下载日志已记录，仅供内部参考

表观通胀回升，内生动能仍然有限

——2026 年 8 月 CPI 和 PPI 分析

2026 年 9 月 9 日

- **事件：** 2026 年 8 月 CPI 同比上涨 0.8%，较 7 月回升 0.3 个百分点，环比上涨 0.4%；核心 CPI 同比上涨 1.0%，较 7 月回升 0.1 个百分点，环比上涨 0.1%。同期 PPI 同比上涨 3.8%，较 7 月回升 0.3 个百分点，环比上涨 0.4%。整体看，8 月 CPI 基本符合市场预期，PPI 则强于市场预期。

- **核心判断：** 8 月通胀读数整体回升，但并不意味着需求明显改善。CPI 回升更多受能源和黄金价格上行带动，核心项和服务项延续温和韧性；PPI 回升则主要来自原油反弹带动的资源品价格修复，以及出口链条对局部制造业价格的支撑。整体看，本月价格回升更多体现为外部扰动和局部修复，而非总需求驱动下的全面上行。

- **本月预期差：** 市场此前对 8 月 CPI 回升已有一定预期，但更多假设食品和暑期服务价格将形成更强支撑；实际看，食品项修复力度偏弱，服务项整体偏稳，CPI 上行主要由车用燃料和黄金价格推动。PPI 方面，市场此前对油价波动及其向中上游工业品的传导预期偏谨慎，但 8 月原油月均价重新回升，带动原材料价格再度上涨，推动 PPI 表现强于预期。

- **结构特征：** CPI 方面，服务消费价格继续保持正增长，核心 CPI 环比仍为正，表明终端需求并未失稳，但食品价格修复弱于季节性规律，说明内生通胀动能仍然有限；能源和黄金价格上行则抬升了表观读数。PPI 方面，原材料价格重新上行，显示本轮工业品价格修复的核心驱动仍是资源品；出口改善继续支撑电子通信和高端制造等少数行业，但地产链和传统重工业价格仍然偏弱，耐用品价格虽有韧性，尚不足以带动工业品价格普遍回升。

- **PPI 向 CPI 传导仍然集中于局部链条：** 8 月 CPI 与 PPI 联动较 7 月有所增强，原油价格回升已同步推升 PPI 上游原材料价格和 CPI 交通相关分项，电子通信类 PPI 价格上涨也对 CPI 通信工具价格形成传导，但原材料和耐用品出厂价格回升尚未明显反映在家用器具等更广泛终端消费品价格上，说明价格传导仍集中于局部链条。

- **后续判断和市场意义：** 四季度，CPI 大概率维持低位温和波动，PPI 则仍可能在资源品价格反复扰动下保持高波动，但中期内普涨基础仍不稳固。对市场而言，8 月通胀回升并不足以支持全面再通胀交易，也暂不足以对政策和利率形成明显约束。后续资产定价的关键，仍在于需求修复能否由服务端和局部出口链条，进一步扩展至更广泛的商品消费和工业品需求。

分析师

张迪

☎：010-8092-7737

✉：zhangdi_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130524060001

许冬石

☎：010-8357-4134

✉：xudongshi @chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130515030003

风险提示：

全球原油再次上行的风险；

AI 投资持续上行的风险；

外需走弱的风险；

海外经济衰退的风险。

下载日志已记录，仅供内部参考

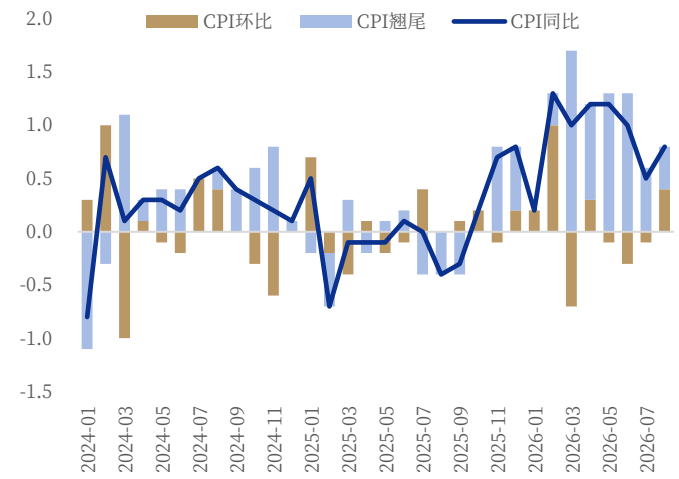
一、CPI 回升，能源和黄金价格回升抬升表观读数

2026 年 8 月 CPI 同比上涨 0.8%，较 7 月回升 0.3 个百分点，环比上涨 0.4%；核心 CPI 同比上涨 1.0%，较 7 月回升 0.1 个百分点，环比上涨 0.1%。从结果看，8 月 CPI 运行大体符合市场预期；但从结构上看，本月 CPI 回升并不意味着内需明显改善，更多仍是能源与贵金属价格上行对表观通胀的阶段性抬升，服务和核心项则延续温和韧性。

市场此前对 8 月 CPI 读数有所上修，主要基于暑期旺季下食品和服务价格可能形成更强支撑的判断。但从实际表现看，服务项整体偏稳，旅游价格仅小幅波动，生活服务、通信服务、医疗保健等分项延续温和上涨；食品项则修复力度不及预期，蔬菜价格虽受高温天气影响有所上涨，但水果价格延续回落，猪肉价格仅小幅反弹。相比之下，受国际油价回升带动，车用燃料价格明显上行，叠加黄金价格上涨，共同推升了 8 月 CPI 读数，也在一定程度上掩盖了食品项支撑偏弱的事实。

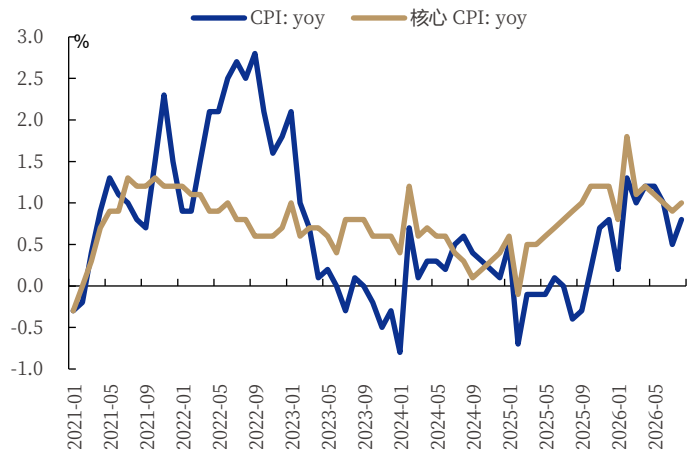
从同比拆分看，8 月 CPI 回升并非来自内生通胀明显走强。2025 年 8 月家用器具等部分商品价格涨幅较高，对今年同期同比读数仍形成一定基数压力；而 8 月当月新涨价因素整体表现平稳，核心 CPI 环比继续录得正增长，但幅度有限，说明价格中枢并未显著抬升。就本质而言，8 月 CPI 更接近于外部价格因素扰动下的表观修复，而非需求扩张带来的全面回升。

图1：2026 年 8 月 CPI 同比、环比和翘尾（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图2：2026 年 8 月 CPI 和核心 CPI



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

进一步看，8 月 CPI 至少呈现出四个结构特征：

首先，服务价格维持韧性，但并未进一步走强。8 月仍处暑期消费旺季，旅游价格总体平稳，通信服务、生活服务和医疗保健等分项继续提供支撑，说明居民服务消费仍保持一定韧性。不过，与此前相比，服务价格上行斜率并未明显抬升，表明当前服务消费修复更多体现为平稳延续，而非加速扩张。

其次，食品价格修复弱于季节性规律。按历史经验，8 月通常是食品价格季节性上行阶段，天气因素也往往会推升运输和仓储成本。但从实际表现看，蔬菜价格涨幅偏弱，水果价格继续下跌，猪肉价格虽自低位继续修复，但整体食品项对 CPI 的拉动仍低于预期。这表明当前居民食品消费价格修复基础仍然偏弱，不过鉴于食品季节性涨价季到来，食品价格处于相对低位，未来价格易涨难跌。

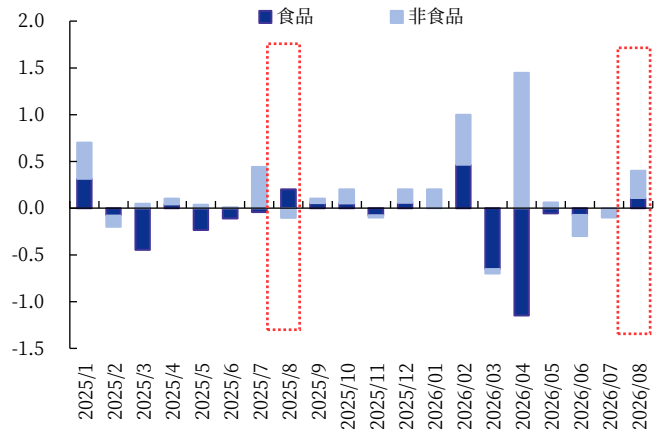
下载日志已记录，仅供内部参考

再次，核心 CPI 继续保持正增长，终端需求尚未失稳。剔除食品和能源后，核心 CPI 环比继续为正，说明居民端价格表现总体平稳，内生需求虽未明显走强，但仍处于缓慢修复过程中。与表观 CPI 相比，核心 CPI 更能反映终端需求状况，而当前核心项表现意味着价格中枢仍具备一定稳定性。

最后，外部价格因素对通胀读数的扰动有所加大。7 月能源价格回落压低了 CPI 表观读数，8 月则随着油价回升、黄金价格上涨以及部分可贸易品价格抬升，CPI 同比出现修复。这意味着短期通胀读数对海外价格波动的敏感度仍然较高，但就内生通胀而言，国内价格运行整体仍保持平稳。

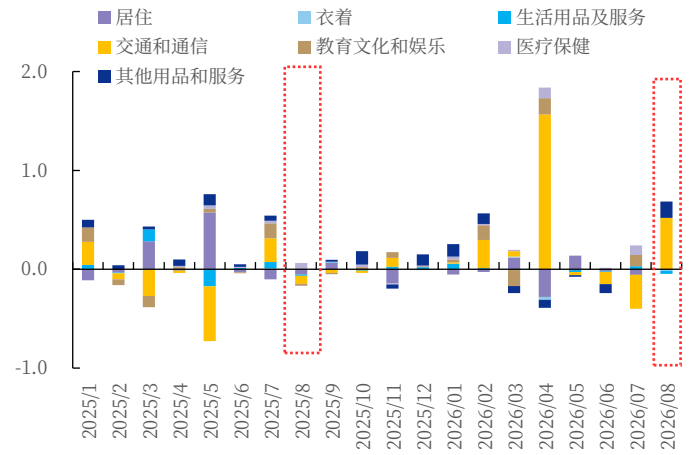
往后看，9 月 CPI 大概率仍将温和波动。一方面，食品项仍处于季节性上行窗口，服务项也具备一定刚性支撑；另一方面，能源项对 CPI 的拉动未必持续扩大，核心通胀上行动能也相对有限。因此，后续 CPI 更可能表现为低位企稳、小幅波动，而非趋势性抬升。换言之，市场既不宜将 7 月低读数解读为通胀重新转弱，也不宜将 8 月回升理解为通胀趋势性走强，更合理的判断是：**CPI 底部已较为明确，但向上弹性仍然有限。**

图3：8 月 CPI 中食品和非食品价格涨幅（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

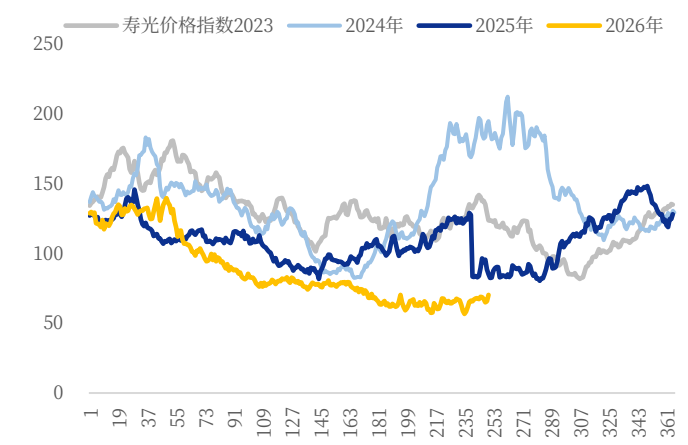
图4：8 月 CPI 中非食品价格涨幅（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

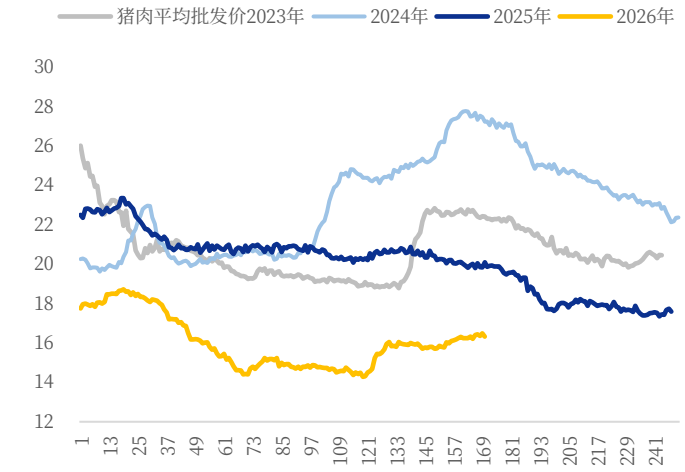
下载日志已记录，仅供内部参考

图5：寿光蔬菜价格指数



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图6：农业农村部猪肉平均批发价格（元/公斤）

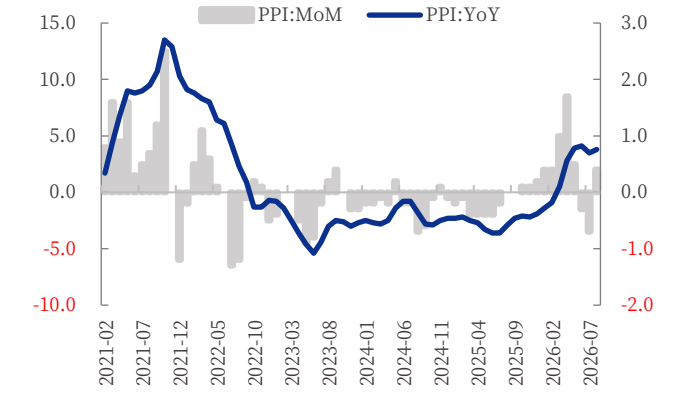


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

二、涨价不具有普遍性，PPI 下半年稳步回落

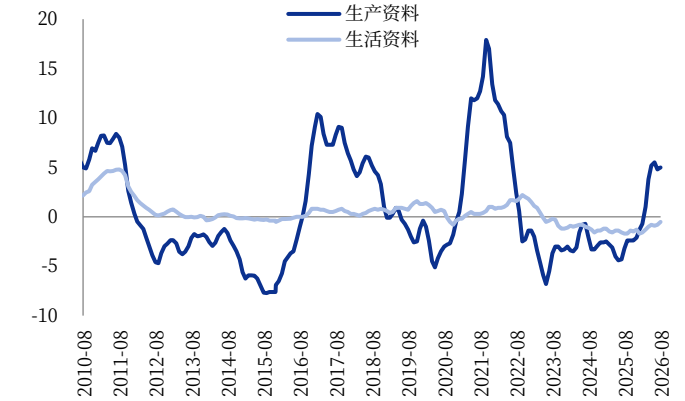
2026 年 8 月 PPI 同比上涨 3.8%，较 7 月回升 0.3 个百分点，环比上涨 0.4%，涨幅高于市场预期。表面上看，PPI 读数重新回升且超出预期，容易被解读为工业需求边际改善；但从分项结构看，8 月 PPI 回升的主因仍是上游能源和资源品价格反弹，而非中下游需求出现广泛修复。与此同时，计算机、通信和其他电子设备等出口相关行业价格仍保持上行，说明外需链条对局部制造业价格的支撑依然存在。

图7：2026 年 8 月 PPI 环比和同比增速（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图8：8 月 PPI 生产资料和生活资料同比（%）

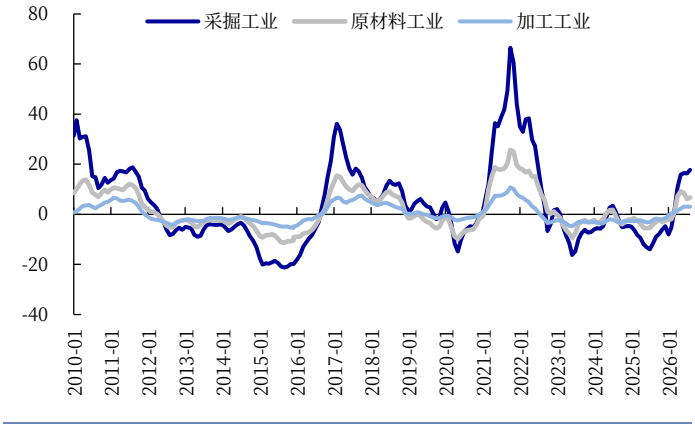


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

市场此前对 8 月 PPI 预期有所回落，主要基于对油价波动趋缓的判断。考虑到霍尔木兹海峡相关冲突具有较强不确定性，市场普遍认为其对中上游工业品价格的传导可能难以持续。但从实际表现看，虽然地缘风险并未演化为持续性供给中断，8 月原油月均价仍较 7 月回升，带动资源品价格再度走强，进而推升 PPI 读数。由此判断，下半年 PPI 运行仍将较大程度受到地缘政治扰动及库存调整的影响，回落过程未必顺畅。

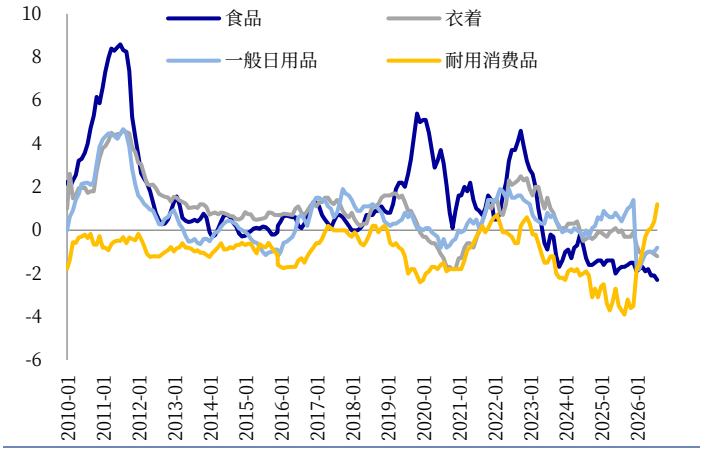
下载日志已记录，仅供内部参考

图9：生产资料价格同比涨幅（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图10：生活资料价格同比涨幅（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

这意味着，7 月 PPI 走弱与 8 月 PPI 回升，并不能简单理解为工业需求强弱的单边切换，更大程度上反映的是资源品价格波动对总量读数的反复扰动。因此，对 8 月 PPI 的观察重点仍不在于总量数据本身，而在于其所揭示的价格修复广度依然有限，工业品涨价尚未由局部向普遍扩散。

具体来看，PPI 当前仍体现出四条鲜明的结构主线。

首先，原材料价格重新上行，说明本轮工业品价格回升的核心驱动仍是资源品。8 月石油和天然气开采价格明显上行，并向化工、有色等中上游行业传导。这表明 PPI 的上行动力仍主要来自能源价格脉冲，而非中下游需求主动扩张。一旦资源品价格重新回落，PPI 的上行动能也可能随之减弱。

其次，出口改善继续支撑少数优势制造业，但尚未带动价格普遍回升。 当前受益于外需景气的，仍主要是计算机、通信及其他电子设备制造业，以及铁路、船舶、航空航天等高端制造领域。相比之下，材料类、通用设备、医药、汽车等行业价格并未同步走强，说明出口修复对整体工业品价格体系的外溢效应仍较有限，外需更多体现为局部支撑，而非全面带动。

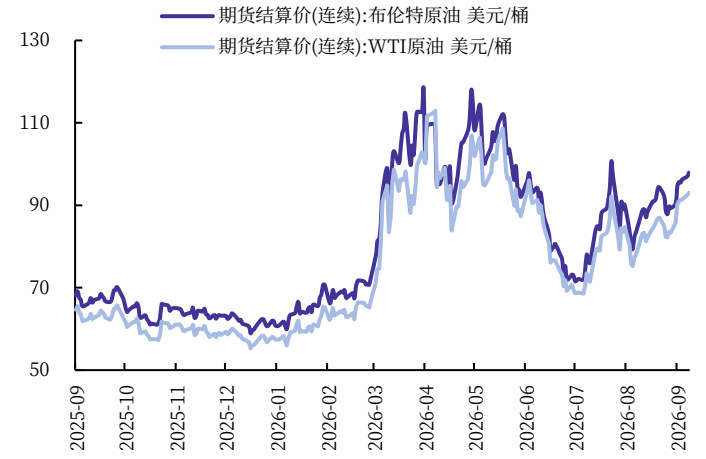
再次，地产链和传统重工业仍然偏弱。8 月仍处施工淡季，高温、暴雨等天气因素继续扰动实物工作量释放；同时，地产链偏弱、部分基建项目开工节奏不足，也使得水泥、粗钢、非金属矿物制品等传统工业品需求承压。即使后续财政支出节奏有所加快，其作用更多可能体现为托底，而非带动重工业价格进入持续修复通道，PPI 也因此难以转向普涨格局。

最后，耐用品价格保持一定韧性，但仍不足以扭转整体结构。“以旧换新”等政策继续对部分耐用品需求形成支撑，叠加供给侧竞争格局改善和前期成本传导，部分耐用品出厂价格表现相对较好。这说明下游并非完全缺乏价格承接能力，但目前这种承接仍主要集中于少数政策受益行业，尚不足以扩散为更广泛的中下游价格改善。

总体来看，8 月 PPI 回升并不意味着工业品价格已进入全面修复阶段，其更重要的信号在于：本轮价格回升仍然偏结构化，资源品仍是主要驱动，普涨基础尚不稳固。 前期 PPI 之所以上行，更多是由资源品阶段性冲高所带动；而在建筑链需求偏弱、出口传导有限的背景下，PPI 中枢大概率仍将在下半年逐步回落。考虑到地缘风险和油价波动仍可能反复，PPI 回落节奏未必线性，但继续明显上冲的基础也相对有限。

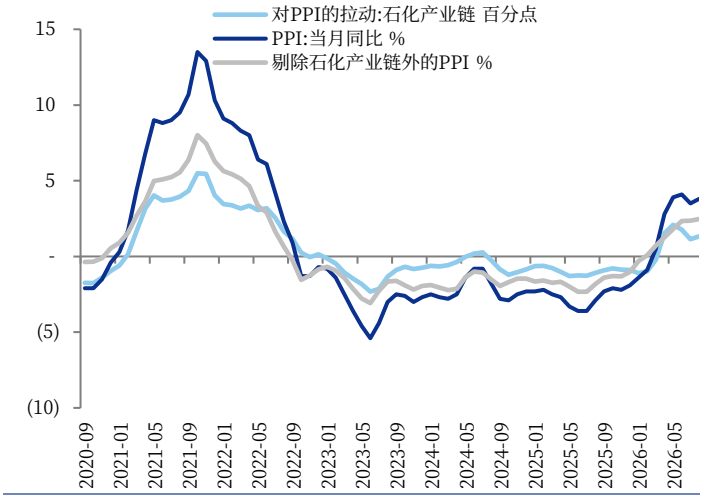
下载日志已记录，仅供内部参考

图11：原油价格走势



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图12：石化链和非石化链出厂价格走势



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

三、PPI 到 CPI：价格传导回升，终端扩散仍不充分

如果把 8 月 CPI 和 PPI 放在一起看，最值得重视的不是 CPI 同比回升、PPI 环比转正这一表面变化，而是两者所反映的价格传导链条较 7 月有所修复，但修复仍然高度局部化。当前中国通胀体系的特征，仍然不是全面通胀回升，而是**上游资源品重新走强、服务消费维持韧性，但终端商品价格承接仍然有限**。这意味着，8 月价格表现更多反映外部冲击和局部链条修复，而非内需全面改善。

首先，CPI 与 PPI 的“剪刀差”并未明显扩大，但上游对下游的成本传导较 7 月有所增强。8 月原油价格回升，带动 PPI 中石油、天然气、化工等上游原材料价格重新上涨，也直接推升了 CPI 中车用燃料等交通相关分项价格。这说明能源仍然是当前 CPI 与 PPI 之间最直接的传导渠道。与 7 月上游回落缓解下游压力不同，8 月上游价格反弹已经重新对下游形成一定输入性影响，但这种影响目前仍主要集中在能源链条。

其次，终端需求的修复依然更多体现在服务端，而非广泛商品和工业品需求。8 月服务价格继续保持正增长，通信服务、生活服务、医疗保健等分项仍有支撑，说明居民端“即时消费”需求仍具韧性。但从工业品价格表现看，地产链、建材链和一般制造业并未同步改善，表明价格修复依然难以向投资链条和重工业领域有效传导。因此，8 月虽然出现了“CPI 回升、PPI 回升”的组合，但其背后并非总需求同步改善，而仍是服务强于商品、终端强于工业的结构延续。

再次，PPI 向 CPI 的传导较 7 月略有增强，但仍然停留在局部领域。一方面，8 月 PPI 中计算机、通信和其他电子设备制造业价格继续上涨，CPI 中的通信工具价格也同步上行，说明外需景气和相关制造业价格改善，已对部分终端耐用品价格形成传导。另一方面，原材料价格回升和部分耐用品出厂价格韧性增强，尚未明显反映在 CPI 家用器具等终端消费品价格上，成本压力虽然在生产端已有体现，但居民商品消费承接仍然偏弱，企业提价能力有限。换言之，当前 PPI 向 CPI 的传导并非完全停滞，而是集中于能源和少数可贸易品链条，距离广泛扩散仍有明显距离。

最后，上游价格反弹短期有助于改善资源品盈利，但对中下游利润空间并不友好，其可持续性仍取决于终端承接能力。8 月资源品价格回升，使上游行业利润弹性阶段性修复，但如果终端消费和中下游需求未能同步改善，上游成本抬升反而可能重新挤压中下游利润空间。考虑到当前

下载日志已记录，仅供内部参考

PPI 向 CPI 的传导仍然偏弱，这意味着上游价格回升的持续性可能仍然受限，后续利润改善未必会重新集中于资源品和传统重工业，产业链盈利分配仍将更多取决于终端需求修复能否进一步扩散。

总体来看，8 月 CPI 与 PPI 的联动关系较 7 月确有增强，尤其是能源和部分出口链条的价格传导更为明显，但这种联动仍然具有较强的局部性，并未改变当前通胀运行的基本格局。CPI 的回升更多是表观修复，PPI 的上行更多是资源品带动，而终端商品需求偏弱、工业品价格缺乏普涨基础的格局仍未发生根本变化。

四、 市场含义：通胀约束不足，利率定价仍取决于增长而非物价

对于市场而言，8 月通胀数据最重要的意义在于：**CPI 和 PPI 同步回升，并不意味着全面再通胀启动，而更多是能源价格反弹和局部行业价格修复的结果。** 当前通胀运行仍然呈现较强的结构性特征，价格回升的广度和持续性仍有待观察。

首先，从政策层面看，8 月通胀回升尚不足以对稳增长政策形成明显约束。 CPI 回升更多受能源和黄金价格扰动带动，核心通胀和服务价格虽有韧性，但整体上行动能仍较温和；PPI 回升则主要来自资源品反弹，而非内需广泛改善。因此，价格因素暂不构成政策重心切换的触发条件，后续政策仍将主要围绕稳增长和稳预期展开。

其次，从债市层面看，通胀回升并不必然对应利率中枢系统性抬升。 8 月 CPI 上行更多体现为表观修复，PPI 回升也主要由上游资源品带动，名义增长预期虽然边际改善，但基础并不稳固。对于债市而言，通胀本身仍不是核心矛盾，利率走势更大程度上仍取决于后续需求修复能否进一步扩散。

再次，从权益风格看，上游资源品和部分出口链条短期仍有支撑，但市场难以据此交易全面涨价逻辑。 能源价格反弹和电子通信等行业价格上行，有助于支撑上游资源品及部分景气制造业表现；但地产链、传统重工业和一般消费品价格仍然偏弱，中下游和服务消费板块的相对优势并未明显逆转。

总体来看，8 月通胀数据反映的是价格传导较 7 月有所修复，但通胀修复仍停留在结构层面。 对市场而言，短期内可以适度下调对 PPI 单边回落的预期。后续资产定价的关键，仍在于需求修复能否由服务端和局部出口链条，进一步扩展至更广泛的商品消费和工业品需求。

风险提示

全球原油再次上行的风险；AI 投资持续上行的风险；外需走弱的风险；海外经济衰退的风险。

下载日志已记录，仅供内部参考

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

张迪：宏观经济分析师。许冬石：宏观经济分析师。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享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。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河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。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河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。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A 股市场以沪深 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，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：	相对基准指数涨幅 10%以上
		中性：	相对基准指数涨幅在-5%～10%之间
		回避：	相对基准指数跌幅 5%以上
	公司评级	推荐：	相对基准指数涨幅 20%以上
		谨慎推荐：	相对基准指数涨幅在 5%～20%之间
		中性：	相对基准指数涨幅在-5%～5%之间
		回避：	相对基准指数跌幅 5%以上

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程 曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：林 程 021-60387901 lincheng_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田 薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚 颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn