

核心 CPI 持续回升，“反内卷”提振再通胀预期

——2025 年 6 月通胀数据点评

固收点评

6 月份，CPI 同比回升 0.1%，增速由跌转涨，较上月提升 0.2 个百分点，略好于市场预期。CPI 延续修复，特别是核心 CPI 增速持续回升，显示内需仍在稳步修复中。

6 月份，PPI 同比回落 3.6%，降幅超市场预期的 3.2%，较上月回落 0.3 个百分点。PPI 增速自 2025 年 2 月份以来持续回落，相对低迷。在此背景下，7 月 1 日召开的中央财经委员会第六次会议释放了加速“反内卷”的信号。“反内卷”或将作为推动再通胀的重要手段，成为未来一段时间经济工作的重点。

钟 山（分析师）

zhongshan01@cctgsc.com.cn

登记编号：S0280525060002

相关报告

《核心通胀保持平稳，贸易出口继续扩张》2025-06-10

《应对新一轮关税冲击，逆周期政策组合拳正当时》2025-04-11

● 风险提示：对等关税演化存在较大不确定性；国内宏观经济政策面临不确定性；经济主体预期变化。

目 录

1、 核心 CPI 同比持续回升，内需修复仍在持续..... 3

2、 结构性与季节性因素影响 PPI 增速回落..... 5

3、 通胀持续低迷，“反内卷”或将加速推进..... 6

图表目录

图 1： 6 月，CPI 同比增长 0.1% 4

图 2： 6 月，CPI 同比增长主要受消费品价格拉动..... 4

图 3： 6 月，核心 CPI 当月同比增速延续上行..... 4

图 4： 6 月，大部分消费品价格增速较上月提升 4

图 5： 2024 年 9 月以来，消费者信心逐步修复..... 4

图 6： 6 月份，PPI 同比回落 3.6%..... 5

图 7： 6 月多数行业 PPI 环比增速下滑 5

6 月份在多重因素推动下，CPI 延续修复，特别是核心 CPI 增速持续回升，显示内需仍在稳步修复中。不过也应看到，部分政策支持品类的价格已经开始出现回落。这预示着消费动能有放缓迹象。对 PPI 而言，受结构性和季节性因素影响，PPI 增速不及预期，延续回落态势。这将拖累未来工业企业利润，不利于 CPI 的持续修复。不过 7 月 1 召开的中央财经委员会第六次会议明确要求，依法治理企业低价无序竞争，推动落后产能有序退出。“反内卷”在未来一段时间内或将成为重点工作加速推进，成为推动再通胀的重要手段。

1、核心 CPI 同比持续回升，内需修复仍在持续

6 月份，CPI 同比回升 0.1%，增速由跌转涨，较上月提升 0.2 个百分点，略好于市场预期。环比下滑 0.1%，降幅较上月收窄 0.1 个百分点，略好于季节性。

消费品价格回升是 CPI 由降转涨的主要动力。服务 CPI 同比增长 0.5%，增速与上月持平。消费品 CPI 同比下滑 0.2%，降幅较上月收窄 0.3 个百分点。

具体看，食品价格同比下降 0.3%，降幅比上月收窄 0.1 个百分点。其中，牛肉价格结束 28 个月同比下滑，转为上涨 2.7%；猪肉价格下降 8.5%，为连续上涨后首次转降。

能源价格降幅较上月收窄 1 个百分点，主要受油价上涨影响。交通工具燃料价格同比下滑 10.8%，降幅较上月收窄 2.1 个百分点。水电燃料价格上涨 0.4%，增速较上月提升 0.1 个百分点。

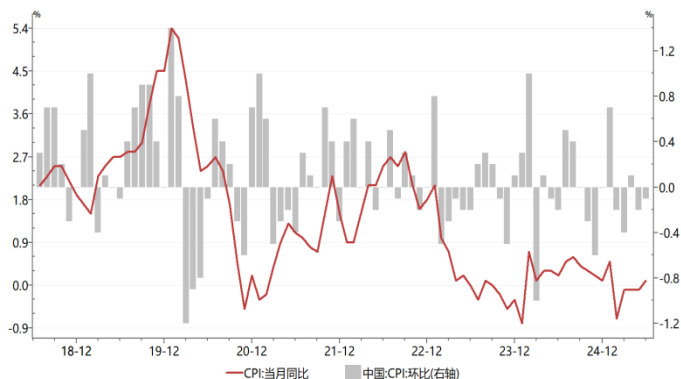
剔除食品以及能源价格的核心 CPI 增速持续修复。6 月份，核心 CPI 同比上涨 0.7%，涨幅比上月扩大 0.1 个百分点，2 月份以来呈持续上涨态势。环比增速与上月持平，增速略好于季节性。

6 月份，衣着、教育文化和娱乐、医疗保健、其他用品和服务价格同比上涨 1.6%、1%、0.4%和 8.1%，增速较上月提升 0.1、0.1、0.1 和 0.8 个百分点。内生性消费修复似乎仍在持续。

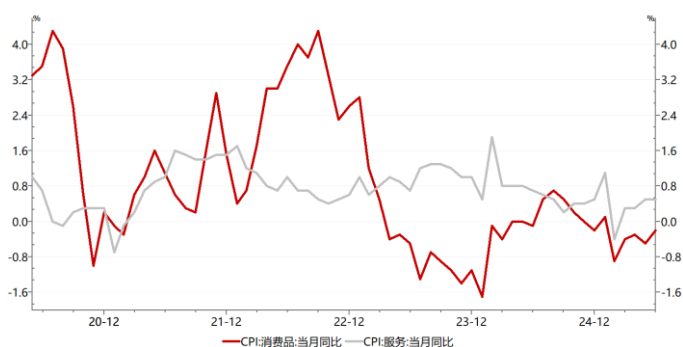
此外，受“以旧换新”政策支持，家用电器、汽车价格继续修复。6 月家用电器价格同比上涨 1%，增速为近年以来首度转正。交通工具价格同比下滑 2.8%，降幅较上月收窄 0.6 个百分点。不过通信工具价格同比下滑 0.3%，年初以来首度转负。

整体看 6 月份 CPI 仍在稳步恢复中。其受多方面因素推动：一是 6 月份，中东局势较为动荡，导致原油价格大幅回升，进而传导至国内；二是 2024 年 9 月份以来，我国宏观经济持续修复，居民消费信心逐步转好，驱动消费持续修复；三是“以旧换新”政策的支持下，相关品类消费品需求持续提振，带动价格提升。

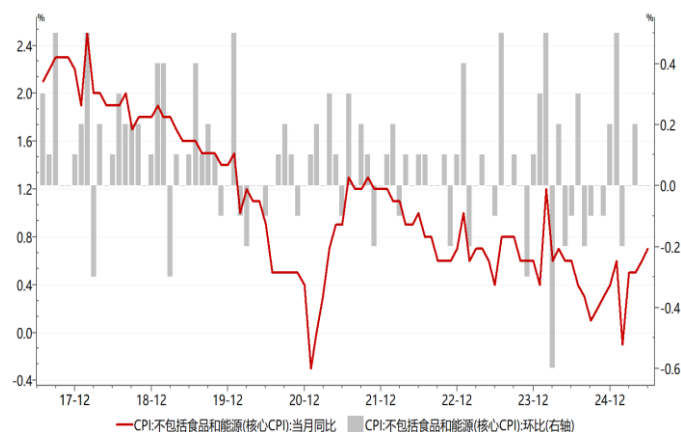
特别是核心 CPI 同比持续修复，表明内需修复仍在持续。不过，我们也应看到，部分政策支撑的消费品价格已经有回落的迹象，未来需求走势仍有待进一步观察。

图1： 6月，CPI同比增长0.1%

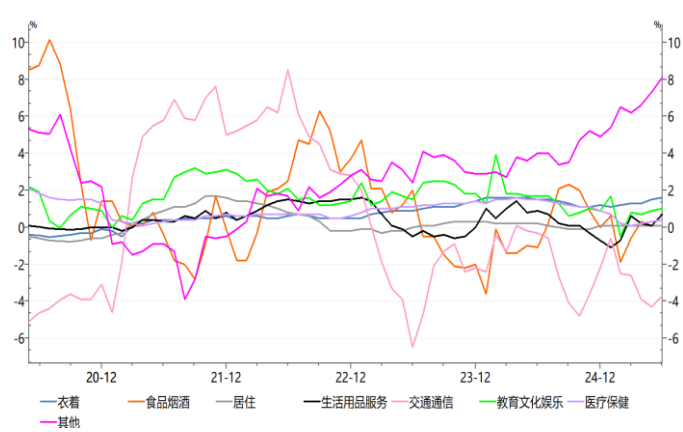
资料来源：Wind，诚通证券研究所

图2： 6月，CPI同比增长主要受消费产品价格拉动

资料来源：Wind，诚通证券研究所

图3： 6月，核心CPI当月同比增速延续上行

资料来源：Wind，诚通证券研究所

图4： 6月，大部分消费品价格增速较上月提升

资料来源：Wind，诚通证券研究所

图5： 2024年9月以来，消费者信心逐步修复

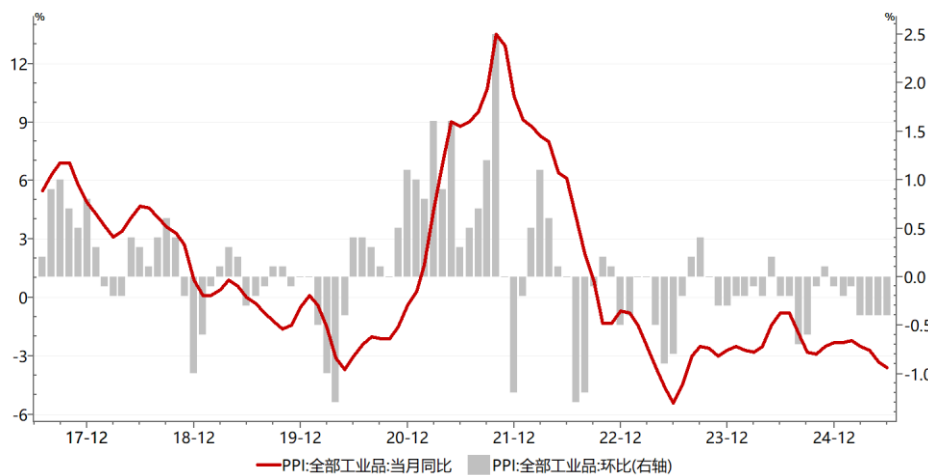


资料来源：Wind，诚通证券研究所

2、结构性与季节性因素影响 PPI 增速回落

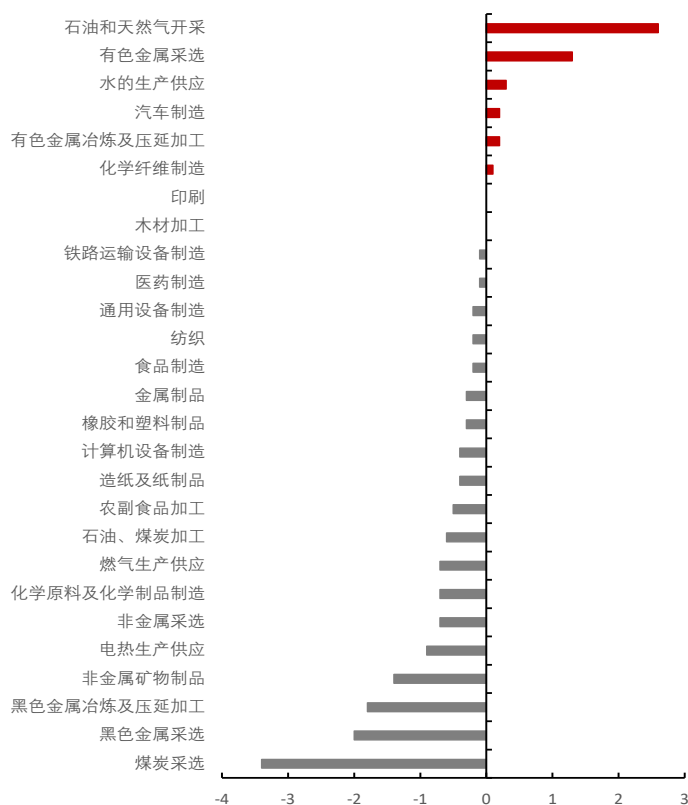
6 月份，PPI 同比回落 3.6%，降幅超市场预期的 3.2%，较上月回落 0.3 个百分点。环比看，降幅为 0.4%，与上月持平。其中，采掘工业价格下降 13.2%，加工工业价格下降 3.2%，原材料工业价格下降 5.5%，降幅分别扩大 1.3、0.4 和 0.1 个百分点。

图6： 6 月份，PPI 同比回落 3.6%



资料来源：Wind，诚通证券研究所

图7： 6 月多数行业 PPI 环比增速下滑



资料来源：Wind，诚通证券研究所

具体分行业价格看，环比跌幅较大的为煤炭开采和洗选业、黑色金属采选、黑色金属冶炼及压延加工价格，跌幅分别为 3.4%、2%和 1.8%。涨幅靠前的则为石油和天然气开采、有色金属采选业价格，涨幅分别为 2.6%和 1.3%。

煤炭价格回落主要由于夏季到来，西北地区太阳能、风力发电及西南地区水力发电增多，对火电的替代作用增强，电煤需求减少，加之煤炭生产保持稳定，电厂、港口存煤充足。黑色金属价格回落主要由于夏季高温雨水天气增多，影响部分房地产、基建项目施工进度，叠加钢材、水泥等供给相对充足。原油价格大幅上涨则主要受伊以冲突不断升级影响。

不过我们也应看到，2024 年 9 月以来，我国宏观经济整体平稳向好，PPI 同比降速也有短暂的收窄。但 2025 年 2 月份以来，PPI 同比增速持续回落在需求侧相对平稳的背景下，供给侧结构性的因素可能是 PPI 持续回落的更深层的原因。

3、通胀持续低迷，“反内卷”或将加速推进

自 2024 年 7 月份的中央政治局会议首提防止“内卷式”竞争以来，“反内卷”在众多重要场合被提及。如 2024 年底的中央经济工作会议再次提出综合整治“内卷式”竞争，再到综合整治“内卷式”竞争被写入今年的政府工作报告。在当下 CPI 和 PPI 持续低迷的背景下，“反内卷”的紧迫性以及现实意义更加强烈。“反内卷”或将成为推动再通胀的重要手段。

7 月 1 日召开的中央财经委员会第六次会议明确要求，要依法治理企业低价无序竞争，推动落后产能有序退出。这是国家层面开启反内卷政策的明确信号，可能意味着“反内卷”在未来一段时间内将成为重点工作加速推进。

其后，7月3日工业和信息化部主持召开的第十五次制造业企业座谈会明确，依法依规、综合治理光伏行业低价无序竞争；国家市场监督管理总局曝光了6起内卷典型案例；钢铁、水泥、电池、塑料加工等多个行业协会也陆续发起了反内卷号召。特别是硅料龙头拟联合成立收购主体，以上游控产调节产业链总供给，加速出清过剩产能。

从种种迹象看来，反内卷工作正在迅速落地中。在“反内卷”的预期下，许多商品价格如多晶硅、碳酸锂、螺纹钢、玻璃等均出现不同程度的上涨。

“反内卷”本质是供需再平衡的系统工程：短期通过供给收缩支撑工业品价格，中期仍需依赖扩内需政策（消费提振、收入分配改革）打破通缩预期。当前政策仍在发酵阶段，未来1-2个季度需观察行业减产执行力与地产需求企稳等信号。若政策协同兑现，2025年末至2026年初或迎来PPI同比转正的关键拐点。

特别声明

根据《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》规定，诚通证券评定此研报的风险等级为 R3（中风险），适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为 C3、C4、C5 的普通投资者。若您为非专业投资者及风险承受能力低于 C3 的普通投资者，请勿阅读、收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

若因适当性不匹配，给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

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登记为注册分析师，认真审慎、专业严谨、独立客观的出具本报告并对报告内容和观点负责。

分析师的薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资评级说明

诚通证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐： 未来6—12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性： 未来6—12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避： 未来6—12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

诚通证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%—20%。该评级由分析师给出。

中性： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%—5%。该评级由分析师给出。

回避： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

诚通证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由诚通证券股份有限公司（以下简称诚通证券）供其机构或个人客户（以下简称客户）使用，诚通证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给诚通证券客户的，属于机密材料，只有诚通证券客户才能参考或使用，如接收人并非诚通证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。诚通证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。诚通证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。诚通证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是诚通证券在发表本报告当日的判断，诚通证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但诚通证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。诚通证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

对于浏览过程中可能涉及的诚通证券网站以外的地址或超级链接，诚通证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

除非另有说明，所有本报告的版权属于诚通证券。未经诚通证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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，均为诚通证券的商标、服务标识及标记。诚通证券版权所有并保留一切权利。

联系我们

诚通证券股份有限公司 研究所
北京市朝阳区东三环北路27号楼12层
公司网址：<http://www.cctgsc.com.cn>

邮编：100020