下载日志已记录，仅供内部参考

广发研究 GF RESEARCH

Macroeconomic

涨价的接力与换手

郭磊

SAC 执证号：
S0260516070002
SFC CE.no: BNY419
021-38003572
guolei@gf.com.cn

陈礼清

SAC 执证号：
S0260523080003
021-38003809
chenliqing@gf.com.cn

请注意，陈礼清并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

[1]9 月 CPI 同比 0.9%，高于前值的 0.8%；PPI 同比 5.0%，高于前值的 3.8%，同时为年内单月最高。粗略按照 CPI 和 PPI 分别 60%、40%模拟的平减指数同比为 2.5%，高于前值的 2.0%，连续第二个月回抬，且为年内新高；PPI-CPI 剪刀差同步走阔至 4.1 个百分点。平减指数处于历史中等水平（53.9%分位）、“上-下”游价格剪刀差走扩（91.9%分位）、核心 CPI 同比持平于 1.0%。

从 2026 年的月度模拟平减指数同比来看，这一指标 5-6 月处于 2.2%附近的年内高点，7 月回落至 1.7%，8 月回抬至 2.0%，9 月进一步上行至 2.5%，创年内新高，处于有数据以来的 53.9%分位。

PPI 同比 5.0%为年内单月最高，较 8 月扩大 1.2 个百分点，也是本轮上行周期中首次触及 5%。

PPI-CPI 剪刀差同步走阔 4.1 个百分点，处于有数据以来的 91.9%分位。

我们前期高频模拟预计 PPI 同比年内走出 6 月、9 月“双顶”形态。从最终出来的数据来看，9 月确实出现冲高，但斜率上超出我们预期。9 月 PPI 环比 1.2%，涨幅比上月扩大 0.8 个百分点，属年内次高的单月环比涨幅（4 月为 1.7%）。9 月 PPI“地缘诱发、供给助推”两条线索继续发酵。这一超预期在 9 月底的 PMI 中已有端倪。原材料购进价格指数由 56.6 上行至 60.8，出厂价格指数由 50.4 上行至 54.0，“生产-新订单”差值 1.2 处年内偏高点。

在报告《分子分母的互博：大类资产配置月度展望》中，我们预计 PPI 同比年内走出“双顶”形态，9 月同比约为 4.1%-4.2%，实际读数高出预测约 0.8 个百分点。

在报告《7 月初以来商品价格反弹的驱动是什么 ：宏观周度述评系列》中，我们曾把商品价格的重新上行总结为“地缘诱发、供给助推、气候影响、美元放大、基建接力”等五条线。进入 9 月，这五条线中的前两条继续强化。

9 月美伊围绕霍尔木兹海峡的冲突进入第七个月，冲突形态由交火升级为“通行量断供＋成品油紧缺”的复合冲击，布伦特原油月涨 14.4%、收于 103.5 美元/桶。国内煤炭供给恢复偏缓、港口去库推动煤价走强，叠加冬季供暖备煤需求前置，煤炭链条价格进一步冲高。

在报告《从 9 月 PMI、BCI 看当前基本面与一揽子政策》中，我们曾提示两组信息：

一是两个价格指数显著上行，主要原材料购进价格指数由 56.6 上行至 60.8，出厂价格指数由 50.4 上行至 54.0；

二是生产偏强、需求仍偏弱的基本面特征，“新订单-生产”差值-1.2，与 5 月、7 月同处年内偏低点，这从景气调查的角度再次确认了本轮价格回升的供给端属性。

下载日志已记录，仅供内部参考

同时值得注意的是，9 月建筑业 PMI 环比上行 3.4 个点至 50.3，业务活动预期指数由 51.8 上行至 55.4，这一回升与政策性金融工具开始落地的节奏吻合，与本月非金属矿物制品价格结束连降 7 个月、建材链条量价企稳互为印证。

拆解 9 月 PPI 环比分项：（1）输入型的油价与有色链条。石油开采、精炼石油、有机化学三个行业价格环比分别上涨 14.5%、7.4%、5.4%，连同有色采选与有色冶炼，五个行业合计拉动 PPI 环比约 0.63 个百分点。煤价大致同步于油价，煤炭开采与煤炭加工价格环比分别上涨 9.5%、13.6%；（2）建筑链条量价企稳是新增变化，非金属矿物制品价格结束连续 7 个月的环比下行转涨，与 9 月建筑业 PMI 回升、9 月水泥价格连周上行互为印证。（3）AI 落地沿“算力—电力—设备”的采购链条外溢，电气机械与计算机通信电子行业价格环比均上涨 0.4%，合计拉动约 0.07 个百分点。

其中石油开采环比上涨 14.5%（前值-1.9%）、精炼石油 7.4%（前值 0.5%）、有机化学 5.4%（前值-0.6%）；有色采选环比上涨 1.6%、有色冶炼上涨 1.5%；煤炭开采环比上涨 9.5%（前值 2.8%）、煤炭加工上涨 13.6%；非金属矿物制品环比上涨 0.3%（前值-0.5%）；电气机械与计算机通信电子均环比上涨 0.4%。

从工业大类看，9 月价格的广度和 8 月相比进一步改善：采掘工业价格环比上涨 7.7%，原材料工业上涨 2.6%，加工工业上涨 0.2%。

高频端的证据与之相互印证：9 月全国水泥价格指数累计上涨约 5%（9 月 30 日报 332 元/吨）。

从购进价格看，燃料动力类上涨 3.7%、化工原料类上涨 2.4%、有色金属材料及电线类上涨 1.4%、建筑材料及非金属类上涨 0.7%。

PMI 购进价格中，唯一下跌的是黑色金属材料类（-0.2%）。而 PPI 行业中黑色冶炼上涨 0.2%，黑色链条仍是当前 PPI 中最弱的一环，9 月螺纹钢价格月跌 2.05%也是同一背景。

再来看 CPI。9 月 CPI 环比上涨 0.2%。其背后主要是四个驱动：（1）国际油价上行延续，汽油价格环比上涨 4.9%，带动能源价格同比涨幅由上月的 4.1%扩大至 7.3%；（2）服务价格季节性退坡，暑期出行旺季结束，机票、宾馆住宿和旅行社收费价格环比均明显下行，服务价格由上月上涨 0.1%转为下降 0.2%；（3）食品价格温和上行但弱于季节性，食品类环比上涨 0.4%，低于季节性水平 0.8 个百分点，猪肉仍是食品中最大的拖累项；（4）AI 产业趋势影响，移动电话机、计算机、数据存储设备和平板电脑价格环比分别上涨 3.7%、2.0%、1.7%和 1.5%。

9 月 CPI 环比 0.2%（前值 0.4%），其中食品环比 0.4%（前值 0.4%）、非食品环比 0.1%（前值 0.3%）、核心 CPI 环比零增长（前值 0.1%）。

9 月 CPI 交通能源分项的同比贡献是本月 CPI 同比改善的主要来源：汽油价格同比 16.6%（前值 9.3%），涨幅扩大 7.3 个百分点，单项影响 CPI 同比上涨约 0.47 个百分点。

鲜菜、猪肉、鸡蛋和鲜果价格 9 月环比涨幅在 0.5%-2.3%之间。

牛肉、羊肉价格今年以来的环比走势逐月走强，9 月同比分别为 7.5%和 6.4%，涨幅继续扩大。

猪肉、鲜菜价格同比分别为-10.0%、-8.1%，合计影响 CPI 同比下降约 0.33 个百分点，仍是食品中最大的拖累项。

数据存储设备、平板电脑、计算机和移动电话机价格 9 月同比分别上涨 46.7%、23.6%、21.8%和 14.9%，涨幅均有扩大，合计影响 CPI 同比上涨约 0.23 个百分点。

9 月核心 CPI 同比持平于 1.0%，环比由 0.1%回落至零增长。我们理解这一环比走平是金饰价格回落、服务项旺季结束的拖累与 AI 品类的拉动大体对冲的结果。按照统计局倒算[2]，服务项占 CPI 约四成，而由于核心 CPI 占 CPI 约七成，拖累核心环比约 0.11 个百分点。CPI 金饰品分项 9 月转为下降 2.1%，同比涨幅回落至 22.5%，这与 9 月伦敦金现约 8.5%的单月回撤相一致。金饰品占 CPI 权重为 0.49%，对核心 CPI 环比的边际拖累约 0.07 个百分点；AI 相关四品类（移动电话机、计算机、数据存储设备、平板电脑）合计权重约 0.9%，对核心环比的拉动约 0.06 个百分点。因此，“AI 通胀”与金价拖累量级相当，净效应接近零。

下载日志已记录，仅供内部参考

暑期出行旺季结束，机票、宾馆住宿、旅行社收费环比分别下降 8.7%、7.0%、6.0%，服务价格整体由+0.1%转为-0.2%。按照统计局倒算[3]，服务项占 CPI 约四成，而由于核心 CPI 占 CPI 约七成，拖累核心环比约 0.11 个百分点。

金饰品分项 8 月环比上涨 7.6%，9 月转为下降 2.1%；同比涨幅由上月的 33.6%回落至 22.5%。按照统计局倒算[4]，金饰品占 CPI 权重为 0.49%，同样由于核心 CPI 占 CPI 约七成，进而金饰品对核心 CPI 环比的边际拖累约 0.07 个百分点（0.70% × (7.6% + 2.1%) = 0.068 ≈ 0.07pct）。

在报告《分子分母的互博：大类资产配置月度展望》中，我们曾指出 9 月黄金遭遇实际利率（10Y TIPS 月升 49bp）、美元（月涨 2.07%）、加息预期的三重挤压。前期“金价-金饰”这条最陡峭的价格传导链阶段性降温。

移动电话机、计算机、数据存储设备、平板电脑四品类合计影响 CPI 同比约 0.23 个百分点，四品类同比涨幅在 14.9%-46.7%之间、加权均值约 26.75%附近，由此标定四品类合计权重约 0.9%（0.23/26.75%），而四项环比加权约 2.2%，对 CPI 环比拉动 0.04 个百分点，同样由于核心 CPI 占 CPI 约七成，进而该项对于核心 CPI 环比的拉动约 0.06 个百分点。

三者叠加，即金价对核心 CPI 环比的 0.07 个百分点拖累与 AI 四品类的 0.06 个百分点拉动大致对冲，进而在服务项的 0.11 个百分点拖累下，9 月核心 CPI 环比自 8 月的+0.1%回落至 0。

总体来看，本轮涨价的两大线索分别是“全球地缘格局”（石油、化工、煤炭）、“全球产业变局”（有色、电子产品），这与 2021 年那一轮“需求过热+限产叠加”的 PPI 上行在性质上有所不同。除了这两个线索之外的其他涨价条线相对仍少，但也有个别线索浮现：（1）扣除能源的工业消费品价格同比上涨 1.6%，其中服装价格同比上涨 1.4%；（2）医疗服务价格同比上涨 4.0%，属于近年涨幅较高的时段；（3）非金属矿物制品价格结束 7 个月连降环比转涨、全国水泥价格指数累计上涨约 5%，其背后应是广义财政加快落地，地方基建投资有所改善。其中最后一条线索后续值得进一步跟踪。

医疗服务同比读数自 2025 年初的 1.2%一路升至 2026 年 7 月的 4.3%（年内高点），9 月为 4.0%，是核心 CPI 服务项中值得留意的“内生”涨价线索。扣除能源的工业消费品 1.6%的涨幅中，AI 相关品类贡献接近六成，服装是其余部分的主要支撑。

9 月 29 日一揽子政策推出，PSL 利率下调 25bp 并扩围至“六张网”建设、科创与技术改造再贷款增加 2000 亿元、支农支小再贷款增加 5000 亿元；8000 亿元新型政策性金融工具 9 月起进入集中投放，国开行 9 月单月投放超 600 亿元、涉及项目总投资 1.4 万亿元。

10 月 9 日财政部又安排使用 5500 亿元地方政府债务结存限额，其中 2500 亿元专项债务限额向四季度有实际项目需求的经济大省倾斜、新建项目聚焦“六张网”。

从 9 月非金属矿物制品价格结束连降 7 个月转涨、全国水泥价格指数累计上涨约 5%、建筑业 PMI 跳升 3.4 个点至 50.3 来看，价格端对政策发力过程的初步反应已经出现。

往后看，我们假设的基准情形是 CPI 保持基本平稳，10 月 CPI 同比基准约 0.9%。PPI 同比大概率在 10 月小幅回落，确认 6 月与 9 月的“双顶”。当然，其中面临的不确定性是原油价格、猪肉价格等关键产品的走势。从目前的价格结构来说，油价与猪周期仍是四季度以及明年通胀路径的关键变量。

从长周期看，2015 年以来猪肉价格已经走过三轮完整周期，本轮周期的磨底自 4 月中旬延续至今；但产能端的治理在加码，即政策一直在推动生猪产能调控与产能去化，能繁母猪存栏的去化进程已经有所加速。若后续行业供需拐点临近，则猪价或将在未来几个季度由拖累项转为拉动项。

最后看目前通胀环境对于资产定价的影响。从全球主要大宗商品来看，7 月以来整体上行，这是同期科技股代表的风险资产波动加大的重要背景之一（7 月调整，8-9 月波动）。基于科技资产的全球定价特征，它对于国内相关资产形成一定传递。但国内货币政策环境不同于外围市场，由于国内 PPI 的高读数主要是供给端和输入型的，CPI 与核心 CPI 仍处合意区间，通胀对货币政策的约束有限。[5]三季度货币政策委员会例会的表述

下载日志已记录，仅供内部参考

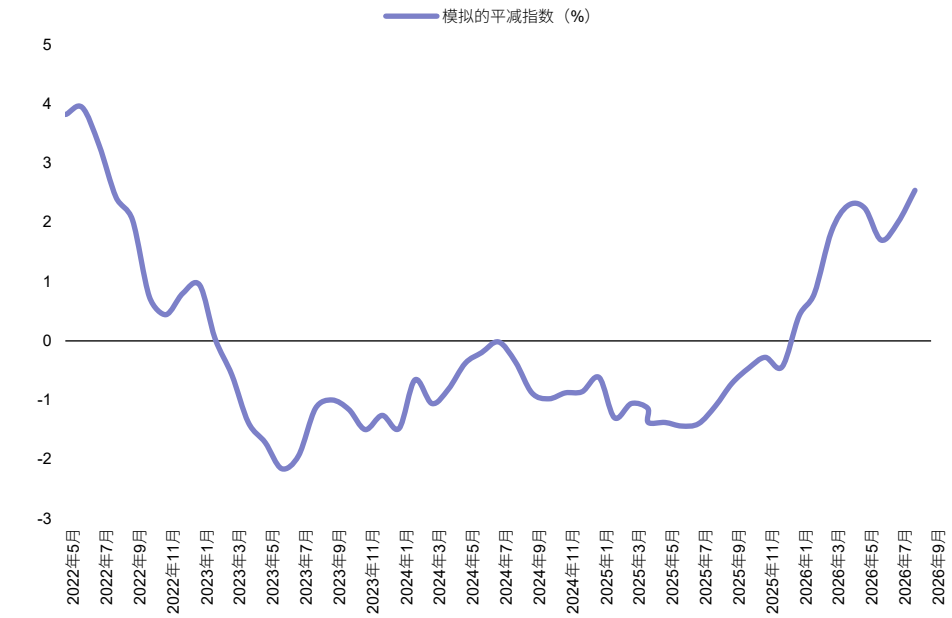
依然是“促进经济稳定增长和物价合理回升”，政策目标函数仍未变化。所以，国内股市除全球科技资产同步定价之外，还包括稳增长政策升温推动内需定价。对于后一线索来说，政策效果和物价反应正相关。建筑业产品、消费品的价格后续如能出现更积极的反应，则将进一步构成对于内需资产定价修复的支持证据。

风险提示：外部经济和金融环境短期变化超预期；中东地缘政治风险加剧，并对欧美经济带来意外冲击；大宗商品价格短期波动幅度超预期，带给海外金融市场的影响向居民端传递；地产现房制度影响超预期，部分关键产品价格增速下行；地产销售和投资的短期拖累程度仍大于预期。



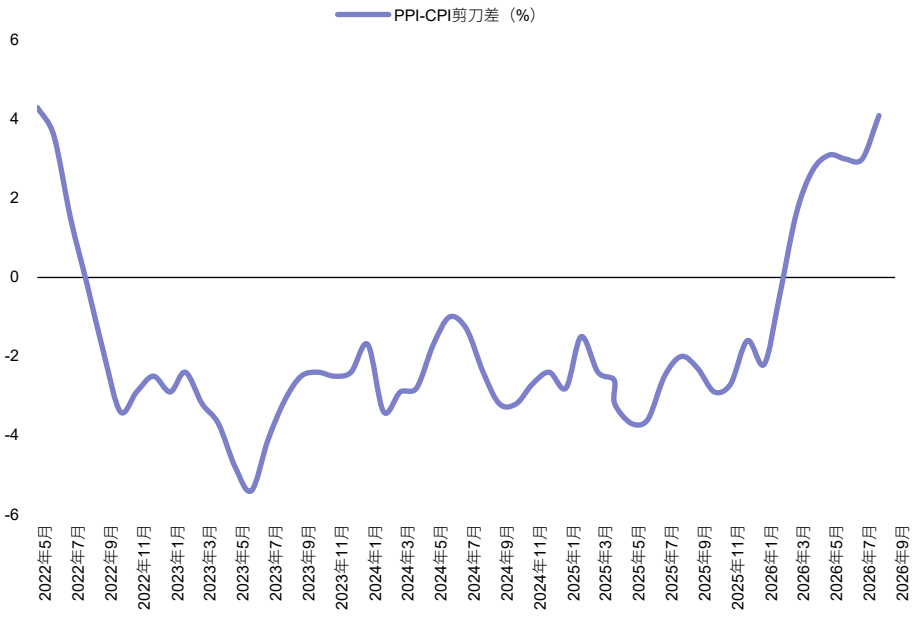
下载日志已记录，仅供内部参考

图1：模拟平减指数同比（%）



数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

图2：PPI-CPI同比剪刀差（%）



数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

下载日志已记录，仅供内部参考

广发宏观研究小组

郭 磊 ：广发证券首席经济学家、首席分析师，2016 年加入广发证券发展研究中心。

陈礼清 ：联席首席分析师，金融学博士，2023 年加入广发证券发展研究中心。

吴棋滢 ：资深分析师，经济学硕士，2017 年加入广发证券发展研究中心。

贺骁柬 ：资深分析师，经济学硕士，2017 年加入广发证券发展研究中心。

钟林楠 ：资深分析师，经济学硕士，2020 年加入广发证券发展研究中心。

王 丹 ：资深分析师，经济学硕士，2021 年加入广发证券发展研究中心。

陈嘉荔 ：资深分析师，理学硕士，2022 年加入广发证券发展研究中心。

文永恒 ：资深分析师，经济学博士，2023 年加入广发证券发展研究中心。

分析师及联系人



郭磊

SAC 执证号：S0260516070002
SFC CE No. BNY419
guolei@gf.com.cn



陈礼清

SAC 执证号：S0260523080003
chenliqing@gf.com.cn

请注意，陈礼清并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

下载日志已记录，仅供内部参考

广发证券
行业投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%～+10%。
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券
公司投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%～+5%。
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

地址	邮政编码	客服邮箱
广州市： 广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 47 楼	510627	gfzqyf@gf.com.cn
深圳市： 深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	518026	
北京市： 北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	100045	
上海市： 上海市浦东新区南泉北路 429 号泰康保险大厦 37 楼	200120	
香港： 香港湾仔骆克道 81 号广发大厦 27 楼	-	

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。

下载日志已记录，仅供内部参考

本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。