下载日志已记录，仅供内部参考

万联证券 WANLIAN SECURITIES

输入性通胀再升温，消费端刚性持续

——9 月通胀数据跟踪

2026 年 10 月 14 日

分析师： 于天旭
执业证书编号：S0270522110001
电话：17717422697
邮箱：yutx@wlzq.com.cn

分析师： 刘俊言
执业证书编号：S0270526100001
电话：13031136022
邮箱：liujy@wlzq.com.cn

投资要点：

- **事件：**9 月 CPI 同比由 0.8%升至 0.9%，环比 0.2%，前值 0.4%；PPI 同比由 3.8%上行至 5%，环比 1.2%，前值 0.4%。
- **非食品项改善支撑 CPI 增速，能源相关分项较强。**食品项边际走弱，环比增幅略弱于季节性。非食品项同比上行，环比增速小幅下行。核心 CPI 同比持平。服务持平、消费品回升。
- **猪肉价格转为下跌，鲜菜价格弱于季节性，鲜果延续季节性回落。**猪肉价格环比转跌，部分原因是集团猪企为规避节后风险在节前集中出栏，散户跟随行动，另一方面，双节备货力度不及预期，导致供应增速高于需求增速，出现“旺季不旺”的现象。牛羊肉价格延续上涨。鲜菜价格下跌，弱于季节性；鲜果价格则延续季节性回落。
- **非食品项中，国际油价带动燃油相关分项继续上升，耐用消费品表现较弱，民生服务基本平稳。**交通工具用燃料增速延续大幅上升，水电燃料同比微升。耐用消费品价格表现较弱，交通工具、家用器具同比跌幅扩大。受暑假结束影响，旅游分项环比回落。家庭服务、医疗保健服务、房租同比增速持平，教育增速回落。
- **PPI 同比升至 2022 年以来新高，生产资料为主要拉动，耐用消费品增幅扩大。**国际原油价格高企，输入性通胀压力明显，PPI 同、环比均上行，其中同比增速录得 2022 年以来新高，生产资料为主要拉动项。PPIRM 同比增速上升，幅度与 PPI 接近。
- **能化产业链通胀升温，下游高端制造业价格走势分化。**国际油价高企带动能化产业链通胀继续升温。石油和天然气开采同比增速大幅上行。中游加工制造业通胀升温。有色金属冶炼和压延加工业出厂价格维持高增速。下游高端制造表现分化，汽车跌势收窄，AI、算电协同产业价格表现维持强势。
- **输入性通胀带动生产端普涨，消费端刚性持续。**9 月国际油价高企，能化产业链通胀持续升温，生活资料亦上行，PPI 同比增速升至 2022 年以来新高。核心 CPI 环比持平、民生服务价格刚性持续，显示价格内生动能仍有待改善。随着四季度稳增长政策出台并有序落地，预期内需逐步企稳改善，工业价格表现延续强势，持续为 PPI 带来向上动力。
- **风险因素：**地缘政治风险发展超预期，居民消费、购房需求疲弱。

相关研究

财政安排 5500 亿元结存限额，助力四季度稳增长

非农就业不及预期，连续加息紧迫性下降

生产、价格上行共振拉升 PMI

下载日志已记录，仅供内部参考

正文目录

事件.....3
1 非食品项改善支撑 CPI 增速，能源相关分项较强.....3
2 国际油价带动 PPI 走高，AI 产业维持高增速.....5
3 总结与展望.....7
4 风险提示.....7

图表 1: CPI 同比增速延续回升（%）.....3
图表 2: CPI 食品项环比处于历史同期较弱水平（%）.....3
图表 3: 核心 CPI、服务项同比增速持平（%）.....3
图表 4: 国内油价继续上涨（元/吨）.....3
图表 5: 猪肉价格下跌，牛、羊肉上涨（元/公斤）.....4
图表 6: 能繁母猪持续去化（%，万头）.....4
图表 7: 蔬菜价格弱于季节性（元/公斤）.....4
图表 8: 水果价格季节性回落（元/公斤）.....4
图表 9: CPI 燃料相关分项总体上升（%，美元/桶）.....5
图表 10: 服务、租房分项同比增速持平（%）.....5
图表 11: PPI 生产资料同比涨幅扩大（%）.....6
图表 12: 加工-原材料工业剪刀差走阔（%）.....6
图表 13: 石化产业链价格增速上升（%）.....6
图表 14: PPI-CPI 剪刀差走阔（%）.....6

下载日志已记录，仅供内部参考

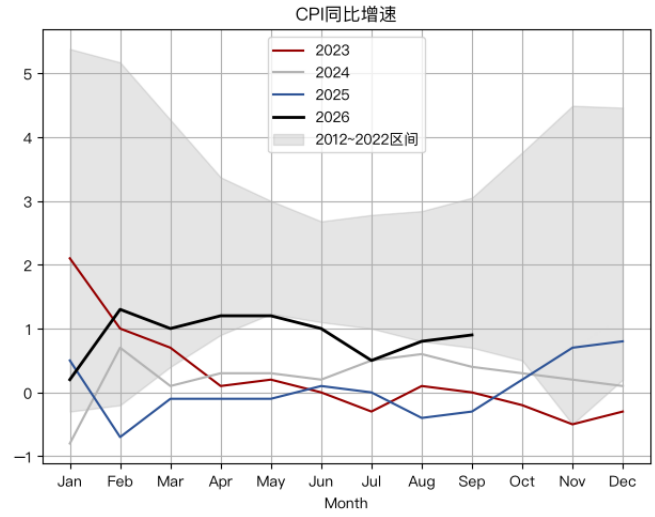
事件

2026年9月，CPI同比增速0.9%（市场预期1%），前值0.8%，环比增速0.2%，前值0.4%，1-9月CPI累计同比0.9%；PPI同比增速5%（市场预期4.4%），较上月提高1.2个百分点，环比增速1.2%，前值0.4%，1-9月PPI累计同比2.3%。

1 非食品项改善支撑CPI增速，能源相关分项较强

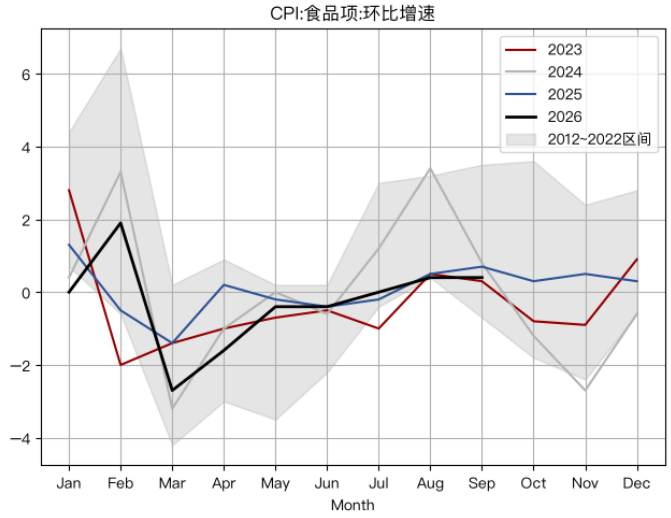
CPI同比增速延续回升，非食品项持续改善，为主要支撑项。9月，CPI同比增速由上月的0.8%回升至0.9%，略低于市场预期，非食品项为主要支撑因素。其中，CPI食品项同比增速由上月的-1.4%回落至-1.7%，环比持平于0.4%。非食品项同比由1.2%升至1.5%，环比增速由上月的0.3%小幅下行至0.2%。

图表1：CPI同比增速延续回升（%）



资料来源：iFind，万联证券研究所

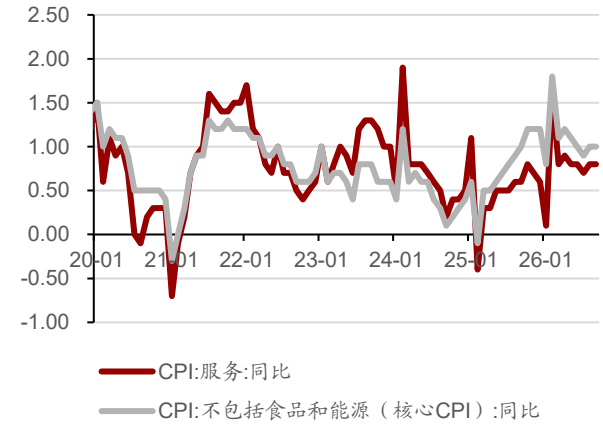
图表2：CPI食品项环比处于历史同期较弱水平（%）



资料来源：iFind，万联证券研究所

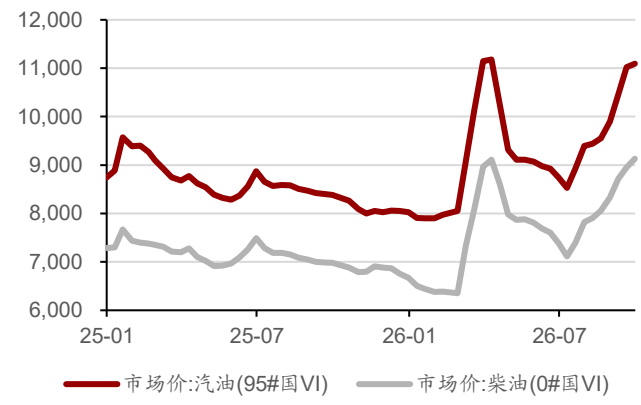
核心CPI、服务项和消费品同比增速持平，环比增速下滑。核心CPI同比增速持平于1%，环比0%，前值0.1%。CPI服务项同比持平于0.8%，环比-0.2%，前值0.1%；消费品同比增速则由0.8%升至1%，环比0.5%，前值0.6%。

图表3：核心CPI、服务项同比增速持平（%）



资料来源：iFind，万联证券研究所

图表4：国内油价继续上涨（元/吨）



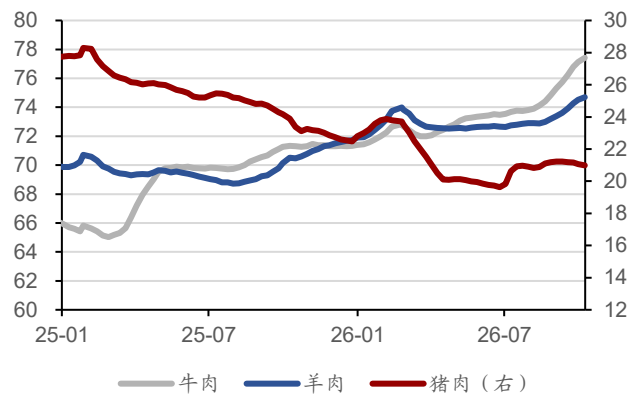
资料来源：iFind，万联证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

猪肉价格转为下跌，鲜菜价格弱于季节性，鲜果延续季节性回落。9月猪肉价格环比转跌，部分原因是集团猪企为规避节后风险在节前集中出栏，散户跟随行动，另一方面，双节备货力度不及预期，导致供应增速高于需求增速，出现“旺季不旺”的现象。预计后续随着产能去化效果显现，猪肉价格将逐步企稳。牛羊肉价格延续上涨。鲜菜价格下跌，弱于季节性；鲜果价格则延续季节性回落。

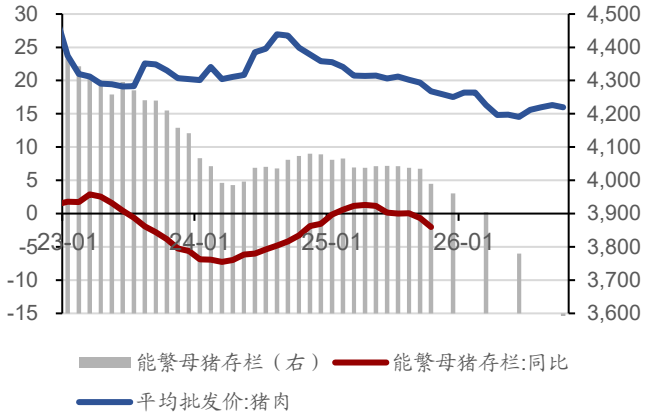
从CPI食品项具体分项来看，9月，猪肉价格同比增速继续回升1.8个百分点至-10%，下跌速度减缓，环比增速由上月的1.3%小幅回落至1.2%；牛、羊肉同比增速则分别由上月的5.3%、6.3%上行至7.5%、6.4%。水产品同比由-0.6%升至0.4%，蛋类同比增速由15%回落至14.3%，环比2%。鲜菜价格同比增速由-2.8%降至-8.1%，环比降至0.5%；鲜果价格同比由-0.5%回落至-1.5%，环比由负转正，升至0.6%。粮食、食用油、烟草、酒类同比增速分别由8月的-0.6%、-1.3%、-0.7%、-2.9%变动为-0.6%、-1.1%、-0.8%、-3.1%。

图表5：猪肉价格下跌，牛、羊肉上涨（元/公斤）



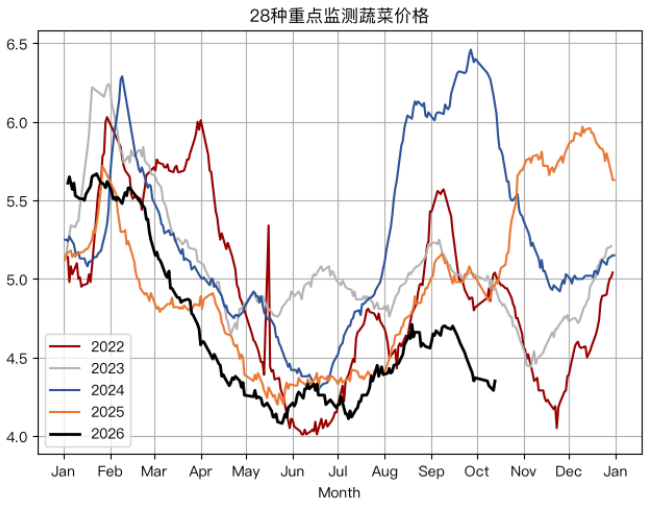
资料来源：iFind，万联证券研究所

图表6：能繁母猪持续去化（%，万头）



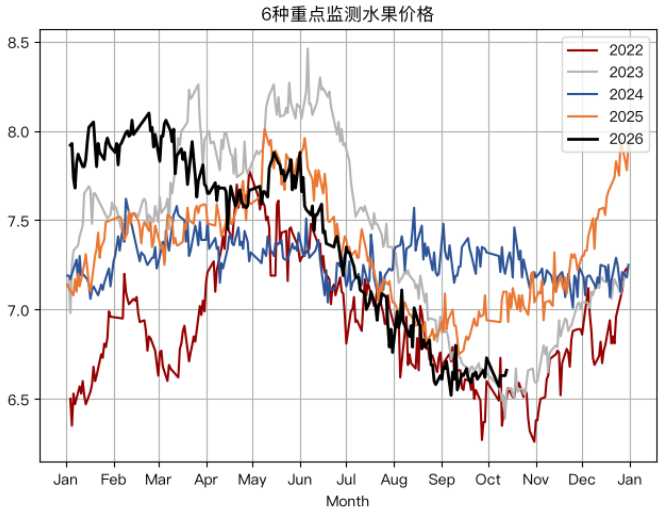
资料来源：iFind，万联证券研究所

图表7：蔬菜价格弱于季节性（元/公斤）



资料来源：iFind，万联证券研究所

图表8：水果价格季节性回落（元/公斤）



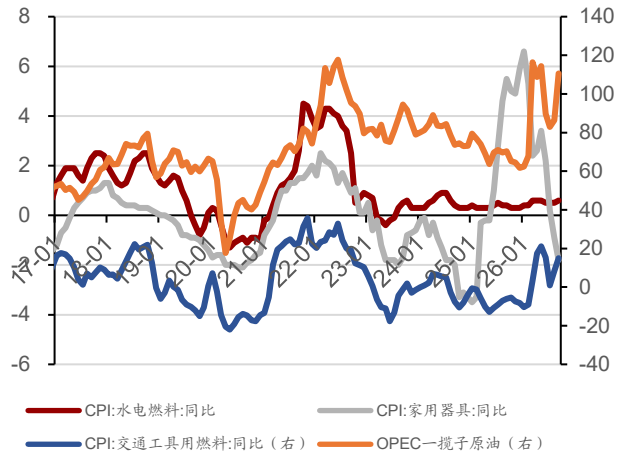
资料来源：iFind，万联证券研究所

国际油价带动燃油相关分项继续上升，耐用消费品表现较弱，民生服务基本平稳，价格刚性持续。非食品项同比由1.2%升至1.5%，环比0.2%。具体分项来看，交通工具用

下载日志已记录，仅供内部参考

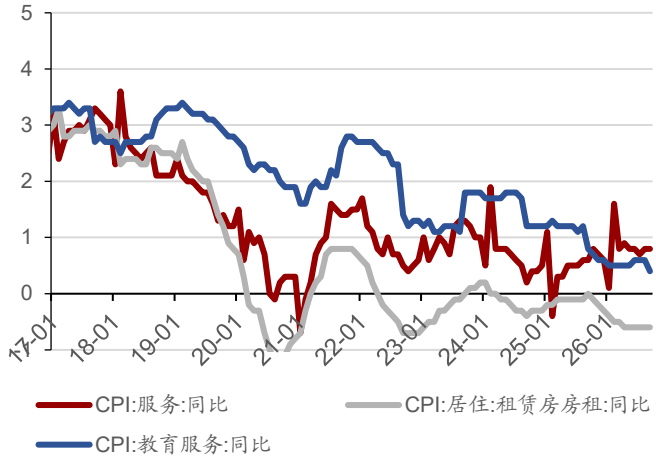
燃料同比由8.3%继续升至14.9%，环比4.5%，受国际油价高企带动；水电燃料同比增速由0.5%小幅升至0.6%。耐用消费品价格表现较弱，交通工具同比由-1.6%下行至-1.7%，环比-0.3%；家用器具同比由-0.9%下至-1.8%，环比-0.2%。服务项同比增速持平于0.8%，环比-0.2%。其中，旅游同比增速由2.7%升至3.5%，环比-5.3%，受暑假结束影响，机票、酒店等价格回落。民生服务消费支出基本平稳，家庭服务同比持平于1.1%，教育服务同比由0.6%降至0.4%，医疗保健服务同比增速持平于2.7%。租赁房房租同比增速持平于-0.6%，环比-0.1%。

图表9：CPI燃料相关分项总体上升（%，美元/桶）



资料来源：iFind，万联证券研究所

图表10：服务、租房分项同比增速持平（%）



资料来源：iFind，万联证券研究所

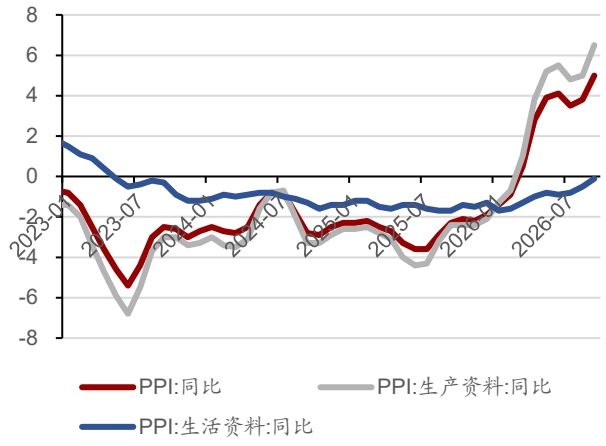
2 国际油价带动PPI走高，AI产业维持高增速

PPI同比升至2022年以来新高，生产资料为主要拉动，耐用消费品增幅扩大。国际原油价格高企，输入性通胀压力明显，PPI同、环比均上行，其中同比增速录得2022年以来新高。PPIRM同比增速上升，幅度与PPI接近。PPI生产资料为主要拉动项，其中原料工业、采掘工业、加工工业涨幅均扩大，加工工业与原材料工业剪刀差走阔。生活资料同比跌幅继续收窄，其中衣着跌幅持平，食品、一般日用品收窄，耐用消费品增速延续上行。

具体数据来看，PPI同比5%，较上月上行1.2个百分点，高于市场预期的4.4%，环比增速1.2%，前值0.4%。工业生产者购进价格指数（PPIRM）同比由5.8%上行至6.9%，环比1.2%，前值0.3%。PPI生产资料同比增速上升1.5个百分点至6.5%，其中，采掘工业、原料工业和加工工业同比增速分别由上月的17.8%、6.7%、3.1%变动至25.4%、9.4%、3.4%。PPI生活资料同比跌幅收窄0.4个百分点至-0.1%，环比增速0.1%，前值0.2%；其中，衣着同比跌幅维持在-1.2%，食品同比跌幅收窄至-1.8%，一般日用品跌幅缩小至-0.6%，耐用消费品同比由1.2%升至1.6%。

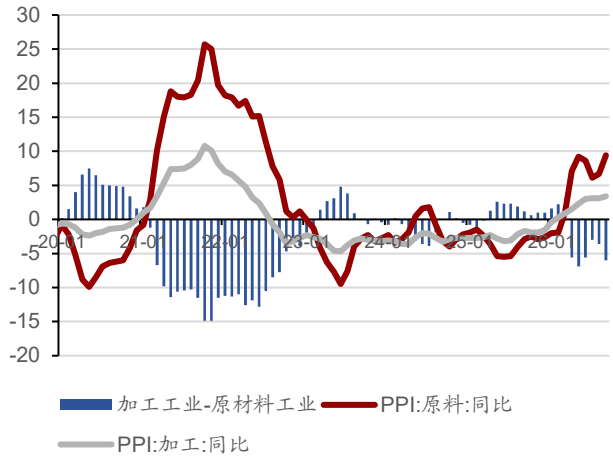
下载日志已记录，仅供内部参考

图表11：PPI生产资料同比涨幅扩大（%）



资料来源：iFind，万联证券研究所

图表12：加工-原材料工业剪刀差走阔（%）

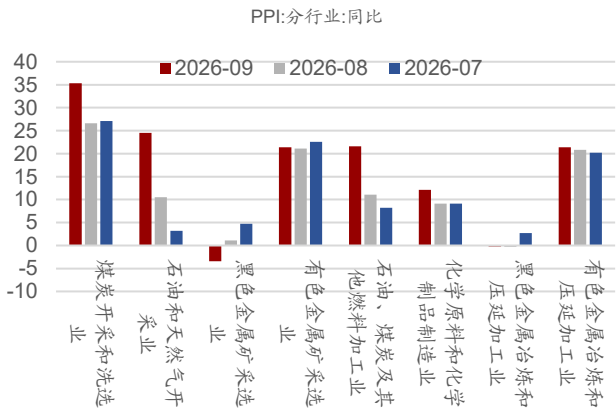


资料来源：iFind，万联证券研究所

国际油价高企带动能化产业链通胀升温，黑色金属产业价格表现较弱。采掘业分项同比增速分化，环比普遍上行，其中石油和天然气开采业同比增速大幅上行，从10.5%上行至24.5%，环比增速10.4%。黑色金属矿采选业同比增速下行，由1.1%回落至-3.4%，环比跌幅小幅收窄；有色金属矿采选业同比增速小幅上行0.3个百分点至21.4%，环比由负转正。煤炭开采和洗选业同比由26.6%上行至35.3%，环比9.5%。中游加工制造业通胀升温，石油、煤炭及其他燃料加工业同比从11.1%升至21.6%，化学原料和化学制品制造业同比增速上行3个百分点至12.1%，化学纤维制造业同比上行2.7个百分点至12.3%。下游加工业中有色金属冶炼表现较强，黑色金属冶炼和压延加工业同比由-0.3%微升至-0.2%，有色金属冶炼和压延加工业同比增速上行0.6个百分点至21.4%。非金属矿物制品业同比跌幅收窄0.7个百分点至-2.5%，环比0.3%。

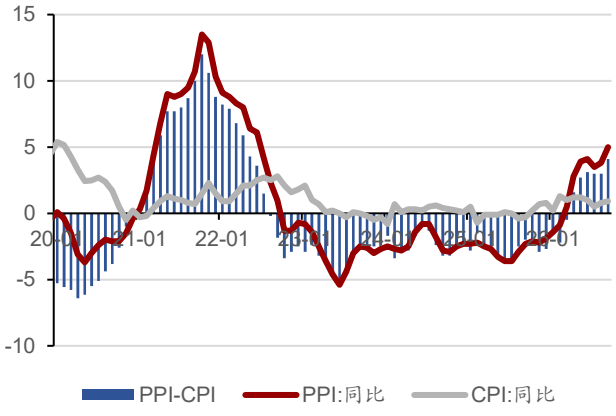
下游高端制造业价格走势分化，汽车跌幅收窄，AI产业维持强势。下游汽车制造业同比跌幅收窄0.2个百分点至-2%，环比-0.2%。铁路、船舶等运输设备制造业同比持平于0.1%，环比0。计算机、通信和其他电子设备制造业维持强势，同比由5.3%进一步升至5.8%，环比0.4%，前值0.6%。AI、算电协同加快发展带动相关行业需求增加，计算机通信和其他电子设备制造业、电气机械和器材制造业合计拉动PPI环比增速约0.07个百分点。电力、热力生产和供应业同比跌幅扩大、燃气生产和供应业增速上行，水的生产和供应业增速持平。

图表13：石化产业链价格增速上升（%）



资料来源：iFind，万联证券研究所

图表14：PPI-CPI剪刀差走阔（%）



资料来源：iFind，万联证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

3 总结与展望

输入性通胀带动生产端普涨，消费端刚性持续。9月国际油价高企，能化产业链通胀持续升温，生活资料亦上行，PPI同比增速升至2022年以来新高。核心CPI环比持平、民生服务价格刚性持续，显示价格内生动能仍有待改善。随着四季度稳增长政策出台并有序落地，预期内需逐步企稳改善。AI产业价格表现延续强势，持续为PPI带来向上动力。

4 风险提示

地缘政治风险发展超预期，居民消费、购房需求疲弱。

下载日志已记录，仅供内部参考

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10％以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10％至-10％之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10％以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15％以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5％至15％；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5％至5％；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5％以上。
基准指数 ： 沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，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了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将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。

免责条款

万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。
本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。
市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司认为可靠且已公开的信息撰写，本公司力求但不保证这些信息的准确性及完整性，也不保证文中的观点或陈述不会发生任何变更。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。分析师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。
本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的引起法律后果和造成我公司经济损失的概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所
上海浦东新区世纪大道 1528 号陆家嘴基金大厦
北京西城区平安里西大街 28 号中海国际中心
深圳福田区深南大道 2007 号金地中心
广州天河区珠江东路 11 号高德置地广场