

8 月通胀：冷暖的微妙信号

2025 年 09 月 10 日



分析师：陶川

执业证号：S0100524060005

邮箱：taochuan@glms.com.cn

分析师：钟渝梅

执业证号：S0100525070001

邮箱：zhongyumei@glms.com.cn

研究助理：武朔

执业证号：S0100125070003

邮箱：wushuo@glms.com.cn

➤ **事件：**9 月 10 日，国家统计局公布 8 月通胀数据。8 月，中国 PPI 同比增速为-2.9%，较上月上升 0.7 个百分点；CPI 同比增速为-0.4%，较上月下降 0.4 个百分点。

➤ **8 月通胀形势可谓“冷暖不均”，这不仅体现在 CPI 与 PPI 之间的分化，更是渗透至 CPI 和 PPI 各自的内部结构之中。**与 CPI 同比的下行不同，核心 CPI 延续稳中有升态势，彰显一定韧性；而 PPI 则在上游行业的引领下初步企稳，反映出“反内卷”背景下，前期上游企业限产举措正在奏效。

不过，在不考虑低基数与季节性的情况下，PPI 的回升根基尚不牢固。正如昨日宁德时代召开锂矿复产会议中的内容，供给约束带来的价格支撑仍存变数。PPI 的持续回升甚至转正，不仅需要“反内卷”政策的一以贯之，更离不开需求端刺激的适时呼应。

➤ **自 3 月以来，PPI 同比降幅首现收窄。**8 月 PPI 同比增速从 7 月的-3.6%大幅收窄至-2.9%，这是自今年 3 月以来 PPI 同比首次显现出重要拐点。除了供给侧政策加持之外，低基数也是推动同比改善的关键。去年同期 PPI 持续下行形成的“基数洼地”，为今年 8 月 PPI 的同比读数提供天然支撑。随着去年 9 月基数进一步大幅降低，预计届时将继续为 PPI 同比改善提供动力、推动 PPI 同比进一步上行。

➤ **8 月 PPI 环比也成功止跌，上游物价的企稳正是关键。**时隔九月，PPI 环比增速终于离开负增长区间。这份成绩单的背后，离不开“反内卷”政策的强力加持——由于本轮“反内卷”涉及到的上游企业，限产措施落实迅速，成功推动上游行业 PPI 环比增速由负转正，从 7 月的-0.1%跃升至 0.1%，上游行业成为 PPI 环比回升的核心拉动力量。深度聚焦于“反内卷”行业来看，8 月“内卷”行业物价对 PPI 的拖累明显减少，再证“反内卷”成效明显、对 8 月 PPI 的改善功不可没。

➤ **除此之外，中游价格的边际改善也是不可忽视的一环。**相较于上游物价的明显回暖，8 月中、下游 PPI 环比增速处于负增长区间，表现相对偏弱。但值得关注的是，中游价格已开始呈现边际改善，显示上游“涨价”效应正逐步向其传导。

反观下游，其 PPI 环比明显弱化，一方面反映终端需求复苏仍不稳固；另一方面也显示价格从中游向下游的传导尚不顺畅，下游企业面临一定的盈利挤压压力。

➤ **与 PPI 的修复不同，CPI 的走弱形成鲜明反差。**不同于 PPI 同比的回升，8 月 CPI 同比下降至-0.4%（前值 0%），很大程度上受到食品通胀的拖累。反内卷引导生猪养殖行业“控产能、降体重、限二育”，8 月猪肉批发价环比走弱。同时，去年同期高温多雨天气频发导致基数上升，蔬菜、水果等价格同比降幅扩大。

➤ **而在 CPI 内部，CPI 和核心 CPI 走势也呈现明显背离。**除去食品端的影响后，核心 CPI 同比回升 0.9%，连续 4 个月上涨，主要是“以旧换新”补贴和国际金价上涨的影响。8 月扩内需促消费政策持续显效，其中家用器具、文娱耐用消费品价格同比涨幅分别扩大至 4.6%和 2.4%，燃油小汽车同比降幅也明显收

相关研究

1.2025 年 8 月贸易点评：8 月进出口：减速后动能几何？-2025/09/08

2.海外市场点评：8 月非农的弦外之音-2025/09/05

3.海外市场点评：没有货币，财政又变成问题？-2025/09/05

4.政策动态观察：阅兵后的市场悬念-2025/09/03

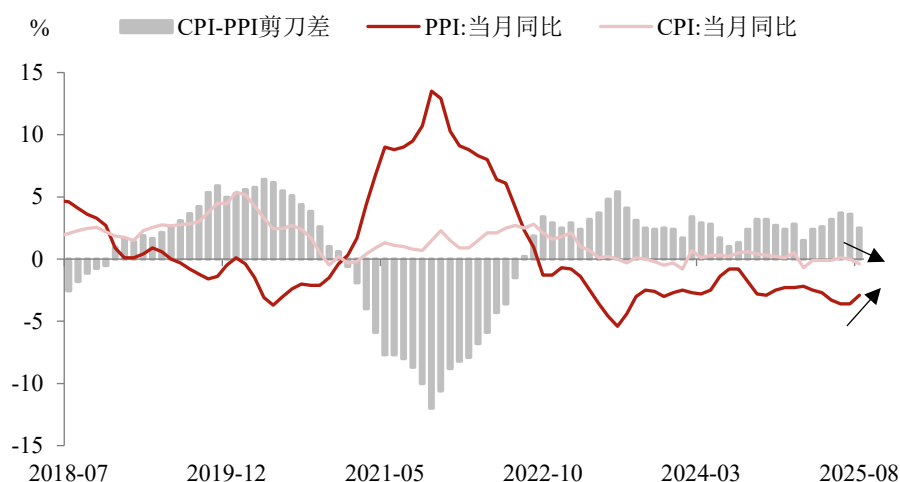
5.“十五五”规划系列报告（六）：开学季映射的“十五五”线索-2025/08/31

缩。此外，国际金价上涨也带动金饰品和铂金饰品价格同比大幅回升。

我们预计，随着年内剩余国补资金的陆续到位，以及《提振消费专项行动方案》的进一步落实，核心 CPI 同比仍将保持相对韧性。

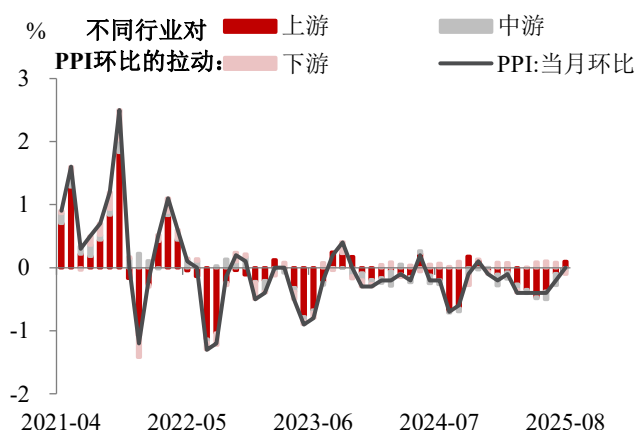
➤ **风险提示：**未来政策不及预期；国内经济形势变化超预期；出口变动超预期。

图1：8月CPI与PPI同比一上一下、“冷热不均”



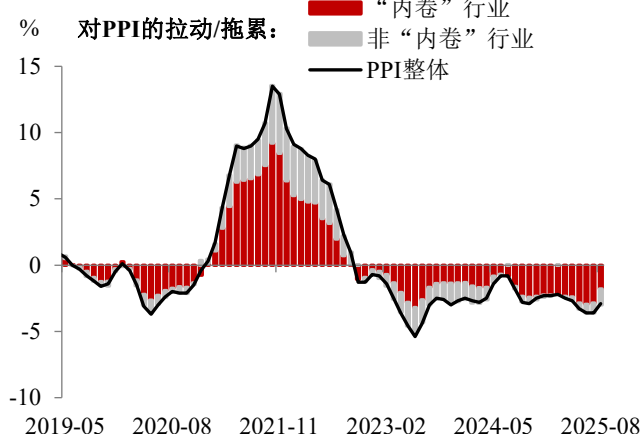
资料来源：iFind，民生证券研究院

图2：8月上游行业PPI环比增速成功扭正



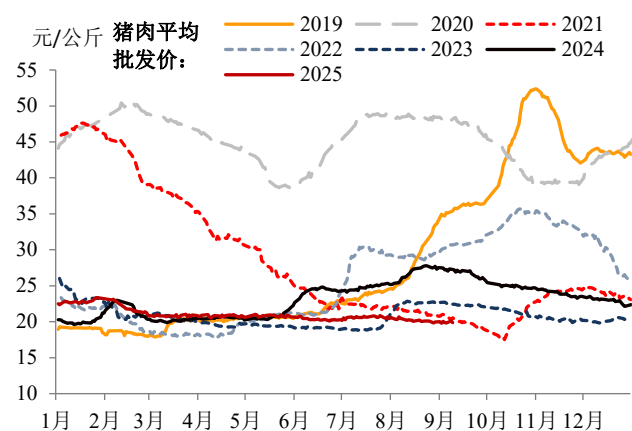
资料来源：iFind，民生证券研究院

图3：“反内卷”对PPI回升改善卓有成效



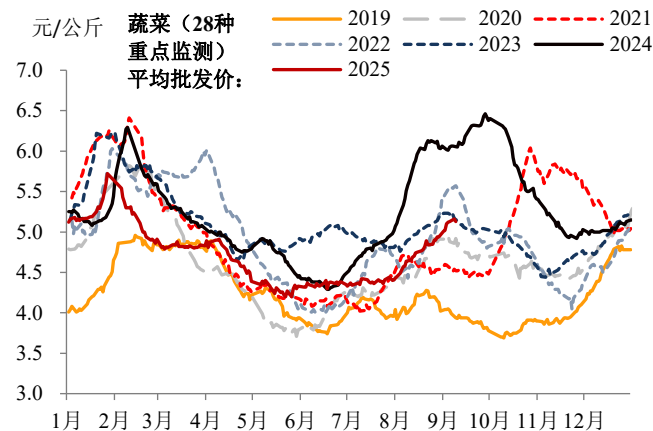
资料来源：iFind，民生证券研究院

图4：猪肉价格弱于去年同期延续低迷走势



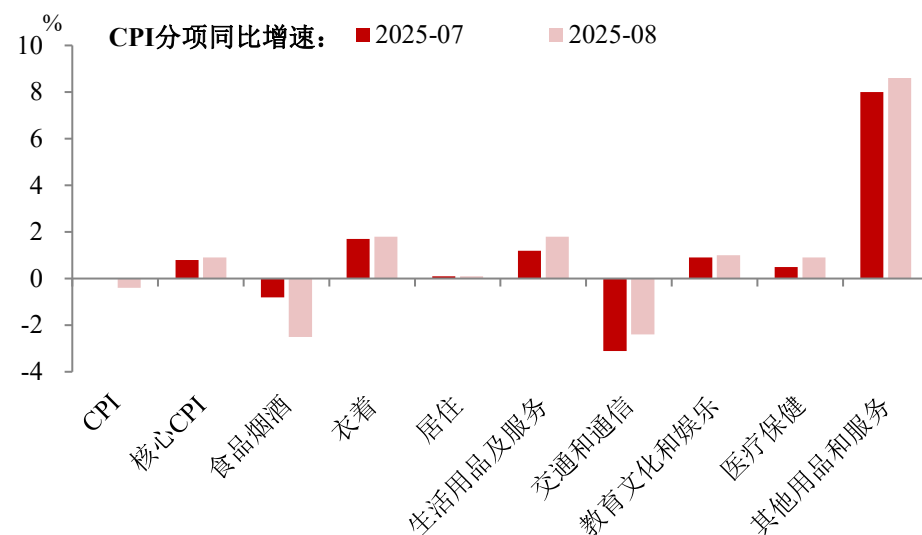
资料来源：Wind，民生证券研究院

图5：蔬菜价格弱于去年同期



资料来源：Wind，民生证券研究院

图6：核心CPI同比增速保持相对韧性



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师承诺

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048