

证券研究报告

宏观研究

专题报告

解运亮 宏观首席分析师
执业编号: S1500521040002
联系电话: 010-83326858
邮箱: xieyunliang@cindasc.com

麦麟玥 宏观分析师
执业编号: S1500524070002
邮箱: mailinyue@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅
大厦B座
邮编: 100031

物价负增系阶段性走低

2025年9月11日

- **当前物价负增下的结构性特征。**当前,国内消费者价格的结构特征较为明显,两大分叉现象尤为突出。第一,服务价格和消费品价格分叉,折射出价格修复动能有差异。第二,核心CPI和总体CPI价格也分叉,总体CPI同比重新跌落至负增长区间,核心CPI同比却已连续4个月上升。综合来看,当前国内消费者价格的结构特征显示,核心需求有修复,但是修复程度和节奏略慢于短期扰动。
- **PPI改善集中在上游和中游。**从PPI上下游的价格变化来看,PPI价格改善普遍集中在上游和中游。1)PPI价格的回升集中在生产资料环节。从生产资料-生活资料的角度看,8月生产资料PPI同比降幅收窄,生活资料PPI同比不仅降幅未实现收窄,甚至还扩大。2)从上下游环节来看,上游价格改善较为显著,中游次之。相比之下,下游制造与消费环节价格则略显偏弱,全产业链修复呈现“上强下弱”特征。
- **年内CPI仍有望迎来回升。**我们在前期报告指出“CPI有阶段性下调风险”,7月、8月的价格重回负区间。但需要注意的是,正如我们所指出,这种价格下调为阶段性下调,年内CPI仍有望迎来回升。一是核心通胀等诸多信号表明国内物价有修复迹象;二是拆解来看,消费品价格的下行压力六成受天气影响,三成受猪周期影响,消费品价格转弱更多是暂时性的因素。往后看,年内CPI仍有望迎来回升。
- **风险因素:**地缘政治风险,国际油价上涨超预期等。

目 录

一、物价负增下的结构性特征	3
二、年内 CPI 仍有望迎来回升	4
三、PPI 改善集中在上游和中游	6
风险因素	8

图 目 录

图 1: 今年以来, 服务价格一直处于缓慢回升趋势	3
图 2: CPI 同比和核心 CPI 同比分叉	3
图 3: 八大分项中, 仅食品烟酒项降幅扩大	4
图 4: 食品影响中, 鲜菜和猪周期占主要贡献	5
图 5: 交通工具燃料项 CPI 和消费品价格走势相反	5
图 6: 当前猪肉 CPI 和消费品价格走势相同	6
图 7: PPI 实现降幅收窄, 翘尾因素有不小的贡献	7
图 8: PPI 上游和中游价格都在改善	7

一、物价负增下的结构性特征

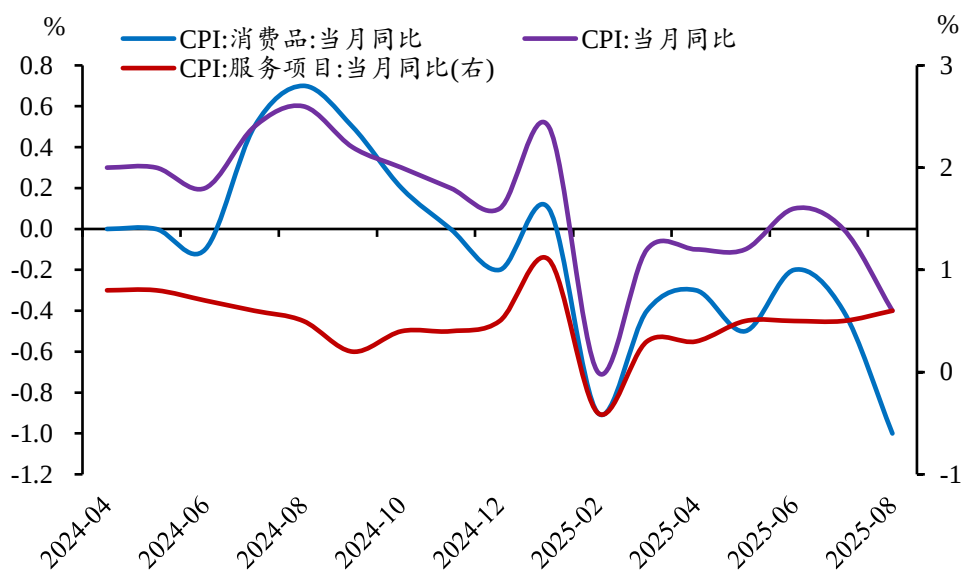
当前，国内消费者价格的结构性特征较为明显，两大分叉现象尤为突出。

第一，服务价格和消费品价格分叉，折射出价格修复动能有差异。服务价格与消费品价格的走势分化，成为当前物价结构的核心特征之一。从趋势上看，服务价格延续回暖态势，而消费品价格则相对偏弱，两者形成鲜明对比。8月，服务价格同比增速进一步回升至0.6%，而消费品价格同比增速大幅跌至-1.0%（图1），服务价格和商品价格修复进程有差异。

第二，核心CPI和总体CPI价格也分叉。今年以来，总体CPI同比先是恢复至正区间，又重新跌落至负增长区间。与此形成鲜明对比的是，核心CPI同比已经连续4个月上升，并回升0.9%，创下18个月以来的新高，两者分化已持续一段时间。

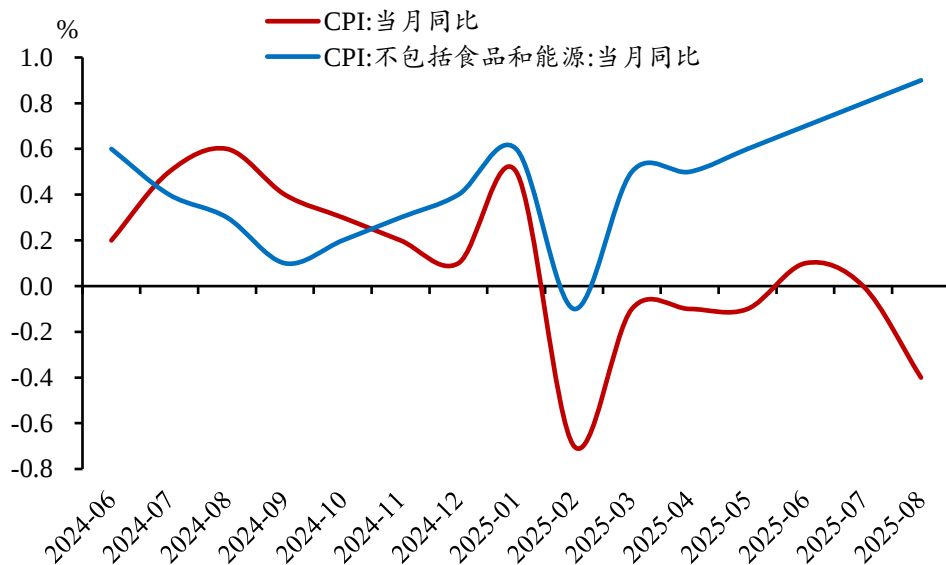
综合来看，当前国内消费者价格的结构性特征显示，核心需求有修复，但是修复程度和节奏略慢于短期扰动。

图 1：今年以来，服务价格一直处于缓慢回升趋势



资料来源:ifind, 信达证券研发中心

图 2：CPI 同比和核心 CPI 同比分叉



资料来源:ifind, 信达证券研发中心

二、年内 CPI 仍有望迎来回升

我们在前期报告指出“CPI 有阶段性下调风险”，7 月、8 月的价格重回负区间。但需要注意的是，正如我们所指出，这种价格下调为阶段性下调，年内 CPI 仍有望迎来回升。

一是因为诸多信号表明国内物价有修复迹象。8 月，核心 CPI 同比涨幅连续第 4 个月扩大，服务价格同比一直在稳步回升（图 1、图 2）。不仅如此，扣除能源的工业消费品价格同比也上涨至 1.5%，涨幅比 7 月扩大 0.3 个百分点。这些信号都说明，国内物价虽然走弱，但并非全面向弱，而是已经有一部分价格在缓慢上涨。

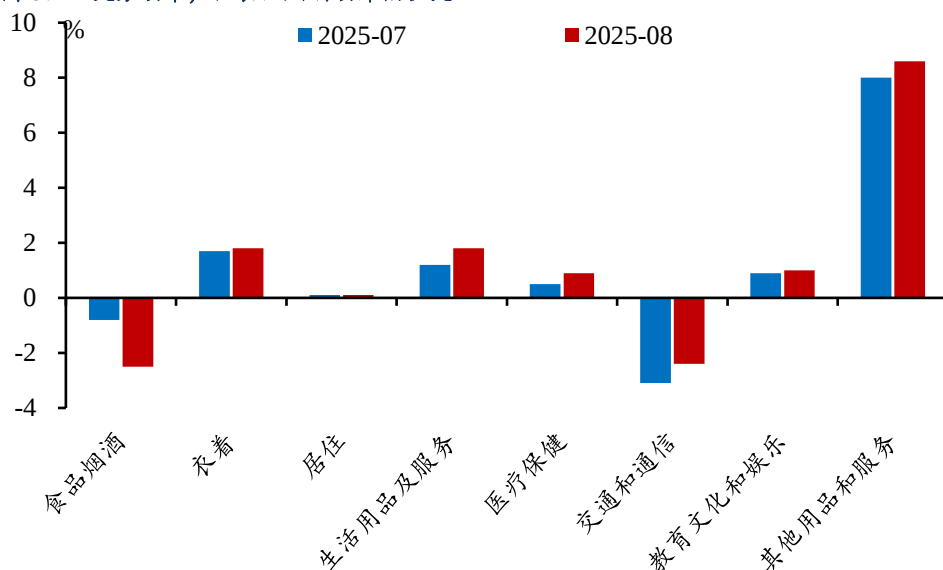
二是因为消费品价格转弱更多是暂时性的因素。过去几个月服务价格 CPI 一直处于缓慢回升的趋势，今年 8 月为 0.6%，甚至高于去年同期水平。然而，总体的 CPI 同比重新回到负增长的区间，明显比去年同期低得多（图 1）。究其背后的原因，其主要变动源自消费品价格的波动。今年 8 月，消费品价格同比-1.0%，为 19 个月以来的最低表现。结合前文的分析，扣除能源的工业消费品价格仍在上涨，我们认为消费品价格下行压力来源集中在猪周期、极端天气和基数几个方面。除了猪周期，其他因素更多属于暂时性扰动。

拆解来看，消费品价格的下行压力六成受天气影响，三成受猪周期影响，综合来看，多为暂时性扰动。

首先，与服务价格的逐步回暖相反，消费品价格同比在走弱，但扣除能源的工业消费品价格并未走弱，反而是在上升，这说明代表内需的核心 CPI 和非能源工业消费品实际上没有总体 CPI 表现得那么弱。当前猪肉 CPI 和消费品价格走势相同，而交通工具燃料项 CPI 和消费品价格走势相反（图 5、图 6），食品可能才是价格波动的主要原因。

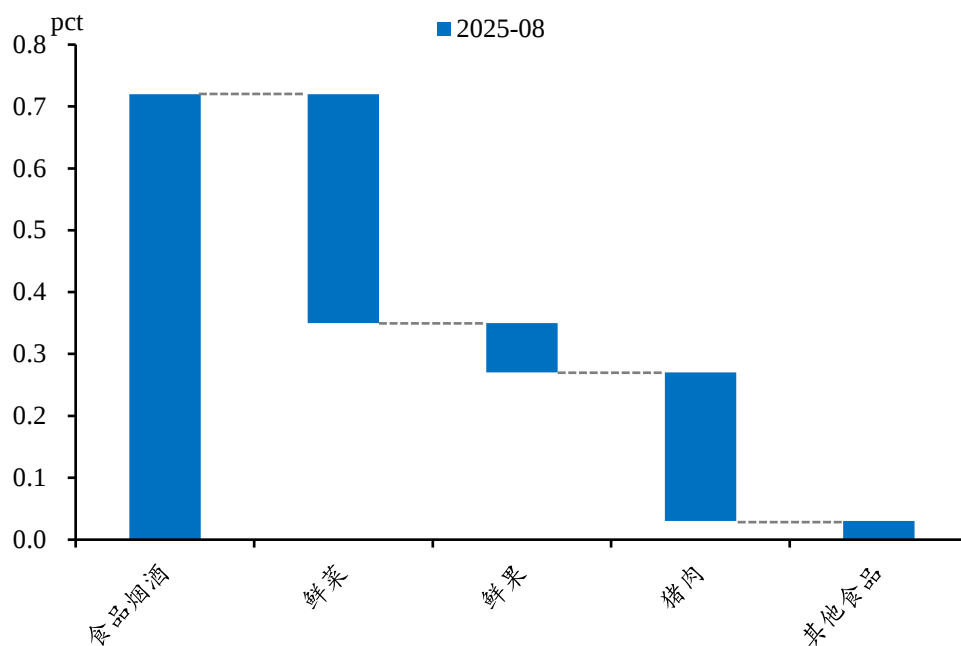
其次，从八大分项来看，除了食品烟酒外，其余所有七个分项基本上都有不同程度的回升（图 3）。我们认为，消费品价格的下行压力主要集中在食品烟酒上。8 月食品烟酒分项对总体 CPI 的拖累较前值增加约 0.5 个百分点，远大于总体 CPI 的下行程度。细分来看，鲜菜和猪肉价格下行占主要。鲜菜、鲜果等价格弱于季节性主要是受到天气影响，猪肉对总体 CPI 的拖累主要来自猪周期的错位。去年 8 月猪价处于相对高位，同比来看，8 月猪价同比走弱之中或有不少去年高基数的影响。

图 3：八大分项中，仅食品烟酒项降幅扩大



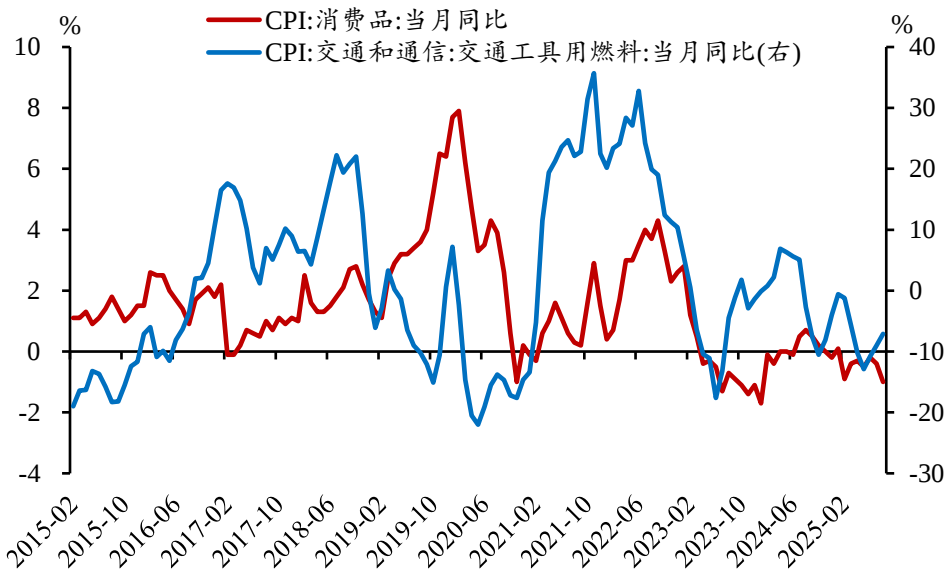
资料来源:ifind, 信达证券研发中心

图 4：食品影响中，鲜菜和猪周期占主要贡献



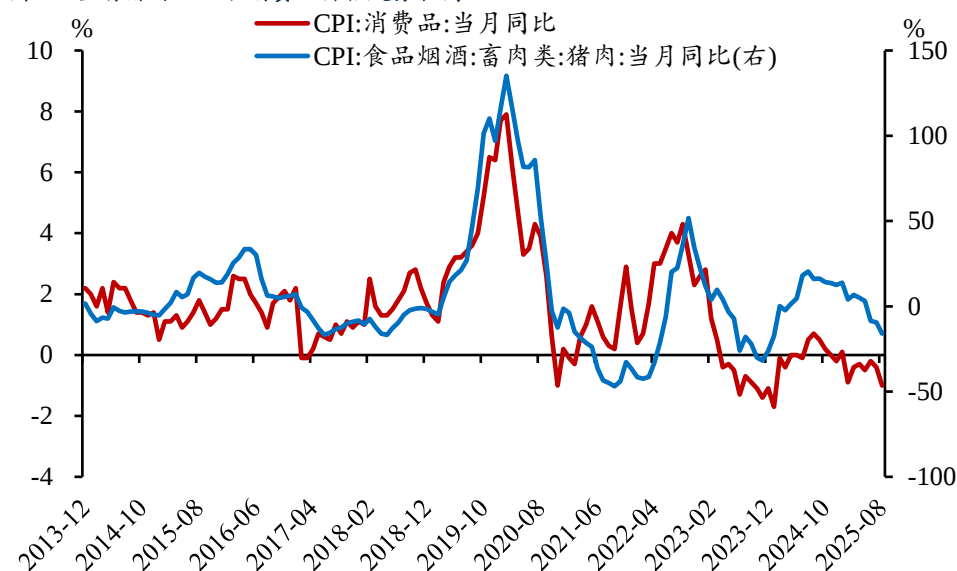
资料来源: ifind, 信达证券研发中心

图 5：交通工具燃料项 CPI 和消费品价格走势相反



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

图 6：当前猪肉 CPI 和消费品价格走势相同



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

三、PPI 改善集中在上游和中游

今年 8 月，PPI 环比为 0%，这一数据延续 7 月环比降幅收窄趋势，结束了此前连续 8 月的环比负增趋势。

从 PPI 上下游的价格变化来看，PPI 价格改善普遍集中在上游和中游。

1) PPI 价格的回升集中在生产资料环节。从生产资料-生活资料的角度看，8 月生产资料 PPI 同比降幅收窄 1.1 个百分点，生活资料 PPI 同比不仅降幅未实现收窄，甚至还扩大了 0.1 个百分点。从环比来看，生产资料 PPI 环比实现由负转正，而偏下游的生活资料环比仍在负区间。

2) 上游价格改善较为显著，中游次之。我们将 PPI 划分为上游原材料、中游原材料加工、下游制造、下游消费、其他下游和公用事业，在已公布数据中，上游原材料行业的价格同比降幅收窄 3.1 个百分点，价格改善较为显著；中游原材料加工行业的价格同比降幅改善程度次之，其中，黑色金属冶炼和压延加工、有色金属冶炼和压延加工改善幅度尤为显著。相比之下，下游制造与消费环节价格则略显偏弱，全产业链修复呈现“上强下弱”特征。

我们在报告《牛市的逻辑：产能过剩下行拐点到来》指出，反内卷有望带来产能下行拐点和 PPI 上行拐点。结合 8 月 PPI 的修复进展来看，我们认为反内卷政策从落地到实质影响产能调整、供需关系优化需要时间传导，叠加当前下游需求恢复节奏偏缓，对上游、中游价格的承接能力或有限，短期内可能难以形成全产业链价格共振回升格局，因此四季度 PPI 同比转正仍面临一定难度。

图 7：PPI 实现降幅收窄，翘尾因素有不小的贡献

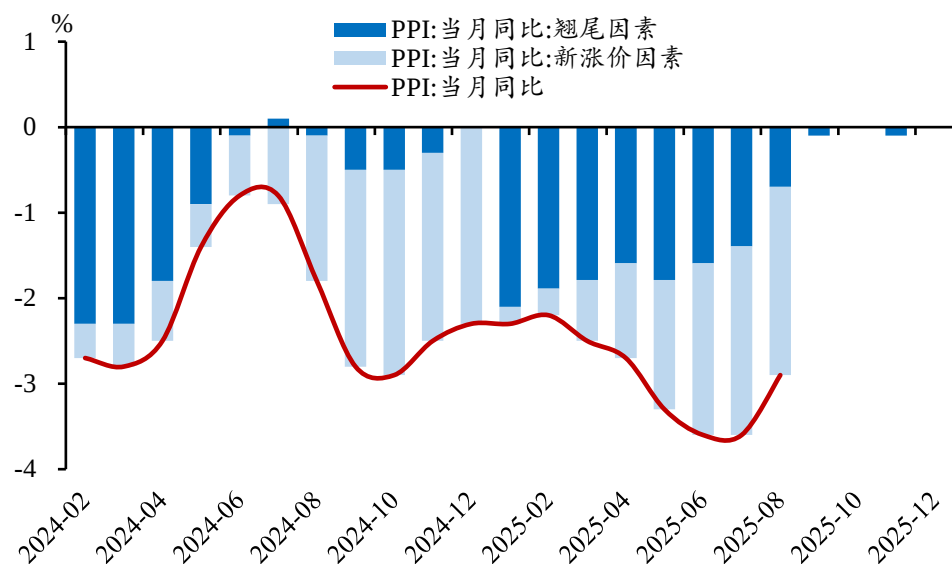
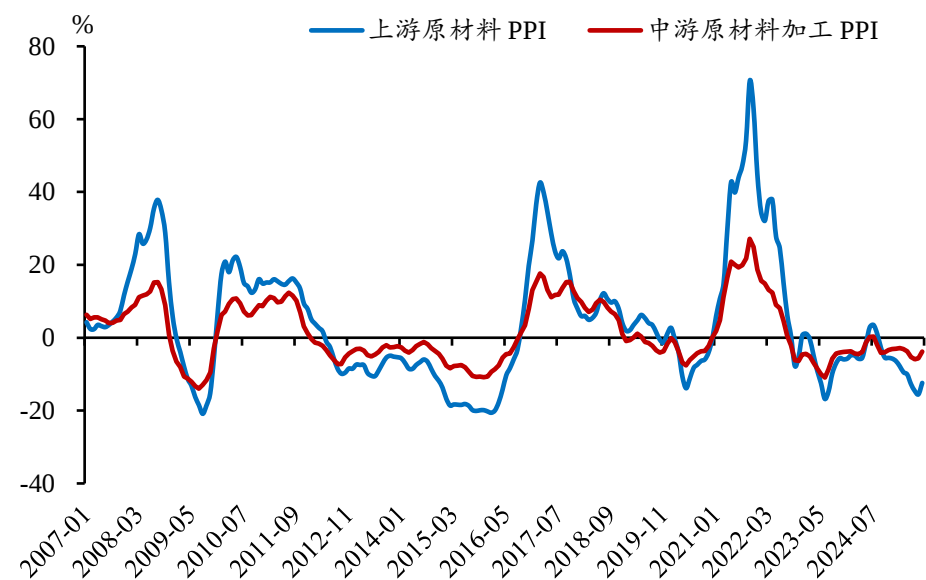


图 8：PPI 上游和中游价格都在改善



风险因素

地缘政治风险，国际油价上涨超预期等。

研究团队简介

解运亮，信达证券宏观首席分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学财政金融学院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。2020 年“21 世纪最佳预警研究报告”获得者。2022 年 Wind 金牌分析师宏观研究第二名。2022 年云极“十大讲师”。2023 年东方财富 Choice 最佳宏观分析师。2023 年中国信达集团“金牌宣讲人”。2024 年 Wind 金牌分析师宏观研究第五名。

麦麟玥，信达证券宏观研究助理。中山大学硕士，2022 年 7 月加入信达证券研究所，侧重于研究美国经济和出口。所属团队获得 2024 年 Wind 金牌分析师宏观研究第五名。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入： 股价相对强于基准15%以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准5%~20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5%之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。