

反内卷政策逐步发力，PPI 改善

2025 年 8 月通胀数据点评

报告摘要

8 月 CPI 同比为-0.4%，较上月-0.4PCTS，主要受食品价格偏弱影响；8 月核心 CPI 同比为+0.9%，较上月+0.1PCTS，涨幅连续 4 个月扩大。从分项看，CPI 食品项同比-4.3%，拖累 CPI 同比的程度均较上月有所加深，上年受极端天气影响，导致上年食品价格基数大幅抬高，叠加今年食品供应较为充足，导致 CPI 食品项同比下降较多。CPI 非食品项同比+0.5%，8 月国内油价格下调，但受上年同期基数下行影响，成品油价格同比降幅反而有所收窄。8 月核心 CPI 同比为+0.9%，一方面 8 月国际金价涨幅较大，当月金饰品和铂金饰品价格同比分别+36.7%和+29.8%；另一方面新一轮以旧换新消费补贴实施，带动家用器具和文娱耐用消费品同比分别+4.6%和+2.4%。

8 月 CPI 环比为 0%，核心 CPI 环比也为 0%。8 月食品 CPI 环比 0.5%，鲜菜和蛋类价格表现均弱于季节性，表明食品供给较为充足。

整体来说，CPI 同比受食品项拖累，核心 CPI 同比在修复，但 CPI、核心 CPI 环比与历年同月比仍然弱，显示当前物价水平仍需进一步修复。随着新一轮以旧换新消费补贴实施，叠加反内卷政策带动市场竞争秩序优化，核心 CPI 已经四个月连续回升，未来有望继续保持温和上行。

8 月 PPI 同比-2.9%，较上月+0.7PCTS，跌幅开始收窄。8 月 PPI 生产资料同比-3.2%，较 7 月+1.1PCTS，PPI 生活资料同比-1.7%，较上月-0.1PCTS。7 月以来上游大宗商品涨价现象延续到 8 月，同时下游企业无序竞争得到一定治理、重点行业产能治理有序开展，光伏设备及元器件制造、新能源车整车制造价格同比降幅较上月分别收窄 2.8PCTS 和 0.6PCTS。

8 月 PPI 环比为 0%，较上月+0.2PCTS。主要原因是供需关系改善影响部分能源和原材料行业价格环比由降转涨。相较于上游大宗商品物价的明显回暖，8 月下游 PPI 环比表现相对偏弱。一方面终端需求复苏仍不稳固；另一方面也显示价格从中游向下游的传导不顺畅，下游企业面临一定的盈利挤压压力。

8 月 PPI 同比环比数据均有改善，主要得益于“反内卷”的有序推进，统一大市场建设和行业竞争秩序优化。往后看，9 月到 12 月 PPI 翘尾因素较 1 月到 8 月明显回升，数值上看 PPI 同比回升阻力较小，但受出口价格走低、地产和消费需求仍需进一步改善等影响，PPI 大幅度回升的可能性相对较低，预计 9 月到 12 月 PPI 大概率呈现稳步梯次回升态势。

风险提示：国家政策不确定性、大宗商品价格波动超预期。

主要数据

上证指数	3870.5984
沪深 300	4521.998
深证成指	12924.1348

主要指数走势图



作者

刘庆东 分析师
SAC 执业证书：S0640520030001
联系电话：010-59219572
邮箱：liuqd@avicsec.com

郭鑫 分析师
SAC 执业证书：S0640522090002
联系电话：010-59562534
邮箱：guoxjr@avicsec.com

相关研究报告

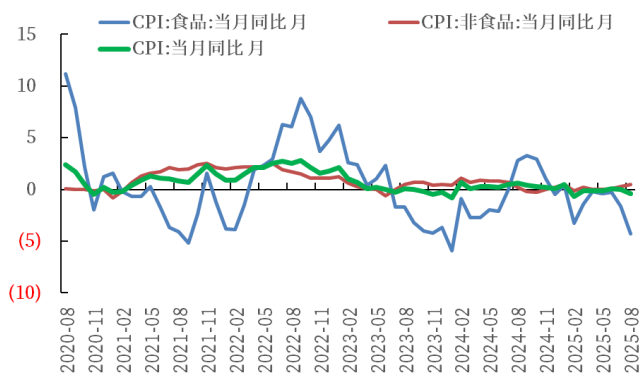
一、核心 CPI 保持上涨

8 月 CPI 同比为-0.4%，较上月-0.4PCTS，主要受食品价格偏弱影响；8 月核心 CPI 同比为+0.9%，较上月+0.1PCTS，涨幅连续 4 个月扩大。从翘尾看，上年价格变动对本月 CPI 同比的翘尾影响约为-0.9PCTS，下拉影响较上月+0.4PCTS。从分项看，CPI 食品项同比-4.3%，较上月-2.7PCTS，其中鲜菜价格同比-15.2%，较上月-7.6PCTS，猪肉价格同比-16.1%，较上月-6.6PCTS，蛋类价格同比-12.4%，较上月-1.2PCTS，鲜果价格同比-3.7%，较上月-6.5PCTS，拖累 CPI 同比的程度均较上月有所加深，上年受极端天气影响，导致上年食品价格基数大幅抬高，叠加今年食品供应较为充足，导致 CPI 食品项同比下降较多。CPI 非食品项同比+0.5%，较上月+0.2PCTS，生活用品及服务价格同比+1.8%，较上月+0.6PCTS，交通工具用燃料价格同比-7.1%，较上月+1.9PCTS，8 月国内油价格下调，但受上年同期基数下行影响，成品油价格同比降幅反而有所收窄。8 月核心 CPI 同比为+0.9%，一方面 8 月国际金价涨幅较大，带动当月金饰品和铂金饰品价格同比分别+36.7%和+29.8%；另一方面新一轮以旧换新消费补贴实施，带动家用器具和文娱耐用消费品同比分别+4.6%和+2.4%。

8 月 CPI 环比为 0%，弱于过去 10 年（2015 年至 2024 年）同月均值的 0.35%，8 月核心 CPI 环比为 0%，弱于过去 10 年（2015 年至 2024 年）同月均值的 0.04%。8 月食品 CPI 环比 0.5%，具体来看，鲜菜价格环比+8.5%，较上月+7.2PCTS；蛋类价格环比+1.5%，较上月+1.8PCTS，表现均弱于季节性，表明食品供给较为充足。

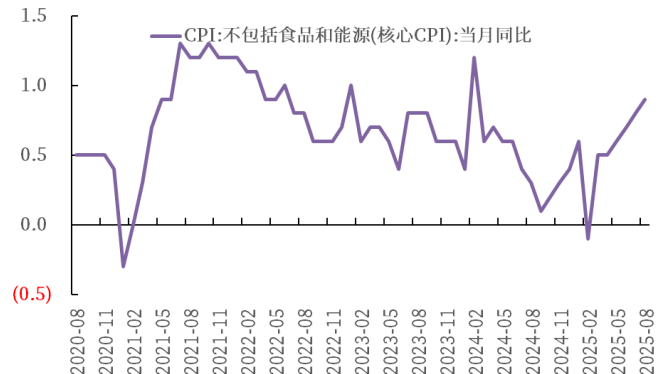
整体来说，CPI 同比受食品项拖累，核心 CPI 同比在修复，但 CPI、核心 CPI 环比与历年同月比仍然弱，显示当前物价水平仍需进一步修复。随着新一轮以旧换新消费补贴实施，叠加反内卷政策带动市场竞争秩序优化，核心 CPI 已经四个月连续回升，未来有望继续保持温和上行。

图1 CPI 同比及 CPI 食品项和非食品项走势（%）



资料来源：wind，中航证券研究所

图2 核心 CPI 同比走势（%）



资料来源：wind，中航证券研究所

图3 CPI 分项目同比和环比情况 (%)

	2025-08	2025-07	2025-06	2025-05	2025-04	2025-03	2025-02	2025-01	2024-12	2024-11	2024-10	2024-09	2024-08
CPI: 当月同比	-0.40	0.00	0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.70	0.50	0.10	0.20	0.30	0.40	0.60
CPI: 食品烟酒: 当月同比	-2.50	-0.80	0.10	0.10	0.30	-0.60	-1.90	0.60	0.00	0.90	2.00	2.30	2.10
CPI: 衣着: 当月同比	1.80	1.70	1.60	1.50	1.30	1.30	1.20	1.10	1.20	1.10	1.10	1.30	1.40
CPI: 居住: 当月同比	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	-0.10	-0.10	-0.10	0.00
CPI: 生活用品及服务: 当月同比	1.80	1.20	0.70	0.10	0.20	0.60	-0.70	-1.10	-0.70	-0.30	0.10	0.10	0.20
CPI: 交通和通信: 当月同比	-2.40	-3.10	-3.70	-4.30	-3.90	-2.60	-2.50	-0.60	-2.20	-3.60	-4.80	-4.10	-2.70
CPI: 教育文化和娱乐: 当月同比	1.00	0.90	1.00	0.90	0.70	0.80	-0.50	1.70	0.90	1.00	0.80	0.60	1.30
CPI: 医疗保健: 当月同比	0.90	0.50	0.40	0.30	0.20	0.10	0.20	0.70	0.90	1.10	1.10	1.20	1.30
CPI: 其他用品和服务: 当月同比	8.60	8.00	8.10	7.30	6.60	6.20	6.50	5.40	4.90	5.20	4.70	3.50	3.40
CPI: 环比	0.00	0.40	-0.10	-0.20	0.10	-0.40	-0.20	0.70	0.00	-0.60	-0.30	0.00	0.40
CPI: 食品烟酒: 环比	0.00	0.40	0.00	0.00	0.20	0.00	0.20	0.50	0.20	0.10	0.00	0.10	0.20
CPI: 衣着: 环比	-0.10	-0.30	-0.10	0.60	-0.10	0.70	-0.10	0.40	0.20	0.60	0.00	0.80	0.20
CPI: 居住: 环比	0.00	0.10	0.10	-0.10	0.00	0.10	0.10	0.00	0.00	-0.10	-0.10	-0.10	0.00
CPI: 生活用品及服务: 环比	1.10	2.20	0.00	-1.10	0.00	2.80	0.20	0.40	0.40	-0.90	-0.20	-0.20	-0.70
CPI: 交通和通信: 环比	0.00	0.00	0.40	0.40	0.30	0.40	0.20	0.00	0.00	0.10	0.20	-0.10	0.30
CPI: 教育文化和娱乐: 环比	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.10	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.90	0.00
CPI: 医疗保健: 环比	0.30	-0.50	-0.10	-0.10	-0.10	0.10	-0.10	0.20	0.10	0.00	0.00	-0.10	0.00
CPI: 其他用品和服务: 环比	1.10	0.30	-0.60	0.10	-0.10	0.00	0.90	-0.60	0.20	1.00	0.80	-0.30	1.10

资料来源: wind, 中航证券研究所

图4 CPI 分项目环比情况 (%)

	除今年外的均值	2025-08	2024-08	2023-08	2022-08	2021-08	2020-08	2019-08	2018-08
中国: CPI: 环比	0.35	0.00	0.40	0.30	-0.10	0.10	0.40	0.70	0.70
中国: CPI: 不包括食品和能源(核心CPI): 环比	0.04	0.00	-0.20	0.00	0.00	0.00	0.10	0.10	0.20
中国: CPI: 食品烟酒: 环比	0.95	0.30	2.20	0.40	0.40	0.50	0.99	2.20	1.70
中国: CPI: 衣着: 环比	-0.17	-0.10	-0.20	-0.10	-0.20	-0.10	-0.20	-0.30	-0.10
中国: CPI: 居住: 环比	0.15	0.00	0.00	0.10	0.00	0.10	0.11	0.10	0.50
中国: CPI: 生活用品及服务: 环比	-0.08	-0.10	-0.70	-0.30	0.00	0.10	-0.03	0.00	0.10
中国: CPI: 交通和通信: 环比	-0.33	-0.30	-1.10	1.00	-1.70	-0.60	0.26	-0.20	0.00
中国: CPI: 教育文化和娱乐: 环比	-0.02	-0.10	-0.10	0.20	0.10	0.00	-0.31	0.00	0.20
中国: CPI: 医疗保健: 环比	0.21	0.30	0.00	0.10	0.10	0.00	0.08	0.20	0.40
中国: CPI: 其他用品和服务: 环比	0.30	0.00	-0.60	0.00	0.30	-0.90	2.37	1.40	0.10

资料来源: wind, 中航证券研究所

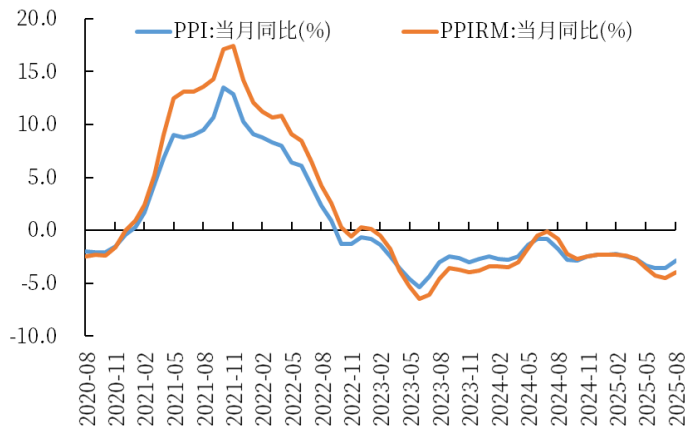
二、“反内卷”政策逐步发力，PPI 有所改善

8 月 PPI 同比-2.9%，较上月+0.7PCTS，跌幅开始收窄，PPIRM 同比-4.0%，较上月+0.5PCTS。8 月 PPI 生产资料同比-3.2%，较 7 月+1.1PCTS，PPI 生活资料同比-1.7%，较上月-0.1PCTS。具体来看，煤炭开采和洗选业、黑色金属矿采选业和黑色金属冶炼及压延加工业价格改善最多，分别为+3.2PCTS、+3.8PCTS 和+6.0PCTS。7 月以来上游大宗商品涨价现象延续到 8 月，同时下游企业无序竞争得到一定治理、重点行业产能治理有序开展，光伏设备及元器件制造、新能源车整车制造价格同比降幅较上月分别收窄 2.8PCTS 和 0.6PCTS。

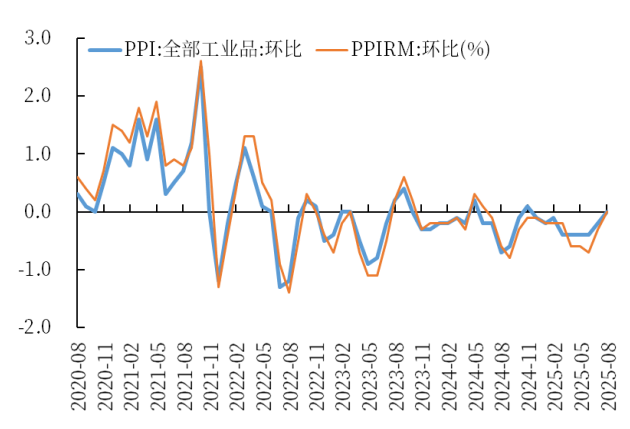
8 月 PPI 环比为 0%，较上月+0.2PCTS，PPIRM 环比为 0%，较上月+0.3PCTS。分行业看，煤炭开采和洗选业、黑色金属矿采选业和黑色金属冶炼及压延加工业环比价格改善最多，分别为+4.3PCTS、+3.2PCTS 和+2.2PCTS。主要原因是供需关系改善影响部分能源和原材料行业价格环比由降转涨。相较于上游大宗商品物价的明显回暖，8 月下游 PPI 环比表现相对偏弱。一方面终端需求复苏仍不稳固；另一方面也显示价格从中游向下游的传导不顺畅，下游企业面临一定的盈利挤压压力。

8 月 PPI 同比环比数据均有改善，主要得益于“反内卷”的有序推进，统一大市

场建设和行业竞争秩序优化。往后看，9月到12月PPI翘尾因素较1月到8月明显回升，数值上看PPI同比回升阻力较小，但受出口价格走低、地产和消费需求仍需进一步改善等影响，PPI大幅度回升的可能性相对较低，预计9月到12月PPI大概率呈现稳步梯次回升态势。

图5 PPI和PPIRM同比走势(%)


资料来源: wind, 中航证券研究所

图6 PPI和PPIRM环比走势(%)


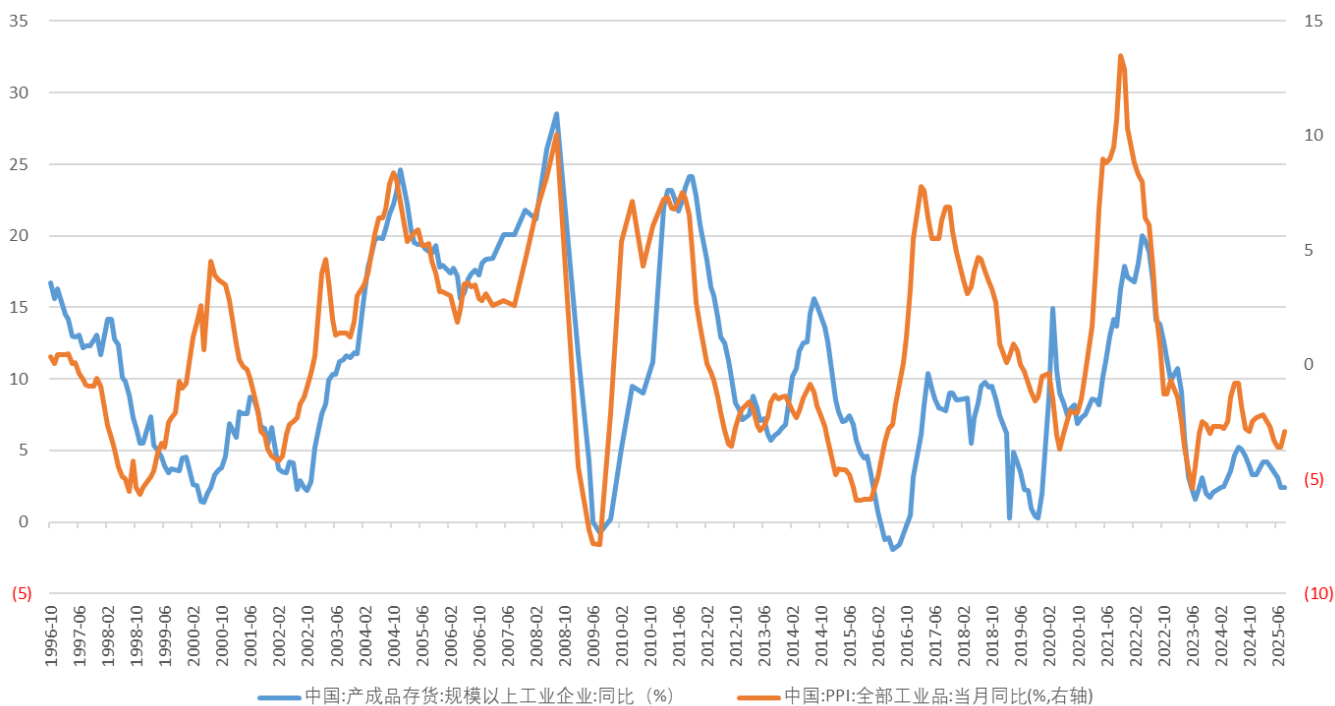
资料来源: wind, 中航证券研究所

图7 PPI分行业环比(%)

	2025-08	2025-07	2025-06	2025-05	2025-04	2025-03	2025-02	2025-01	2024-12	2024-11	2024-10	2024-09	2024-08
煤炭开采和洗选业	+2.8	+1.5	+3.4	+3.0	+3.3	+4.3	+3.3	+2.2	+1.9	-0.4	+0.1	+1.3	+1.2
石油和天然气开采业	-1.1	+3.0	+2.6	-5.6	-3.1	-4.4	+0.3	+4.5	+0.1	-0.4	-2.4	-3.2	-4.3
黑色金属矿采选业	+2.1	-1.1	+2.0	-0.9	-0.9	+0.1	+0.9	-0.4	+0.6	+0.3	+0.3	-4.2	-2.0
有色金属矿采选业	+0.8	+0.7	+1.1	+0.6	+1.1	+0.4	+1.1	+0.4	+0.5	+1.1	+0.9	+0.6	+0.1
非金属矿采选业	-0.5	-0.8	-0.7	-0.4	+0.1	-0.3	0.0	+0.1	0.0	-0.3	-0.4	+0.2	+0.4
石油、煤炭及其他燃料加工业	+0.7	+1.2	-0.6	-3.1	-2.6	-2.3	+0.9	+1.0	+0.2	0.0	-2.6	-3.7	-2.0
黑色金属冶炼及压延加工业	+1.9	-0.3	+1.8	-1.0	-1.0	-0.5	-0.2	-0.9	-0.6	+0.2	+3.4	-3.3	-4.4
有色金属冶炼及压延加工业	+0.2	+0.8	+0.2	-0.1	+0.3	+0.5	+0.3	-0.4	0.0	+1.2	+2.1	-0.4	-2.3
化学原料及化学制品制造业	-0.1	-0.7	-0.7	-1.2	-0.6	+0.2	0.0	-0.2	-0.4	-0.3	-0.9	-1.0	-0.9
化学纤维制造业	-0.6	-0.7	+0.1	-1.3	-2.0	-0.6	+0.1	-0.4	-1.4	-0.8	-0.4	-1.7	-0.2
橡胶和塑料制品业	-0.4	-0.4	-0.3	-0.3	-0.4	-0.1	-0.2	-0.1	-0.1	+0.1	-0.1	-0.2	-0.3
金属制品业	-0.2	-0.1	-0.3	-0.1	-0.2	-0.3	-0.2	-0.2	-0.2	+0.3	-0.3	-0.6	-0.6
非金属矿物制品业	-1.0	-1.4	-1.4	-1.0	0.0	-0.5	-0.9	-0.6	+0.6	+1.1	+0.4	-0.8	-0.7
通用设备制造业	-0.1	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.1	-0.3	-0.2	-0.1	0.0	-0.1	0.0	0.0
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	-0.2	0.0	-0.1	0.0	+0.1	-0.1	0.0	0.0	+0.1	-0.1	-0.2	-0.2	0.0
汽车制造业	-0.3	-0.3	+0.2	0.0	-0.5	-0.4	-0.1	+0.5	-0.5	-0.1	-0.9	-0.2	-0.2
计算机、通信和其他电子设备制造业	-0.2	-0.4	-0.4	+0.1	-0.2	-0.7	0.0	-0.3	0.0	+0.2	-0.5	-0.1	-0.2
医药制造业	-0.5	-0.5	-0.1	-0.5	-0.3	-0.4	-0.2	-0.4	-0.1	+0.1	+0.2	-0.3	0.0
农副食品加工业	+0.4	+0.1	-0.5	0.0	-0.4	-0.1	-0.1	-0.5	-0.4	-0.4	-0.6	-0.3	-0.1
食品制造业	-0.3	0.0	-0.2	-0.3	+0.1	+0.2	-0.5	0.0	+0.2	0.0	-0.2	-0.2	-0.1
酒、饮料和精制茶制造业	-0.5	+0.2	-0.1	+0.1	+0.1	-0.1	+0.2	-0.1	-0.1	0.0	0.0	-0.4	0.0
烟草制品业	0.0	0.0	0.0	0.0	+0.2	0.0	+0.1	+0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
纺织业	+0.1	-0.2	-0.2	-0.2	-0.3	0.0	-0.2	-0.4	-0.3	-0.2	-0.2	-0.3	-0.2
纺织服装、服饰业	0.0	-0.1	0.0	+0.2	+0.4	-0.3	-0.3	-0.4	0.0	0.0	0.0	+0.2	0.0
木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	0.0	-0.4	0.0	-0.5	-0.3	-0.4	+0.1	-0.6	-0.3	-0.6	-0.1	-0.3	-0.1
造纸及纸制品业	-0.3	-0.5	-0.4	-0.6	-1.0	-1.1	-0.1	+0.2	+0.9	0.0	-0.2	-0.5	-0.3
印刷业和记录媒介的复制	-0.1	-0.2	0.0	-0.3	-0.3	0.0	-0.2	-0.5	+0.1	-0.2	+0.1	-0.3	+0.1
电力、热力的生产和供应业	+0.1	-0.9	-0.9	+0.5	-0.3	-0.4	-0.5	-0.1	+0.9	+0.3	-0.3	+0.1	0.0
燃气生产和供应业	-0.2	-0.3	-0.7	-1.0	-1.2	-0.2	+0.1	+0.6	+1.2	+0.7	0.0	+0.6	+0.1
水的生产和供应业	+0.6	+0.3	0.0	0.0	+0.2	-0.2	+0.4	+0.1	0.0	+0.1	+0.1	+0.1	0.0

资料来源: wind, 中航证券研究所

图8 工业企业库存同比和 PPI 走势 (%)



资料来源: wind, 中航证券研究所

公司的投资评级如下：

买入：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

增持：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 5%~10%之间。

持有：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~+5%之间。

卖出：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下：

增持：未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性：未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持：未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总：

中航证券宏观团队：立足国内，放眼国际，全面覆盖国内外宏观经济、政策研究。以自上而下的宏观视角，诠释经济运行趋势与规律，以把握流动性变化为核心，指导大类资产配置。

销售团队：

陈艺丹, 18611188969, chenyd@avicsec.com, S0640125020003

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

李若熙, 17611619787, lirx@avicsec.com, S0640123060013

分析师承诺：

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，再次申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示：投资者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。

免责声明：

本报告由中航证券有限公司（已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格）制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期，中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址：www.avicsec.com

联系电话：010-59219558

传 真：010-59562637