仅供内部参考，请勿转发

无处安放的涨价：终端价格未跟随原油脉冲

——2026 年 9 月 CPI 和 PPI 分析

2026 年 10 月 14 日

- **事件：** 2026 年 9 月 CPI 同比上涨 0.9%，较 8 月回升 0.1 个百分点，环比上涨 0.2%；核心 CPI 同比上涨 1.0%，与 8 月持平，环比保持正增长。同期 PPI 同比上涨 5.0%，较 8 月回升 1.2 个百分点，环比上涨 1.2%，整体明显强于市场预期。

- **核心判断：** 9 月通胀读数继续回升，但并不意味着总需求明显改善。CPI 整体仍以温和稳定为主，除车用燃料、通信器材等少数分项外，并未出现广泛提价；PPI 则主要受原油上涨带动，石油天然气开采、石油煤炭及其他燃料加工以及化工链条价格明显上行。整体看，本月价格回升更多体现为上游能源脉冲和局部链条修复，而非需求驱动下的全面再通胀。

- **本月预期差：** 市场此前虽对 9 月 PPI 有所上修，但整体仍低估了原油价格回升及其向能源链条传导的强度；相比之下，CPI 表现基本平稳，终端价格对上游涨价的接受度依然有限。也就是说，超预期的核心不在 CPI，而在于 PPI 受能源推动明显走强，但这种走强并未同步扩散至更广泛的居民消费价格。

- **结构特征：** CPI 方面，服务价格有涨有跌、整体仍具韧性，食品价格修复仍偏温和，四季度翘尾略有抬升，这意味着 CPI 同比中枢可能较三季度小幅上移，但内生通胀动能仍然有限。PPI 方面，原油上涨带动石油天然气开采，并进一步传导至煤炭开采、石油煤炭及其他燃料加工以及化学原料和化学制品，表明本轮工业品价格回升仍由上游能源链条主导；出口相关行业价格保持韧性，但中下游价格扩散依然不足。

- **PPI 向 CPI 传导仍明显受阻：** 当前真正打通的传导链条仍主要集中在能源领域，车用燃料等少数分项直接受益于原油上行，而更广泛的工业品涨价尚未顺畅传导至居民端。历史上看，脱离终端需求支撑、仅由原油和地缘政治驱动的 PPI 再冲高，往往只持续 1—3 个月，长则一个季度左右；一旦下游难以承受高成本，利润挤压将通过减产、检修、停工等方式形成负反馈，最终反向压制上游价格。10 月份甲醇—MTO、沥青—道路施工链条的压力已初步显现，也意味着若终端需求迟迟不能接力，这轮 PPI 上行大概率难以长时间维持高位，2027 年二季度后存在较快回落的可能。原油上行并不意味链条打通，只是承压时间延长，最终以需求萎缩结束。若中东局势进一步恶化、冲突由霍尔木兹海峡外溢至曼德海峡，全球原油运输扰动可能进一步放大，布伦特油价上探 120—130 美元/桶，PPI 上行时间拉长，可能继续上行，但最终其回落速度加快。

- **后续判断和市场意义：** 四季度，CPI 大概率延续低位温和波动，PPI 则仍可能在原油和地缘政治扰动下维持偏强运行，但若下游需求承接不足，上游价格脉冲的持续性仍然有限。对市场而言，9 月通胀回升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实质约束。后续资产定价的关键，权益市场仍然是结构化思路，债券市场焦点关注出口情况。

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。

仅供内部参考，请勿外传

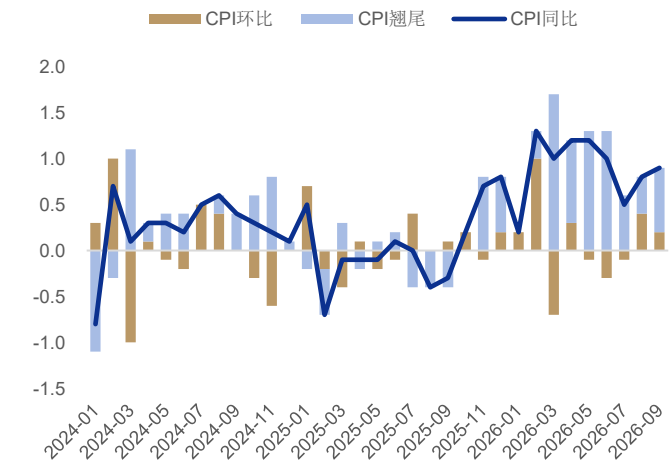
一、原油再扰动，CPI 仍是平稳格局

2026 年 9 月 CPI 同比上涨 0.9%，较 8 月回升 0.1 个百分点，环比上涨 0.2%；核心 CPI 同比上涨 1.0%，与 8 月持平。整体看，9 月 CPI 运行大体符合市场预期，但从结构上看，本月 CPI 小幅回升并不意味着内需改善，更多仍是能源和通信器材价格上行对表观通胀的阶段性抬升，服务价格则在季节性因素影响下有所回落，核心项延续温和韧性。

从分项上来看，服务项是 9 月最值得关注的变化之一。随着暑期效应消退，旅游服务和机票价格回落，说明此前对 CPI 形成支撑的季节性服务消费开始降温；不过，家庭服务、通信服务、教育服务等仍保持温和上涨，居民服务消费保持平稳。食品项则继续偏弱，蔬菜价格虽然回升，但低于往年同期水平，猪肉价格仅小幅上涨，库存压力仍限制其上行空间，食品价格修复基础依然不强。相比之下，受国际油价回升影响，车用燃料价格上涨 4.5%，成为本月 CPI 回升的最直接拉动力；通信器材价格延续年内上涨趋势，9 月涨幅进一步扩大，衣着价格季节性上行，对表观通胀形成支撑。

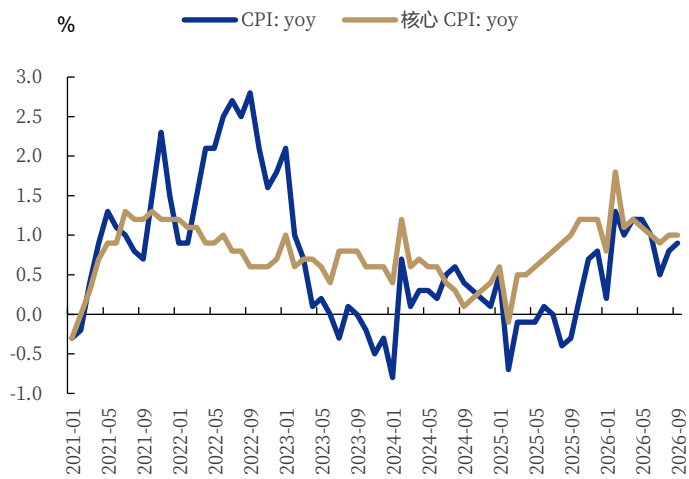
9 月 CPI 信号并不是需求全面修复，而是当前通胀仍主要依赖外部价格因素和局部分项支撑。核心 CPI 环比继续录得正增长，意味着价格中枢并未失稳，但涨幅有限也说明内生通胀动能依旧不足。若剔除能源和部分可贸易品价格扰动，当前 CPI 仍然表现为低位平稳运行。总体来看，9 月通胀仍处于内生偏稳的状态，尚不足以支持对需求明显改善或通胀趋势性上行的判断。

图1：2026 年 9 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 9 月 CPI 和核心 CPI



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

进一步看，9 月 CPI 至少呈现出四个结构特征：

首先，原油价格再次对表观通胀形成扰动，但其他价格并未同步跟涨。9 月国际油价回升，带动车用燃料价格明显上行，对 CPI 形成直接拉动；通信器材等部分可贸易品价格也延续上涨，对非食品项有所支撑。但从整体看，能源价格回升并未带来更广泛的价格扩散，除少数受外部因素影响较大的分项外，多数消费品和服务价格仍保持平稳。当前 CPI 对油价等外部价格冲击仍较为敏感，但这种扰动更多体现在表观读数上，并未改变内生通胀温和运行的格局。

其次，服务价格现阶段仍保持平稳和韧性。9 月随着暑期结束，旅游服务、机票、旅行社收费出现季节性回落，前期支撑 CPI 的出行相关服务项边际降温；与此同时，衣着价格季节性上行，家庭服务、通信服务、教育服务等分项仍延续温和上涨，居民服务消费整体并未走弱。服务

仅供内部参考，请勿外传

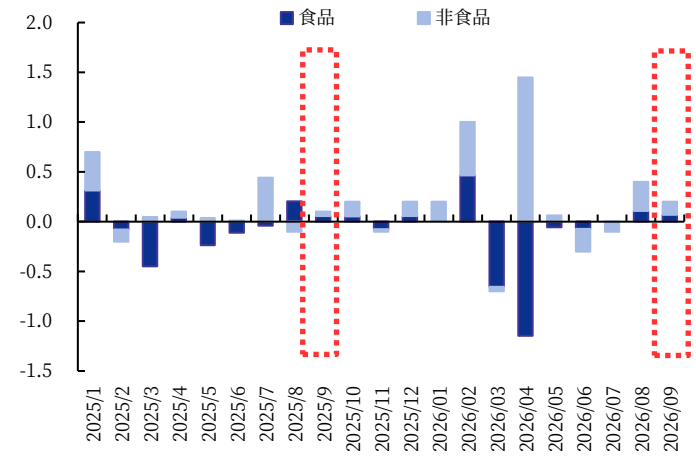
价格有涨有跌，反映了季节性切换。居民消费在服务项上仍具备一定基本韧性，这也意味着服务消费仍将是支撑 CPI 稳定运行的重要力量。

再次，食品价格表现仍弱于往年同期，四季度上行空间可能大于下行空间。9 月蔬菜价格虽有所上涨，但总体仍低于往年同期水平；猪肉价格小幅回升，但库存压力和供给相对充足仍对价格形成制约。当前食品价格修复基础依然偏弱，食品项对 CPI 的拉动总体有限。不过，考虑到四季度食品价格通常进入季节性上行阶段，而当前价格基数相对不高，后续食品项对 CPI 的支撑力度有望较三季度边际增强，价格走势可能呈现低位修复的特征。

最后，核心通胀延续温和稳定，叠加翘尾因素略有抬升，四季度 CPI 同比中枢或较三季度小幅上移。 9 月核心 CPI 同比与 8 月持平，环比继续保持正增长，剔除食品和能源后，居民端价格表现总体平稳，内生需求虽未明显走强，但也未出现失速。同时，从同比拆分看，四季度翘尾因素较三季度略高，这意味着即便新涨价因素保持温和，CPI 同比读数也可能在基数支撑下较三季度小幅抬升。不过，这种抬升更多体现为统计因素和季节性修复，而不意味着价格中枢出现趋势性上行。

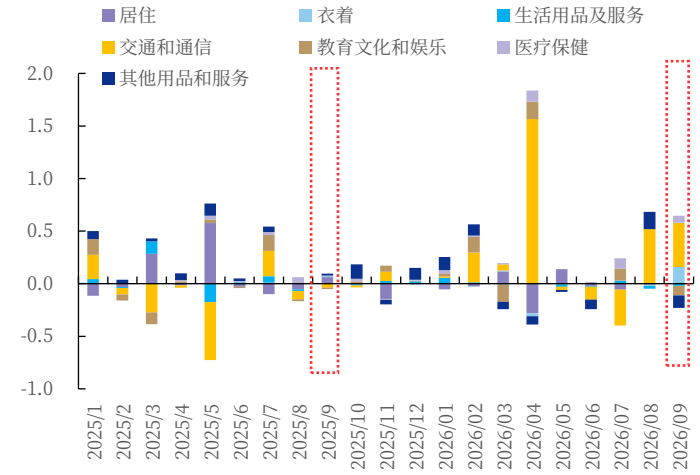
展望 10 月，CPI 大概率仍将延续低位温和波动。一方面，食品项在季节性因素带动下对 CPI 的支撑有望边际增强，服务项也仍具一定刚性；另一方面，能源项对 CPI 的拉动未必持续扩大，核心通胀上行动能仍相对有限。因此，后续 CPI 更可能表现为小幅波动，而非趋势性抬升。9 月 CPI 并未释放出明显的转强或转弱信号，当前 CPI 整体平平无奇，运行仍然平稳，底部较为明确，但向上弹性依旧有限。

图3：9 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

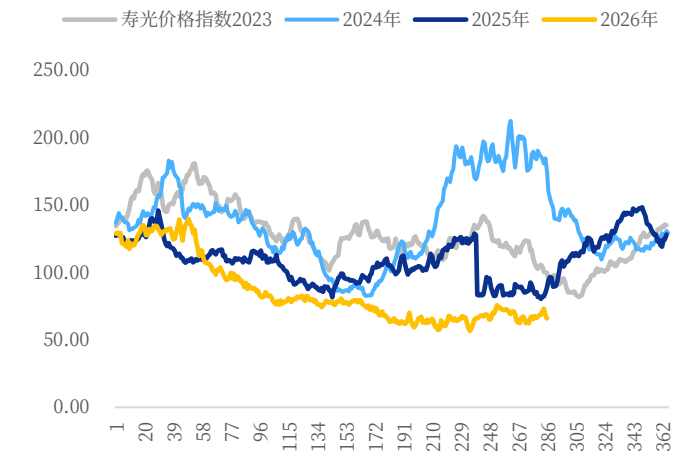
图4：9 月 CPI 中非食品价格涨幅（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

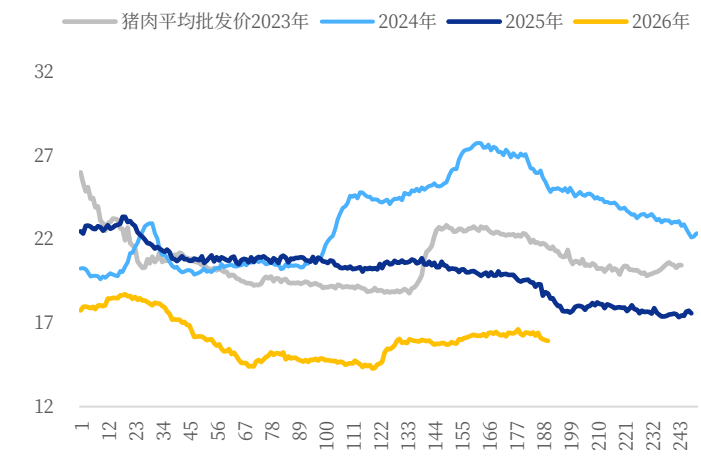
仅供内部参考，请勿外传

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）

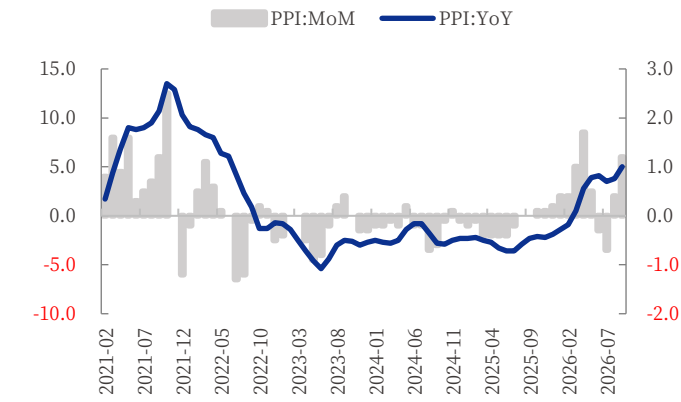


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

二、原油脉冲推升 PPI，广泛的涨价仍未形成

2026 年 9 月 PPI 同比上涨 5.0%，较 8 月回升 1.2 个百分点，环比上涨 1.2%，涨幅明显高于市场预期。表面上看，PPI 读数继续回升且超出预期，容易被解读为工业需求边际改善；但从分项结构看，9 月 PPI 上行的主因仍是国际原油价格回升带动石油和天然气开采业价格明显上涨，并进一步向煤炭开采、石油煤炭及其他燃料加工业以及化学原料和化学制品制造业传导，体现的仍是上游能源和资源品价格脉冲，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 9 月 PPI 环比和同比增速（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图8：9 月生产资料和生活资料同比增速

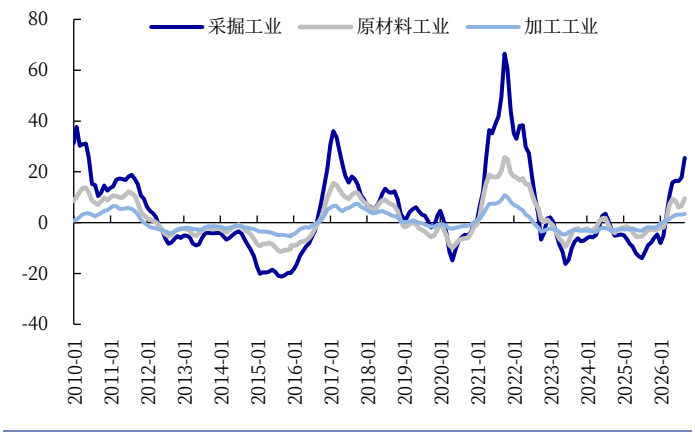


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

市场此前对 9 月 PPI 预期虽有所上修，但主要仍基于对油价高位波动、而非持续上行的判断。考虑到霍尔木兹海峡相关局势具有较强不确定性，市场普遍认为其对中上游工业品价格的传导未必持续。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，9 月原油价格仍进一步回升，带动石油和天然气开采业价格明显上行，并向煤炭开采、石油煤炭及其他燃料加工业以及化学原料和化学制品制造业传导，推动 PPI 读数继续走强。由此判断，当前 PPI 运行仍将较大程度受到原油价格波动和地缘政治扰动影响，短期内高位运行或难以迅速回落。

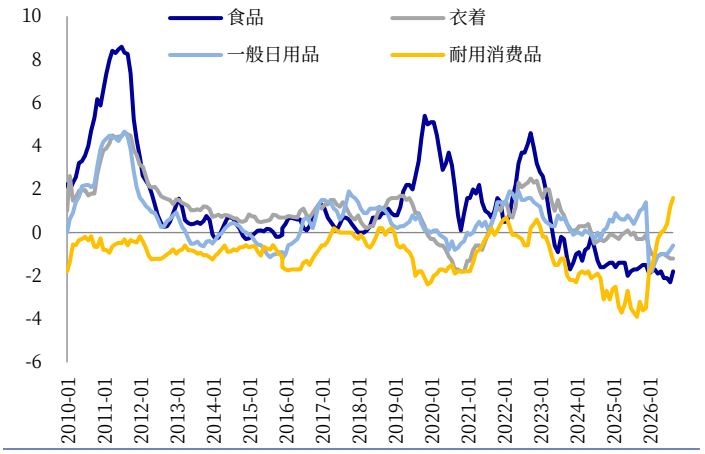
仅供内部参考，请勿外传

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

具体来看，PPI 当前仍体现出四条鲜明的结构主线。

首先，原材料价格继续上行，说明本轮 PPI 回升的核心驱动仍是能源资源品。9 月国际原油价格继续回升，带动石油和天然气开采业价格明显上涨，并进一步向煤炭开采、石油煤炭及其他燃料加工业以及化学原料和化学制品制造业传导。这表明，本轮 PPI 上行的主动力仍来自上游能源价格脉冲，而非中下游需求出现广泛扩张；若后续油价回落，PPI 的上行动能也大概率随之减弱。

其次，出口链条虽仍对局部制造业价格形成支撑，但带动范围依然有限。 当前价格表现相对较强的，仍主要集中在计算机、通信及其他电子设备制造业等出口相关行业，部分高端制造领域价格也保持一定韧性。这说明外需改善仍能支撑少数制造业环节，带动工业品价格体系修复需要持续观察。

再次，中下游行业价格修复仍不充分，PPI 上行尚未形成普遍扩散。 尽管 9 月 PPI 总量读数继续回升，但从结构上看，价格上涨仍主要集中在能源资源链条，材料类、通用设备、医药、汽车等中下游行业价格并未同步明显走强。这说明当前工业品价格修复仍然偏结构化，终端需求对生产端价格的承接依然有限，PPI 尚不具备转向普涨的基础。

最后，从历史可比周期看，2026 年这轮 PPI 上行 “二次冲高”特征更为鲜明。前期 PPI 更多体现为低基数和局部修复驱动的温和回升，中段一度放缓，但近期在原油上涨和地缘政治扰动带动下再度抬升，走势已明显偏离一般修复型周期。这意味着，本轮 PPI 的核心矛盾已经不是内需是否同步改善，而是上游能源价格重新主导工业品涨价。结合 CPI 表现看，终端价格并未同步跟涨，说明当前价格链条仍未真正打通，PPI 的强更多停留在上游。也正因如此，这轮 PPI 上行越到后段，越需要关注的不是还能冲多高，而是下游还能承受多久；若终端需求迟迟无法接力，上游涨价本身反而会成为后续价格出清的起点。

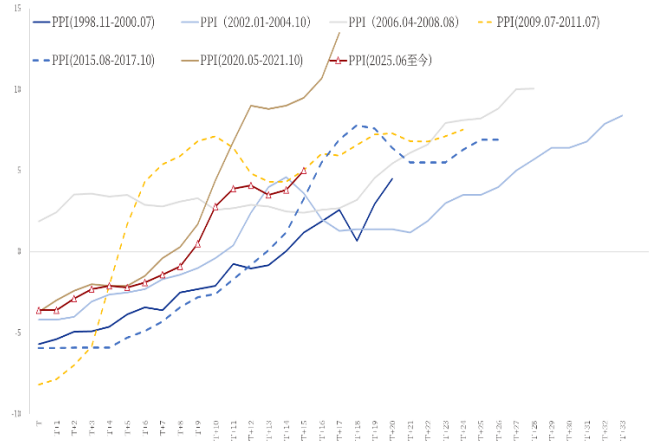
仅供内部参考，请勿外传

图11：原油价格走势



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图12：PPI 走高的历史比较（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

三、9 月 PPI 冲高：价格链条仍未打通

9 月 CPI 和 PPI 放在一起看，最值得重视是两者所反映的价格链条依然没有真正打通。9 月 PPI 大幅上行，核心仍是原油上涨带动石油天然气开采、煤炭开采、石油煤炭及其他燃料加工以及化工链条价格同步抬升；但 CPI 端除车用燃料、通信器材等少数分项外，并未出现更广泛的跟涨。这意味着，本轮价格上行更多停留在上游和部分可贸易品内部，尚未向终端消费层面有效扩散。换言之，9 月价格走势所呈现的，不是需求带动下的通胀扩散，而是一次典型的上游脉冲。

首先，PPI 大幅走强，但 CPI 仅温和波动，说明上游到终端的传导仍然明显受阻。 9 月原油价格继续回升，带动能源链条价格快速上行，PPI 同比上涨 5.0%、环比上涨 1.2%；其中，石油和天然气开采业价格同比上涨 24.5%、环比上涨 10.4%。但 CPI 仅同比上涨 0.9%、环比上涨 0.2%，核心 CPI 同比也仅持平于 1.0%。这说明，上游价格脉冲虽然足以显著推升工业品价格，却不足以带动终端消费价格同步抬升。

其次，CPI 对 PPI 的反馈依旧高度局部化，当前真正打通的传导链条主要只有能源。从 9 月表现看，PPI 对 CPI 最直接的影响仍集中在车用燃料等少数与能源直接相关的分项；而服务价格更多体现季节性切换。也就是说，CPI 的稳定更多来自服务项自身韧性和个别消费品价格变化，而不是工业品涨价向居民端顺畅传导。

再次，本轮上游涨价能否持续，关键并不在原油还能涨多久，而在下游还能承受多久。 从历史经验看，脱离终端需求支撑、仅由原油和地缘政治风险驱动的 PPI 再冲高，通常持续时间并不长，更常见的是 1—3 个月的脉冲式上行，长则一个季度左右；其后若需求承接不足，价格往往转入调整。当上游涨价不能顺利传导至终端，产业链利润就会在中下游被持续压缩，最终通过减产、检修、停工等方式形成负反馈，反过来压制上游价格。也就是说，决定这轮 PPI 高度的，并不只是地缘政治带来的风险溢价，更是下游对高成本的接受边界。

最后，一旦下游需求接不住，上游涨价本身就会成为价格见顶的原因。当前已有部分产业链显露出类似信号：甲醇上涨后外采 MTO 利润承压、装置集中检修，沥青价格抬升后部分道路项目施工受限，都说明同一个问题——当终端不接受涨价时，上游价格越强，越容易提前透支自身的持续性。也因此，这轮 PPI 走强若始终缺乏更广泛的终端需求承接，其演化路径大概率不是高位钝化，而更可能是 2027 年 2 季度后 PPI 快速回落。

仅供内部参考，请勿外传

总体来看，9 月 CPI 与 PPI 所展现的是上游价格再度脉冲、终端需求依然克制。换言之，当前最大的矛盾在于上游涨价能否穿透需求约束。在下游承接不足的背景下，这轮价格上行越是集中在上游，后续回落往往也会越快。

四、 市场含义：脉冲交易上行

对于市场而言，9 月通胀数据最重要的信号，不是“再通胀启动”，而是原油把 PPI 推上去，但终端价格并没有跟。这意味着当前价格上行仍是上游脉冲，而不是需求扩散，价格链条并未真正打通。

经济层面：9 月 CPI 和 PPI 同步回升，并不意味着总需求明显改善，更像是能源链条走强、终端承接偏弱的结构延续。PPI 的强主要来自上游，CPI 的稳说明居民端和终端商品端提价能力依然有限。

政策层面：本轮通胀回升仍不足以对稳增长政策形成约束，政策重心难因单月价格反弹而切换。只有原油价格进一步大幅上行、并推动 PPI 出现更持续的二次冲高，政策层面对通胀约束的关注才可能明显升温。

权益市场：短期占优的仍是上游资源品和局部出口链条，市场难据此交易全面涨价或全面顺周期修复。换言之，这更像是局部景气交易，而不是总量修复交易。债券市场：通胀回升暂时不列为考虑因素，仍然紧盯出口数据变化。

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。

仅供内部参考，请勿外传

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：陆韵如 021-60387901 luyunru_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