



2025 年 11 月 10 日

2026 年我国 CPI 同比大概率高于 2025 年

单击或点击此处输入文字。

首席经济学家：郑后成

执业证书编号：S0990521090001

电话：0755-83008511

邮箱：houchengzheng@163.com

相关报告

1.英大证券宏观评论：高水平科技引领发展新质生产力，明后两年我国 GDP 增速预期目标或均为“5.0%左右”（20251030）

2.英大证券宏观评论：“适时加力”落在 4 季度概率大于 3 季度，中期我国资本市场还将保持“回稳向好”势头（20250807）

3.英大证券宏观评论：“猪油”共振向下是 5 月 CPI 当月同比承压主因，6 月我国 PPI 当月同比大概率还将低位徘徊（20250619）

4.英大证券宏观评论：汽车类消费增速领先石油及制品类，尚需进一步推出提振房地产投资增速的政策（20250528）

5.英大证券宏观评论：4 月我国 PPI 同比与美国 CPI 同比大概率双双下行，美联储降息时点或在 6 月左右（20250414）

6.英大证券宏观评论：25 年我国外交与军事或“有惊”但“无险”，货币政策着力夯实 A 股市场“政策底”（20250331）

7.英大证券宏观评论：1 月 CPI 月度边际上行幅度略强于季节性，美国 CPI 同比或不具备大幅上行的基础（20250214）

8.英大证券宏观评论：实施更加积极有为的宏观政策，2025 年上半年是重要落地“窗口期”（20241218）

9.英大证券宏观评论：宏观政策主基调力度空前，新能源是新发展理念的重要承载行业（20241212）

➤ 最新公布的我国 10 月 CPI 当月同比为 0.20%，较 9 月上行 0.50 个百分点，时隔 2 个月重返正值区间。回首 1 月至 10 月，我国 CPI 当月同比有 6 个月位于负值区间，占比为 60.0%，与之相对应，1-10 月我国 CPI 累计同比的读数为-0.10%，且连续 9 个月持平于该值。根据万得资讯 1987 年以来的数据记录，我国 CPI 同比全年录得负值的只有四年，分别是 1998 年（-0.80%）、1999 年（-1.40%）、2002 年（-0.80%）、2009 年（-0.70%）。在此背景下，市场对我国“通货紧缩”的担忧再起。我们认为，我国 CPI 当月同比不可能长期处于低位，且 2026 年有望走出“通缩”区间。

➤ 风险提示：1. 关税对我国出口的影响超预期；2. 美联储降息力度低于预期。

➤ 注：本文所有数据，均来自 WIND 资讯，经英大证券研究所整理。

正文目录

一、经济周期的复苏与繁荣阶段终将到来，届时 CPI 当月同比将相应进入上升阶段	3
二、在上游 PPIRM 与中游 PPI 上行的带动下，下游 CPI 同比也将进入上行区间	3
三、我国 CPI 同比的三个组成因素形成共振，我国 CPI 同比或走出较强的向上趋势	3
四、2026 年我国 CPI 同比大概率在 2025 年基础上上行，且有望走出“通缩”区间	4



最新公布的我国 10 月 CPI 当月同比为 0.20%，较 9 月上行 0.50 个百分点，时隔 2 个月重返正值区间。回首 1 月至 10 月，我国 CPI 当月同比有 6 个月位于负值区间，占比为 60.0%，与之相对应，1-10 月我国 CPI 累计同比的读数为-0.10%，且连续 9 个月持平于该值。根据万得资讯 1987 年以来的数据记录，我国 CPI 同比全年录得负值的只有四年，分别是 1998 年（-0.80%）、1999 年（-1.40%）、2002 年（-0.80%）、2009 年（-0.70%）。在此背景下，市场对我国“通货紧缩”的担忧再起。我们认为，我国 CPI 当月同比不可能长期处于低位，且 2026 年有望走出“通缩”区间。

一、经济周期的复苏与繁荣阶段终将到来，届时 CPI 当月同比将相应进入上升阶段

经济周期是宏观经济运行中的客观现象，也就是说，繁荣、衰退、萧条和复苏四个阶段的交替轮回是必然规律。根据周期时长，可将经济周期划分为 3-4 年的短周期、9-10 年的中周期，以及 50-60 年的长周期。其中，短周期即基钦周期，也叫库存周期，呈现“被动去库存→主动补库存→被动补库存→主动去库存”的循环。短周期的核心指标是工业企业产成品存货同比。短周期四个阶段的循环往复，表现为工业企业产成品存货同比自 2000 年以来经历了 7 轮周期。众所周知，通货膨胀率是 GDP 增速的影子指标，也体现了经济周期的循环往复。因此，从宏观逻辑上看，工业企业产成品存货同比与 CPI 同比二者之间存在着较强的关联性。经测算，二者的相关系数为 0.6251。在本轮周期中，工业企业产成品存货同比的高点出现在 2022 年 4 月的 20.0%，较 CPI 同比的高点早 4 个月，此后一路下行。2024 年 7 月工业企业产成品存货同比反弹至 5.20%，对 CPI 同比形成提振，此后再次一路下探，对 CPI 同比形成压制，使得 CPI 同比从 2024 年 8 月的 0.60% 下滑至 2025 年 2 月的-0.70%。我们认为，工业企业产成品存货同比终将进入“被动去库存-主动补去库存”阶段，即经济周期的复苏与繁荣阶段，届时 CPI 当月同比将相应进入上升阶段。

二、在上游 PPIRM 与中游 PPI 上行的带动下，下游 CPI 同比也将进入上行区间

价格从上游向下游的传导，在全球是普遍现象，体现为 PPI 同比领先于 CPI 同比。从国际经验看，日本、德国与韩国的 PPI 同比均领先其 CPI 同比，而美国则是例外。美国之所以例外，是因为美国的消费在其 GDP 总量中的占比高达 70% 左右，也就是说，其宏观经济具有很强的消费驱动特征。反观我国，宏观经济具有较强的生产驱动特征，体现为我国制造业 PMI 的生产指数在绝大多数时间里高于新订单指数，因此，我国 PPI 同比总体领先我国 CPI 同比，具体看，不论是在经济周期顶部，还是在经济周期底部，领先时长均约为 3-6 个月。此外，我国 PPI 同比的标准差为 6.36，远高于 CPI 同比的标准差 4.30，也就是说，我国 PPI 同比的波动性强于我国 CPI 同比。在工业品价格对经济周期更为敏感的背景下，PPI 同比的快上快下，带动 CPI 同比随之上下波动。最后，我们拆分 PPIRM、PPI 与 CPI，可以发现较为明显的传导路径：一是上游的纺织原料类 PPIRM 同比带动中游的衣着类 PPI 同比，而中游的衣着类 PPI 同比带动下游的衣着 CPI 同比；二是农副产品类 PPIRM 同比、食品类 PPI 同比与食品烟酒 CPI 同比也存在较强的联动性。综上，在上游 PPIRM 同比与中游 PPI 同比上行的带动下，下游的 CPI 同比也将进入上行区间。

三、我国 CPI 同比的三个组成因素形成共振，我国 CPI 同比或走出较强的向上趋势

所谓的核心 CPI，指的是剔除食品和能源价格波动的 CPI。从这一定义出发，我们可以将 CPI 同比分为三个部分，分别是以猪肉为代表的与食品相关的 CPI、以交通工具用燃料为代表的与能源相关的 CPI，以及剔除掉食品与能源的核心 CPI。我们分别分析这三个部分。首先看猪肉为代表的与食品相关的 CPI。虽然受生猪规模化养殖的影响，生猪价格的波动幅度受到压制，使得生猪价格的周期性在减弱，但是我们注意到，猪肉 CPI 同比

还具有较强的周期性，时长为 3 年左右。其次看以交通工具用燃料为代表的与能源相关的 CPI，主要与原油为主的国际能源价格高度相关。受全球宏观经济走势以及美联储货币政策的影响，叠加全球原油供给的波动，二者一旦共振，国际油价同比的大幅波动将是不可避免的。这将在很大程度上加剧 CPI 同比中交通工具用燃料 CPI 同比的波动。最后，从历史走势看，PPI 当月同比领先于核心 CPI 同比 6 个月左右，而国际油价走势是 PPI 同比走势的核心影响因素，也就是说，在国际油价剧烈波动的背景下，PPI 同比也将相应波动，进而影响到核心 CPI 同比的走势。一旦“三分法”下我国 CPI 同比的三个组成因素形成共振，则我国 CPI 同比有可能走出较强的向上趋势。

四、2026 年我国 CPI 同比大概率在 2025 年基础上上行，且有望走出“通缩”区间

综上，我们认为我国 CPI 同比不可能长期处于低位。展望 2026 年，我国 CPI 同比大概率在 2025 年的基础上上行。从“三分法”的角度看：虽然当前猪肉 CPI 同比总体处于下行通道之中，且在高度上，趋近 2023 年 10 月-31.80%的前低，在时长上，接近 2-3 年的周期时长，因此从周期的角度看，猪肉 CPI 同比可能在 2026 年启动上行进程，值得指出的是，10 月猪肉 CPI 同比录得-16.0%，较 9 月上行 1.0 个百分点，也就是说，猪肉 CPI 同比的走势已经初现“拐点”特征；10 月 WTI 原油期货价格跌破 60 美元/桶，大概率压低美国 CPI 同比，叠加美国失业率承压，加大美联储降息的概率与力度，使得国际油价在触底之后大概率反弹，进而拉升交通工具用燃料 CPI 同比；在美联储降息推升国际油价与国际铜价，以及我国“反内卷”持续推升煤焦钢产业链价格的背景下，我国 PPI 同比大概率启动上行进程，这将进一步增强核心 CPI 同比的韧性。从历史经验看，在 PPI 当月同比触底反转的 3-6 个月之后，CPI 同比也将启动上行进程。最后，从基数角度看，2025 年 CPI 同比居于较低位置，低基数对 2026 年我国 CPI 同比将形成较强支撑。综上，2026 年我国 CPI 同比大概率在 2025 年的基础上上行，且有望走出“通缩”区间。

风险提示及免责条款

股市有风险，投资需谨慎。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见、观点或结论是否符合其特定状况。据此投资，责任自负。

免责声明：

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表英大证券有限责任公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“英大证券有限责任公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，本公司亦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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。请客户注意甄别、慎重使用媒体上刊载的本公司的证券研究报告，在充分咨询本公司有关证券分析师、投资顾问或其他服务人员意见后，正确使用公司的研究报告。

本报告版权归“英大证券有限责任公司”所有，未经本公司授权或同意，任何机构、个人不得以任何形式将本报告全部或部分刊载、转载、转发，或向其他人分发。如因此产生问题，由转发者承担相应责任。本公司保留相关责任追究的权利。

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注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

资质声明：

根据中国证监会下发的《关于核准英大证券有限责任公司资产管理和证券投资咨询业务资格的批复》（证监许可[2009]1189号），英大证券有限责任公司具有证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。