

10月菜价较快上涨叠加旅游出行需求释放推动CPI同比转正，反内卷带动PPI环比转正

——2025年10月物价数据点评

研究发展部执行总监 冯琳

事件：根据国家统计局公布的数据，2025年10月，CPI同比上涨0.2%，上月为下降0.3%，1-10月CPI累计同比下降0.1%；10月PPI同比下降2.1%，上月为下降2.3%，1-10月PPI累计同比下降2.7%。

基本观点：10月CPI环比季节性上升，且表现好于季节性，带动CPI同比由负转正，背后主要有两个原因：一是受多雨天气及节日需求增加等影响，10月蔬菜价格超季节性上涨，带动食品价格同比降幅显著收窄；二是今年10月假期天数增加，旅游出行等服务价格较大幅度上行，当月服务价格同比涨幅扩大，这也是推动10月核心CPI同比升至1.2%的主要原因。整体上，当前物价水平继续处于稳中偏低状态，这也为四季度货币、财政政策持续加力促消费、有力对冲外部波动提供了充分空间。10月PPI年内首次环比上涨，同比降幅进一步收敛，主要源于反内卷带动部分行业供需改善，对相关行业价格形成有力支撑。同时，有色金属价格上涨拉动国内相关行业PPI上行，以及假期消费等因素推动生活资料价格环比止跌，也对当月PPI环比上涨起到拉动作用。

具体来看：

一、10月CPI环比上行，且表现好于季节性，带动CPI同比由负转正，背后主要有两个原因：一是受多雨天气及节日需求增加等影响，10月蔬菜价格超季节性上涨，带动食品价格同比降幅显著收窄；二是今年10月假期天数增加，旅游出行等服务价格较大幅度上行，当月服务价格同比涨幅扩大，这也是推动10月核心CPI同比升至1.2%的主要原因。整体上，当前物价水平继续处于稳中偏低状态，这也为四季度货币、财政政策持续加力促消费、有力对冲外部波动提供了充分空间。

具体来看，10月CPI环比上升0.2%，略高于季节性水平，再加上去年同期价格基数走低，带动当月CPI同比升至0.2%，好于市场普遍预期。我们分析，背后主要有两个原因：一是10月全国降雨量显著高于正常年份，加之节日需求增加，带动当月蔬菜价格环比上涨4.3%，显著超出季节性，蔬菜价格同比降幅

收窄 6.4 个百分点至-7.3%，加之受上年低基数等影响，10 月猪肉、水果价格下降趋势也有所缓解，共同推动 10 月食品价格同比降幅显著收窄 1.5 个百分点至-2.9%，对整体 CPI 同比的拖累效应明显下降。

二是今年中秋节落在 10 月，长假时间延长 1 天。这直接带动当月旅游出行等服务消费需求更大幅度释放，当月旅游价格环比上涨 2.5%，涨幅明显高于季节性，进而带动当月服务价格环比上涨 0.5%，同比涨幅扩大至 0.8%，创近 17 个月最高。这是当月扣除波动较大的食品、能源价格，更能反映基本物价水平的核心 CPI 同比升至 1.2%，涨幅较上月扩大 0.2 个百分点的主要原因。

另外，受国际金价大幅上涨带动，当月国内金饰品和铂金饰品价格分别上涨 50.3%和 46.1%，而上月涨幅分别为 42.1%和 33.6%；10 月国际油价下行，国内成品油价格两次下调，但受去年同期成品油价格基数偏低影响，10 月成品油价格同比跌幅略有收窄。需要指出的是，前期以旧换新政策对家电、汽车等耐用消费品价格支撑效应较强，但 10 月家用器用、交通工具 CPI 环比都出现下降，价格同比改善势头弱化或出现逆转，背后或与一些地方支持政策收紧有关。

整体上看，年初以来物价水平偏低态势在延续，CPI 同比持续在零值附近徘徊，核心 CPI 同比也持续处于低位。背后的根本原因是楼市调整已逾 4 年，居民财富持续“缩水”，消费信心不足；另外，上半年外部环境波动加剧，国际原油价格显著下跌，也在向国内 CPI 传导。当前物价走势的一个重要支撑点在于，以旧换新等促消费政策发力下，近期工业消费品价格同比上行势头较为明显。

往后看，主要受去年同期食品价格基数较大幅度下行影响，今年 11 月食品 CPI 同比降幅将继续收窄。值得注意的是，从近期政策动向上看，反内卷对汽车价格的支撑作用有望持续，促消费政策存在加码空间，也有望带动 11 月工业消费品价格同比数据改善，而服务价格同比涨幅将基本保持稳定。综合以上，我们预计 11 月 CPI 同比会升至 0.6%左右。总体而言，未来一段时间物价水平偏低格局会延续。这也为年底前稳增长政策发力、特别是央行适度降息提供了充分空间，也就是当前无需过早过度担心需求刺激政策引发高通胀问题。

二、10 月 PPI 年内首次环比上涨，同比降幅进一步收敛。当月 PPI 环比转涨，主因反内卷带动部分行业供需改善，对相关行业价格形成有力支撑。同时，有色金属价格上涨拉动国内相关行业 PPI 上行，以及假期消费等因素推动生活资料价格环比止跌，也对当月 PPI 环比上涨起到拉动作用。

10 月 PPI 环比上涨 0.1%，涨幅较上月加快 0.1 个百分点，为年内首次上涨；同比下跌 2.1%，跌幅较上月收窄 0.2 个百分点。

10月PPI数据上行，主要原因有两个：一是反内卷带动部分行业供需改善，对煤炭、水泥、光伏、锂电等相关行业价格形成有力支撑。10月煤炭开采、煤炭加工行业PPI环比上涨1.6%、0.8%，水泥行业PPI上涨1.6%，光伏设备及元器件制造业、锂离子电池制造业PPI分别上涨0.6%和0.2%。另外，反内卷政策对汽车价格战也有约束作用，10月汽车价格环比跌幅收窄至6月以来最低水平。二是部分高技术制造业产品价格延续偏强走势。可以看到，10月电子专用材料、微波通信设备以及船舶制造价格都保持同比正增长。这意味着当前部分高技术制造业市场供需两旺，对整体PPI有一定向上牵引力。另外，10月计算机整机制造业和集成电路制造业PPI亦实现环比上涨，涨幅分别为0.5%和0.2%，可能受上游原材料价格上行影响。

从国际输入性因素角度看，近期国际大宗商品价格走势分化，铜、铝等有色金属价格上涨，带动10月国内有色金属矿采选业PPI环比上涨5.3%，有色金属冶炼业PPI上涨2.4%，对当月整体PPI环比实现上涨也起到拉动作用，但国际原油价格继续下跌，拖累10月国内石油和天然气开采业PPI环比下降2.3%，精炼石油产品制造PPI下降0.8%。

分大类看，10月生产资料PPI环比上涨0.1%，涨幅较上月加快0.1个百分点，同比下跌2.4%，跌幅与上月持平。从分项看，尽管煤炭、有色金属等商品价格上涨，带动相关行业PPI环比涨势加快，但受原油、钢材等商品价格下跌拖累，10月采掘工业PPI环比涨幅较上月下滑0.2个百分点至1.0%，原材料工业PPI环比延续持平。不过，10月加工工业PPI环比转涨0.1%（前值为-0.1%），带动生产资料PPI环比涨势整体加快。同比来看，10月采掘工业、原材料工业PPI同比降幅均有所收敛，但收敛速度较前两个月放缓，加工工业PPI同比降幅则因基数走高而有所扩大。

生活资料方面，10月生活资料PPI环比止跌持平（前值为-0.2%），同比下跌1.4%，跌幅较上月收窄0.3个百分点，主要源于上年同期基数走低。从分项来看，或受假期消费拉动，10月一般日用品价格环比上涨0.7%（前值0.2%），耐用消费品价格环比跌幅从上月的-0.4%收窄至-0.3%，带动生活资料PPI整体止跌；当月食品价格环比跌幅与上月持平，衣着价格环比则由持平转为下跌0.1%。同比方面，10月耐用消费品价格同比跌幅受基数走低影响收窄至-3.2%（前值-3.9%），边际涨价动能抬升带动一般日用品价格同比上涨1.0%（前值0.7%），这两项是当月生活资料PPI同比跌幅收窄的主要拉动。

总体上看，10月PPI环比改善主要受反内卷涨价效应推动，而在房地产市场调整及消费不振导致需求低迷背景下，当前工业品市场“供强需弱”格局尚未出现根本改观，工业品价格走势总体依然偏弱。往后看，反内卷带动相关商品价格上涨的势头料将减弱，近期外部经贸环境波动也在对国内工业品价格带来新的下行压力。在去年11月PPI基数保持稳定的背景下，我们判断11月PPI同比会保持在-2.1%左右，也

不排除降幅略有扩大的可能，年底同比降幅也会保持基本稳定。我们判断，在国内房地产市场实现趋势性止跌回稳、居民消费信心回升之前，PPI 仍将面临持续下行压力，反内卷很难从根本上扭转这一趋势。

权利及免责声明：

本研究报告及相关的信用分析数据、模型、软件、评级结果等所有内容的著作权和其他相关知识产权均归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构及个人未经东方金诚书面授权不得修改、复制、逆向工程、销售、分发、储存、引用或以任何方式传播。

本研究报告中引用的标明出处的公开资料，其合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方/发布方负责，东方金诚对该等资料进行了合理审慎的核查，但不应视为东方金诚对其合法性、真实性、准确性及完整性提供了任何形式的保证。

由于评级预测具有主观性和局限性，东方金诚对于评级预测以及基于评级预测的结论并不保证与实际情况一致，并保留随时予以修正或更新的权利。

本研究报告仅用于为投资人、发行人等授权使用方提供第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资者应审慎使用本研究报告，自行对投资行为和投资结果负责，东方金诚不对其承担任何责任。

本研究报告仅授权东方金诚指定的使用者使用，且该等使用者必须按照授权确定的方式使用，相关引用必须注明来自东方金诚且不得篡改、歪曲或有任何类似性质的修改行为。

未获授权的机构及人士不应获取或以任何方式使用本研究报告，东方金诚对本研究报告的未授权使用、超授权使用和非法使用等不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。