

促消费对 CPI 形成支撑作用，低基数推动 PPI 同比降幅收窄

——2025 年 9 月物价数据点评

研究发展部执行总监 冯琳

事件：根据国家统计局公布的数据，2025 年 9 月，CPI 同比下降 0.3%，上月为下降 0.4%，1-9 月 CPI 累计同比下降 0.1%；9 月 PPI 同比下降 2.3%，上月为下降 2.9%，1-9 月 PPI 累计同比下降 2.8%。

基本观点：9 月 CPI 环比季节性上升，同比降幅略有收窄，主要是受促消费政策效应持续显现，当月家电、手机价格同比涨幅扩大带动，同时，近期国际金价大幅上涨也有一定拉动作用。这抵消了当月食品 CPI 同比降幅扩大的影响，带动整体 CPI 同比降幅收窄，也是当月扣除波动较大的食品能源价格、更能反映基本物价水平的核心 CPI 同比升至 1.0%的主要原因。整体上，当前国内物价水平稳中偏弱，这也为四季度货币、财政政策持续加力促消费、有力对冲外部波动提供了充分空间。9 月 PPI 环比延续持平，背后是尽管国际原油价格企稳、铜价上扬，但国内需求仍不足，且反内卷对商品价格的拉动效应减弱，国内主导商品价格整体表现偏弱。同时，受国际贸易环境不确定性影响，部分出口占比较大的行业价格也继续承压。9 月 PPI 同比降幅大幅收窄，主要原因是上年同期基数走低。

具体来看：

一、9 月 CPI 环比季节性上升，同比降幅略有收窄，主要是受促消费政策效应持续显现，当月家电、手机价格同比涨幅扩大带动，同时，近期国际金价大幅上涨也有一定拉动作用。这抵消了当月食品 CPI 同比降幅扩大的影响，带动整体 CPI 同比降幅收窄，也是当月扣除波动较大的食品能源价格、更能反映基本物价水平的核心 CPI 同比升至 1.0%的主要原因。整体上，当前国内物价水平稳中偏弱，这也为四季度货币、财政政策持续加力促消费、有力对冲外部波动提供了充分空间。

具体来看，9 月 CPI 环比上升 0.1%，符合季节性规律，涨幅低于过去 10 年历史平均水平，显示当前物价上涨动能偏弱；9 月 CPI 同比为-0.3%，降幅较上月收窄 0.1 个百分点，主要是受促消费政策效应持续显现，当月家电、手机价格同比涨幅扩大带动。数据显示，9 月家用器具、通讯工具价格分别环比上涨 0.6%和 0.1%，同比涨幅分别扩大 0.9 和 0.7 个百分点，达到 5.5%和 1.5%。另外，9 月国际金价涨幅加大，

带动金饰品价格同比上涨 42.1%，涨幅比上月扩大 5 个百分点。以上因素带动整体工业消费品价格加快上涨，是当月扣除波动较大的食品能源价格、更能反映基本物价水平的核心 CPI 同比升至 1.0%，较上月加快 0.1 个百分点的主要原因。

其他方面，上年同期食品价格基数仍然偏高，加之今年 9 月蔬菜、猪肉、水果等主要食品价格走势相对平稳，导致当月食品 CPI 同比降幅略有扩大，达到 -4.4%，是当月 CPI 同比继续处于负值的主要原因。7 月以来反内卷持续推进，9 月汽车“价格战”继续受到约束，当月交通工具价格环比小幅下降 0.1%，降幅明显低于 6 月之前，交通工具价格同比降幅继续处于 1.9% 的近期偏低水平。9 月暑期过后服务消费降温，加之中秋节错月，带动居民出行和文娱价格环比下行明显，但由于去年同期价格基数偏低，9 月服务价格同比增速继续保持在 0.6%。

整体上看，年初以来物价水平偏低态势在延续，CPI 同比持续在零值附近徘徊，核心 CPI 同比也持续处于低位。背后的根本原因是楼市调整已逾 4 年，居民财富持续“缩水”，消费信心不足；另外，上半年外部环境波动加剧，国际原油价格显著下跌，也在向国内 CPI 传导——9 月交通燃料价格同比降幅收窄 1.1 个百分点，但仍为 -6.0% 的大幅下降状态。当前物价走势的一个重要支撑点在于，以旧换新政策发力下，近期汽车、家电、手机等商品价格同比数据上行势头较为明显。

往后看，去年 10 月食品价格基数转为下行，尽管当前食品价格走势偏弱，今年 10 月食品 CPI 同比降幅仍将有所收窄。不过，去年 10 月国际原油价格触底回升，加之当前国际油价走势低迷，预计今年 10 月国内成品油价格同比降幅有望转为扩大。值得注意的是，从近期政策动向上看，反内卷、促消费对汽车、家电等重点商品价格的支撑作用在 10 月有望延续，而服务价格同比涨幅或将有所回落。综合以上，我们预计在上年同期基数下沉、促消费政策效应显现等带动下，10 月 CPI 同比有望升至 0.1% 左右。

后期伴随上年同期物价基数显著下沉，加之包括以旧换新等在内的稳增长政策会进一步发力，CPI 同比会脱离零值附近，有望在年底前升至 0.5% 至 1.0% 区间。总体上看，未来一段时间物价水平偏低格局会延续。这也为四季度货币、财政政策持续加力促消费、有力对冲外部波动提供了充分空间，即当前无需过早过度担心需求刺激政策引发高通胀问题。

二、9 月 PPI 环比延续持平，背后是尽管国际原油价格企稳、铜价上扬，但国内需求仍不足，且反内卷对商品价格的拉动效应减弱，国内主导商品价格整体表现偏弱。同时，受国际贸易环境不确定性影响，部分出口占比较大的行业价格也继续承压。9 月 PPI 同比降幅大幅收窄，主要原因是上年同期基数走低。

9月PPI环比延续持平，同比下降2.3%，降幅较上月收窄0.6个百分点，主因上年同期基数走低。环比来看，9月国际原油价格企稳，铜价明显上扬，但国内商品价格整体表现偏弱，拖累PPI环比延续持平。背后是国内投资、消费需求仍不足，且反内卷对商品价格的拉动效应明显减弱——9月反内卷相关商品价格走势分化，其中，煤炭价格环比上涨，水泥价格总体回落，螺纹钢价格环比下跌。从外，受国际贸易环境不确定性影响，部分出口占比较大的行业价格继续承压，9月木材加工、计算机通信和其他电子设备制造、通用设备制造、汽车制造等行业PPI环比均有所下跌。

分大类看，9月生产资料PPI环比持平，涨幅较上月回落0.1个百分点，同比受基数走低拉动，跌幅较上月收窄0.8个百分点至-2.4%。当月采掘工业、原材料工业、加工工业价格环比涨幅均有所回落，同比降幅均有所收窄。其中，采掘工业环比涨1.2%（前值1.3%），原材料工业环比持平（前值0.2%），加工工业环比跌0.1%（前值0.0%）。生活资料方面，9月生活资料PPI环比下跌0.2%，跌幅较上月扩大0.1个百分点，同比下跌1.7%，跌幅与上月持平。当月衣着价格环比持平（前值0.0%），一般日用品价格环比改善，上涨0.2%（前值-0.2%），但食品价格环比转跌0.1%（前值0.1%），耐用消费品价格环比跌幅扩大至-0.4%（前值-0.3%）。9月生活资料价格延续弱势运行，显示终端消费需求有待进一步提振。

整体上看，近两个月PPI同比降幅明显收窄，一方面是上年同期基数大幅下沉，另一方面是反内卷和促消费对部分工业品价格形成一定拉动作用，这是近两个月PPI环比止跌的主要原因。往后看，在反内卷带动原材料价格上涨势头减弱的同时，近期外部经贸环境波动也在对国内工业品价格带来新的下行压力。从国际大宗商品价格来看，10月以来，尽管铜价继续上扬，但原油价格出现大幅下跌。总体上看，预计10月PPI环比仍将在持平附近。加之去年10月开始PPI基数稳中有升，我们判断10月PPI同比降幅收窄势头将明显放缓，预计同比降幅将在-2.2%左右，年底转正的难度很大。总体上看，在国内房地产市场实现趋势性止跌回稳、居民消费信心回升之前，PPI仍将面临一定下行压力，反内卷很难从根本上扭转这一趋势。