

核心 CPI 持续走强 反内卷显效 PPI 回暖

事件简述:

- 2025 年 8 月份, CPI 同比下降 0.4%, 环比持平。PPI 同比下降 2.9%, 降幅比上月收窄 0.7 个百分点, 环比由下降 0.2% 转为持平。

核心观点:

- 8 月 CPI 同比再度转负, 其主要受食品 CPI 同比下降影响。8 月份, 食品 CPI 同比下降 2.5%, 影响 CPI 下降约 0.72 个百分点。但向前看, 食品 CPI 的偏弱, 主要系去年同期基数较高所致。而除食品和能源外, 核心 CPI 表现持续走强, 连续 6 个月正增长, 服务商品表现韧性十足。而 PPI 则表现亮眼, 低基数下, PPI 结束了连续 8 个月的下行, 同比降幅收窄, 环比止跌, 在经历了一段时间的政策窗口期后, “反内卷”初显成效, 对于价格的支撑形成了托底作用。采掘业边际向好, 黑色链条整体表现回升, 助力 PPI 企稳。向后看, 消费动能仍然不足, 能源、猪肉价格难有回暖预期, 食品 CPI 短期或仍拖累 CPI 表现, 核心 CPI 支柱作用明显, 但下半年政策“托而不举”之下, 或难优于上半年, 预计 9 月 CPI 或依然走弱, 全年大致在 0 附近运行。PPI 则在“反内卷+低基数”共同作用下, 9 月或仍能维持回暖态势, 但消费需求不足、地产动能偏弱、出口持续收窄格局未变, 四季度或仍有所回落。

一、CPI: 食品 CPI 受高基数拖累, 服务仍是后续重心

- **食品 CPI: 受高基数影响较大, 猪肉表现成为下滑核心因素。**8 月份, 食品 CPI 同比下降 2.5%, 影响 CPI (居民消费价格指数) 下降约 0.72 个百分点。一方面, 受去年同期基数较高影响, 鲜菜、猪肉等去年同期均有大幅同增情况; 另一方面, 猪周期尚处于底部, 企业库存居高不下, 去库压力相对较大, 进一步拉低猪肉价格, 同时对处于替代品的鸡蛋价格形成压降, 致使鸡蛋价格同样大幅回落。在刨除鲜菜、猪肉和鸡蛋价格影响后, 其他数据更多受季节性影响较大, 并未过多异常表现。
- **核心 CPI: 同比 6 连增, 整体表现优异。**8 月核心 CPI 表现依旧强势, 同比连续 6 个月增长, 创出近 18 个月以来新高。上半年的消费补贴极大程度上带动了服务消费的需求, 家用器具从去年的负增长回到今年 8 月的 4.6%, 这其中政策带动效应十分明显。另外, CPI 交通工具同比降幅收窄, 反内卷下乘用车价格回暖显著。

二、PPI: “反内卷”效果显现, 后续仍需关注政策方向

- **数据表现: 生产资料、生活资料双双回暖, “反内卷”效果初显。**8 月, 生产资料环比由跌转涨, 生活资料环比跌幅收窄。具体来看, 生产资料的回暖主要表现在煤炭、钢铁等黑色系大宗商品的回暖。

大同证券研究中心

分析师: 景剑文

执业证书编号:

S0770523090001

邮箱:

jingjw@dtsbc.com.cn

地址: 山西太原长治路
111 号山西世贸中心 A
座 F12、F13

网址:

<http://www.dtsbc.com.cn>

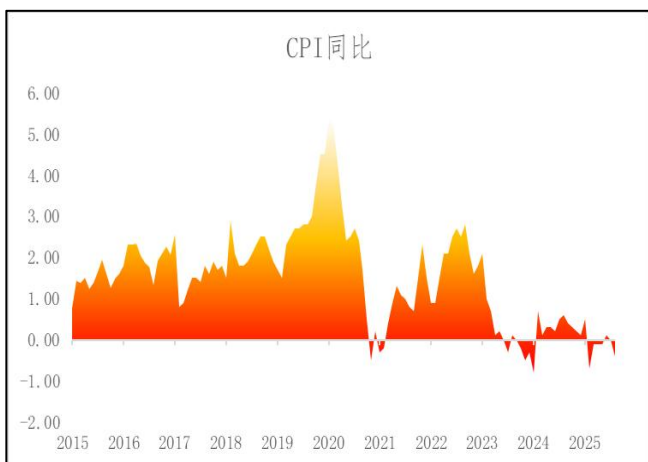


上游采掘工业连续三个月回升向好，超季节性的回升带动了 PPI 整体走强。“反内卷”在经历一段时间的政策窗口期后，终于迎来显效，预计将持续为 PPI 回暖提供政策支撑。

- **政策预期：后续增长仍有隐忧，动能偏弱下仍待政策发力。**当前，消费需求不足、地产增速偏弱、出口持续收窄仍然存在。虽然在短期，在低基数叠加反内卷的双重影响下，PPI 迎来回暖，但后续动能偏弱隐忧仍在，需要密切关注下半年政策导向。财政政策当前仍有空间，10 月四中全会或仍是关键窗口期。

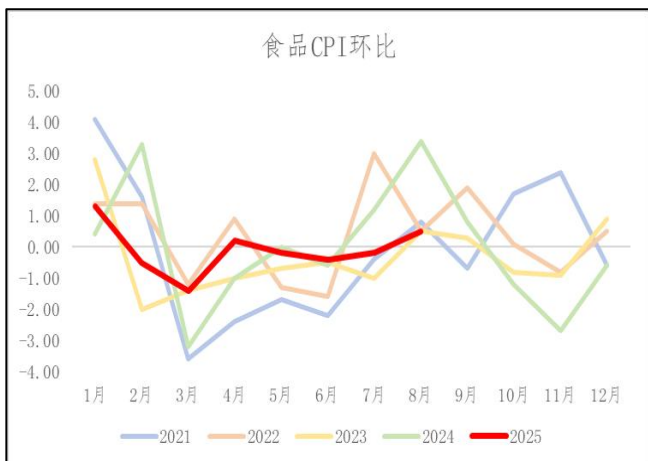
风险提示：国内修复动能不及预期、国际经济形势变化超预期。

图表 1 CPI 同比回落 0.4%



数据来源: wind 大同证券

图表 3 食品 CPI 去年同期基数过高



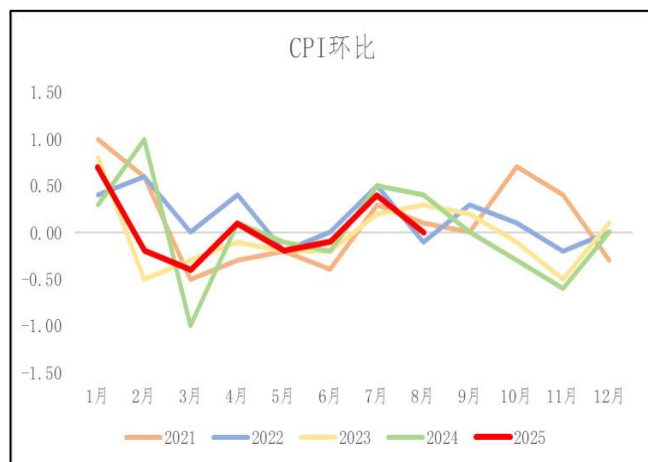
数据来源: wind 大同证券

图表 5 PPI 同比降幅缩窄



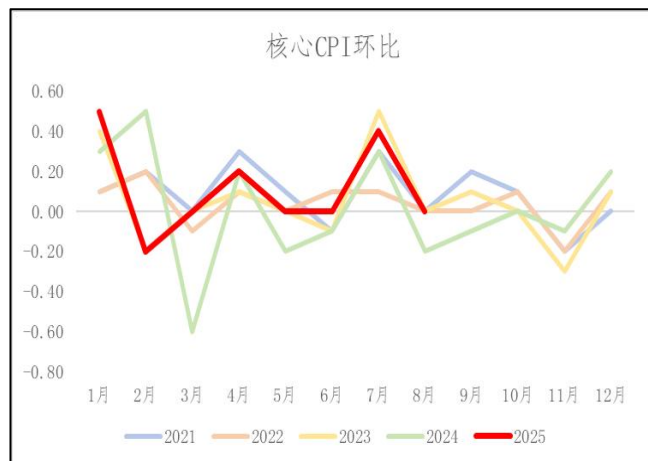
数据来源: wind 大同证券

图表 2 CPI 环比弱于季节性



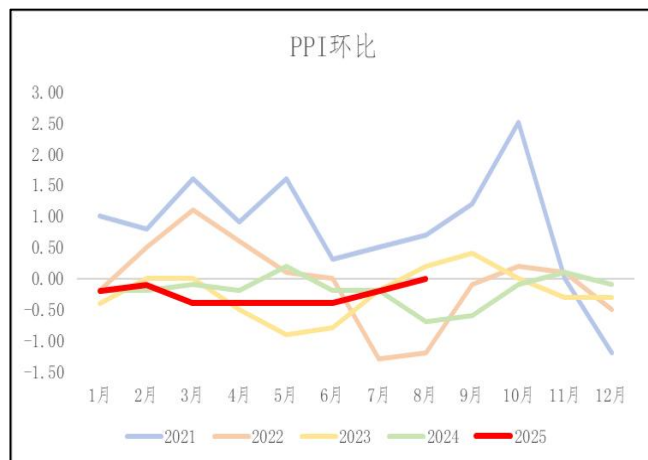
数据来源: wind 大同证券

图表 4 核心 CPI 表现强势



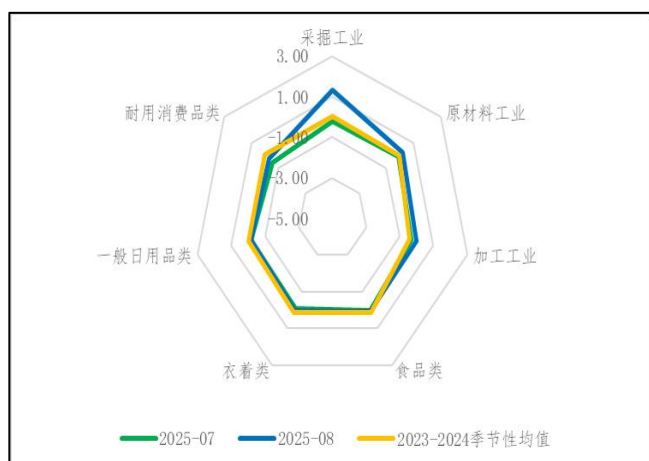
数据来源: wind 大同证券

图表 6 PPI 环比持平



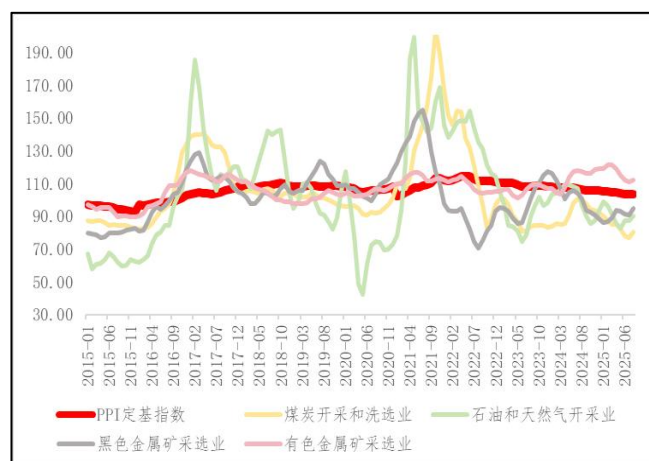
数据来源: wind 大同证券

图表 5 采掘工业强于季节性



数据来源: wind 大同证券

图表 6 黑色系动能回升



数据来源: wind 大同证券



类别	级别	定义
股 票 评 级	强烈推荐	预计未来 6 ~ 12 个月内, 股价表现优于市场基准指数 20 % 以上
	谨慎推荐	预计未来 6 ~ 12 个月内, 股价表现优于市场基准指数 10 % ~ 20 %
	中性	预计未来 6 ~ 12 个月内, 股价波动相对市场基准指数 -10 % ~ +10 %
	回避	预计未来 6 ~ 12 个月内, 股价表现弱于市场基准指数 10 % 以上
	“+” 表示市场表现好于基准, “-” 表示市场表现落后基准	

类别	级别	定义
行 业 评 级	看好	预计未来 6 ~ 12 个月内, 行业指数表现强于市场基准指数
	中性	预计未来 6 ~ 12 个月内, 行业指数表现跟随市场基准指数
	看淡	预计未来 6 ~ 12 个月内, 行业指数表现弱于市场基准指数

注 1: 公司所处行业以交易所公告信息为准

注 2: 行业指数以交易所发布的行业指数为主

分析师声明:

作者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注册分析师, 本报告准确客观反映了作者本人的研究观点, 结论不受第三方授意或影响。在研究人员所知情的范围内本公司、作者以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

本报告采用的研究方法均为定性、定量相结合的方法, 本报告所依据的相关资料及数据均为市场公开信息及资料 (包括但不限于: Wind/同花顺 iFinD/国家统计局/公司官网等), 做出的研究结论与判断仅代表报告发布日前的观点, 具备一定局限性。

免责声明:

本报告由大同证券有限责任公司 (已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格) 制作。本报告所载资料的来源及观点皆为公开信息, 但大同证券不能保证其准确性和完整性, 因此大同证券不对因使用此报告的所载资料而引致的损失负任何责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。本公司不保证文中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。

市场有风险, 投资需谨慎。此报告仅做参考, 并不能依靠此报告以取代独立判断。本报告仅反映研究员的不同设想, 见解及分析方法, 并不代表大同证券有限责任公司。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施, 本报告仅供本公司签约客户使用, 若您并非本公司签约客户, 为控制投资风险, 请取消接



收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。

特别提示:

- 1、投资者应自主做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。
- 2、未经允许投资者不得将证券研究报告转发给他人。
- 3、投资者需慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。
- 4、本报告预计发布时间可能会受流程等因素影响而延迟，但最大延迟不会超一周。

版权声明:

本报告版权为大同证券有限责任公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用需注明出处为大同证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

分析师承诺:

本人、本人配偶及本人的利害关系人与报告内容所涉标的公司不涉及利益冲突。