

8 月通胀点评

核心 CPI 同比增速小幅上行

8 月 CPI 同比增速低于万得一致预期，PPI 同比增速符合万得一致预期；8 月黄金和能源等国际价格波动对国内部分产品价格仍有明显影响；关注物价的边际变化，一是核心 CPI 同比增速持续小幅上行背后，消费品价格的结构分化，二是“反内卷”政策对部分行业供求结构的影响和部分耐用消费品价格的影响。

- 8 月 CPI 环比持平，同比下降 0.4%，核心 CPI 同比增长 0.9%，服务价格同比增长 0.6%，消费品价格同比下降 1.0%。
- CPI 同比由平转降，主要是上年同期对比基数走高叠加本月食品价格涨幅低于季节性水平所致。从环比看，本月食品价格环比上涨 0.5%，涨幅低于季节性水平约 1.1 个百分点，其中猪肉、鸡蛋、鲜果价格变动均弱于季节性。从同比看，非食品价格上涨 0.5%，涨幅连续第 3 个月扩大，影响 CPI 同比上涨约 0.43 个百分点。
- 8 月 CPI 同比增速仍偏低，但核心 CPI 同比增速持续回暖。8 月 CPI 内部结构分化：食品价格对 CPI 同比下拉影响较 7 月增加约 0.51 个百分点，其中猪肉、鲜菜、鸡蛋、鲜果四项对 CPI 同比增速下拉影响较 7 月增加约 0.47 个百分点；工业消费品中的贵金属消费品、家用器具和文娱耐用消费品，以及服务中的医疗、教育、旅游和交通工具租赁费，对 CPI 同比增速上行起到不同程度的拉动作用。我们认为受基数效应影响，9 月开始 CPI 同比增速或将出现明显的上行趋势，但是从 CPI 分项的 1-8 月累计同比增速看，需要关注 CPI 的三类结构性分化：一是以贵金属消费品为代表的价格上涨，带动 1-8 月其他用品和服务价格累计同比增长 7.1%，二是仍在负增长区间的食品烟酒和交通通信，是目前 CPI 同比增速难以持续回正的主要拖累，三是以生活用品及服务为代表的耐用消费品和以教育文化娱乐和医疗保健为代表的服务消费价格，虽然维持累计同比正增长但是增速偏低。我们认为要解决 CPI 同比增速偏弱的问题要从三方面入手：以猪肉为代表的食品价格加大收储政策调节，以家用器具和汽车为代表的耐用消费品价格通过“反内卷”等政策调节行业供给，以教育文化娱乐和医疗保健为代表的服务价格则需要释放居民需求。
- 8 月 PPI 环比持平，同比下降 2.9%，其中生产资料同比下降 3.2%，生活资料同比下降 1.7%。PPIRM 同比下降 4.0%。
- 8 月 PPI 环比变动的主要特点：一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，二是输入性因素影响国内石油和部分有色金属行业价格环比回落。国内市场竞争秩序持续优化带动相关行业价格同比降幅收窄。煤炭加工、黑色金属冶炼和压延加工业、煤炭开采和洗选业、光伏设备及元器件制造、新能源车整车制造价格同比降幅收窄，对 PPI 同比的下拉影响比上月减少约 0.50 个百分点，是 PPI 同比降幅收窄的主要原因。
- PPI 同比增速回正仍需依靠国内市场秩序持续优化。在基数效应的影响下，8 月 PPI 同比降幅实现收窄，我们认为，PPI 同比已经见底，预计 9 月 PPI 同比降幅仍将较 8 月出现较明显的降幅收窄，但是基数效应的影响将在 10 月开始减弱，届时 PPI 同比增速的波动，或更加依赖“反内卷”政策治理效果和生产端行业供求关系改善。
- 风险提示：全球通胀二次上行的风险；欧美经济回落速度偏快；国际局势复杂化。

相关研究报告

《策略点评报告》20250910

《中银量化大类资产跟踪》20250908

《中银量化多策略行业轮动周报 - 20250904》20250908

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格
宏观经济

证券分析师：张晓娇

xiaojiao.zhang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300514010002

证券分析师：朱启兵

(8610)66229359

Qibing.Zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

CPI

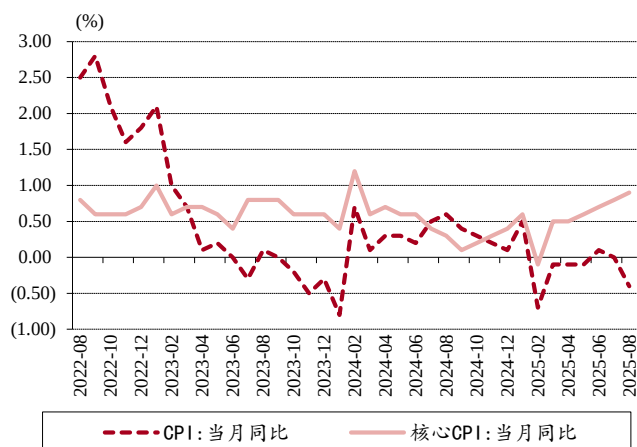
8月CPI同比增速低于万得一致预期，增速较7月下降。8月CPI环比持平，增速较7月下降0.4个百分点。从分项看，8月环比上行的包括食品烟酒（0.3%）和医疗保健（0.3%）环比下降的有交通通信（-0.3%）、衣着（-0.1%）、生活用品及服务（-0.1%）和教育文化娱乐（-0.1%），环比增速持平的是居住和其他用品和服务；8月分项中较7月环比增速上升的有食品烟酒、衣着和医疗保健，环比增速下降较多的有交通通信、教育文化娱乐、生活用品及服务和其他用品和服务。8月CPI同比下降0.4%，较7月增速下降0.4个百分点，核心CPI同比增长0.9%，较7月上升0.1个百分点，服务价格同比增长0.6%，较7月上升0.1个百分点，消费品价格同比下降1.0%，较7月下降0.6个百分点。从分项看，8月同比增速增长的是其他用品和服务（8.6%）、衣着（1.8%）、生活用品及服务（1.8%）、教育文化娱乐（1.0%）、医疗保健（0.9%）和居住（0.1%），同比负增长的是食品烟酒（-2.5%）和交通通信（-2.4%），同比增速较7月下降的仅有食品烟酒。

CPI同比由平转降，主要是上年同期对比基数走高叠加本月食品价格涨幅低于季节性水平所致。从环比看，本月食品价格环比上涨0.5%，涨幅低于季节性水平约1.1个百分点，其中猪肉、鸡蛋、鲜果价格变动均弱于季节性；从同比看，食品价格同比下降4.3%，降幅比上月扩大2.7个百分点，对CPI同比的下拉影响比上月增加约0.51个百分点，高于CPI同比降幅，其中，猪肉、鲜菜、鸡蛋和鲜果四项对CPI同比的下拉影响比上月增加约0.47个百分点。

核心CPI同比增速连续四个月上行。从同比看，非食品价格上涨0.5%，涨幅连续第3个月扩大，影响CPI同比上涨约0.43个百分点。扣除能源的工业消费品价格同比上涨1.5%，涨幅比上月扩大0.3个百分点，其中金饰品和铂金饰品价格同比分别上涨36.7%和29.8%，合计影响CPI同比上涨约0.22个百分点，家用器具和文娱耐用消费品价格合计影响CPI同比上涨约0.09个百分点。服务价格同比上涨0.6%，涨幅比上月扩大0.1个百分点，影响CPI同比上涨约0.23个百分点，其中医疗服务、教育服务、交通工具租赁费和旅游价格同比涨幅均有扩大。

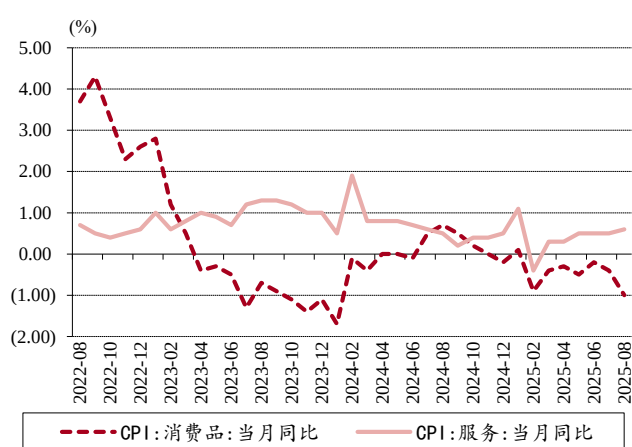
8月CPI同比增速仍偏低，但核心CPI同比增速持续回暖。8月CPI内部结构分化：食品价格对CPI同比下拉影响较7月增加约0.51个百分点，其中猪肉、鲜菜、鸡蛋、鲜果四项对CPI同比增速下拉影响较7月增加约0.47个百分点；工业消费品中的贵金属消费品、家用器具和文娱耐用消费品，以及服务中的医疗、教育、旅游和交通工具租赁费，对CPI同比增速上行起到不同程度的拉动作用。我们认为受基数效应影响，9月开始CPI同比增速或将出现明显的上行趋势，但是从CPI分项的1-8月累计同比增速看，需要关注CPI的三类结构性分化：一是以贵金属消费品为代表的价格上涨，带动1-8月其他用品和服务价格累计同比增长7.1%，二是仍在负增长区间的食品烟酒和交通通信，是目前CPI同比增速难以持续回正的主要拖累，三是以生活用品及服务为代表的耐用消费品和以教育文化娱乐和医疗保健为代表的服务消费价格，虽然维持累计同比正增长但是增速偏低。我们认为要解决CPI同比增速偏弱的问题要从三方面入手：以猪肉为代表的食品价格加大收储政策调节，以家用器具和汽车为代表的耐用消费品价格通过“反内卷”等政策调节行业供给，以教育文化娱乐和医疗保健为代表的服务价格则需要释放居民需求。

图表 1. CPI 和核心 CPI 同比走势



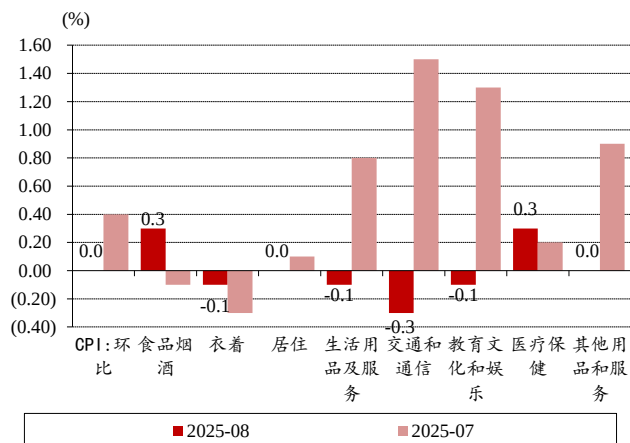
资料来源：万得，中银证券

图表 2. 消费品和服务 CPI 当月同比



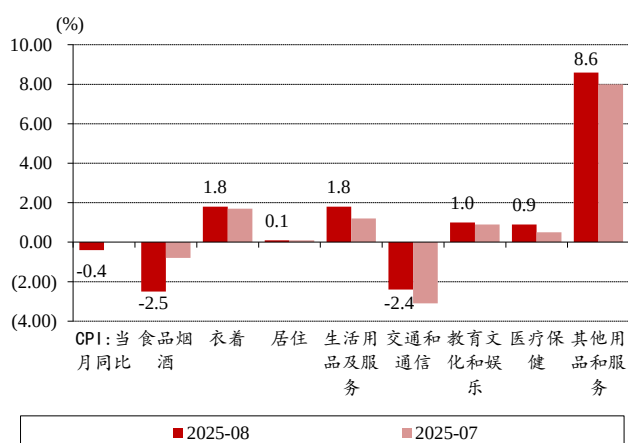
资料来源：万得，中银证券

图表 3. CPI 环比走势



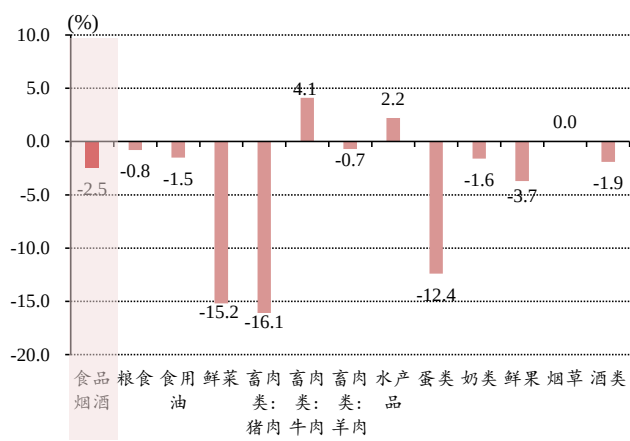
资料来源：万得，中银证券

图表 4. CPI 同比走势



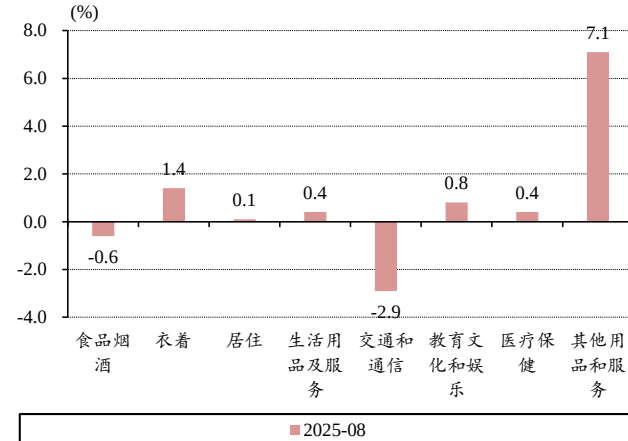
资料来源：万得，中银证券

图表 5. 8 月食品烟酒分项下中类同比增速



资料来源：万得，中银证券

图表 6. 2025 年 1-8 月 CPI 各分项累计同比增速



资料来源：万得，中银证券

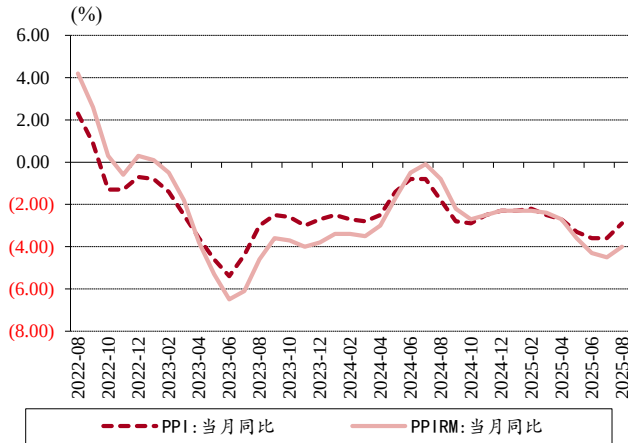
PPI

PPI 环比结束连续 8 个月下行态势。8 月 PPI 环比持平，其中生产资料环比上升 0.1%，生活资料环比下降 0.1%。8 月 PPI 同比下降 2.9%，较 7 月增速上升 0.7 个百分点，其中生产资料同比下降 3.2%，较 7 月上升 1.1 个百分点，生活资料同比下降 1.7%，较 7 月下降 0.1 个百分点。PPIRM 同比下降 4.0%，较 7 月上升 0.5 个百分点，从构成来看，8 月同比增速仍以下降为主，同比增速下降较多的是燃料动力（-9.7%），化工原料（-6.2%），黑色金属（-5.6%），农副产品（-5.6%）和建筑材料（-4.7%），同比增速上升的是有色金属（4.7%）；同比增速较 7 月下降的品类仅有农副产品和建筑材料，增速较 7 月上升较多的有黑色金属、有色金属和燃料动力。

PPI 同比降幅比上月收窄 0.7 个百分点，为今年 3 月份以来首次同比降幅收窄。8 月生产资料价格中，采掘业环比增长 1.3%，原材料业环比增长 0.2%，加工业环比持平。本月 PPI 环比变动的主要特点：一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，如煤炭加工业、煤炭开采和洗选业、黑色金属冶炼和压延加工业、玻璃制造业和电力热力生产和供应业；二是输入性因素影响国内石油和部分有色金属行业价格环比回落。PPI 同比降幅收窄，除受上年同期对比基数走低影响外，我国加紧实施更加积极有为的宏观政策，一些行业价格呈现积极变化。一是国内市场竞争秩序持续优化带动相关行业价格同比降幅收窄。煤炭加工、黑色金属冶炼和压延加工业、煤炭开采和洗选业、光伏设备及元器件制造、新能源车整车制造价格同比降幅收窄，对 PPI 同比的下拉影响比上月减少约 0.50 个百分点，是 PPI 同比降幅收窄的主要原因。二是发展新动能稳步成长带动相关行业价格同比回升，如集成电路封装测试系列、船舶及相关装置制造、通信系统设备制造、固体废弃物处理设备等等。三是升级类消费需求增加拉动部分行业价格同比上涨，如工艺美术及礼仪用品制造、运动用球类制造、中乐器制造等等。

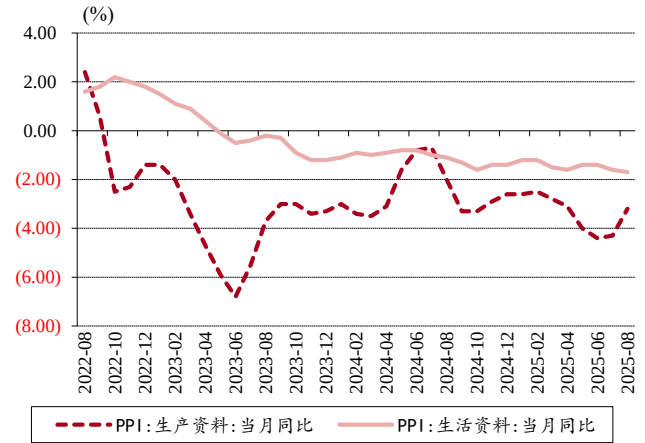
PPI 同比增速回正仍需依靠国内市场秩序持续优化。在基数效应的影响下，8 月 PPI 同比降幅实现收窄，我们认为，PPI 同比已经见底，预计 9 月 PPI 同比降幅仍将较 8 月出现较明显的降幅收窄，但是基数效应的影响将在 10 月开始减弱，届时 PPI 同比增速的波动，或更加依赖“反内卷”政策治理效果和生产端行业供求关系改善。

图表 7. PPI 和 PPIRM 当月同比增长



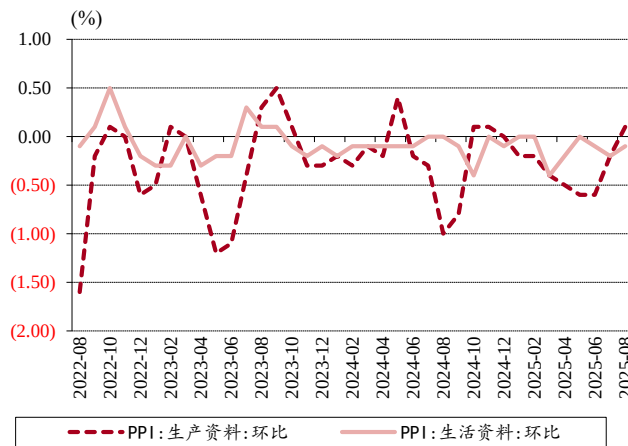
资料来源：万得，中银证券

图表 8. PPI 生产资料和生活资料当月同比走势



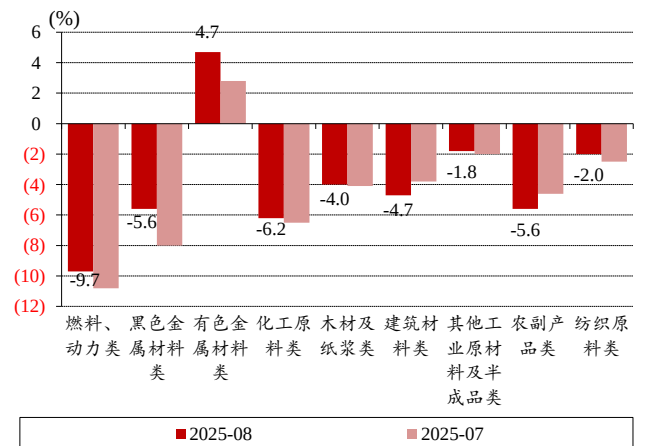
资料来源：万得，中银证券

图表 9. PPI 生产资料和生活资料环比走势



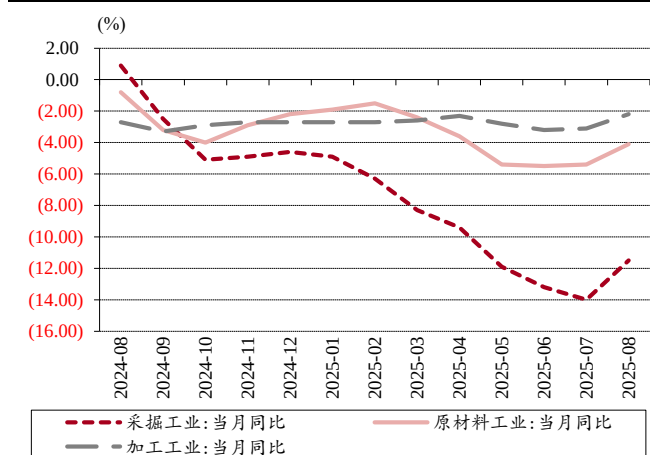
资料来源：万得，中银证券

图表 10. PPIRM 构成当月同比



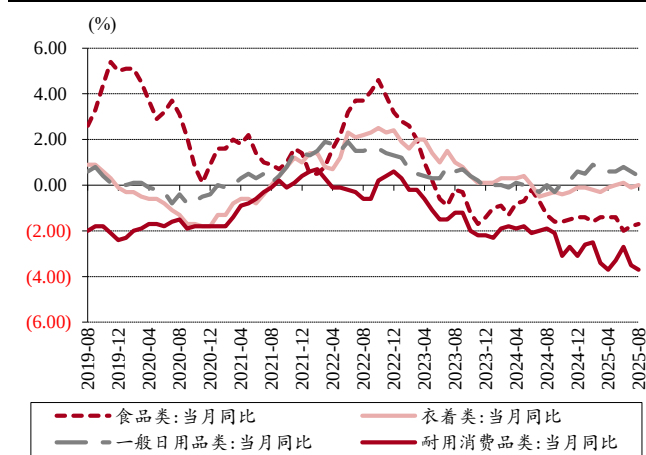
资料来源：万得，中银证券

图表 11. 生产资料价格同比走势



资料来源: 万得, 中银证券

图表 12. 生活资料价格同比走势



资料来源: 万得, 中银证券

风险提示: 全球通胀二次上行的风险; 欧美经济回落速度偏快; 国际局势复杂化。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；
增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不得以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371