

如何看待本月 PPI 同比继续走弱？

——7 月物价数据点评 20250809

报告日期：2025-08-09

首席分析师：颜子琦

执业证书号：S0010522030002

电话：13127532070

邮箱：yanzq@hazq.com

分析师：洪子彦

执业证书号：S0010525060002

电话：15851599909

邮箱：hongziyan@hazq.com

主要观点：

● 数据观察：7 月通胀数据有何特点？

7 月 CPI 同比 0%，较上月下降 0.1pct，从正值区间落回临界值。CPI 环比季节性上升，环比上行 0.4%，环比涨幅较上月扩大 0.5pct。PPI 同比-3.6%，较 6 月持平。环比下降 0.2%，降幅收窄 0.2pct，结束 4 个月以来 PPI 环比低位停滞的趋势。

CPI 同比回落，食品项拖累较多，核心 CPI 延续上涨趋势，受金价拉动显著。CPI 交通用燃料拖累继续减轻，加拿大野火减少原油生产、俄乌紧张局势等影响国际油价在 6 月下旬走高，7 月国内成品油价滞后反映 6 月涨幅。食品 CPI 同比降至-1.6%，降幅较大拖累 CPI。而去除食品和能源的扰动后，核心通胀同比仍延续上涨，金价的拉动作用显著，金饰品和铂金饰品价格同比分别上涨 37.1%和 27.3%，合计影响 CPI 同比上涨约 0.22 个百分点。若去除金价的影响，核心 CPI 或较上月还有所下降。

服务 CPI 同比持平上月，消费品 CPI 同比跌幅扩大，总需求或在走弱。居住和服务 CPI 均持平上月，而食品和消费品 CPI 同比双收缩，或暗示总需求有缩减迹象。消费品中，家用电器同比从 1%升至 2.8%，受补贴作用支撑较多。服务业中旅游上升显著，或是暑期高温催生避暑刚需所致，若后续高温缓解，服务业 CPI 或有回落可能。故消费和服务的真实情况或比数据总量的表现更弱。结构上看，从基础保障领域释放的增量需求向服务消费领域的转移有限，或暗含收入-通缩螺旋风险。

PPI 环比降幅开始收窄，打破连续 4 个月低位僵局，主要由上游调控所致。在反内卷调控上游价格的背景下，生产资料出现价格的全面修复，采掘工业环比降幅收窄 1pct，原材料工业环比降幅收窄 0.6pct，加工工业环比降幅收窄 0.2pct。上游原材料和中游加工工业的修复幅度呈现一定差距，或反应价格传导从中游开始出现一定程度的断裂。受制于终端需求不足无法传导成本，中游或陷入“两头挤压”。

PPI 下游深度承压，政策干预与市场自发调节出现显著分化。下游生活资料环比降幅继续扩大，耐用消费品环比降幅扩大 0.5pct，衣着类、一般日用品类环比均转为下降，环比较上月变动分别为-0.1pct，-0.3pct。从生产端到需求端的价格传导仍不通畅，需求疲弱仍制约价格端的整体修复。

● 深度视角：7 月物价数据有何启示？

居民收入端来看，房租水平同比降幅自 3 月收窄至-0.1%后，连续 5 月维持该水平不变。由于房租价格与居民收入相关，房租企稳趋势走平或预示收入改善

趋势陷入停滞，而收入修复正是驱动总需求复苏与物价水平回正的核心动能。另外，值得关注的是居住项中水电燃料已连续 3 月持续上涨，刚需民生类价格上涨或使收入效应进一步承压。

企业活动迹象看，猪肉价格 7 月同比跌至-9.5%，环比季节性回升，但涨幅弱于历年同期平均水平。本月猪肉供应充足、叠加进口猪肉扰动，猪肉价格下跌一方面主要由供给过剩导致，但同样也反映 7 月猪肉需求在收缩，工厂用工需求或存在结构性下降。关税导致经营不确定性加剧、叠加上游原材料涨价加剧行业资源分配的不均衡，小企业 PMI 连续 2 月大幅下跌，印证 6 月猪肉需求的收缩。

高频数据来看，PPI 后续修复的持续性或还要看反内卷政策对大宗商品价格的影响持续时间。南华工业品价格冲高后开始回落，最新数据低于 7 月的平均值水平。基建项目预期引导、“两重”资金下达导致投机补库，螺纹钢价格开始从底部回升。玻璃价格亦出现回升，但地产尚无显著改善迹象。但国际油价高位回落后震荡，下阶段对 PPI 的支撑有限。

● 未来展望：透过 7 月通胀数据，我们看到怎样的趋势？

当前核心 CPI 虽持续增长，但支撑仍不牢固。上行分项为国际投资支撑的金饰品、政策支撑的家电、气候红利支撑的旅游、刚性需求支撑的医疗等，后续核心 CPI 的增长支撑仍有不确定性。企业活动迹象来看，小企业景气度持续下滑、就业下降，收入端贡献的消费需求仍不乐观。本月 CPI 呈现总需求缩减，结构性分化明显的问题，本月补贴资金重新到位激活家电领域需求后，仍要观察其在下阶段向其他行业的传导效果。7 月国际油价实际走弱，对下月国内油价或也难提供新支撑。

PPI 走势主要由供给侧价格调控主导。虽需求侧仍未有显著的拉升动能，但下月若行业限价情况持续，PPI 或难出现大幅回落。供给侧看，反内卷政策持续推进，价格短期冲高后已开始出现边际的小幅回落，后续价格波动的不确定性仍大。当前政策引导企业从“以价换量”模式向“产能出清”转换，这一转变或需要大批企业从市场退出、实现供需格局逆转后，价格才能最终打破上限。在这个过程中，或会引发行业格局的震荡、总需求的承压。外需而言，7 月出口数据超预期受价格影响较大，而“抢出口”再现或透支后续的需求，8 月出口或难有增量改善。内需而言，7 月下发的补贴资金传导未至其他行业，内生动能仍待复苏。综合供需两方面的情况，后续还需重点关注反内卷政策对大宗商品价格的边际影响、以及警惕产能出清过程中引发企业债务危机的可能。此外，7 月国际油价环比转跌，或也将带来对 PPI 后续支撑不足的挑战。

债市来看，不及预期的 PPI 也或引发大宗商品等其他市场对于后续出台增量反内卷政策或已有政策实施力度再加码的猜想。在市场的乐观交易氛围下，PPI 数据可能并不会使市场情绪降温，而是进一步助推市场对于政策预期的炒作。故我们建议，债市仍要继续关注来自商品市场和权益市场的传导压力。

● 风险提示

外部环境不确定性风险、政策效果不及预期及政策转向风险，警惕陷入价格水平上涨与工资增长脱节导致的“低工资-高物价”循环的风险。

正文目录

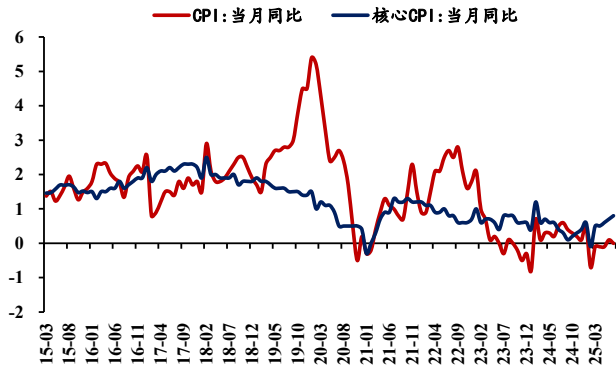
1	重要图表.....	5
2	风险提示.....	7

图表目录

图表 1: CPI 与核心 CPI 同比 (%)	5
图表 2: CPI 分类同比 (%)	5
图表 3: CPI 环比走势及历年同期情况 (%)	5
图表 4: 核心 CPI 环比走势及历年同期情况 (%)	5
图表 5: 服务 CPI 环比季节性走势 (%)	5
图表 6: 家用器具 CPI 环比季节性走势 (%)	5
图表 7: 分行业 CPI 环比统计图 (%)	6
图表 8: PPI 环比增速: 生活资料继续走弱, 生产资料降幅收窄 (%)	6
图表 9: PPI 环比分行业: 采掘、原材料等上游行业边际改善 (%)	6
图表 10: 高频数据南华工业品指数: 工业品价格边际冲高后小幅回落 (点)	7
图表 11: 高频数据螺纹钢价格及供给情况: 价格在限价调控下边际抬升, 开工率仍持续上行 (% , 元/吨)	7
图表 12: 高频数据玻璃价格: 价格回升 (元/吨)	7
图表 13: 高频数据全球原油价格: 7 月国际油价呈震荡走势 (美元/桶, 美元/桶)	7

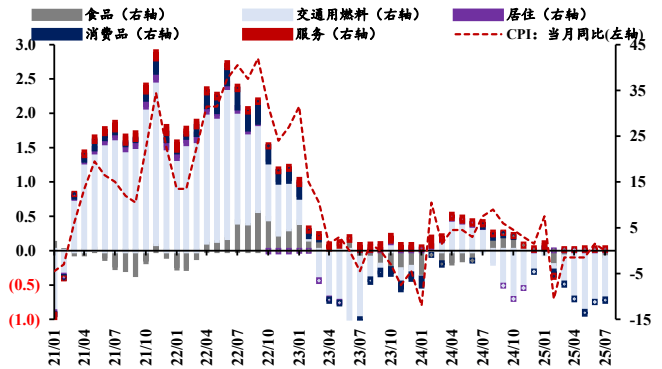
1 重要图表

图表 1: CPI 与核心 CPI 同比 (%)



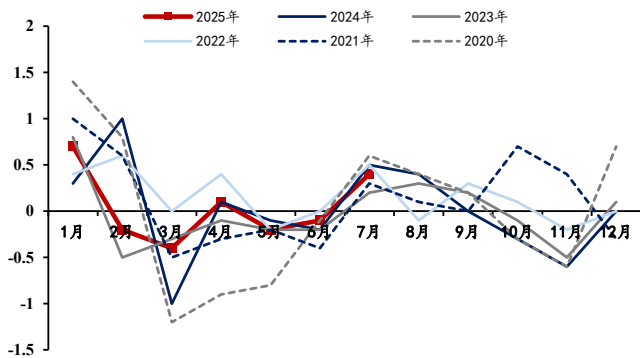
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 2: CPI 分类同比 (%)



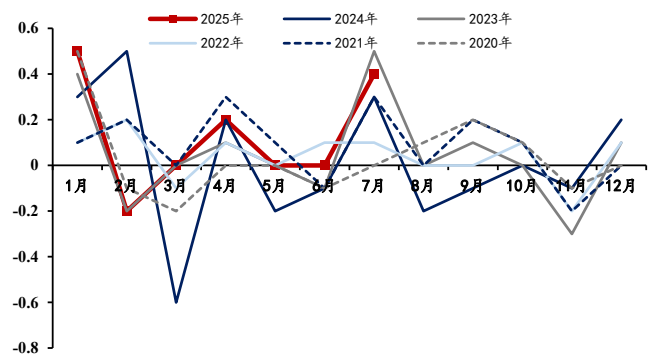
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 3: CPI 环比走势及历年同期情况 (%)



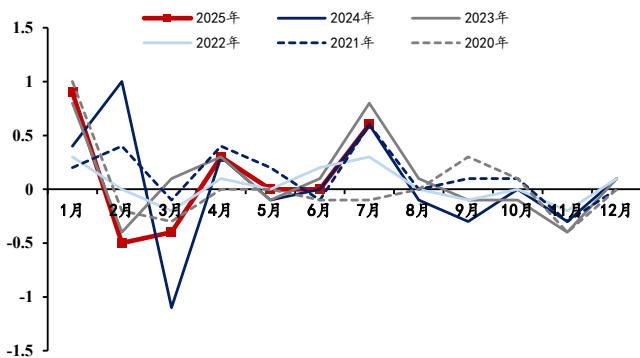
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 4: 核心 CPI 环比走势及历年同期情况 (%)



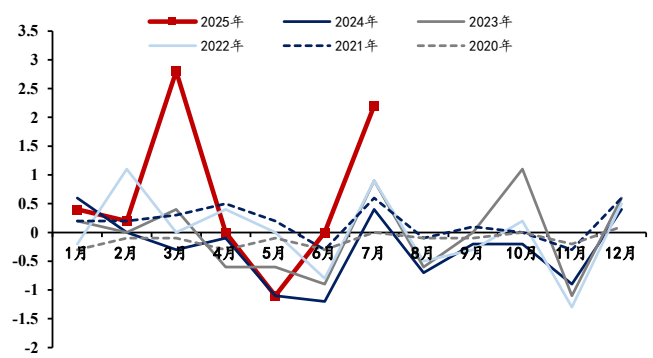
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 5: 服务 CPI 环比季节性走势 (%)



资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 6: 家用器具 CPI 环比季节性走势 (%)



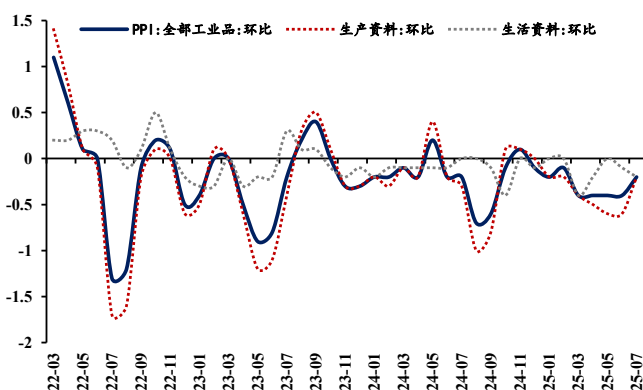
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图7：分行业CPI环比统计图（%）

指标名称	本月环比	本月环比 VS 近5年同期环比运行区间				本月环比涨跌幅	近5年同期平均涨跌幅	近5年同期季节性趋势				
		本月环比	同期最大值	同期均值	同期最小值			6月环比均值	7月环比均值	8月环比均值	6、7、8月季节性趋势	
食品烟酒	↓ -0.1	-0.1	2.0	0.3	-0.6	↓ 0.20	↑ 1.33	-0.6	0.8	0.9	↑	
粮食	→ 0.0	0.0	0.1	-0.1	-0.3	↑ 0.00	↓ -0.06	0.0	-0.1	0.0	↓	
食用油	↓ -0.1	-0.1	1.8	0.3	-0.6	↑ 0.10	↓ 0.08	0.2	0.3	0.3	↑	
鲜菜	↑ 1.3	1.3	10.3	5.1	-1.9	↑ 0.60	↑ 7.79	-2.7	5.1	7.1	↑	
畜肉类	↑ 0.4	0.4	11.8	3.5	-1.7	↑ 1.00	↑ 3.75	-0.2	3.5	1.9	↑	
猪肉类:猪肉	↑ 0.9	0.9	25.6	7.2	-1.9	↑ 2.10	↑ 6.60	0.6	7.2	3.8	↑	
猪肉类:牛肉	→ 0.0	0.0	0.4	-0.4	-0.4	↓ -0.20	↑ 0.70	-1.1	-0.4	0.3	↓	
猪肉类:羊肉	↓ -0.1	-0.1	1.1	-0.4	-0.6	↓ -0.20	↑ 0.60	-1.0	-0.4	0.0	↓	
水产品	↑ 0.4	0.4	0.5	0.3	0.0	↓ -0.30	↑ 0.89	-0.6	0.3	-0.5	↓	
蛋类	↓ -0.3	-0.3	3.7	1.4	-0.8	↑ 2.60	↑ 3.28	-1.9	1.4	5.9	↑	
奶类	↓ -0.3	-0.3	0.2	0.1	-0.1	↓ -0.50	↑ 0.02	0.1	0.1	0.0	↓	
鲜果	↓ -3.4	-3.4	-0.3	-1.1	-1.1	↓ -0.10	↑ 1.27	-4.4	-3.1	-0.5	↓	
卷烟	→ 0.0	0.0	0.2	0.1	0.1	↑ 0.10	↑ 0.04	0.1	0.1	0.1	↑	
酒类	→ 0.0	0.0	0.3	0.2	0.1	↑ 0.30	↓ 0.24	0.0	0.2	-0.1	↓	
衣着	↓ -0.3	-0.3	-0.3	-0.4	-0.5	↑ -0.20	↓ -0.21	-0.2	-0.4	-0.2	↓	
服装	↓ -0.3	-0.3	-0.3	-0.4	-0.5	↑ -0.20	↓ -0.20	-0.2	-0.4	-0.2	↓	
鞋类	↓ -0.4	-0.4	-0.3	-0.4	-0.5	↓ -0.30	↑ -0.14	-0.3	-0.4	-0.2	↓	
居住	↑ 0.1	0.1	0.2	0.1	0.0	↑ 0.10	↓ 0.02	0.0	0.1	0.1	↑	
租房房租	↑ 0.1	0.1	0.2	0.1	0.0	↑ 0.00	↑ 0.02	0.1	0.1	0.1	↑	
水电燃料	↑ 0.1	0.1	0.2	0.0	-0.1	↑ 0.00	↑ 0.16	-0.2	0.0	0.1	↑	
生活用品及服务	↑ 0.8	0.8	0.6	0.3	0.0	↑ 0.60	↑ 0.63	-0.3	0.3	-0.2	↓	
家用器具	↑ 2.2	2.2	0.9	0.6	0.0	↑ 2.20	↑ 1.26	-0.7	0.6	-0.4	↓	
家庭服务	↑ 0.1	0.1	0.2	0.1	0.1	↑ 0.10	↓ 0.02	0.1	0.1	0.1	↑	
交通和通信	↑ 1.5	1.5	1.5	0.6	-0.7	↑ 1.50	↓ 0.45	0.2	0.6	-0.4	↓	
交通工具	→ 0.0	0.0	0.1	-0.3	-0.6	↑ 0.40	↓ 0.18	-0.5	-0.3	-0.2	↓	
交通工具用燃料	↑ 3.5	3.5	3.4	1.2	-3.3	↑ 3.20	↓ 0.08	1.1	1.2	-0.7	↓	
交通工具使用和维修	→ 0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	↑ 0.00	↑ 0.04	0.0	0.0	0.0	↑	
通信工具	↑ 0.3	0.3	1.7	0.4	-0.1	↑ 0.50	↑ 0.62	-0.2	0.4	-0.5	↓	
通信服务	→ 0.0	0.0	0.0	0.0	-0.2	↑ 0.00	↑ 0.00	0.0	0.0	0.0	↑	
邮政服务	→ 0.0	0.0	0.0	0.0	-0.1	↑ 0.00	↑ 0.00	0.0	0.0	-0.1	↓	
教育文化和娱乐	↑ 1.3	1.3	1.3	0.8	-1.2	↑ 1.40	↓ 0.92	-0.2	0.8	0.0	↓	
教育服务	→ 0.0	0.0	0.2	0.1	0.0	↑ 0.00	↑ 0.02	0.0	0.1	0.1	↑	
旅游	↑ 9.1	9.1	10.1	5.3	-1.5	↑ 9.90	↓ 6.50	-0.7	5.8	-0.1	↓	
医疗保健	↑ 0.2	0.2	0.1	0.0	0.0	↑ 0.10	↓ 0.00	0.0	0.0	0.1	↑	
中药	↓ -0.5	-0.5	1.1	0.3	0.0	↓ -0.40	↑ 0.00	0.3	0.3	0.2	↓	
西药	→ 0.0	0.0	0.1	0.0	-0.2	↑ 0.10	↓ -0.02	0.0	0.0	0.0	↑	
医疗服务	↑ 0.3	0.3	0.1	0.0	0.0	↑ 0.00	↑ 0.00	0.0	0.0	0.1	↑	
其他用品和服务	↑ 0.9	0.9	0.9	0.4	-0.7	↓ 0.40	↑ 0.47	0.0	0.4	0.2	↓	

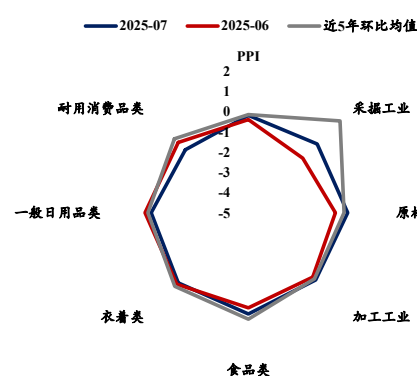
资料来源：Wind，华安证券研究所

图8：PPI环比增速：生活资料继续走弱，生产资料降幅收窄（%）



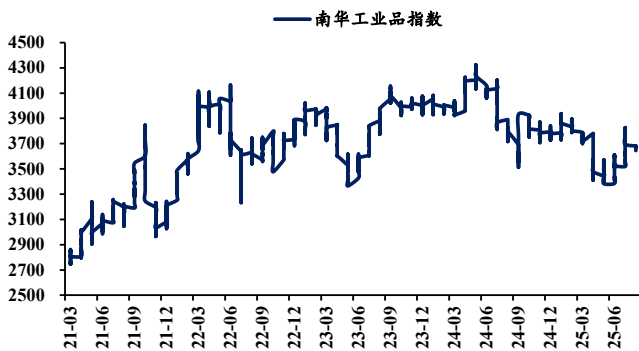
资料来源：Wind，华安证券研究所

图9：PPI环比分行业：采掘、原材料等上游行业边际改善（%）



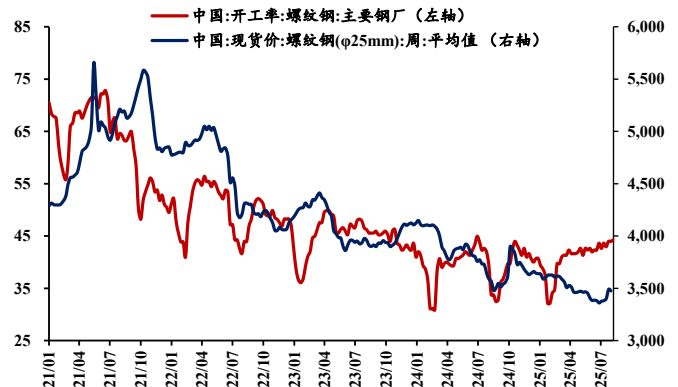
资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 10：高频数据南华工业品指数：工业品价格边际冲高后小幅回落（点）



资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 11：高频数据螺纹钢价格及供给情况：价格在限价调控下边际抬升，开工率仍持续上行（%，元/吨）



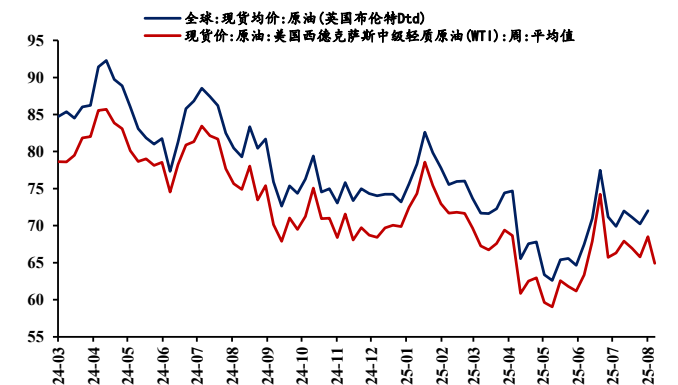
资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 12：高频数据玻璃价格：价格回升（元/吨）



资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 13：高频数据全球原油价格：7 月国际油价呈震荡走势（美元/桶，美元/桶）



资料来源：Wind，华安证券研究所

2 风险提示

外部环境不确定性风险、政策效果不及预期及政策转向风险，警惕陷入价格水平上涨与工资增长脱节导致的“低工资-高物价”循环的风险。

分析师与研究助理简介

分析师：颜子琦，华安证券研究所所长助理，固收首席分析师，8 年卖方固收、权益研究经验，曾供职于民生证券、华西证券，2024 年 Wind 金牌分析师第二名，2023 年 Choice 固收行业最佳分析师。

分析师：洪子彦，华安固收分析师，南加州大学金融工程硕士，覆盖宏观利率、机构行为、国债期货研究。

重要声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。