下载日志已记录，仅供内部参考

财通证券 CAITONG SECURITIES

输入性压力再度抬升

证券研究报告

宏观点评 / 2026.09.09

分析师 张伟
SAC 证书编号：S0160525060002
zhangwei04@ctsec.com

分析师 万琦
SAC 证书编号：S0160525090007
wanqi@ctsec.com

相关报告

1. 《AI 涨价继续支撑出口上行》 2026-09-08
2. 《日债会有危机吗？》 2026-09-07
3. 《一篇文献综述：经济萧条、右翼民粹与债务扩张》 2026-09-01

核心观点

- **8 月国内物价呈现共振回升态势，整体符合市场预期，结构性运行特征依然突出。**8 月 CPI 与 PPI 环比同步由降转涨，同比涨幅双双回升，通胀剪刀差与前值基本持平。本月物价回升主要受国际油价反弹、黄金价格调整与新动能产业涨价共同驱动，其中油价是最核心的外生变动项，地缘局势反复推升风险溢价是主要动因。由于油价走势可通过高频数据持续跟踪，市场对此轮上涨已有充分预期与提前定价，因此本月通胀数据整体贴合市场共识，未形成明显预期差。

- **CPI 涨价线索沿多维度次第展开，外部因素占据主导，内部品类分化形成对冲。**能源端边际拉动最为显著，国际油价反弹带动国内成品油价格环比由降转升，是 CPI 环比转正的核心支撑；黄金饰品价格同步回暖，带动其他用品和服务分项价格明显超出季节性水平；算力需求快速扩张推动消费电子价格普涨，AI 产业涨价效应持续向终端传导。食品项环比由平转涨但整体弱于季节性水平，作为高权重核心分项对整体 CPI 拉动有限，主因内部鲜菜、蛋禽、猪肉涨价与鲜果、水产品降价形成显著对冲。服务价格涨幅虽有收窄，但暑期出行余温支撑交通工具租赁、机票、住宿价格继续上行，核心 CPI 同比温和回升，彰显内需服务韧性。

- **PPI 沿产业链呈现分层传导特征，上游强下游弱格局延续，产业链盈利失衡问题或再度凸显。**8 月 PPI 结束连续两个月环比下跌，同比涨幅同步扩大，生产资料与生活资料价格剪刀差虽略有收窄但仍处于较高水平。上游端国际大宗商品反弹的输入性效应集中释放；中游端产业转型升级效应持续显现，电子电路、虚拟现实设备等新动能行业形成增量价格支撑；下游端则冷热分化，煤电价格季节性上涨与建材、黑色金属价格走弱并存。这一价格结构传导至工业企业盈利层面，此前凸显的产业链利润分配失衡、中下游盈利承压等结构性问题，或将再度回归市场视野。

- **后市通胀环境预计整体平稳，内外因素交织下结构性特征延续，宏观调控保有充裕空间。**外部层面，输入性价格整体呈波动态势，难以形成持续单边传导；国际油价仍是影响年内走势的核心变量，大概率维持震荡格局，全球低库存形成底部支撑，需求端抑制效应约束上行空间，叠加产业链传导时滞，能源输入性影响将波动释放，铜、黄金等大宗商品扰动同样值得关注。内部层面，中长期新兴产业涨价逻辑较为确定，AI 产业链延伸与消费电子升级持续提供价格支撑；短期需重点关注猪价底部修复节奏、极端天气对生鲜供给的冲击及节假日带动的服务价格季节性回升。

- **风险提示：**输入性通胀超预期反弹风险，食品供给端扰动超预期风险，核心通胀回升动能接续风险。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表目录

图 1: PPI 与 CPI 同比剪刀差持平前值 3
图 2: CPI 分项同比及环比 4
图 3: 交通工具用燃料价格环比超季节性水平 4
图 4: 金饰品价格同比涨幅回升 5
图 5: 其他用品和服务价格环比超季节性 5
图 6: 通讯工具价格环比持续超季节性 6
图 7: 食品环比正增但弱于季节性水平 6
图 8: 鲜菜价格环比弱于季节性 7
图 9: 猪肉价格环比小幅正增 7
图 10: 蛋类价格环比弱于季节性 8
图 11: 服务价格环比基本符合季节性 8
图 12: 核心 CPI 同比小幅回升 9
图 13: 金饰品价格对核心 CPI 同比影响测算 9
图 14: PPI 生产资料与生活资料同比差值小幅收敛 10
图 15: PPI 分行业环比及同比 10
图 16: 国际油价与相关行业 PPI 环比 11

下载日志已记录，仅供内部参考

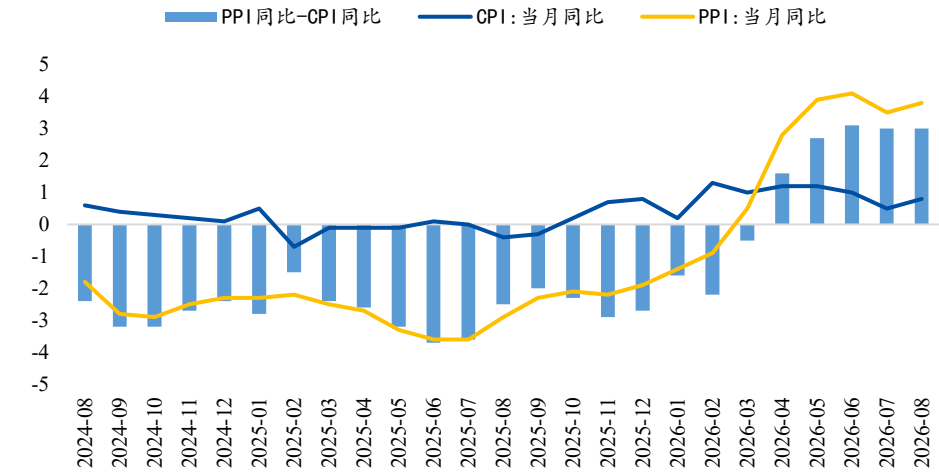
中国 8 月 CPI 同比上涨 0.8%，预期 0.8%，前值 0.5%。

中国 8 月 PPI 同比上涨 3.8%，预期 3.6%，前值 3.5%。

8 月国内 CPI、PPI 环比同步由降转涨，同比涨幅双双回升，通胀剪刀差与前值持平。与 7 月的边际下行格局不同，**本月国内物价在国际油价反弹、金价调整与新动能涨价的共同驱动下，呈现共振回升态势，结构性特征依然突出。**

油价是本月通胀走势中最显著的外生变动项，地缘局势反复推升风险溢价是核心驱动。由于油价走势可通过高频数据紧密跟踪，市场对此轮上涨已有提前预期与充分定价，因此本月国内通胀整体符合市场共识，并未与预期形成明显脱锚。

图1: PPI 与 CPI 同比剪刀差持平前值

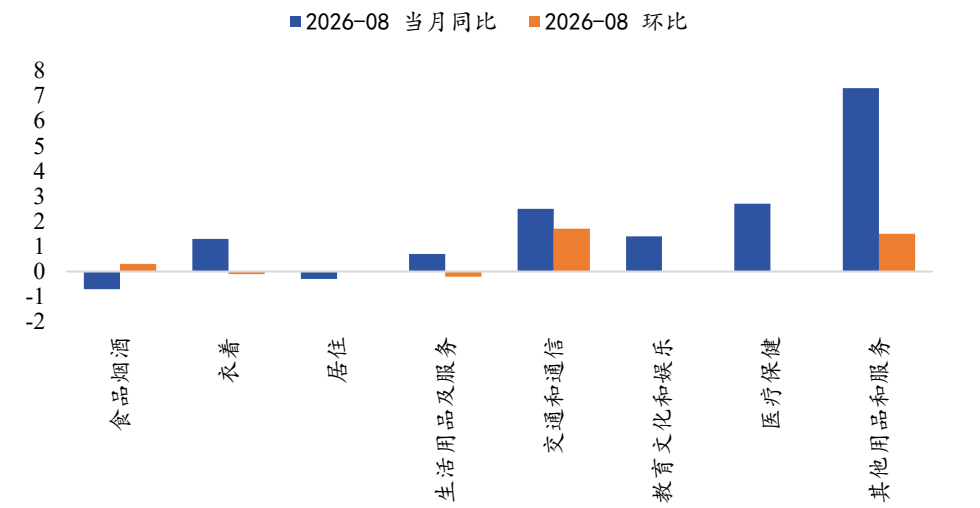


数据来源：Wind，财通证券研究所；单位：%

CPI 方面，同比+0.8%，较 7 月回升 0.3 个百分点；环比+0.4%，由 7 月的-0.1%转正，高于季节性水平。**涨价动力沿能源、黄金、电子产品、食品及服务这几条线索依次展开，整体而言，外部因素占据主导作用。**

下载日志已记录，仅供内部参考

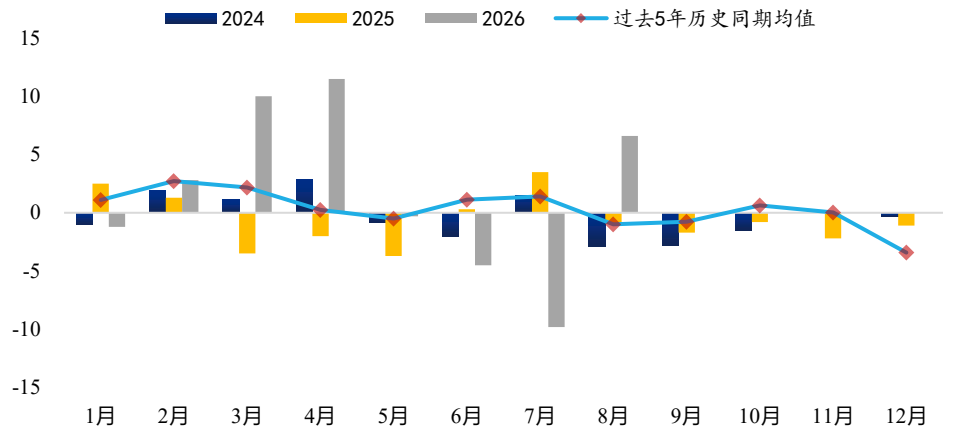
图2: CPI 分项同比及环比



数据来源：Wind，财通证券研究所；单位：%

能源端边际拉动最为明显，国际油价反弹带动国内成品油价格环比由降转升。国内汽油价格由上月下降 10.7%转为上涨 7.2%，影响 CPI 环比上涨约 0.21 个百分点。成为 CPI 环比转正的显著拉动。

图3: 交通工具用燃料价格环比超季节性水平

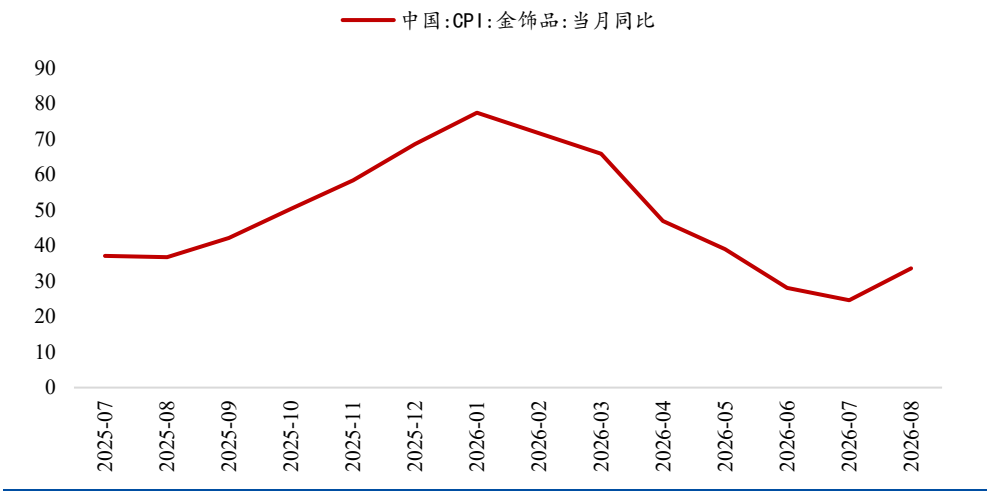


数据来源：Wind，财通证券研究所；单位：%。

黄金饰品同步回暖，8 月国际金价方面因加息预期的松动、对美财政信用的担忧、央行增持等因素整体有所上行，相应的，国内金饰品价格环比由上月下降 2.6%转为上涨 7.6%，影响 CPI 环比上涨约 0.04 个百分点，这在“其他用品和服务”分项中也有体现，其价格环比上行 1.5%，明显超出季节性水平。

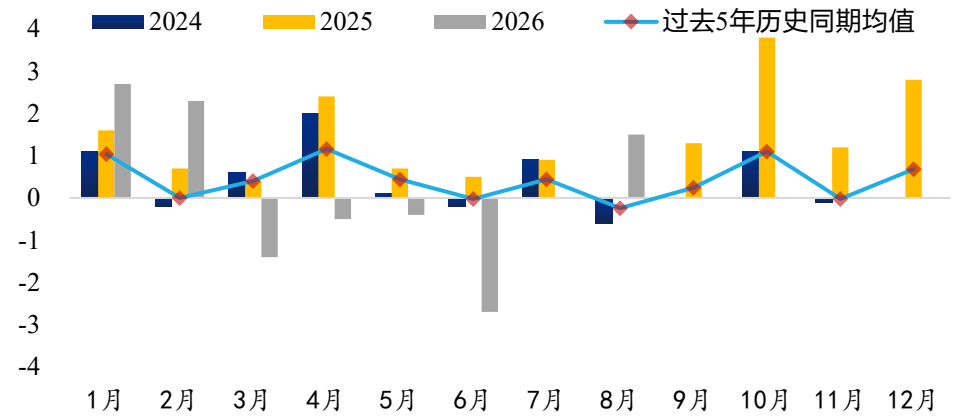
人在草木间

图4：金饰品价格同比涨幅回升



数据来源：Wind，财通证券研究所；单位：%。

图5：其他用品和服务价格环比超季节性

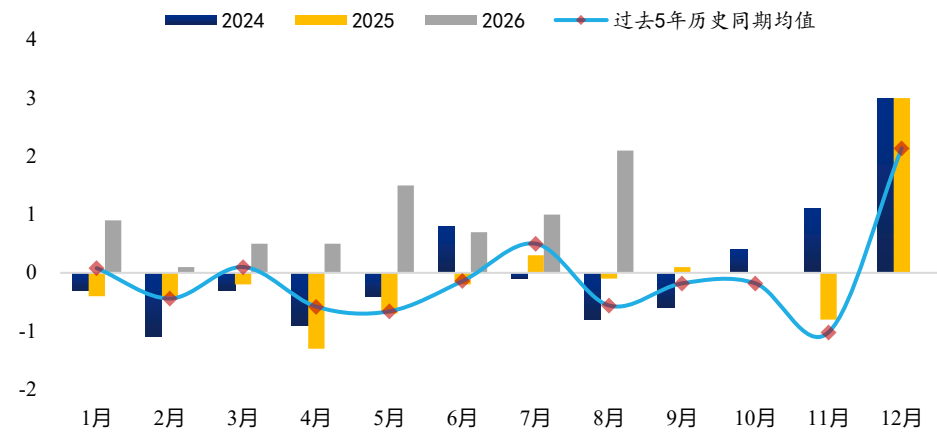


数据来源：Wind，财通证券研究所；单位：%。

新兴产业相关消费品紧随其后，算力需求快速增长推动消费电子价格普涨，AI 产业涨价效应持续向终端传导。8 月移动电话机、平板电脑、数据存储设备价格分别上涨 2.3%、2.1%和 2.1%，合计拉动 CPI 上涨约 0.03 个百分点。通信工具分项价格环比上行 2.1%，持续超出历史同期均值水平。

下载日志已记录，仅供内部参考

图6: 通讯工具价格环比持续超季节性



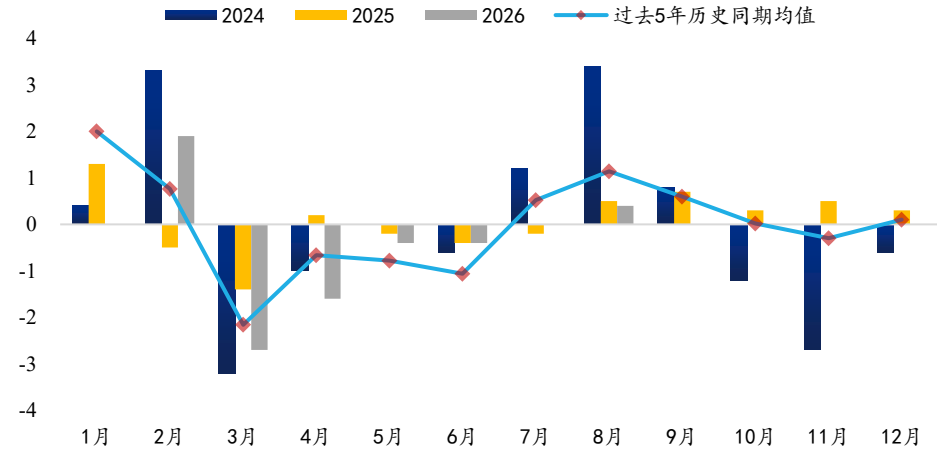
数据来源：Wind，财通证券研究所；单位：%。

食品端由平转涨，环比+0.4%，环比虽转正但低于季节性（近5年同期均值+1.1%），影响CPI环比上涨约0.07个百分点，同比-1.4%（前值-1.5%）。

食品作为 CPI 中的高权重核心分项，对整体价格指数的拉动作用却较为有限，核心原因在于内部品类价格走势分化显著，涨跌互现形成了明显的对冲效应。

一方面，高温多雨叠加换茬推升鲜菜价格，蛋鸡歇伏、生猪出栏减少带动鸡蛋和猪肉边际修复；另一方面应季鲜果充足、休渔期结束水产品放量则形成部分对冲。8月鲜菜价格环比上涨5.5%，涨幅比上月扩大4.2个百分点；鸡蛋价格由上月环比下降2.1%转为上涨2.4%，猪肉价格环比上涨1.3%；上述三项合计影响CPI环比上涨约0.12个百分点。鲜果、水产品价格分别环比下降2.5%、0.9%，合计影响CPI环比下降约0.07个百分点。

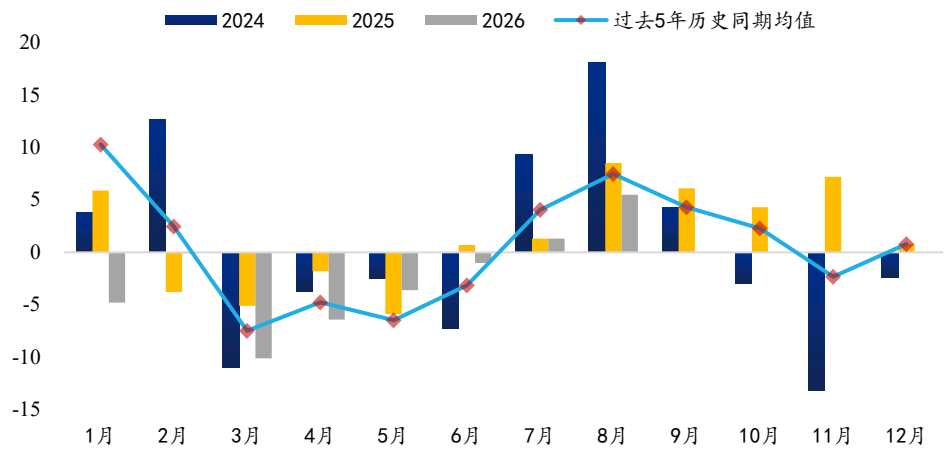
图7: 食品环比正增但弱于季节性水平



数据来源：Wind，财通证券研究所；单位：%。

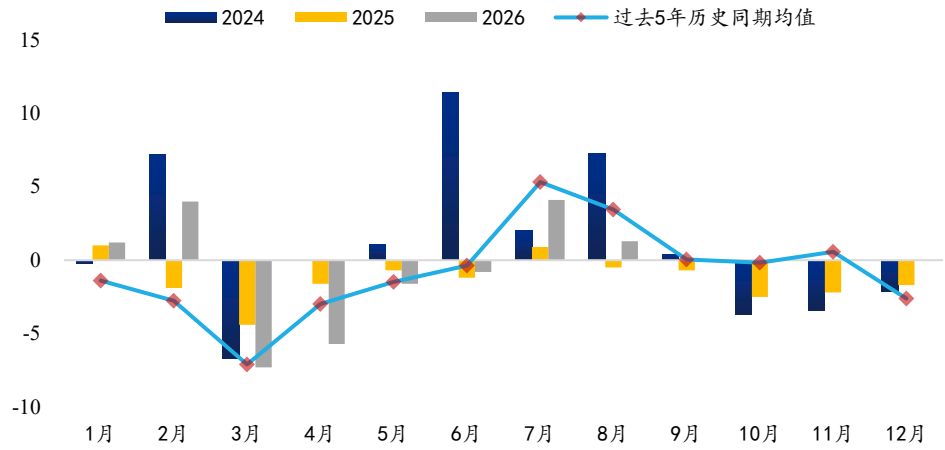
下载日志已记录，仅供内部参考

图8：鲜菜价格环比弱于季节性



数据来源：Wind，财通证券研究所；单位：%。

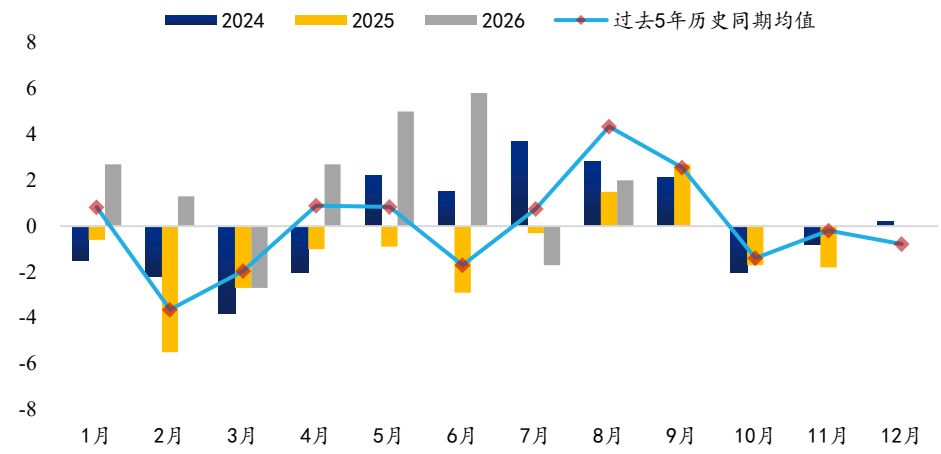
图9：猪肉价格环比小幅正增



数据来源：Wind，财通证券研究所；单位：%。

下载日志已记录，仅供内部参考

图10：蛋类价格环比弱于季节性

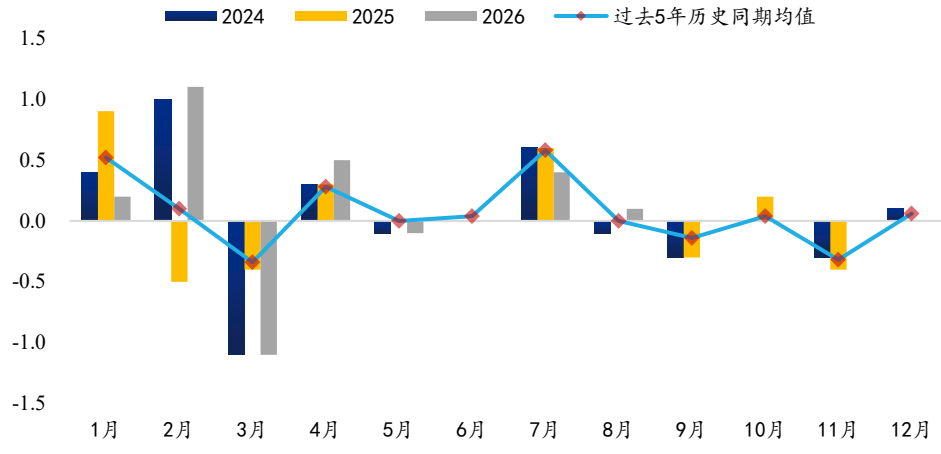


数据来源：Wind，财通证券研究所；单位：%。

服务端涨幅虽有收窄，环比上涨 0.1%（前值为 0.4%），但暑期出行余温尚存，交通工具租赁、机票、住宿价格继续上行，分别环比上涨 3.3%、3.0%和 1.0%。

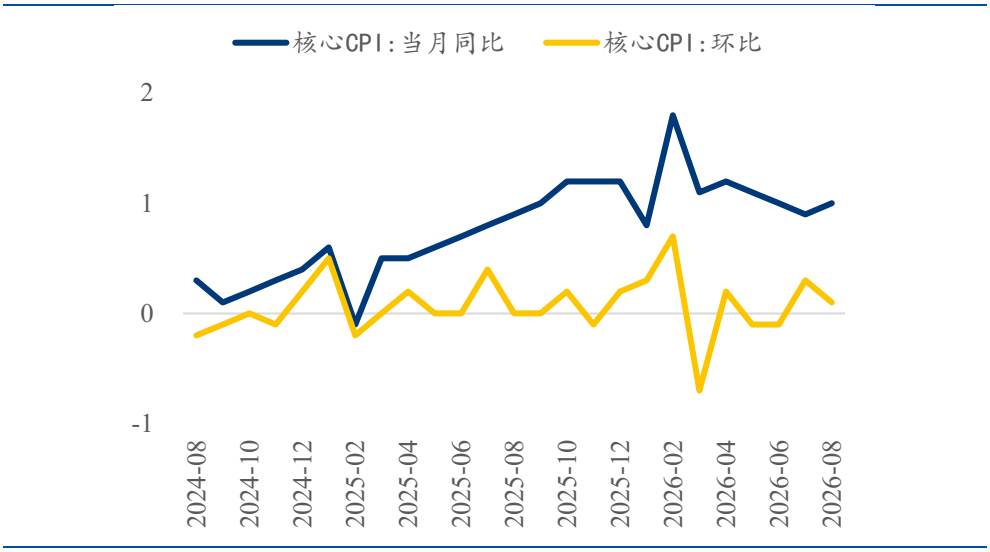
核心 CPI 同比+1.0%（前值+0.9%），环比+0.1%（前值+0.3%），温和回升，显示出一定韧性。从季节性视角看，8 月核心 CPI 环比小幅高于季节性，一方面来自服务方面的带动，另一方面金价的反弹也有支撑。我们进行粗略测算，假设核心 CPI 在 CPI 中所占权重为 78%，按“国内金饰品价格环比由上月下降 2.6%转为上涨 7.6%，影响 CPI 环比上涨约 0.04 个百分点”这一表述倒推，金饰品在 CPI 权重为 0.5%左右，据此简单倒推得金饰品在核心 CPI 的权重为 0.6%左右。按上述假设计算金饰品同比的贡献，对 8 月份核心 CPI 同比边际变化的贡献超出五成。

图11：服务价格环比基本符合季节性



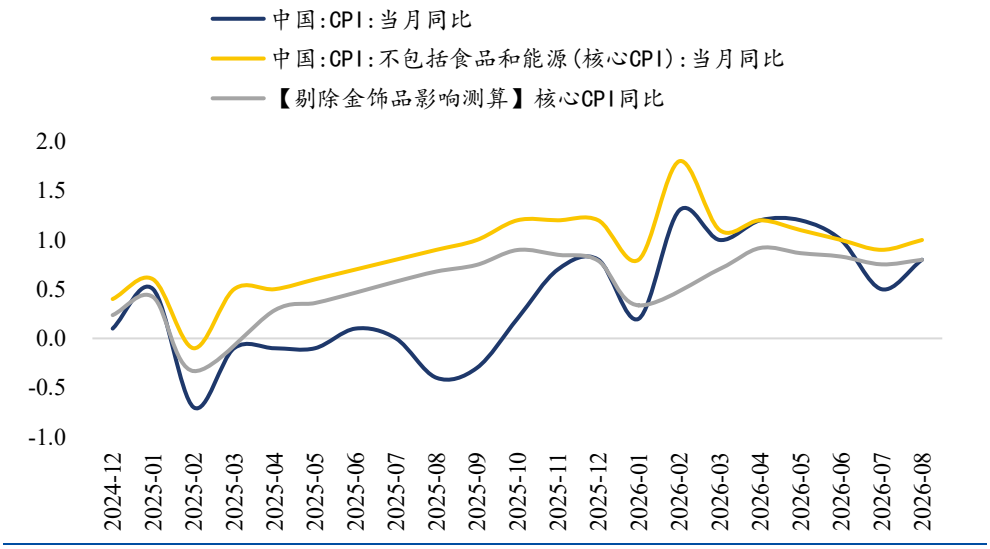
数据来源：Wind，财通证券研究所；单位：%。

图12：核心 CPI 同比小幅回升



数据来源：Wind，财通证券研究所；单位：%。

图13：金饰品价格对核心 CPI 同比影响测算

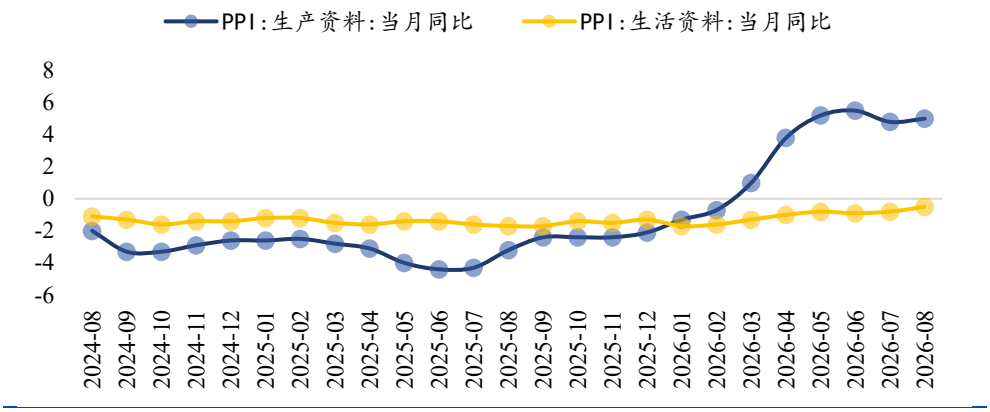


数据来源：Wind，财通证券研究所；单位：%。

PPI 方面，涨价压力沿产业链自上而下传导，同时呈现新动能向上、传统行业向下的分化。8 月 PPI 同比+3.8%，较 7 月回升 0.3 个百分点；环比+0.4%，结束 6-7 月的连续两个月下跌。生产资料同比+5.0%与生活资料-0.5%的剪刀差略有收窄，但依旧处于较高水平，上游强、下游弱的格局延续。这一价格结构传导至工业企业盈利端，此前凸显的产业链利润分配失衡、中下游盈利承压等结构性问题，或将再度回归市场视野。

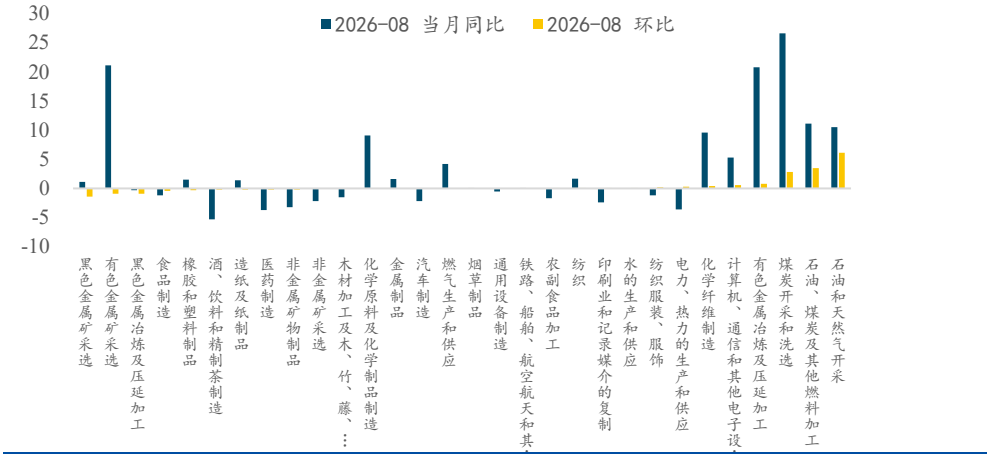
下载日志已记录，仅供内部参考

图14: PPI 生产资料与生活资料同比差值小幅收敛



数据来源：Wind，财通证券研究所；单位：%。

图15: PPI 分行业环比及同比

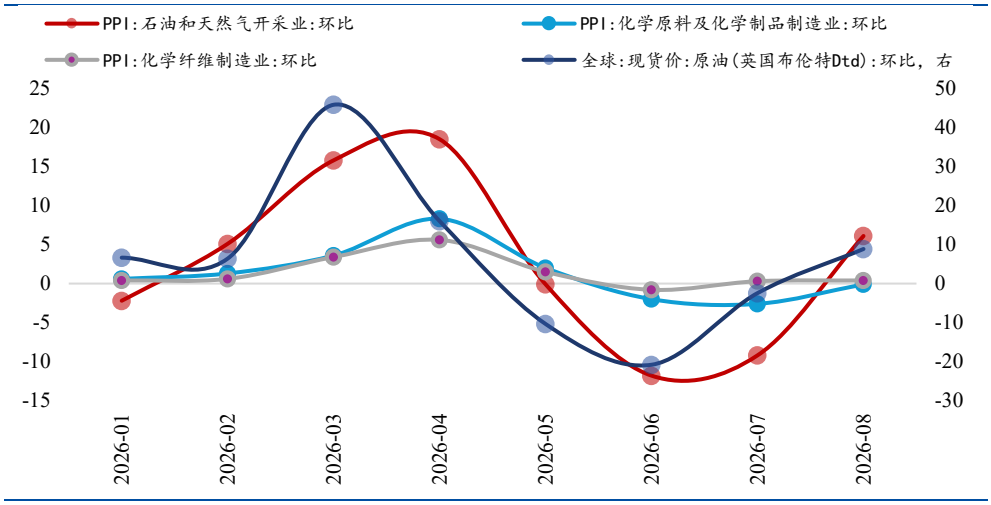


数据来源：Wind，财通证券研究所；单位：%。

上游端，国际大宗商品反弹的输入性效应集中释放，石油开采、精炼石油、化工、有色等行业价格普遍上行，是 PPI 环比转正的核心驱动力。石油开采、精炼石油产品制造、有机化学原料制造及有色金属冶炼和压延加工业行业 8 月分别环比上涨 10.4%、4.1%、0.9%和 0.8%，合计影响 PPI 环比上涨约 0.31 个百分点。

下载日志已记录，仅供内部参考

图16：国际油价与相关行业 PPI 环比



数据来源：Wind，财通证券研究所；单位：%。

中游端，产业转型升级效应持续显现，电子电路、虚拟现实设备、服务消费机器人等行业价格走强，成为新的价格支撑。计算机、通信和其他电子设备制造业价格环比持续超季节性。

下游端则冷热不均，涨跌互现。用电用煤高峰支撑煤炭和电力价格季节性上涨，而高温雨水天气拖累建筑施工，黑色金属、非金属矿物制品价格环比走弱。同比看，上游资源品合计上拉作用显著，电力热力、汽车制造、医药等传统行业则构成同比的拖累，新旧动能价格分化持续。

展望后市，预计国内整体通胀环境仍将保持平稳，无明显通胀压力，宏观政策调控保有充裕空间。

外部层面，输入性价格以波动为主，难以形成单边传导。国际油价仍是影响年内通胀走势的核心变量，大概率维持震荡格局，抛开地缘形势本身的高度不确定性，油价上下均存在一定制约因素：一方面全球低库存对价格形成底部支撑，另一方面如油价上行过快，需求侧可能自发产生抑制作用，反向压制涨幅。叠加前期油价上涨对产业链的滞后传导效应仍在消化之中，能源输入性影响大概率呈波动式释放。此外，铜、黄金等其他大宗商品的输入性价格扰动也值得关注。

内部来看，结构性涨价逻辑则较为分散，短期冲量有限。中长期视角下，新兴产业是较为确定的涨价逻辑主线，AI 产业链延伸、消费电子更新换代等趋势将持续为工业消费品价格提供温和支撑。短期关注点则集中于周期性、季节性的扰动：包括生猪产能去化进程下猪价的底部修复节奏，厄尔尼诺极端天气对生鲜食品供给的潜在冲击、节假日效应带动的服务价格季节性回升等。

下载日志已记录，仅供内部参考

风险提示

输入性通胀超预期反弹风险。地缘局势不确定性仍高，若中东冲突升级超出市场预期，国际油价可能突破震荡区间大幅上行，叠加铜、黄金等大宗商品价格联动上涨，输入性价格压力将沿产业链加速传导，推升国内工业品与消费品成本。

食品供给端扰动超预期风险。若极端天气持续时间长于预期，鲜菜、生鲜供给冲击可能进一步放大，加大物价上行波动。

核心通胀回升动能接续风险。暑期出行带动的服务价格上涨具有季节性特征，节后消费需求可能边际回落，后续如需求接续不足，核心 CPI 的回升势头可能放缓。

下载日志已记录，仅供内部参考

信息披露

● 分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

● 公司评级

以报告发布日后 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：
买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%～10%之间；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%～5%之间；
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；
无评级：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。
A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；中国香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

● 行业评级

以报告发布日后 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：
看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；
中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；
看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。
A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；中国香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

● 免责声明

。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。
本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。
本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。
本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。
本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。
本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；
本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。