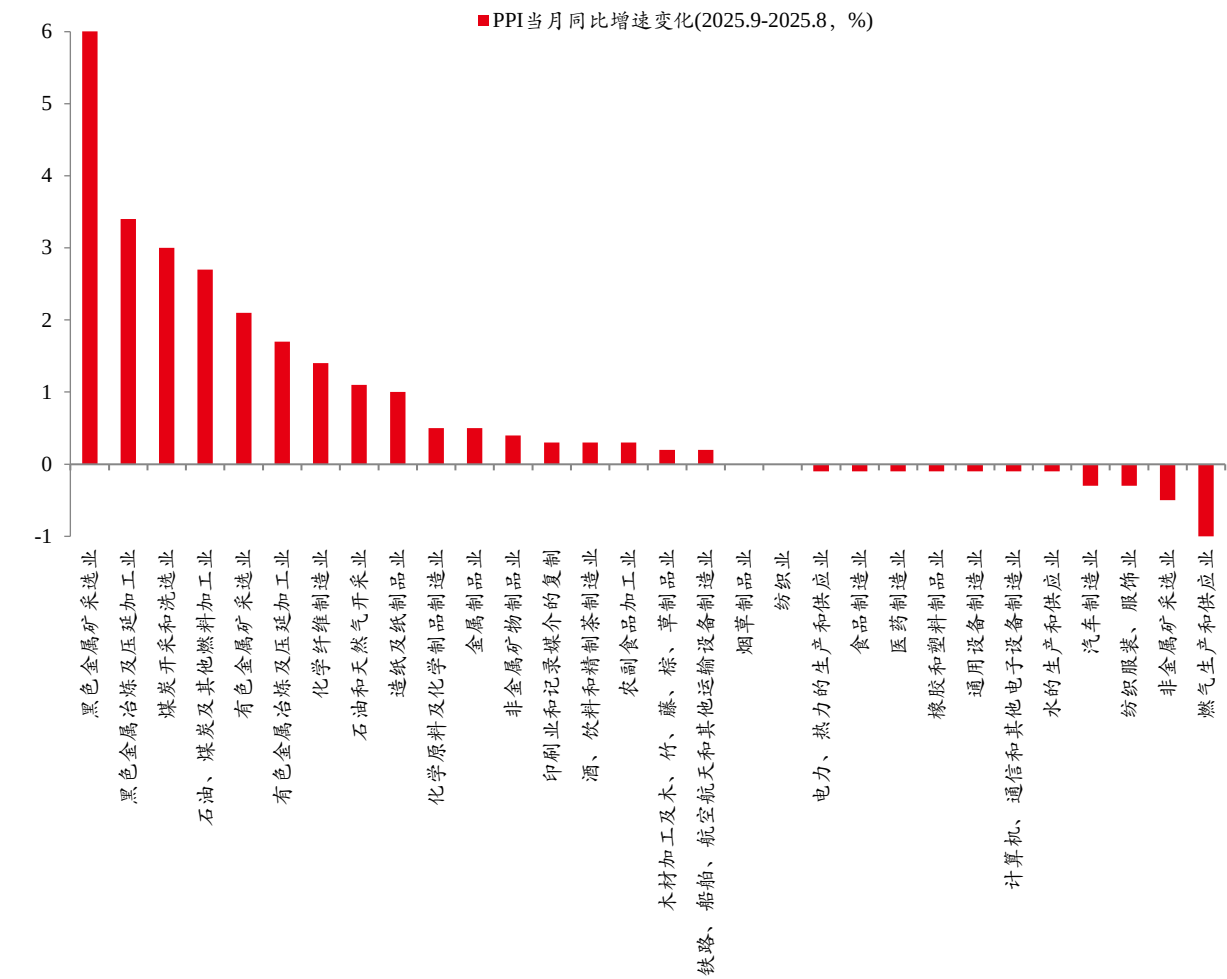
整体来看，一方面我们看到物价出现了不少积极的信号，这是去年“9·24”以来中央稳增长、提信心一系列措施的结果，令人振奋；另一方面，我们也要看到，物价下跌压力仍然较大，特别是下半年以来，投资、消费等经济数据再次出现一定回落迹象。因此，下半年逆周期调节应该加力提效，总量政策持续发力、靠前发力，用足用好政策资源，巩固和增强过去一年形成的良好发展动能。

图6：PPI 同比降幅收窄，环比停止下降



资料来源：Wind，诚通证券研究所

图7： 黑色金属、煤炭等上游行业 PPI 同比增速改善明显



资料来源：Wind，诚通证券研究所

特别声明

根据《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）》规定，诚通证券评定此研报的风险等级为 R3（中风险），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。若您为非专业投资者及风险承受能力低于 C3 的普通投资者，请勿阅读、收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

若因适当性不匹配，给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

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登记为注册分析师，认真审慎、专业严谨、独立客观的出具本报告并对报告内容和观点负责。

分析师的薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均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。

投资评级说明

诚通证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐： 未来6—12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性： 未来6—12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避： 未来6—12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

诚通证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%—20%。该评级由分析师给出。

中性： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%—5%。该评级由分析师给出。

回避： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

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。

免责声明

诚通证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由诚通证券股份有限公司（以下简称诚通证券）供其机构或个人客户（以下简称客户）使用，诚通证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给诚通证券客户的，属于机密材料，只有诚通证券客户才能参考或使用，如接收人并非诚通证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。诚通证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。诚通证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。诚通证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是诚通证券在发表本报告当日的判断，诚通证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但诚通证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。诚通证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

对于浏览过程中可能涉及的诚通证券网站以外的地址或超级链接，诚通证券不对其内容负责。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。

除非另有说明，所有本报告的版权属于诚通证券。未经诚通证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为诚通证券的商标、服务标识及标记。诚通证券版权所有并保留一切权利。

联系我们

诚通证券股份有限公司 研究所
北京市朝阳区东三环北路27号楼12层
公司网址：<http://www.cctgsc.com.cn>

邮编：100020