

2025年09月10日

证券分析师

刘思佳 S0630516080002

liusj@longone.com.cn

联系人

李嘉豪

lijiah@longone.com.cn

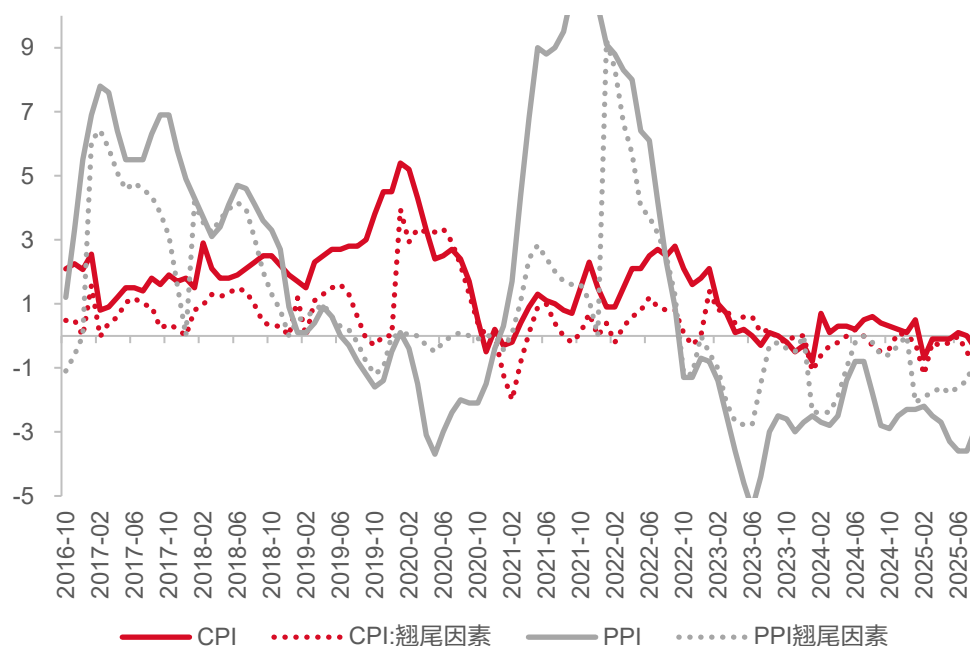
翘尾因素对CPI及PPI的影响不一

——国内观察：2025年8月通胀数据

投资要点

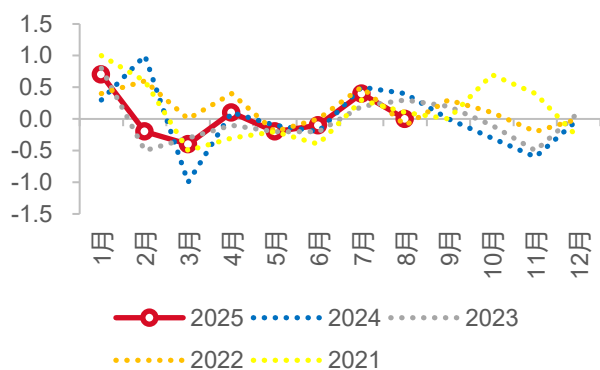
- **事件：**2025年9月10日，统计局发布8月通胀数据。8月，CPI当月同比-0.4%，前值0.0%；环比0.0%，前值0.4%。PPI当月同比-2.9%，前值-3.6%；环比0.0%，前值-0.2%。
- **核心观点：**8月，翘尾因素对CPI以及PPI的影响不一，前者拖累，后者支撑。结构上来看，一些短期因素对食品的拖累影响，可能在9月后逐步减轻，但猪价11月前依然会面临较高的基数压力；非食品方面，服务价格支撑延续，且有望随着相关政策的出台而强化，消费品价格可能仍会受大促以及补贴影响而波动。PPI除了基数压力减弱以外，环比止住8连跌偏积极，“反内卷”的政策落实仍需关注。
- **CPI环比略弱于季节性。**8月CPI环比0.0%，低于近5年同期均值的0.2%。食品弱于季节性而非食品强于季节性。食品环比0.5%，低于近5年同期均值1.3%；非食品环比-0.1%，持平于近5年同期均值。
- **CPI中翘尾影响降幅扩大。**8月CPI翘尾因素-0.9%，为近年2月以来最低，较8月降幅扩大0.4pct。需要注意的是，9月翘尾因素仍有-0.9%，基数的压力仍然不小。
- **高基数压力影响食品价格，鲜菜鲜果偏短期，猪价拖累年内可能延续。**与7月相似，食品主要分项环比表现不强，叠加基数抬升的影响持续，导致食品烟酒同比由-0.8%降至-2.5%。鲜果、猪肉、蛋类环比均低于近5年同期均值，尤其是鲜果以及猪肉去年同期环比分别为3.8%、7.3%，从历史上看，基数相对偏高；鲜菜环比虽然强于季节性，但去年同期环比18.1%，为有统计以来同期最高值，故在此影响下，同比降幅也有所扩大。回顾以往来看，因短期天气原因造成的基数落差，其影响不会持续太久，尤其体现在鲜菜鲜果上。从猪价来看，同比降幅进一步扩大至-16.1%，11月前基数压力依然较大，拖累大概率延续，关注生猪产能调控措施的预期。
- **非食品价格相对平稳。**8月非食品价格同比0.5%，前值0.3%，延续回升的趋势。7大类分项中有4项环比高于近5年同期均值，其中医疗保健超季节性较为明显，其次是交通和通信，反映暑期出游消费表现可能相对较好。商务部此前曾表示9月将出台扩大服务消费的若干政策措施，服务消费的潜力有望被激发，服务价格也有望延续对CPI的支撑。
- **核心CPI同比延续回升趋势。**8月核心CPI同比0.9%，自5月以来稳步小幅回升，环比也基本符合季节性。除了服务价格以外，受益于金价的上涨，相关金饰品同比涨幅较高，另外家用器具和文娱耐用品在促销季后价格有所回升。
- **翘尾降幅收窄基本可以解释PPI同比的回升。**有别于CPI，翘尾因素对8月PPI具有明显的拉动，其从前值的-1.4%，收窄至-0.7%，基本可以解释8月PPI同比的回升。8月PPI环比0%，止住了连续8个月的下跌趋势，这一点本身也偏积极。
- **结构上看，“反内卷”对上游价格的拉动是主要贡献项。**7月“反内卷”预期升温以来，偏上游的生产资料环比自6月的-0.6%转正至8月的0.1%，偏下游的生活资料则依然维持小幅下跌。不过，南华工业品价格指数已回吐了6月初以来近一半的涨幅，未来“反内卷”政策对工业品价格拉动的持续性，仍然有赖于需求端政策协同。
- **风险提示：**国内政策落地不及预期；房地产投资超预期下滑；关税政策超预期；美国通胀超预期。

图1 CPI及PPI同比翘尾因素，%



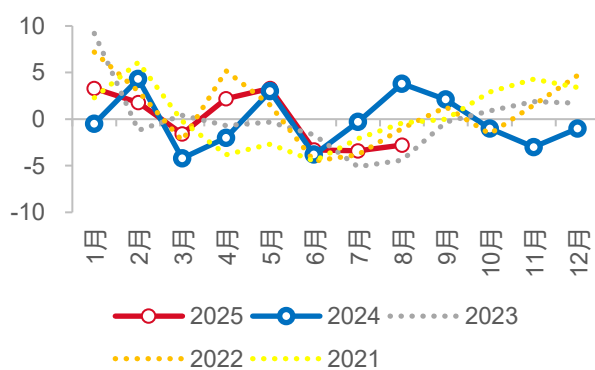
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图2 CPI 环比季节性，%



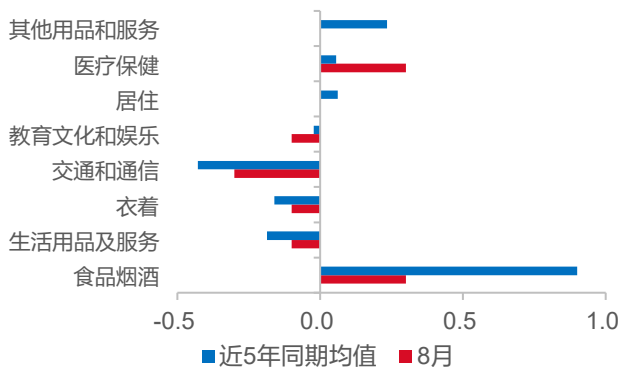
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图3 CPI 鲜果环比季节性，%



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图4 CPI 八大项环比及近5年均值，%



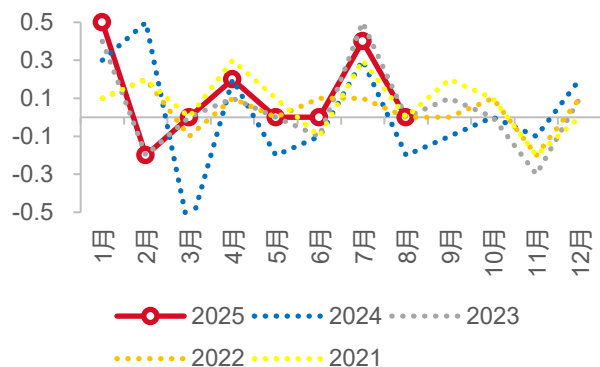
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图5 猪肉平均批发价月均值，元/公斤



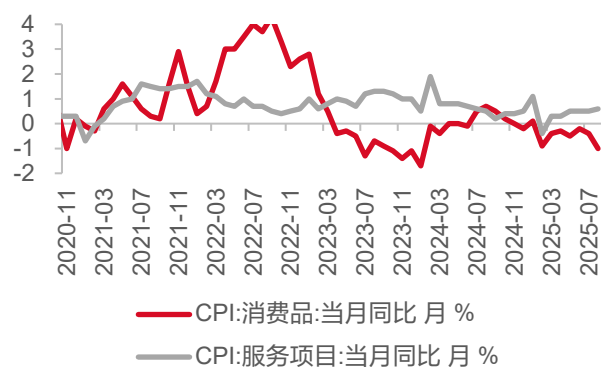
资料来源：农业农村部，东海证券研究所

图6 核心 CPI 环比, %



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图7 消费品及服务 CPI 当月同比, %



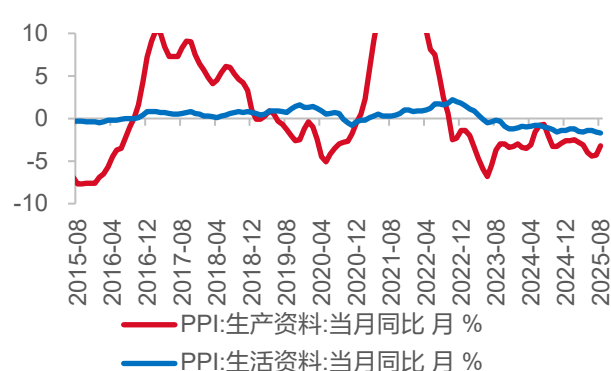
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图8 PPI 当月同比, %



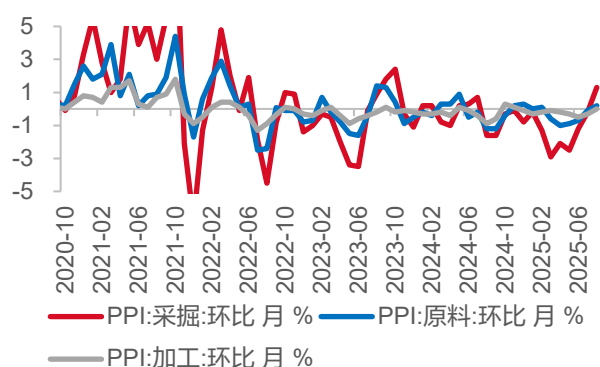
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图9 PPI 生产和生活资料类同比, %



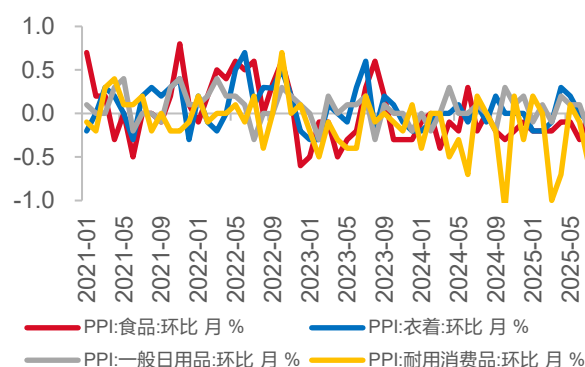
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图10 PPI 生产资料分项环比, %



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图11 PPI 生活资料分项环比, %



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

二、分析师声明：

本报告署名分析师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证券分析师，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告所涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明：

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证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，本公司亦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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明：

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址：Http://www.longone.com.cn
 座机：(8621) 20333275
 手机：18221959689
 传真：(8621) 50585608
 邮编：200125

北京 东海证券研究所

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址：Http://www.longone.com.cn
 座机：(8610) 59707105
 手机：18221959689
 传真：(8610) 59707100
 邮编：100089