长江证券 CHANGJIANG SECURITIES

中国经济 | 点评报告

PPI 超预期的背后

——9 月通胀数据点评

报告要点

9 月，CPI 同比低于预期，环比低于季节性。油价回升、AI 通胀，但金价回落、旅游服务季节性回落，CPI 环比回落，同比回升。PPI 同比高于预期，环比回升。原油、有色回升，黑色系价格走强，PPI 同、环比均回升。PPI 超预期的背后，是输入性扰动与稳增长加力的共同作用。展望未来：1）去年同期低基数效应逐步消退，通胀同比中枢有回落趋势，但美伊冲突博弈之下，油价波动或主导 PPI 运行方向；2）9 月超强厄尔尼诺正式形成，或通过进口农作物、有色金属以及海运运价等渠道传导至国内通胀；3）AI 通胀、传统实体通胀或难以独立支撑物价，但边际上来看，多项稳增长政策加力提速，或对国内物价形成一定承托。

分析师及联系人



宋筱筱

SAC：S0490520080011

SFC：BVZ974

| 证券研究报告 |

2026-10-15

中国经济 | 点评报告

PPI 超预期的背后

——9 月通胀数据点评

事件描述

2026 年 10 月 14 日，国家统计局公布了 2026 年 9 月份的通胀数据：9 月份居民消费价格同比+0.9%，环比+0.2%；工业生产者出厂价格同比+5.0%，环比+1.2%。

事件评论

- **CPI 同比低于预期，环比低于季节性。**9 月 CPI 同比+0.9%，低于 Wind 一致预期（+1.0%）；核心 CPI 同比+1.0%。CPI 环比+0.2%，低于 10 年同期均值（+0.4%）；核心 CPI 环比持平，低于 10 年同期均值（+0.2%）。
- **油价回升、AI 通胀，但金价回落、旅游服务季节性回落，CPI 环比回落，同比回升。同比层面：八大分项中**，除了食品烟酒、居住项同比仍为负，其他分项同比均为正，同比增速改善的仅交通通信，居住、教育文化娱乐、医疗保健同比持平，其余同比增速均有下行，因油价回升，交通通信单项对 CPI 同比的拉动升至 0.6pct，是 CPI 同比回升的主要拉动项。**环比层面：1）油价回升，**交通工具用燃料环比+4.5%；**2）算力需求持续增长叠加成本走高，**通信工具环比+3.6%，已连续 10 个月上行，其中移动电话机、计算机、数据存储设备和平板电脑价格分别上涨 3.7%、2.0%、1.7%和 1.5%；**3）金价回落，**黄金饰品价格由上月上涨 7.6%转为下降 2.1%，其他用品及服务环比转负为-0.8%；**4）暑假结束，旅游服务价格环比下行，**飞机票、宾馆住宿和旅行社收费价格分别下降 8.7%、7.0%和 6.0%。
- **PPI 同比高于预期，环比回升。**9 月 PPI 同比+5.0%，高于 Wind 一致预期（+4.3%）；环比升至+1.2%。生产资料同比回升至 6.5%，生活资料同比降幅收窄至-0.1%。
- **原油、有色回升，黑色系价格走强，PPI 同、环比均回升。同比层面：从上中下游来看，**受输入性通胀影响，9 月上游价格同比续升，但中游制造同比转弱，下游同比降幅扩大。**环比层面：1）石油、有色两大产业链受输入性因素影响而价格回升，**油气开采、油煤加工、有色采选、有色冶炼等行业 PPI 环比均有上行，是本月 PPI 环比上行的主要拉动；**2）冬季供暖备煤需求释放、供应阶段性偏紧叠加国际煤价上涨预期，**煤炭采选价格环比上涨；**3）9 月财政支持基建力度回升，建筑材料价格走强，**黑金冶炼、非金属矿制品环比均转正。
- **PPI 超预期的背后，是输入性扰动与稳增长加力的共同作用。**PPI 环比超预期上行，但居民消费需求仍然承压，PPI 向 CPI 传导或受阻。展望未来：1）去年同期低基数效应逐步消退，通胀同比中枢有回落趋势，但美伊冲突博弈之下，油价波动或主导 PPI 运行方向，石油相关产业链占 PPI 权重约 12%，且波动幅度较大，与 PPI 波动高度相关；2）9 月超强厄尔尼诺正式形成，或通过进口农作物、有色金属以及海运运价等渠道传导至国内通胀，但粮食方面，我国储备粮库存充足，粮食稳产保供的预期较强，详见“物价指南系列 4”《厄尔尼诺：风自海上来，价向何处去》；3）AI 通胀、传统实体通胀或难以独立支撑物价。AI 通胀持续，对 PPI 虽有支撑，但相关行业所占权重较低，而传统中下游涨价仍缺乏需求侧支撑，但边际上来看，多项稳增长政策加力提速。9 月以来，存量财政政策推进加快，新型政策性金融工具、注资特别国债落地，5500 亿政府债结存限额等货币、财政、地产领域多项稳增长政策落地，或对国内物价形成一定承托。

风险提示

1、消费修复不及预期；2、地缘政治冲突加剧；3、关税政策最终落地情况存在不确定性。

相关研究

•《十一假期消费的新特点——2026 年十一假期国内数据速览》2026-10-07

•《生产加速、政策蓄能——9 月 PMI 数据点评》2026-09-30

•《“9.29”新政：力度、影响与展望——地产新政显微镜系列 3》2026-09-30

更多研报请访问
长江研究小程序

目录

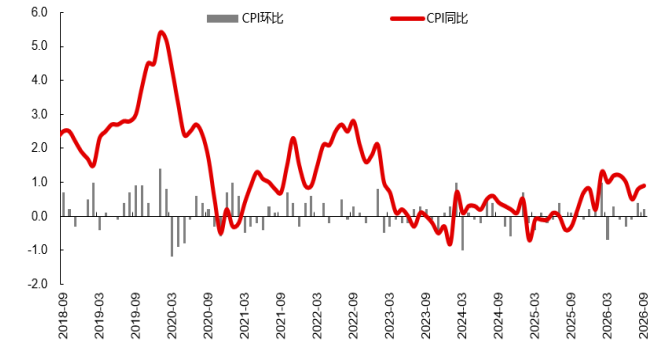
CPI 同比低于预期，环比低于季节性 4
油价回升、AI 通胀，但金价回落、旅游服务回落 4
PPI 同比高于预期，环比回升 5
原油、有色回升，黑色系价格走强 5
PPI 超预期的背后 7
风险提示 8

图表目录

图 1：CPI 同比和环比（%） 4
图 2：核心 CPI 同比和环比（%） 4
图 3：CPI 各大类价格同比增速（%） 4
图 4：油价与 CPI 交通工具用能源环比（美元/桶，%） 4
图 5：PPI 同比和环比（%） 5
图 6：PPI、PPI 生产资料和生活资料同比走势（%） 5
图 7：PPI 同比上中下游贡献度拆分（pct，%） 5
图 8：PPI 分行业当月同比增速及其较上月同比变动幅度（%，pct） 6
图 9：PPI 分行业当月环比增速及其较上月环比变动幅度（%，pct） 6
图 10：霍尔木兹海峡过境船舶数（艘） 7

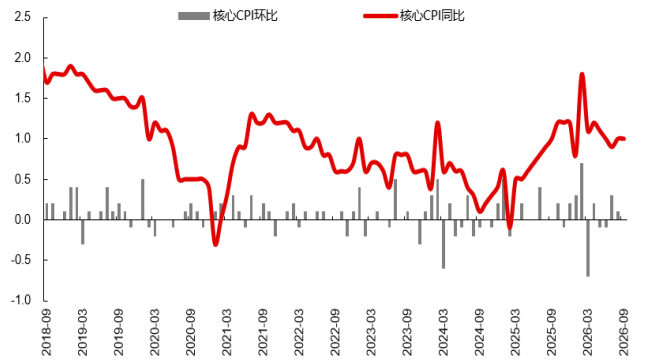
CPI 同比低于预期，环比低于季节性

图 1：CPI 同比和环比（%）



资料来源：Wind，长江证券研究所

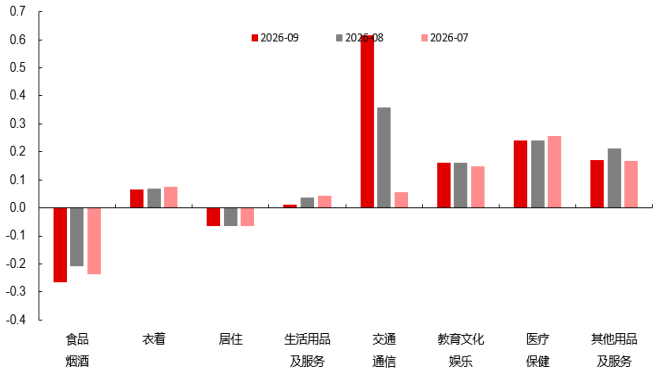
图 2：核心 CPI 同比和环比（%）



资料来源：Wind，长江证券研究所

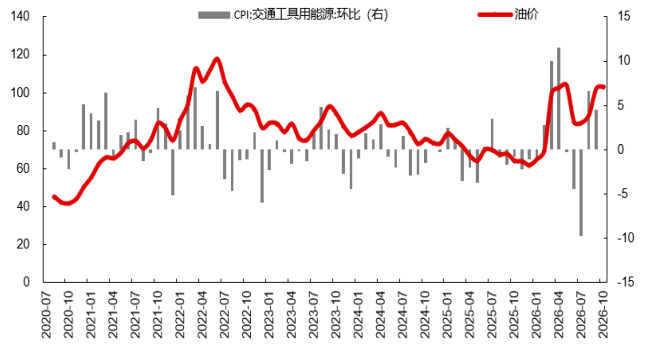
油价回升、AI 通胀，但金价回落、旅游服务回落

图 3：CPI 各大类价格同比增速（%）



资料来源：Wind，长江证券研究所

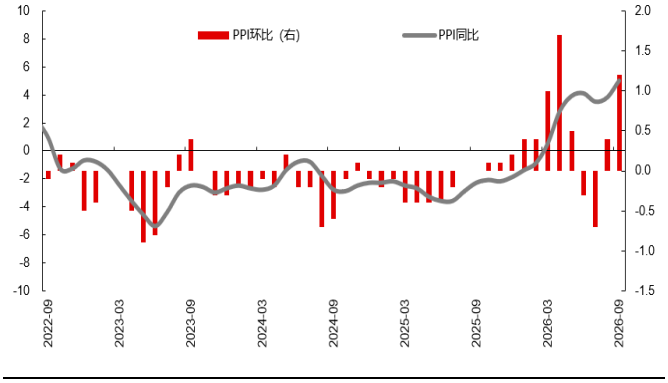
图 4：油价与 CPI 交通工具用能源环比（美元/桶，%）



资料来源：Wind，长江证券研究所

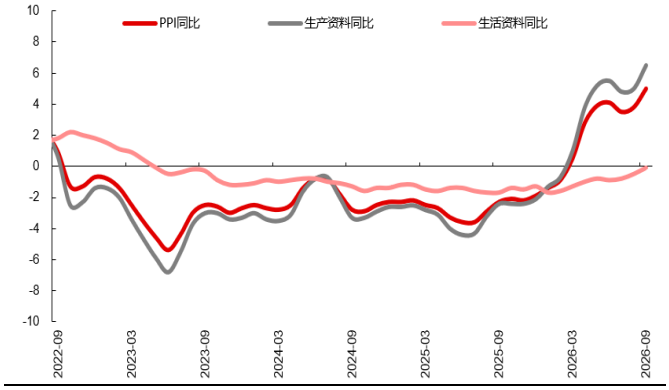
PPI 同比高于预期，环比回升

图 5：PPI 同比和环比（%）



资料来源：Wind，长江证券研究所

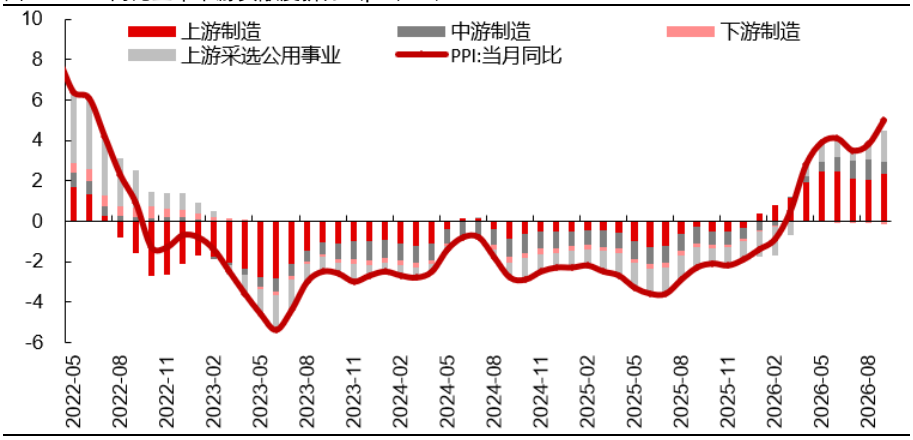
图 6：PPI、PPI 生产资料和生活资料同比走势（%）



资料来源：Wind，长江证券研究所

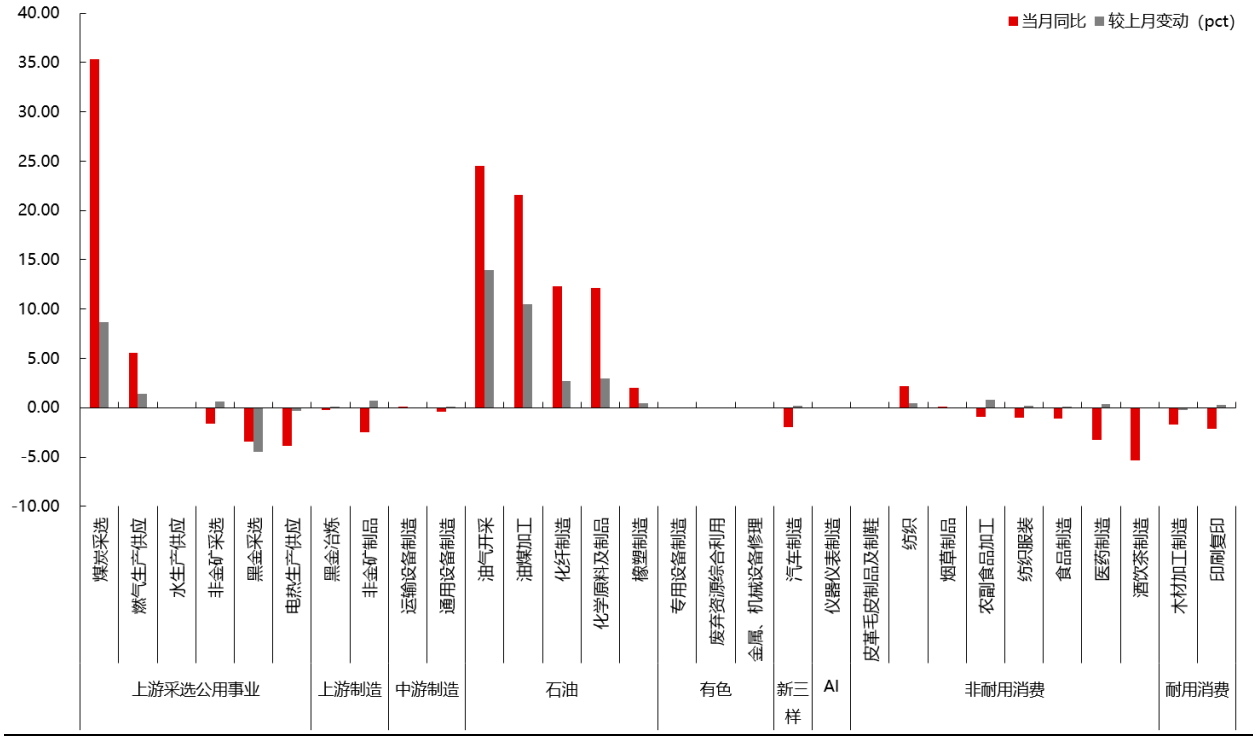
原油、有色回升，黑色系价格走强

图 7：PPI 同比上中下游贡献度拆分（pct，%）



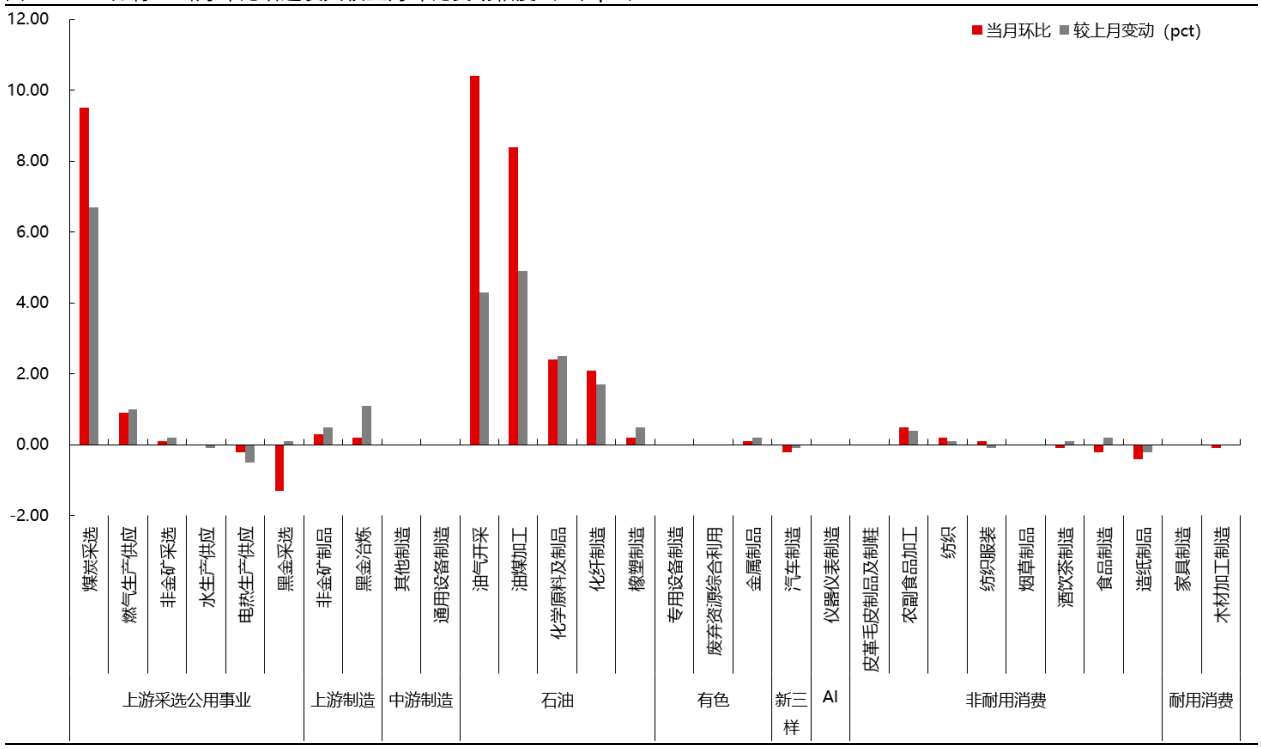
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 8：PPI 分行业当月同比增速及其较上月同比变动幅度（%，pct）



资料来源：Wind，长江证券研究所

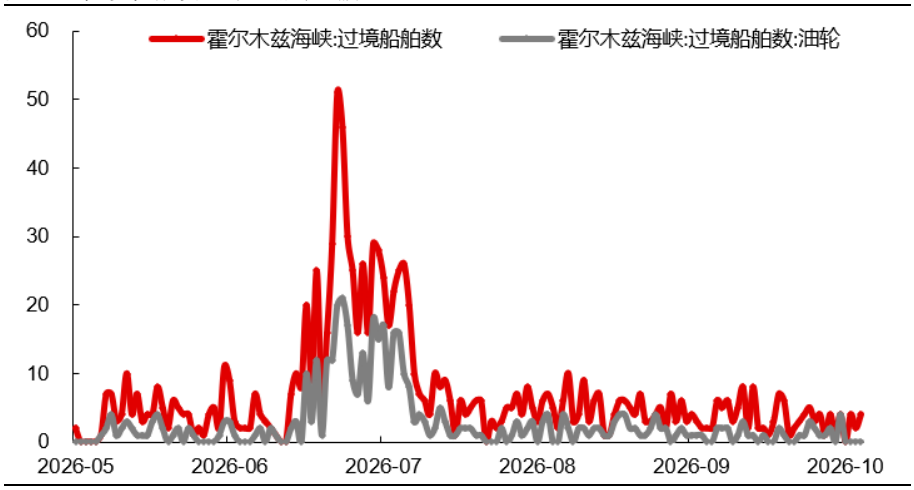
图 9：PPI 分行业当月环比增速及其较上月环比变动幅度（%，pct）



资料来源：Wind，长江证券研究所

PPI 超预期的背后

图 10：霍尔木兹海峡过境船舶数（艘）



资料来源：Wind，长江证券研究所

风险提示

1、**消费修复不及预期：**居民存款定期化长期化，居民消费倾向偏低，CPI 低位运行。

2、**地缘政治冲突加剧：**国际地缘政治冲突加剧，石油价格大幅上涨，带动 PPI 大幅上涨。

3、**关税政策最终落地情况存在不确定性：**目前中美两国就关税政策仍处于谈判、博弈阶段，最终落地情况存在较大不确定性，对未来全球经济发展、大宗商品价格等影响存在较大不确定性。



投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：	
	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
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：	
	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%
	无投资评级：	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。

相关证券市场代表性指数说明：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海
Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C /（200080）

武汉
Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C /（430023）

北京
Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层
P.C /（100020）

深圳
Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C /（518048）

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及/或其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

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的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司及作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。