

证券研究报告

宏观研究

专题报告

解运亮 宏观首席分析师
执业编号：S1500521040002
联系电话：010-83326858
邮箱：xieyunliang@cindasc.com

麦麟玥 宏观分析师
执业编号：S1500524070002
邮箱：mailinyue@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅
大厦B座
邮编：100031

PPI、反内卷与产能过剩

2025年7月9日

- **6月PPI降幅继续扩大，PPI的下行压力集中在中游。**PPI全产业链里，不同环节权重各有不同。在以伊冲突推高全球大宗商品价格的背景下，6月PPI降幅继续扩大，主要压力源自中游。按权重计算的大类PPI里，上游原材料和中游原材料加工PPI同比都进一步下探，结合权重来看，中游原材料加工PPI下滑拖累整体约0.3个百分点。
- **我们认为，季节性因素对中游的影响仅仅是部分，而非全部。**国内部分原材料制造业价格系季节性下行，但这些不能解释全部。2025年Q1，原材料加工业的产能利用率远低于历史50%的分位数，我们认为该行业可能也存在部分产能过剩。我们认为，当前PPI下行压力集中在中游，我们预计中游企业的营收或将受到价格端的挤压。
- **6月CPI意外转正，诸多信号显示6月的回升更多由消费品价格回暖驱动。**6月CPI同比由5月的下降转为上涨，食品和非食品都有提升。同期，核心CPI同比涨幅也创下14个月以来新高。对比6月消费品和服务的价格变动来看，服务业价格同比维持稳定，消费品价格同比降幅收窄。以2017-2019年均值作为季节性基准来看，消费品略超季节性表现，而服务价格弱于季节性表现。
- **而消费品价格回暖和CPI的转正有两重短期因素和一重政策因素的驱动。**一是蔬菜价格的超季节性回升，基本抵消了供应充足下的猪价下调。二是国际油价传导下，能源拖累减少。三是政策驱动下，扣除能源的工业消费品也有回升。但核心CPI环比弱于季节性变动，CPI的边际改善幅度还不够，CPI仍需提振。后续来看，若短期因素褪去，CPI仍有阶段性下调风险。
- **风险因素：**地缘政治风险，国际油价上涨超预期等。

目 录

一、PPI 的下行压力集中在中游.....	3
二、受三重因素驱动，CPI 意外转正.....	5
风险因素	8

图 目 录

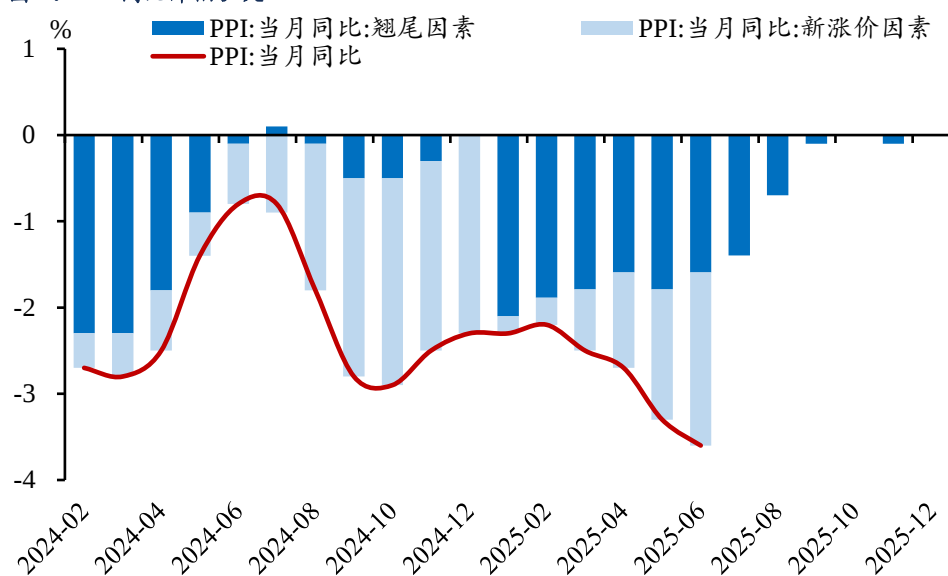
图 1：PPI 同比降幅扩大.....	3
图 2：中游加工和下游制造的权重较大	3
图 3：中游原材料加工 PPI 进一步下探.....	4
图 4：上游原材料行业 PPI 也在下降	5
图 5：原材料加工业产能利用率较低.....	5
图 6：CPI 同比和核心 CPI 同比都回升	6
图 7：消费品价格回升	6
图 8：CPI 的三重驱动因素	7

一、PPI 的下行压力集中在中游

6 月 PPI 降幅继续扩大。在以伊冲突推高全球大宗商品价格的背景下，6 月布伦特原油的降幅明显收窄，南华工业品指数同比亦是回升，市场由此形成 6 月 PPI 同比降幅大概率收窄的预期。而 6 月 PPI 同比降幅为 3.6%，较 5 月降幅继续扩大 0.3 个百分点，为 2023 年 7 月以来的最低水平。我们认为，这一分叉或是因各环节价格承压有差异。

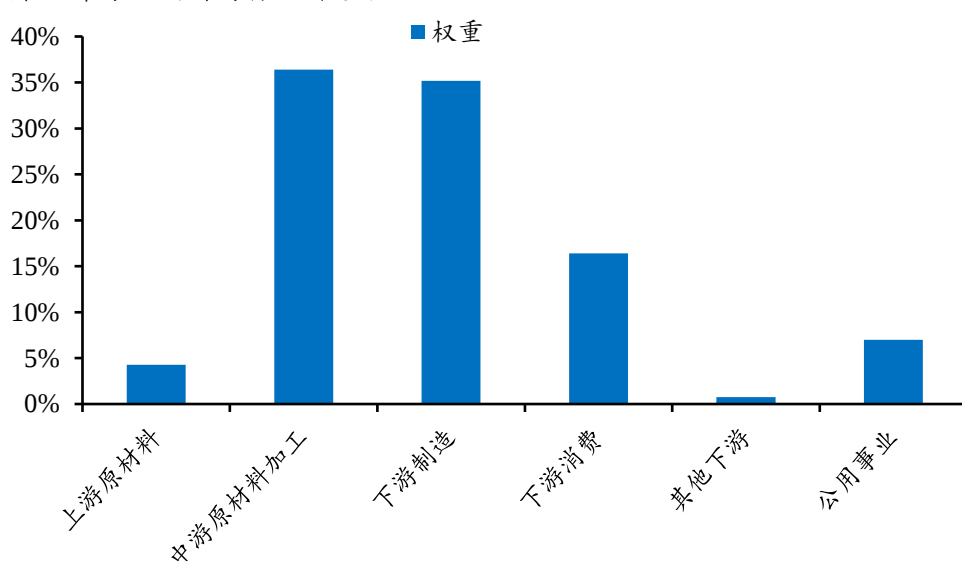
中游原材料加工和下游制造的权重较大。为了区分 PPI 全产业链的不同环节，我们将 PPI 划分为上游原材料、中游原材料加工、下游制造、下游消费、其他下游和公用事业。根据细分权重来计算 PPI 各大类环节的价格走势（见已外发报告《理解 PPI 的波动原因与信号作用——信达宏观方法论之十一》），在我们的分类当中，中游原材料加工、下游制造的权重较大。

图 1：PPI 同比降幅扩大



资料来源:ifind, 信达证券研发中心

图 2：中游加工和下游制造的权重较大



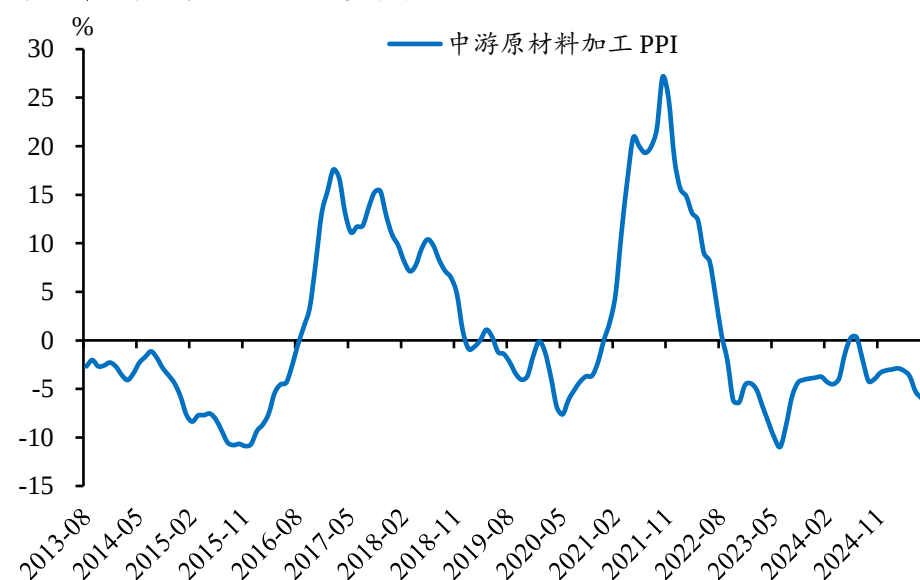
资料来源:ifind, 信达证券研发中心

PPI 的下行压力集中在中游。在我们按权重计算的大类 PPI 里面，上游原材料 PPI 同比（煤炭、石油、黑金等采选）进一步下探至 14.4%，中游原材料加工 PPI 的同比走势也进一步下探至-5.9%（图 3、图 4）。结合权重来看，中游原材料加工 PPI 下滑拖累整体约 0.3 个百分点。

我们认为，季节性因素对中游的影响仅仅是部分，而非全部。根据统计局的公告，国内部分原材料制造业价格系季节性下行，如夏季高温雨水天气增多对部分房地产、基建项目施工进度的影响。叠加钢材、水泥等供给相对充足，黑色金属冶炼和压延加工业价格环比下降 1.8%，非金属矿物制品业价格环比下降 1.4%，合计影响 PPI 环比下降约 0.18 个百分点。

中游企业营收或将受价格端的挤压。2025 年 Q1，原材料加工业的产能利用率远低于历史 50%的分位数，我们认为该行业可能也存在部分产能过剩。从企业行为上看，“内卷式”竞争的主要表现之一是低价竞争。我们认为，当前 PPI 下行压力集中在中游，我们预计中游企业的营收或将受到价格端的挤压。

图 3：中游原材料加工 PPI 进一步下探



资料来源:ifind, 信达证券研发中心

图 4：上游原材料行业 PPI 也在下降

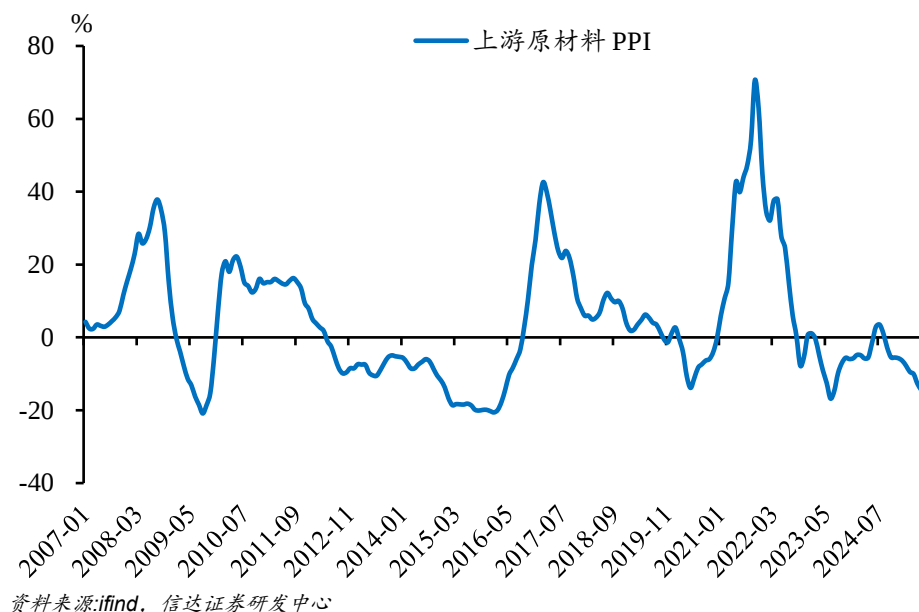
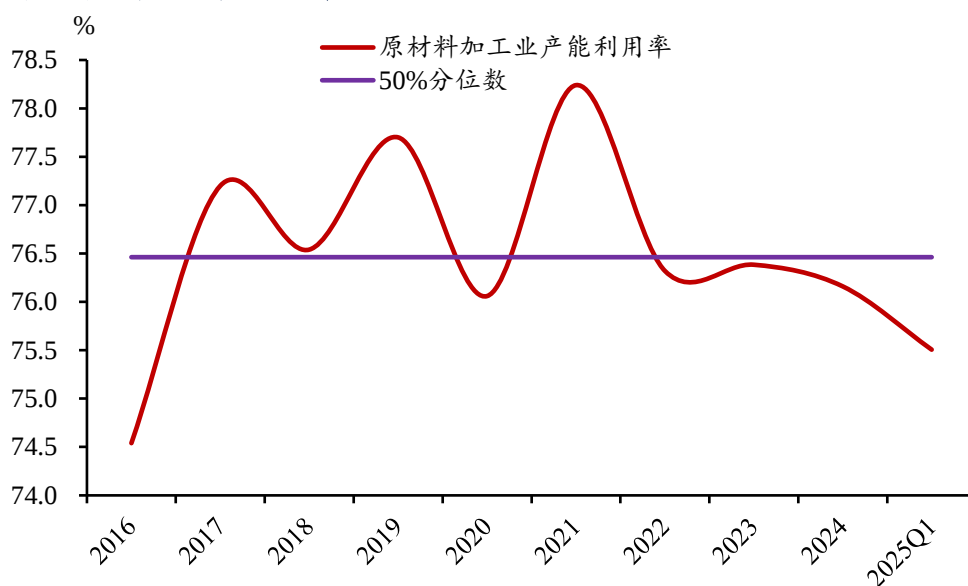


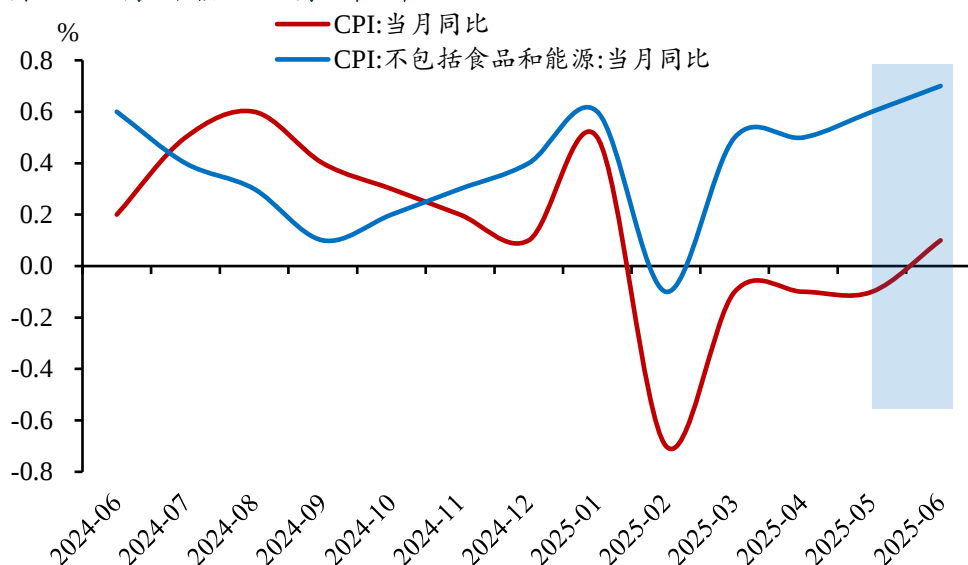
图 5：原材料加工业产能利用率较低



二、受三重因素驱动，CPI 意外转正

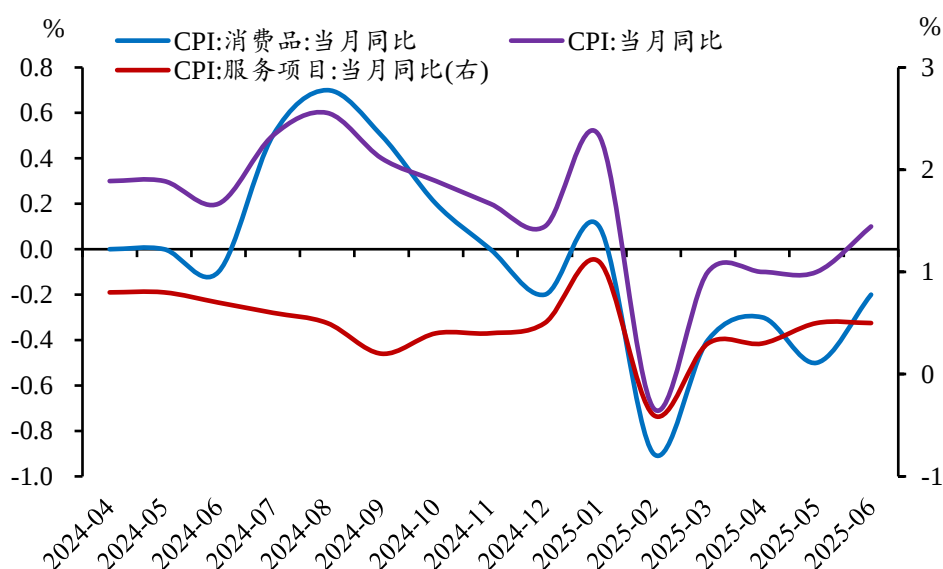
6 月 CPI 意外转正。6 月 CPI 同比由 5 月的下降转为上涨 0.1%，食品和非食品 CPI 都提升 0.1 个百分点。同期，核心 CPI 同比涨幅也扩大至 0.7%，创 14 个月以来新高。对比 6 月消费品和服务的价格变动来看，服务业价格同比维持稳定，消费品价格同比降幅收窄。以 2017-2019 年均值作为季节性基准来看，消费品略超季节性表现，而服务价格弱于季节性表现，诸多信号显示 6 月的回升更多由消费品价格回暖驱动。

图 6: CPI 同比和核心 CPI 同比都回升



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

图 7: 消费品价格回升



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

而消费品价格回暖和 CPI 的转正有两重短期因素和一重政策因素的驱动。

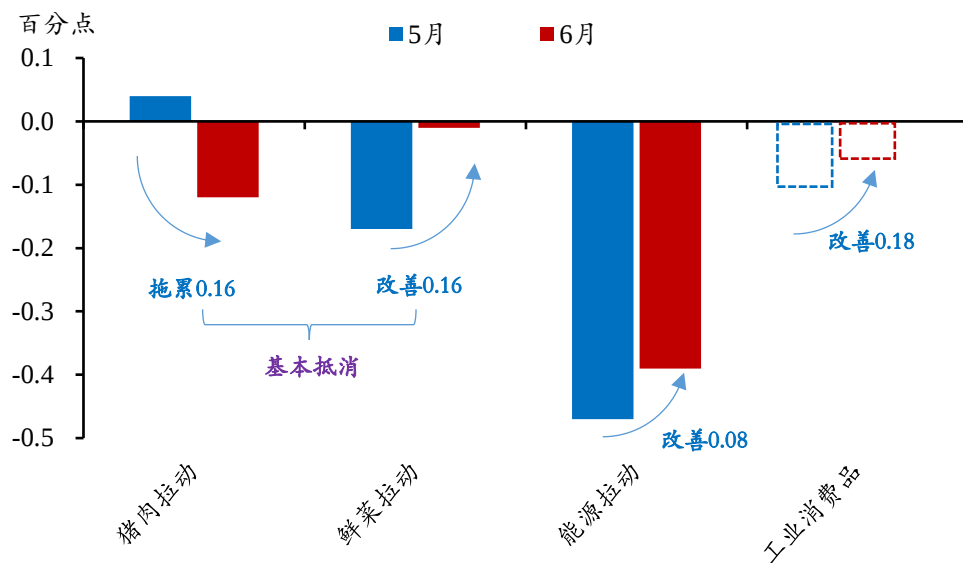
一是受高温、降雨较常年同期偏多影响，食品价格环比下降 0.4%，表现优于季节性水平，蔬菜价格的环比涨幅也高于季节性。蔬菜价格的超季节性回升，基本抵消了供应充足下的猪价下调。

二是 6 月国际油价因伊以冲突连续上行，传导至国内导致发改委在 6 月两次上调成品油价格。光是油价变动带来的影响，就使得 6 月 CPI 的拖累比 5 月减少近 0.1 个百分点（图 8）。

三是扣除能源的工业消费品也有回升。6 月工业消费品价格同比降幅收窄，对 CPI 同比的下拉影响减少约 0.18 个百分点，而能源价格对 CPI 同比的下拉影响减少约 0.08 个百分点。可见即使扣除能源后，工业消费品价格也有改善，这或是政策驱动的影响。我们认为，这也是核心通胀得以回升的关键（图 8）。

目前来看，CPI 温和上行背后短期因素和政策因素或各占一半，但核心 CPI 环比弱于季节性变动，CPI 的边际改善幅度还不够，CPI 仍需提振。后续来看，若短期因素褪去，CPI 仍有阶段性下调风险。

图 8：CPI 的三重驱动因素



资料来源:国家统计局, ifind, 信达证券研发中心

风险因素

地缘政治风险，国际油价上涨超预期等。



研究团队简介

解运亮，信达证券宏观首席分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学财政金融学院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。2020 年“21 世纪最佳预警研究报告”获得者。2022 年 Wind 金牌分析师宏观研究第二名。2022 年云极“十大讲师”。2023 年东方财富 Choice 最佳宏观分析师。2023 年中国信达集团“金牌宣讲人”。2024 年 Wind 金牌分析师宏观研究第五名。

麦麟玥，信达证券宏观研究助理。中山大学硕士，2022 年 7 月加入信达证券研究所，侧重于研究美国经济和出口。所属团队获得 2024 年 Wind 金牌分析师宏观研究第五名。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入： 股价相对强于基准15%以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准5%~20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5%之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。