

基数作用加强，核心通胀缓步上行

——8月通胀数据点评

2025年09月11日

- **事件：**8月CPI同比由0%降至-0.4%，市场预期-0.2%，环比0%；PPI同比由-3.6%降至-2.9%，市场预期-2.9%，环比0%。
- **食品项拖累CPI表现，核心CPI稳步增长。**食品项下探幅度较大，高基数影响明显，环比增幅弱于季节性均值。非食品项同比上行，核心CPI同比稳步上行，服务项、消费品均上涨。
- **猪肉价格拖累作用再度加大，高基数下蔬菜同比回落显著。**夏季高温天气持续，猪肉仍处于消费淡季，生猪产能依然旺盛，能繁母猪存栏数近期波动较小。牛羊肉价格同比上行，水产、鸡蛋价格同比回落。蔬菜价格环比季节性上行，但涨幅弱于季节性，去年同期部分地区洪涝灾害严重影响蔬菜产量，同比大幅回落。
- **非食品项中，燃油分项回落，暑期尾声出行需求转弱相关价格环比下行，政策利好支撑耐用品价格表现。**国际油价中枢回落，交通工具用燃料环比增速转负。家用器具、交通工具同比增速上行，消费补贴政策带来一定提振。服务项同比整体延续上行，开学临近出游需求回落，机票、酒店价格季节性下降，民生服务消费支出分化，医疗保健、教育服务同比小幅上行，家庭服务同比小幅下降，服务项价格整体刚性持续。
- **PPI跌幅收窄，环比转平，生产资料改善为主要拉动。**PPI年内首次结束负增。采掘工业、原材料工业、加工工业同环比增速均上行，生活资料仍有拖累，一般日用品、耐用消费品价格同比回落，原材料、加工工业对下游消费品传导依然有限。
- **反内卷政策效果逐步显现，煤炭、黑色金属产业链明显上行，受国际油价影响，原油产业链增速放缓，开工偏弱非金属矿增速回落。**反内卷政策带动相关行业价格率先修复，黑色产业链受到提振最为显著。夏季高温天气持续，建筑施工依然处于淡季，非金属矿开采和加工同比均回落，环比负增。海外贸易的不确定性下，下游高端制造业出口预期受到影响，价格边际放缓。
- **生产端受反内卷拉动作用较强，需求端提振仍有待关注。**8月通胀数据受到基数作用影响较大，CPI食品分项表现弱于季节性带来一定拖累，短期受到猪价和原油价格拖累，CPI增速预期依然偏弱，需求端的促消费政策力度和效果仍需持续关注。反内卷对PPI的推动作用较强，预期跌幅将持续收窄，开工端的修复程度、出口不确定性增加将带来一定制约，预期年内延续低位修复，增速回正仍有难度。
- **风险因素：**美国降息节奏和幅度不及预期，居民消费、购房需求疲弱，关税政策调整超预期。

分析师：于天旭

执业证书编号：S0270522110001

电话：17717422697

邮箱：yutx@wlzq.com.cn

相关研究

政策、关税多因素作用下，内需边际放缓
政策基调延续，会议部署针对性加强
着力推动稳增长，逆周期政策空间可期

正文目录

事件.....	3
1、食品项拖累 CPI 表现，核心 CPI 稳步增长.....	3
2、PPI 跌幅收窄，低基数、反内卷等共同推动.....	5
3、总结与展望.....	7
4、风险提示.....	7
图表 1: CPI 同比增速再度转负 (%).....	3
图表 2: CPI 食品项环比季节性上行 (%).....	3
图表 3: 核心 CPI、服务项同比稳步上行 (%).....	3
图表 4: 油价中枢逐步回落 (元/吨).....	3
图表 5: 猪肉价格低位震荡，牛羊缓步上行 (元/公斤).....	4
图表 6: 能繁母猪同环比基本持平 (万头, %).....	4
图表 7: 蔬菜价格季节性上行，同比仍低 (元/公斤).....	4
图表 8: 水果价格同环比回落 (元/公斤).....	4
图表 9: CPI 燃料相关分项窄幅震荡 (%).....	5
图表 10: 服务上行，租房分项持平 (%).....	5
图表 11: CRB 指数同比小幅下行，PPI 反弹 (%).....	6
图表 12: 加工-原材料工业剪刀差小幅回落 (%).....	6
图表 13: 黑色产业链价格跌幅收窄，有色上行 (%).....	6
图表 14: PPI-CPI 剪刀差继边际收窄 (%).....	6
图表 15: M1 同比增速持续上行 (%).....	7
图表 16: 居民部门存款增速窄幅震荡 (%).....	7

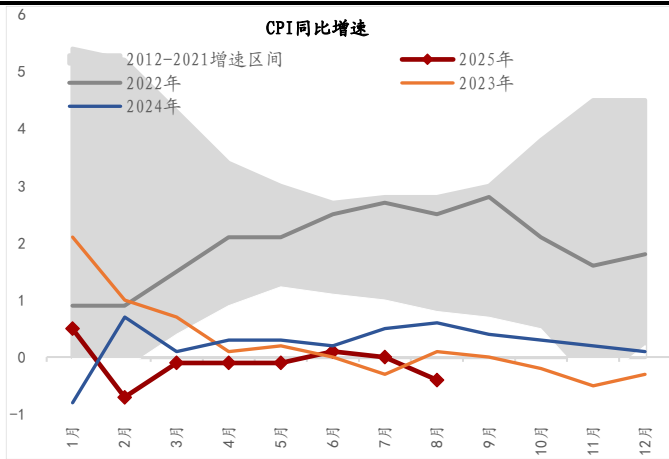
事件

2025年8月，CPI同比增速-0.4%（市场预期-0.2%），较上月回落0.4个百分点，环比增速0%，前值0.4%，1-8月CPI累计同比-0.1%；PPI同比增速-2.9%（市场预期-2.9%），较上月上行0.7个百分点，环比增速0%，前值-0.2%，1-8月PPI累计同比-2.9%。

1、食品项拖累 CPI 表现，核心 CPI 稳步增长

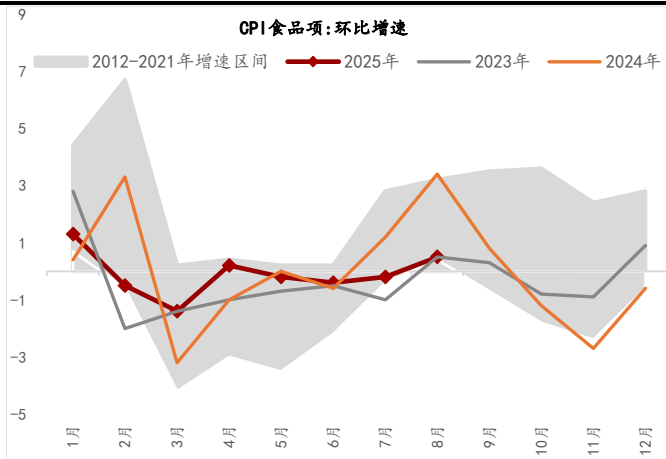
CPI同比再度转负，食品项下探幅度较大，高基数影响明显，环比增幅弱于季节性均值。8月，CPI同比增速由上月的0%回落为-0.4%，低于市场预期的-0.2%，去年同期高基数和食品项为主要拖累因素。其中，CPI食品项同比增速由上月的-1.6%回落至-4.3%，环比由上月的-0.2%上行至0.5%，环比主要受季节因素拉动，但涨幅低于季节性平均水平。非食品项同比由0.3%小幅上行至0.5%，环比由上月的0.5%下行至-0.1%。

图表1: CPI同比增速再度转负 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

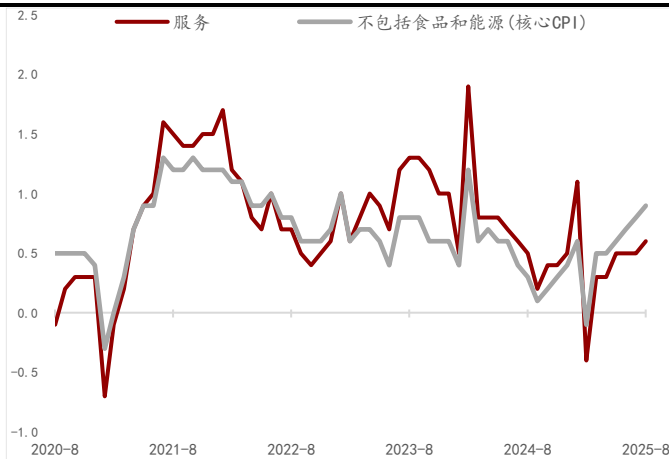
图表2: CPI食品项环比季节性上行 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

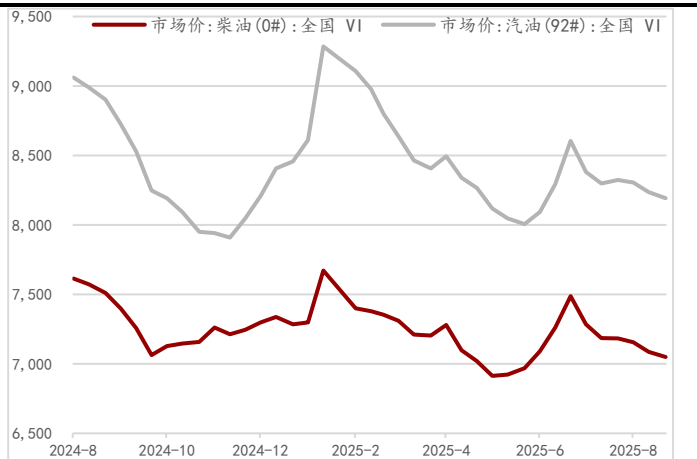
核心CPI同比稳步上行，服务项、消费品均有所上涨。核心CPI同比增速小幅上行0.1个百分点至0.9%，连续4个月上涨，环比0%。CPI服务项同比较7月小幅上行0.1个百分点至0.6%，环比持平；消费品同比则回落0.6个百分点至-1%，环比上行0.1%，前值0.2%，保持正增。

图表3: 核心CPI、服务项同比稳步上行 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表4: 油价中枢逐步回落 (元/吨)

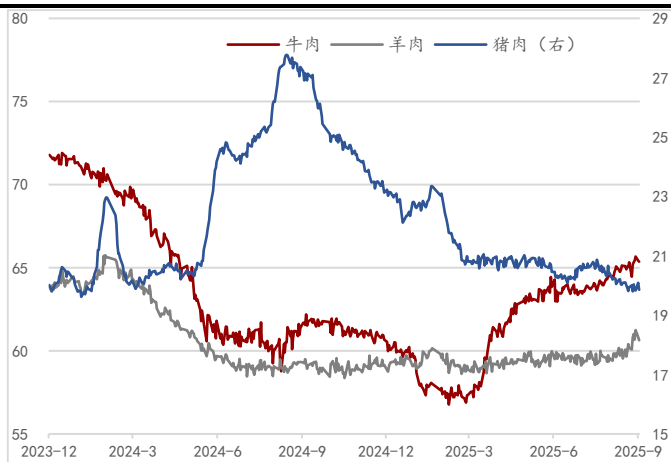


资料来源: Wind, 万联证券研究所

猪肉价格拖累作用再度加大，季节性因素拉动蔬菜价格环比上涨，但高基数影响下同比增速回落。8月猪肉价格同环比增速均回落，夏季高温天气持续，猪肉仍处于消费淡季，生猪产能依然旺盛，能繁母猪存栏数近期波动较小。8月底中央开展年内第二轮收储，计划收储量1万吨，有助于给猪价形成支撑，并提振养殖户信心，9月国庆和中秋节备货，有望带动猪肉需求增长。肉制品中，牛羊肉价格同比有所上行，水产品与鸡蛋价格同比回落。蔬菜价格环比季节性上行，但涨幅弱于季节性，同比大幅下滑，主要是高基数作用影响，去年同期部分地区洪涝灾害严重影响蔬菜产量。

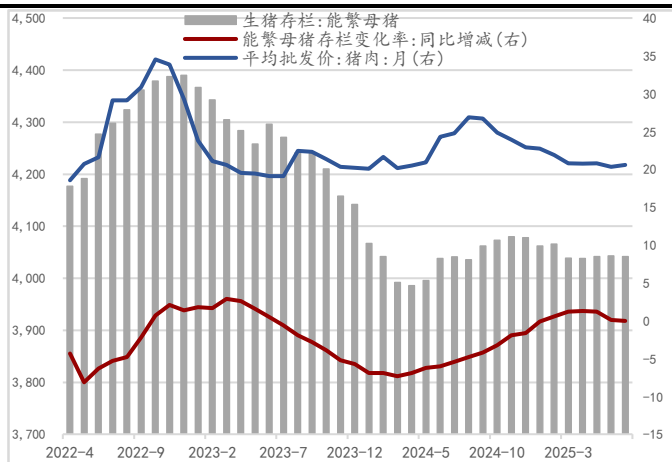
从CPI食品具体分项来看，8月，猪肉价格同比继续回落6.6个百分点至-16.1%，下跌幅度扩大，环比增速由上月的0.9%回落至-0.5%；猪肉的替代品牛羊肉同比增速分别由上月的3.6%、-1.4%上行至4.1%、-0.7%，蛋类同比增速回落1.2个百分点至-12.4%，环比上行1.5%。鲜菜价格同比继续回落7.6个百分点至-15.2%，下降速度继续扩大，环比季节性上行8.5%；鲜果价格同比继续回落6.5个百分点至-3.7%，下降幅度加大，环比下行2.8%。粮食、食用油、水产品、烟草、酒类同比增速分别由7月的-1%、-1.4%、3.4%、0.1%、-1.9%变动为-0.8%、-1.5%、2.2%、0%、-1.9%。

图表5: 猪肉价格低位震荡，牛羊缓步上行（元/公斤）



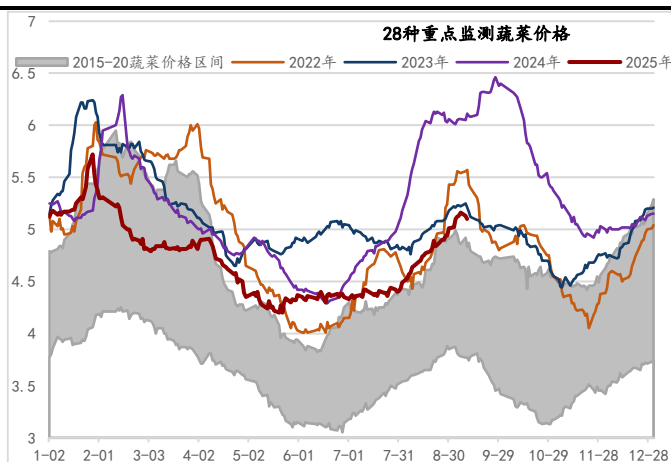
资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表6: 能繁母猪同环比基本持平（万头，%）



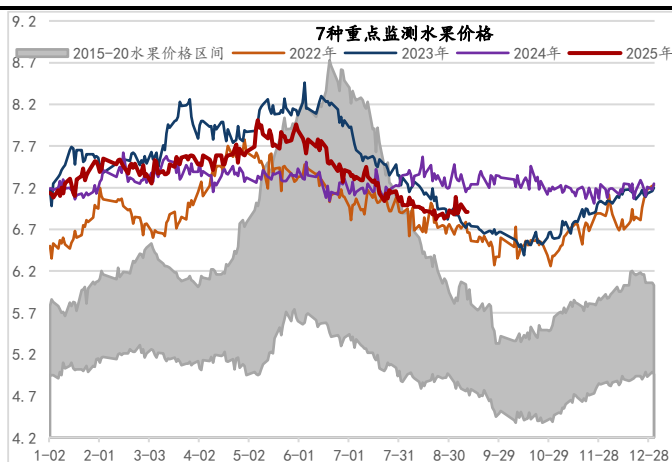
资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表7: 蔬菜价格季节性上行，同比仍低（元/公斤）



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表8: 水果价格同环比回落（元/公斤）

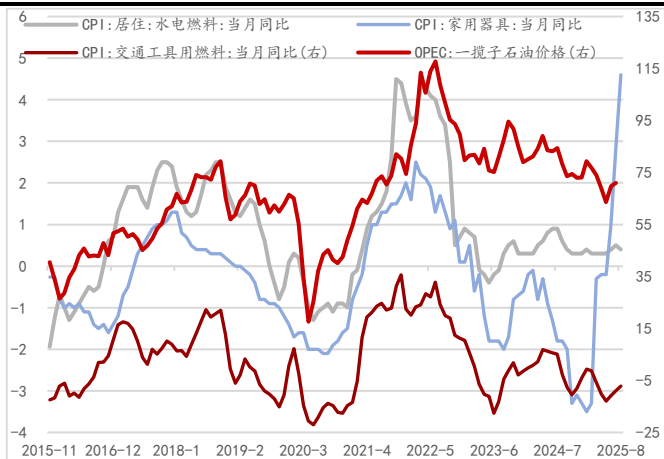


资料来源: Wind, 万联证券研究所

国际油价回落影响燃油价格环比下滑，暑期尾声出行需求转弱，均给非食品项环比带

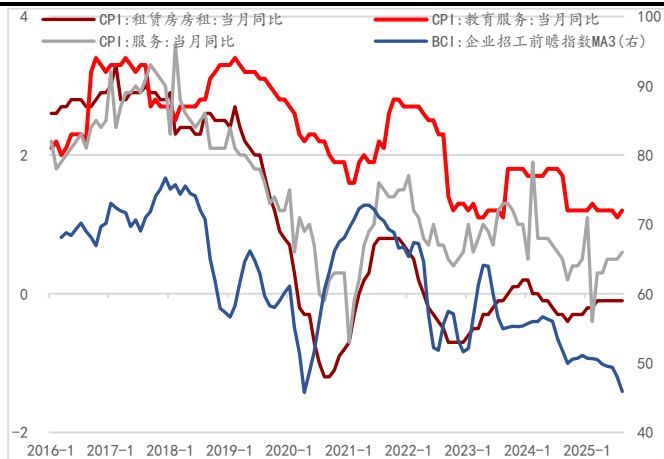
来一定拖累，政策利好支撑耐用品价格表现。非食品项通胀同比上行，环比转负。8月国际油价中枢回落，交通工具用燃料环比增速转为-0.9%，同比在基数作用下，跌幅边际收窄。夏季高温天气持续，水电燃料环比0%，同比由0.5%变动为0.4%。耐用消费品价格边际上行，消费品补贴政策带来一定提振，家具器具同比上行幅度最大，环比1.1%、交通工具同比跌幅收窄，环比0%。服务项同比整体延续上行，开学临近出游需求回落，机票、酒店价格季节性下降，旅游环比增速由9.1%变为-0.6%，同比由0.5%上行为0.7%，民生服务消费支出分化，医疗保健、教育服务同比小幅上行，家庭服务同比小幅下降，服务项价格整体刚性持续，房租价格同比持平于-0.1%，环比0%。

图表9: CPI燃料相关分项窄幅震荡 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表10: 服务上行, 租房分项持平 (%)



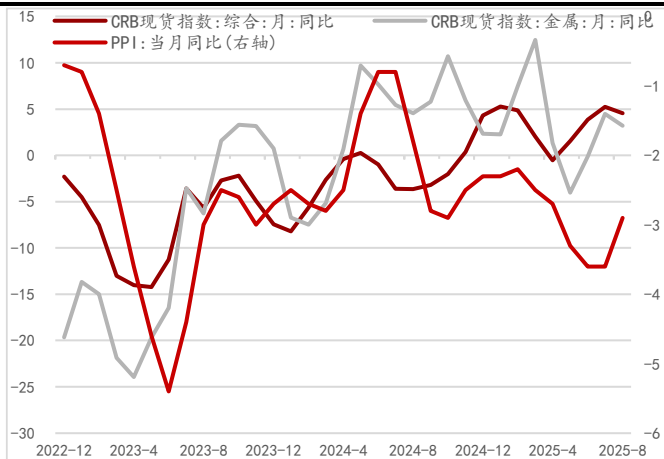
资料来源: Wind, 万联证券研究所

2、PPI 跌幅收窄，低基数、反内卷等共同推动

PPI跌幅收窄，环比转平，生产资料改善为主要拉动，基数走低，反内卷政策对供给端效果显现。8月，PPI同比增速由-3.6%上行为-2.9%，环比增速0%，年内首次结束负增。PPI生产资料为主要拉动项，采掘工业、原材料工业、加工工业同环比增速均上行，加工工业与原材料工业剪刀差小幅回落，原材料上行幅度相对更大，反内卷政策带来部分行业价格上行。PPI生活资料仍有一定拖累，一般日用品、耐用消费品价格同比回落，上游原材料、加工工业对下游消费品传导依然有限。

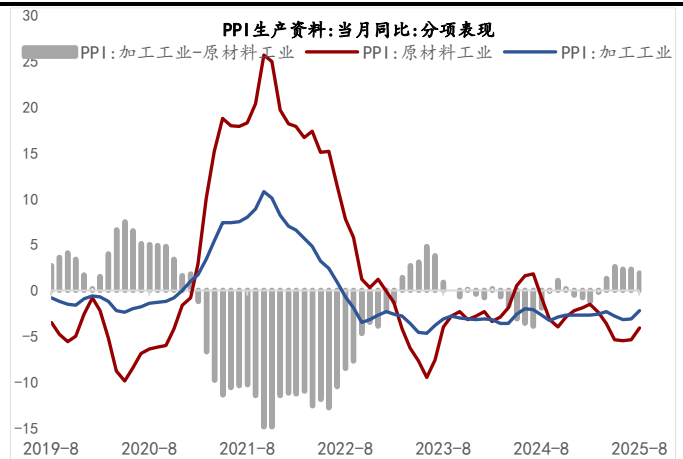
具体数据来看，PPI生产资料同比上行1.1个百分点至-3.2%，其中，采掘工业、原材料工业和加工工业同比分别由7月的-14%、-5.4%、-3.1%上行至-11.5%、-4.1%和-2.2%，各项同比均在上行，环比增速也同步上行。PPI生活资料同比回落-0.1个百分点至-1.7%，环比增速-0.1%，前值-0.2%；其中，食品类、衣着类同比分别由-1.8%、-0.1%上行至-1.7%、0%，一般日用品、耐用消费品分别由0.6%、-3.5%回落为0.4%、-3.7%。

图表11: CRB指数同比小幅下行, PPI反弹 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表12: 加工-原材料工业剪刀差小幅回落 (%)

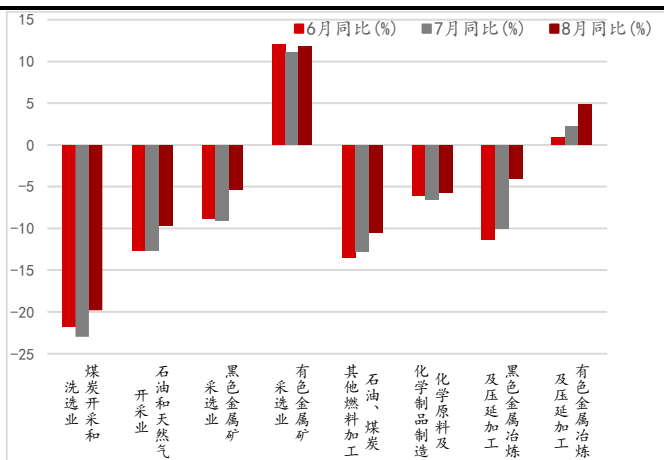


资料来源: Wind, 万联证券研究所

反内卷政策效果逐步显现,煤炭、黑色金属产业链供给侧改革拉动下,价格环比上行。受国际油价影响,原油产业链增速放缓,开工偏弱非金属矿增速回落。采掘业分项同比增速均上行,其中黑色金属矿、煤炭开采跌幅收窄明显,环比增速分别上行至2.1%、2.8%。下游的黑色金属加工业同比上行6个百分点至-4%,上行幅度最大,环比也上行为1.9%,有色和煤炭产业链也同比转好,反内卷政策带动相关行业价格率先修复。国际油价下行影响下,石油和天然气开采环比负增。夏季高温天气持续,建筑施工依然处于淡季,非金属矿开采和加工同比均回落,环比负增。

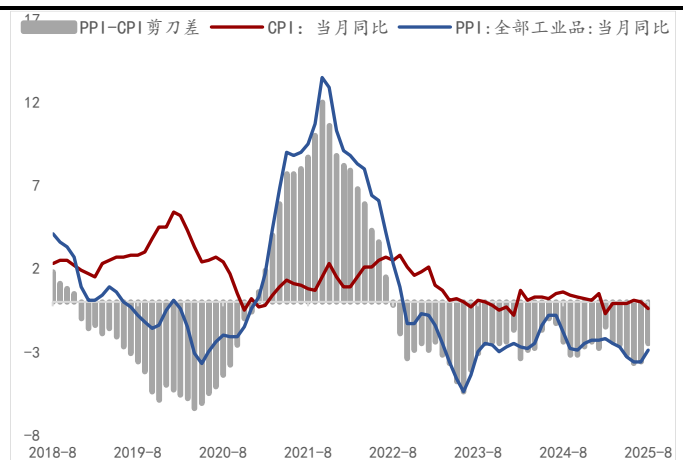
海外贸易的不确定性下,下游制造业出口预期受到影响。中游通用设备制造业同比由-1.6%小幅回落为-1.7%,环比-0.1%。下游汽车制造业同比增速持平于-2.7%,铁路、船舶等运输设备制造业同比小幅放缓,环比增速转负,计算机、通信等电子设备制造业同比持平,环比-0.2%。反内卷政策对部分下游高端制造业影响有限,出口的不确定性影响了企业预期,价格边际放缓。电力、热力的生产和供应业同比增速上行,其中,水的生产和供应业同环比上行幅度较大。

图表13: 黑色产业链价格跌幅收窄, 有色上行 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表14: PPI-CPI剪刀差继边际收窄 (%)

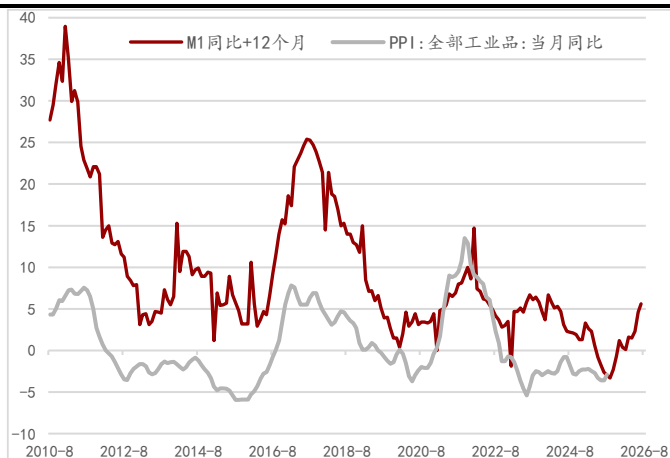


资料来源: Wind, 万联证券研究所

3、总结与展望

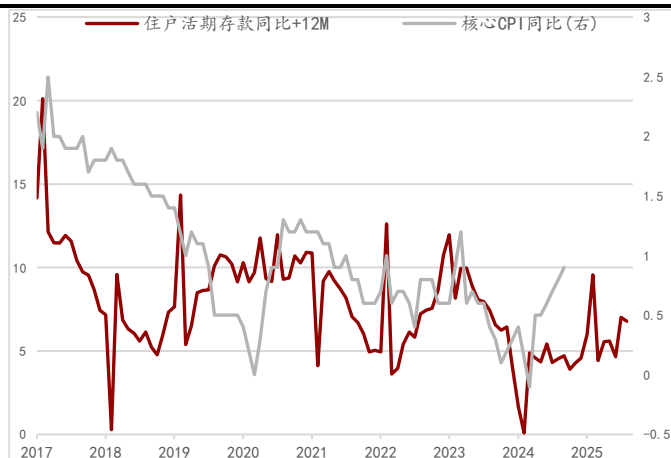
生产端受反内卷拉动作用较强，需求端提振仍有待关注。8月通胀数据受到基数作用影响较大，CPI食品分项表现弱于季节性带来一定拖累，短期受到猪价和原油价格拖累，CPI增速预期依然偏弱，需求端的促消费政策力度和效果仍需持续关注。反内卷对PPI的推动作用较强，预期跌幅将持续收窄，开工端的修复程度、出口不确定性增加将带来一定制约，预期年内延续低位修复，增速回正仍有难度。

图表15: M1同比增速持续上行 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表16: 居民部门存款增速窄幅震荡 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

4、风险提示

美国降息节奏和幅度不及预期，居民消费、购房需求疲弱，关税政策调整超预期。

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人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证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司认为可靠且已公开的信息撰写，本公司力求但不保证这些信息的准确性及完整性，也不保证文中的观点或陈述不会发生任何变更。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。分析师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。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的引起法律后果和造成我公司经济损失的概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳福田区深南大道2007号金地中心

广州天河区珠江东路11号高德置地广场