下载日志已记录，仅供内部参考



9 月通胀点评

四季度通胀增速或走平

9 月国际大宗商品价格波动对国内通胀的影响依然较大，国际油价、有色金属价格造成明显上拉，黄金价格则造成一定拖累；9 月 AI 产品价格上升对通胀的影响进一步凸显，CPI 中通信工具分项同比增速连续两个月在 10%上方；我们认为四季度 CPI 和 PPI 同比增速或在当前增速水平保持窄幅波动，关注国际局势、厄尔尼诺、生产端年底补库存等因素对通胀的扰动。

- 9 月 CPI 环比增长 0.2%，同比增长 0.9%，核心 CPI 同比增长 1.0%，服务价格同比增长 0.8%，消费品价格同比增长 1.0%。从分项同比看，同比增速较 8 月上升的仅有交通通信，居住、教育文化娱乐和医疗保健增速持平于 8 月，衣着、食品烟酒、生活用品及服务、其他用品和服务增速均较 8 月有不同程度下降。
- 从环比看，9 月食品价格环比上涨 0.4%，涨幅与上月相同，低于季节性水平 0.8 个百分点，影响 CPI 环比上涨约 0.06 个百分点，服务价格由上月上涨 0.1%转为下降 0.2%，对 CPI 环比的影响由上月上拉约 0.04 个百分点转为下拉约 0.08 个百分点，工业消费品价格影响 CPI 环比上涨约 0.22 个百分点。
- AI 产品价格带动 9 月 CPI 同比增速上行。从同比看，9 月 CPI 同比增长 0.9%，其中，食品价格影响 CPI 同比下降约 0.29 个百分点，汽油价格影响 CPI 同比上涨约 0.47 个百分点，扣除能源的工业消费品价格影响 CPI 同比上涨约 0.39 个百分点，服务价格影响 CPI 同比上涨约 0.40 个百分点；从细项看，猪肉和鲜菜价格合计影响 CPI 同比下降约 0.33 个百分点，牛肉和羊肉价格合计影响 CPI 同比上涨约 0.08 个百分点，鸡蛋价格影响 CPI 同比上涨约 0.07 个百分点，黄金饰品价格影响 CPI 同比上涨约 0.11 个百分点，数据存储设备、平板电脑、计算机和移动电话机价格合计影响 CPI 同比上涨约 0.23 个百分点。一方面，9 月 CPI 有三个特点与此前是一致的，一是食品价格的持续拖累，二是国际能源价格和黄金价格的持续扰动，三是内需的疲弱反映在服务价格上；另一方面，9 月也出现了新的特点，最为明显的是 AI 产品需求带动的价格上升是 9 月 CPI 同比增速较 8 月上升的重要因素，体现在通信工具价格 9 月同比增长 14.3%、交通通信项目 9 月同比增长 4.3%，其次是以牛肉和羊肉为代表的食品价格，出现环比走势强于季节性的趋势。我们认为四季度 CPI 同比增速或仍将维持相对平稳的走势，但是需要开始关注 AI 产品需求对价格的推动、极端天气对食品价格的影响、国际局势不确定性对大宗商品价格波动的影响，以及 PPI 同比增速上升对 CPI 的外溢性影响。
- 9 月 PPI 环比增长 1.2%，同比增长 5.0%，其中生产资料同比增长 6.5%，生活资料同比下降 0.1%。PPIRM 环比增长 1.2%，同比增长 6.9%
- 关注年底补库存对 PPI 的影响。9 月 PPI 同比增长 5.0%，涨幅明显高于万得一致预期 4.3%，影响较大的主要是生产资料中采掘业和原材料工业价格，从行业看主要的上行拉动，一是石油、有色、化工等受输入性因素影响较大的行业，二是受 AI 需求带动较大的计算机通信行业，三是受季节性因素影响较大的行业，比如煤炭。我们认为四季度国际局势的不确定性和国内生产端季节性补库存的具体情况，都可能对 PPI 价格造成影响，但考虑到目前国内供强虚弱的情况没有明显变化，我们认为 PPI 同比增速短期虽然回落空间不大，但进一步上升的空间也较小。
- **风险提示：**全球通胀二次上行的风险；欧美经济回落速度偏快；国际局势复杂化。

相关研究报告

《策略周报》20261011
《美国股债市场再平衡》20261011
《宏观和大类资产配置周报》20261011

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观经济

证券分析师：张晓娇
xiaojiao.zhang@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300514010002

证券分析师：朱启兵
(8610)66229359
Qibing.Zhu@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

下载日志已记录，仅供内部参考

CPI

9 月 CPI 环比增速较 8 月回落。9 月 CPI 环比增长 0.2%，增速较 8 月下降 0.2 个百分点。从分项环比看，9 月环比上行的包括交通通信（1.0%）、衣着（0.6%）、食品烟酒（0.2%）、医疗保健（0.2%），环比增速下降的有生活用品及服务（-0.1%）、教育文化娱乐（-0.3%）、其他用品和服务（-0.8%），居住价格环比增速持平；9 月分项中较 8 月环比增速上升的有衣着、医疗保健、生活用品及服务，较 8 月环比增速下降的有食品烟酒、教育文化娱乐、交通通信、其他用品和服务，居住环比增速持平于 8 月。

9 月 CPI 同比增速略低于万得一致预期。9 月 CPI 同比增长 0.9%，较 8 月上升 0.1 个百分点，核心 CPI 同比增长 1.0%，较 8 月持平，服务价格同比增长 0.8%，较 8 月持平，消费品价格同比增长 1.0%，较 8 月上升 0.2 个百分点。从分项同比看，9 月同比增速增长的是其他用品和服务（5.9%）、交通通信（4.3%）、医疗保健（2.7%）、教育文化娱乐（1.4%）、衣着（1.2%）、生活用品及服务（0.2%），同比增速下降的是居住（-0.3%）和食品烟酒（-0.9%）；同比增速较 8 月上升的仅有交通通信，居住、教育文化娱乐和医疗保健增速持平于 8 月，衣着、食品烟酒、生活用品及服务、其他用品和服务增速均较 8 月有不同程度下降。

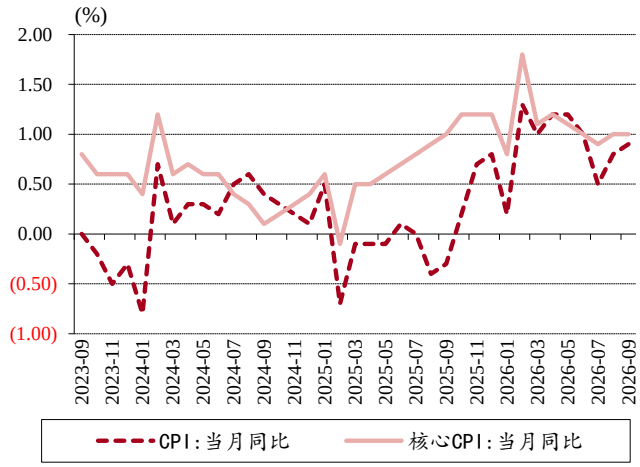
9 月食品价格分化，牛羊肉价格环比涨幅扩大。从环比看，9 月食品价格环比上涨 0.4%，涨幅与上月相同，低于季节性水平 0.8 个百分点，影响 CPI 环比上涨约 0.06 个百分点；鲜菜、猪肉、鸡蛋和鲜果价格涨幅在 0.5%-2.3%之间，合计影响 CPI 环比上涨约 0.05 个百分点；牛肉和羊肉价格持续上涨，本月分别上涨 3.1%和 1.4%，涨幅均有扩大，合计影响 CPI 环比上涨约 0.04 个百分点；休渔期结束，水产品供应充足，价格下降 0.8%，影响 CPI 环比下降约 0.02 个百分点。从同比看，食品价格同比下降 1.7%，降幅比上月扩大 0.3 个百分点，影响 CPI 同比下降约 0.29 个百分点；食品中，猪肉和鲜菜价格分别下降 10.0%和 8.1%，合计影响 CPI 同比下降约 0.33 个百分点；粮食、食用油、奶类和鲜果价格降幅在 0.6%-1.5%之间，合计影响 CPI 同比下降约 0.07 个百分点；鸡蛋价格上涨 17.4%，涨幅回落 1.1 个百分点，影响 CPI 同比上涨约 0.07 个百分点；牛肉和羊肉价格分别上涨 7.5%和 6.4%，涨幅继续扩大，合计影响 CPI 同比上涨约 0.08 个百分点。

服务价格和黄金价格环比回落，AI 产品价格同比涨幅扩大。从环比看，9 月服务价格由上月上涨 0.1%转为下降 0.2%，对 CPI 环比的影响由上月上拉约 0.04 个百分点转为下拉约 0.08 个百分点，服务中，随着暑假结束，飞机票、宾馆住宿和旅行社收费价格合计影响 CPI 环比下降约 0.12 个百分点；秋季开学，教育服务价格影响 CPI 环比上涨约 0.03 个百分点；工业消费品价格影响 CPI 环比上涨约 0.22 个百分点，其中，受国际市场价格变动影响，国内汽油价格和黄金饰品价格两项合计影响 CPI 环比上涨约 0.14 个百分点；受成本走高影响，移动电话机、计算机、数据存储设备和平板电脑价格合计影响 CPI 环比上涨约 0.04 个百分点；秋装上市，带动服装价格影响 CPI 环比上涨约 0.03 个百分点。从同比看，9 月汽油价格影响 CPI 同比上涨约 0.47 个百分点；扣除能源的工业消费品价格影响 CPI 同比上涨约 0.39 个百分点；其中，黄金饰品价格影响 CPI 同比上涨约 0.11 个百分点，数据存储设备、平板电脑、计算机和移动电话机价格合计影响 CPI 同比上涨约 0.23 个百分点；服务价格涨幅与上月相同，影响 CPI 同比上涨约 0.40 个百分点。

AI 产品价格带动 9 月 CPI 同比增速上行。从同比看，9 月 CPI 同比增长 0.9%，其中，食品价格影响 CPI 同比下降约 0.29 个百分点，汽油价格影响 CPI 同比上涨约 0.47 个百分点，扣除能源的工业消费品价格影响 CPI 同比上涨约 0.39 个百分点，服务价格影响 CPI 同比上涨约 0.40 个百分点；从细项看，猪肉和鲜菜价格合计影响 CPI 同比下降约 0.33 个百分点，牛肉和羊肉价格合计影响 CPI 同比上涨约 0.08 个百分点，鸡蛋价格影响 CPI 同比上涨约 0.07 个百分点，黄金饰品价格影响 CPI 同比上涨约 0.11 个百分点，数据存储设备、平板电脑、计算机和移动电话机价格合计影响 CPI 同比上涨约 0.23 个百分点。一方面，9 月 CPI 有三个特点与此前是一致的，一是食品价格的持续拖累，二是国际能源价格和黄金价格的持续扰动，三是内需的疲弱反映在服务价格上；另一方面，9 月也出现了新的特点，最为明显的是 AI 产品需求带动的价格上升是 9 月 CPI 同比增速较 8 月上升的重要因素，体现在通信工具价格 9 月同比增长 14.3%、交通通信项目 9 月同比增长 4.3%；其次是以牛肉和羊肉为代表的食品价格，出现环比走势强于季节性的趋势。我们认为四季度 CPI 同比增速或仍将维持相对平稳的走势，但是需要开始关注 AI 产品需求对价格的推动、极端天气对食品价格的影响、国际局势不确定性对大宗商品价格波动的影响，以及 PPI 同比增速上升对 CPI 的外溢性影响。

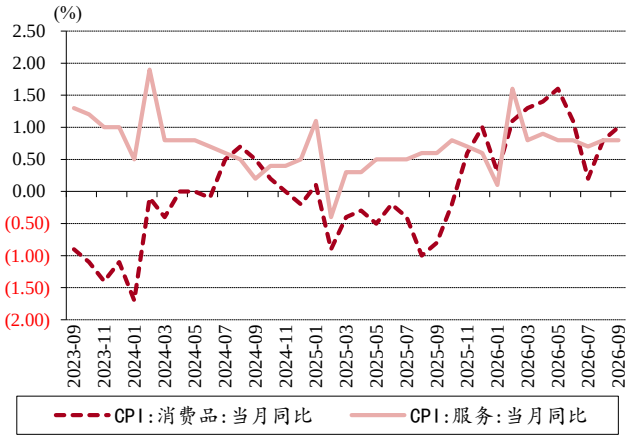
下载日志已记录，仅供内部参考

图表 1. CPI 和核心 CPI 同比走势



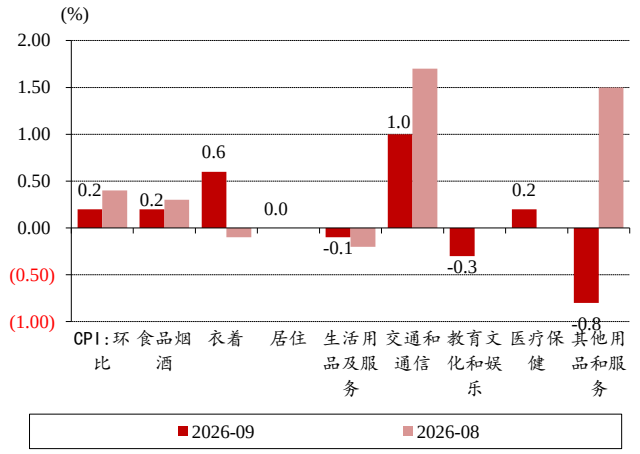
资料来源：万得，中银证券

图表 2. 消费品和服务 CPI 当月同比



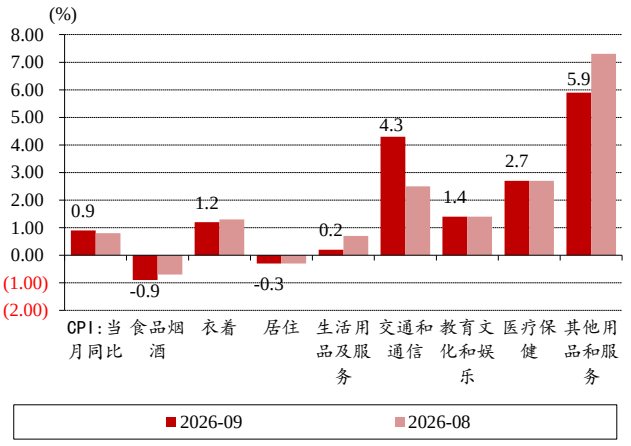
资料来源：万得，中银证券

图表 3. CPI 环比走势



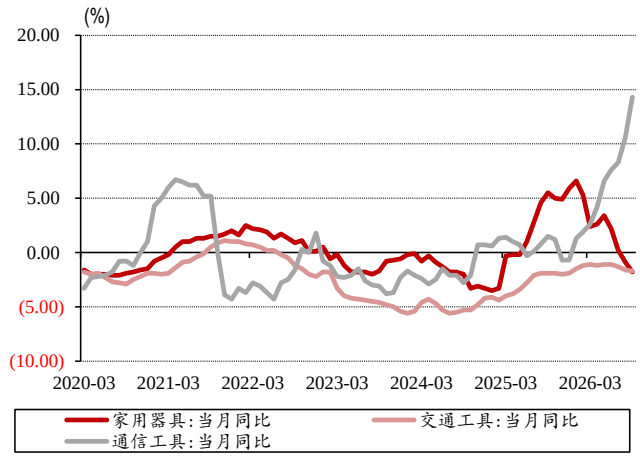
资料来源：万得，中银证券

图表 4. CPI 同比走势



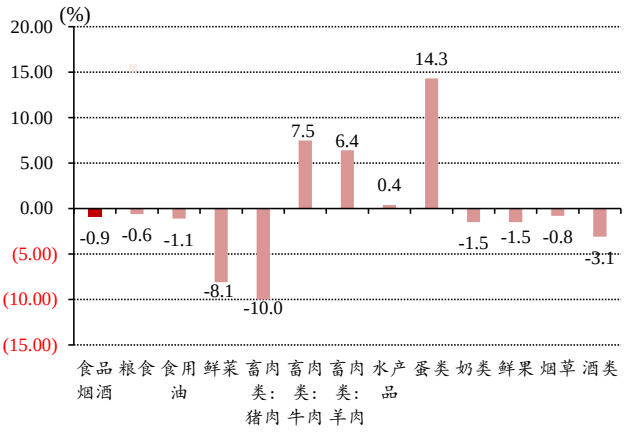
资料来源：万得，中银证券

图表 5. 9 月通信工具价格同比大幅上涨



资料来源：万得，中银证券

图表 6. 9 月食品类价格同比增速



资料来源：万得，中银证券

下载日志已记录，仅供内部参考

PPI

PPI 环比大幅走高。9 月 PPI 环比增长 1.2%，较 8 月上升 0.8 个百分点，其中生产资料环比增长 1.4%，生活资料环比增长 0.1%。9 月 PPI 同比增长 5.0%，较 8 月上升 1.2 个百分点，其中生产资料同比增长 6.5%，较 8 月上升 1.5 个百分点，生活资料同比下降 0.1%，较 8 月上升 0.4 个百分点。

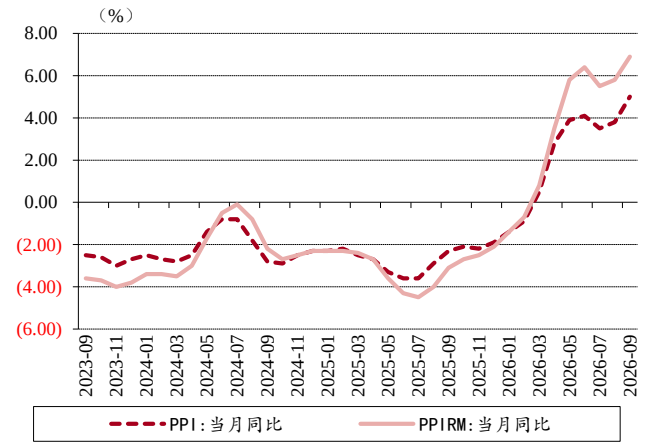
9 月 PPIRM 环比增长 1.2%，同比增长 6.9%，较 8 月上升 1.1 个百分点；从构成来看，9 月同比增速上升较多的是有色金属材料类（20.0%），燃料、动力类（13.6%）和化工原料类（12.6%），同比增速下降的仅有建筑材料类（-2.3%），农副产品类（-0.4%）和黑色金属材料类（-0.4%）；所有品类中，同比增速较 8 月上升较多的是燃料、动力类，化工原料类和建筑材料类，同比增速下降的仅有黑色金属材料类。

9 月主要行业中出厂价格同比增速较高的是，煤炭开采和洗选业（35.3%），石油和天然气开采业（24.5%）和石油、煤炭及其他燃料加工业（21.6%），同比增速较低的是酒、饮料和精制茶制造业（-5.3%），电力、热力的生产和供应业（-3.9%）和黑色金属矿采选业（-3.4%）；同比增速较 8 月上升较多的是石油和天然气开采业，石油、煤炭及其他燃料加工业和煤炭开采和洗选业，下降的仅有黑色金属矿采选业，造纸及纸制品业，电力、热力的生产和供应业以及木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业。

输入性因素和季节性因素对 PPI 同比增速影响较大。9 月 PPI 环比运行的主要特点：一是国际原油、有色金属价格上行带动国内相关行业价格上涨。石油开采、精炼石油产品制造、有机化学原料制造、有色金属矿采选业、有色金属冶炼和压延加工业，5 个行业合计影响 PPI 环比上涨约 0.63 个百分点。二是部分能源和原材料行业供需状况变化拉动价格上涨。受冬季供暖备煤需求增加、主产矿区供应阶段性偏紧、国际煤价上涨预期效应等因素影响，煤炭开采和洗选业、煤炭加工价格环比上涨，钢材、水泥等建筑材料需求有所回升，加之原材料成本上涨，非金属矿物制品业价格在环比连降 7 个月后转为上涨，黑色金属冶炼和压延加工业价格环比上涨，4 个行业合计影响 PPI 环比上涨约 0.38 个百分点。三是人工智能、算电协同等领域加快发展带动部分行业需求增加、价格上涨。电气机械和器材制造业、计算机通信和其他电子设备制造业 2 个行业合计影响 PPI 环比上涨约 0.07 个百分点。从同比看，价格上涨的行业中，煤炭开采和洗选业、石油和天然气开采业、石油煤炭及其他燃料加工业、化学原料和化学制品制造业、有色金属矿采选业、有色金属冶炼和压延加工业、电气机械和器材制造业、计算机通信和其他电子设备制造业，8 个行业涨幅比上月均扩大，合计影响 PPI 同比上涨约 5.42 个百分点，上拉影响比上月增加 1.12 个百分点，价格下降的行业中，酒饮料和精制茶制造业、电力热力生产和供应业、医药制造业、非金属矿物制品业、汽车制造业，5 个行业合计下拉 PPI 同比约 0.66 个百分点。

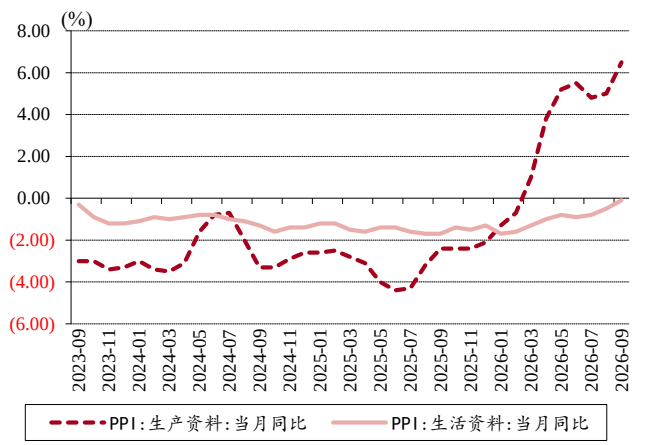
关注年底补库存对 PPI 的影响。9 月 PPI 同比增长 5.0%，涨幅明显高于万得一致预期 4.3%，影响较大的主要是生产资料中采掘业和原材料工业价格，从行业看主要的上行拉动，一是石油、有色、化工等受输入性因素影响较大的行业，二是受 AI 需求带动较大的计算机通信行业，三是受季节性因素影响较大的行业，比如煤炭。我们认为四季度国际局势的不确定性和国内生产端季节性补库存的具体情况，都可能对 PPI 价格造成影响，但考虑到目前国内供强虚弱的情况没有明显变化，我们认为 PPI 同比增速短期虽然回落空间不大，但进一步上升的空间也较小。

图表 7. PPI 和 PPIRM 当月同比增速



资料来源：万得，中银证券

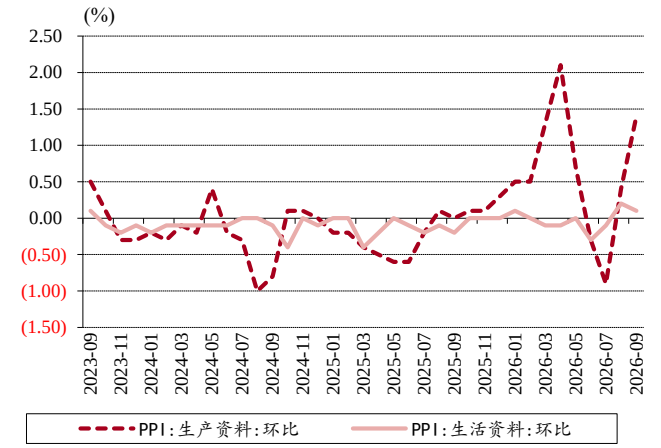
图表 8. PPI 生产资料和生活资料当月同比走势



资料来源：万得，中银证券

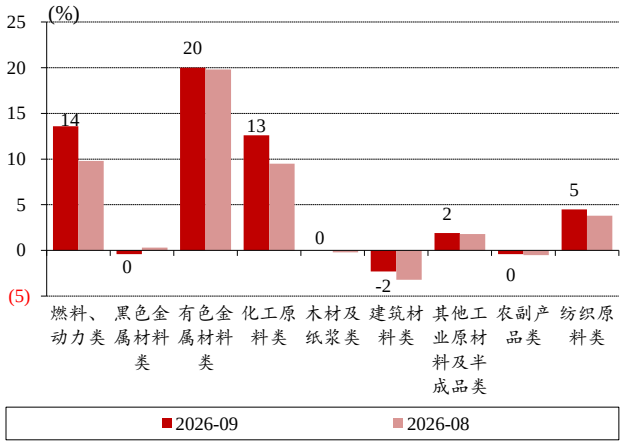
下载日志已记录，仅供内部参考

图表 9. PPI 生产资料和生活资料环比走势



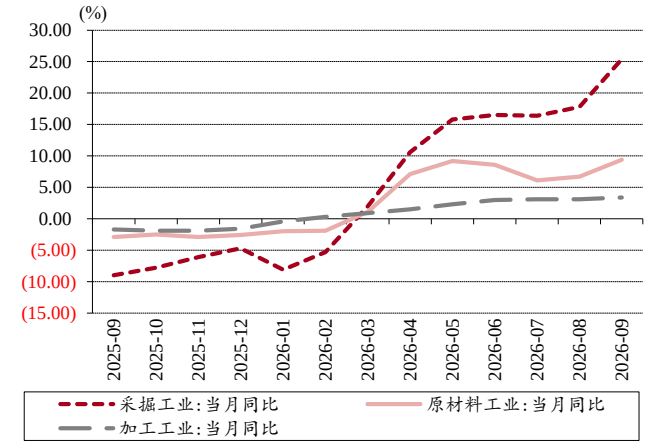
资料来源：万得，中银证券

图表 10. PPIRM 构成当月同比



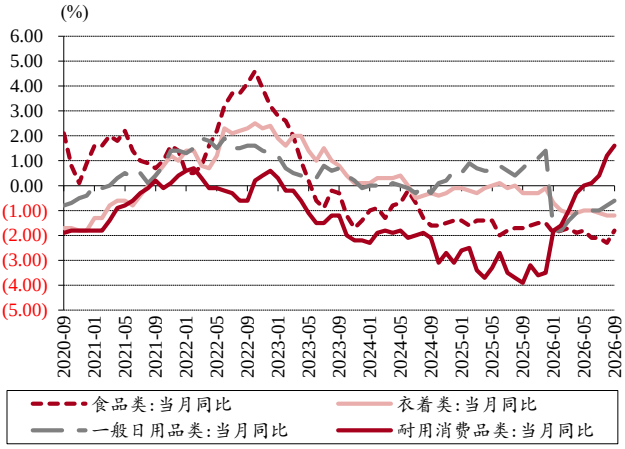
资料来源：万得，中银证券

图表 11. 生产资料价格同比走势



资料来源：万得，中银证券

图表 12. 生活资料价格同比走势



资料来源：万得，中银证券

风险提示：全球通胀二次上行的风险；欧美经济回落速度偏快；国际局势复杂化。

下载日志已记录，仅供内部参考

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买　　入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；

增　　持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；

中　　性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；

减　　持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；

中　　性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；

弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

下载日志已记录，仅供内部参考

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司
中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际证券有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处
中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编:100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司
2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司
美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司
注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371