仅供内部参考，请勿外传！

广发研究 GF RESEARCH

Fixed Income

PPI 冲高，不改债市做多方向

9 月通胀数据点评

核心观点：9 月 CPI 同比 0.9%、PPI 同比 5.0%，受国际油价等外部涨价因素带动，两者均延续了上月的上行趋势，尤其是 PPI 表现超预期。但内需相关分项依旧偏弱，核心 CPI 维持 1.0%，处于年内低位。往后看，本轮涨价由外部因素主导，类比上半年情形，对债市的压制相对可控，且基本面弱的现实未被扭转，利率下行方向未变。近期资金面宽松+基金负债端上量，债市利率快速下行，但考虑到赔率空间不断收窄，伴随着拥挤度的提升，仍要警惕波动放大的风险。

日内交易影响：早盘 9:30 数据公布，PPI 超预期，但债市并未过多交易这一数据，利率下行。午后权益市场表现不佳叠加买断式逆回购超量续作，市场情绪进一步走强，收益率大幅下行，10 年国债活跃券利率下行 1.6BP，突破 1.65%的关键点位。

今年经济“K 型分化”的格局未变，9 月价格数据延续“以价换量、结构分化”的特征。出口与高端制造保持景气，消费、地产等内需修复偏慢，总量靠“量”支撑、价格向上弹性不足。9 月 PMI、CPI、PPI 虽均较上月回升，但幅度有限，终端需求广谱性仍弱，内生动能尚未切换到价格层面的全面回暖。

9 月 CPI 同比 0.9%，延续上行动能，来到 2023 年以来的相对高位，主要仍依赖于国际油价回升，带动交通通信及旅游同比走高。**核心 CPI 继续维持 1%，保持在年内相对低位，**除 AI 相关电子产品外，餐饮、居住等同比增速仍处低位，整体内需仍然偏弱。往后看，地缘局势与油价波动仍有不确定性，叠加内需修复斜率较缓，CPI 大概率维持区间波动。

9 月 PPI 同比 5.0%，为 2022 年 7 月以来新高，环比增速接近 4 月地缘冲突推升油价时的高点。从年内看，PPI 同比自 3 月转正后整体快速回升，但债市利率并未跟随上行，10Y 国债 3 月末的 1.82%降至今日的 1.64%，二者明显脱钩，主要原因在于本轮涨价的支撑几乎全部来自于成本与供给端：国际油价继续攀升，同时煤价在夏日用电高峰、冬储煤启动的影响下阶段性抬升。但上游涨价尚未向中下游传导，PPI-CPI 剪刀差继续走阔，内需持续偏弱的格局下涨价缺乏内生动力。往后看，短期内地缘局势扰动下国际油价或维持高位，支撑 PPI，但持续性取决于地缘局势演变，内需贡献有限。

债市展望：CPI 不及预期、PPI 超预期 + 资金面宽松 + 非银负债端持续上量 + 政策超预期概率较低 = 债市延续看多。一是虽然 PPI 超预期，但 PPI 与 CPI 剪刀差走阔，内需持续偏弱，基本面“弱现实”继续强化，为债市提供支撑；二是近期资金面持续宽松，央行通过质押式及买断式逆回购投放流动性，不排除政策利率换锚的可能性；三是数据表现不差，且近期已有房贷贴息、结构性降息、动用结存限额等政策落地，可能也没有超预期政策。整体来看，债市仍在下行通道内，且短期内上涨动能持续，但伴随着拥挤度的提升，也需警惕波动放大的风险。到年末，预计 10 年国债目标点位 1.60%-1.65%，30 年国债目标点位 2.1%。

风险提示：历史数据不代表未来；资金面紧于预期；货币政策超预期。

杜渐

SAC 执证号：S0260526020003
SFC CE No. BXV349
dujian@gf.com.cn

刘畅

SAC 执证号：S0260526060004
fzliuchang@gf.com.cn

请注意，刘畅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。

相关研究

假期增量信息对债市影响几何？:国庆假期全球资产与宏观政策观察	2026-10-07
美国中期选举如何影响资产定价？:10 月固收多资产展望	2026-10-02
9 月 PMI 重回扩张区间，债市短空长多	2026-10-01

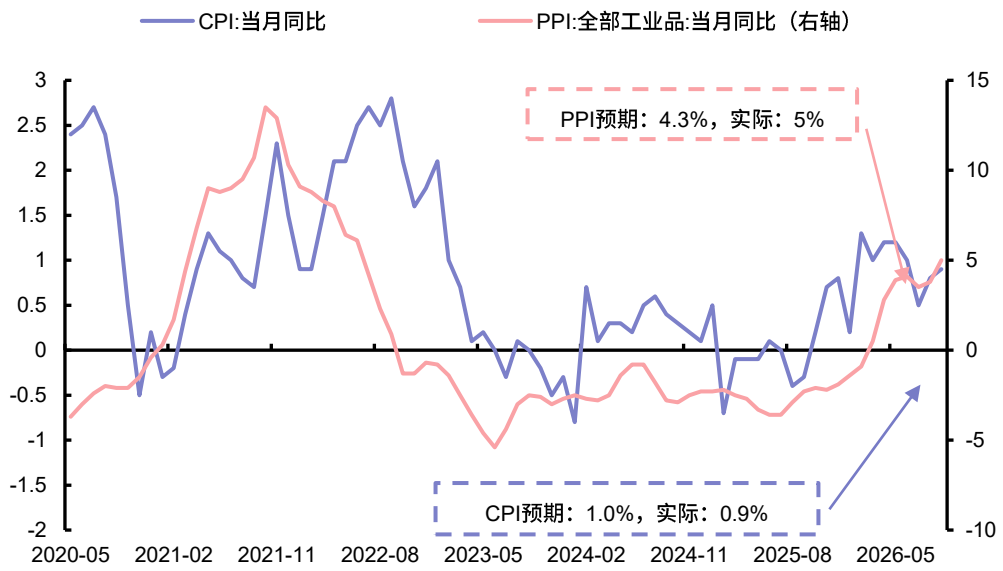
仅供内部参考，请勿外传！

图表索引

图 1：宏观经济趋势 3
图 2：近 6 个月经济数据表现 3
图 3：经济数据公布当天，资产价格走势 4

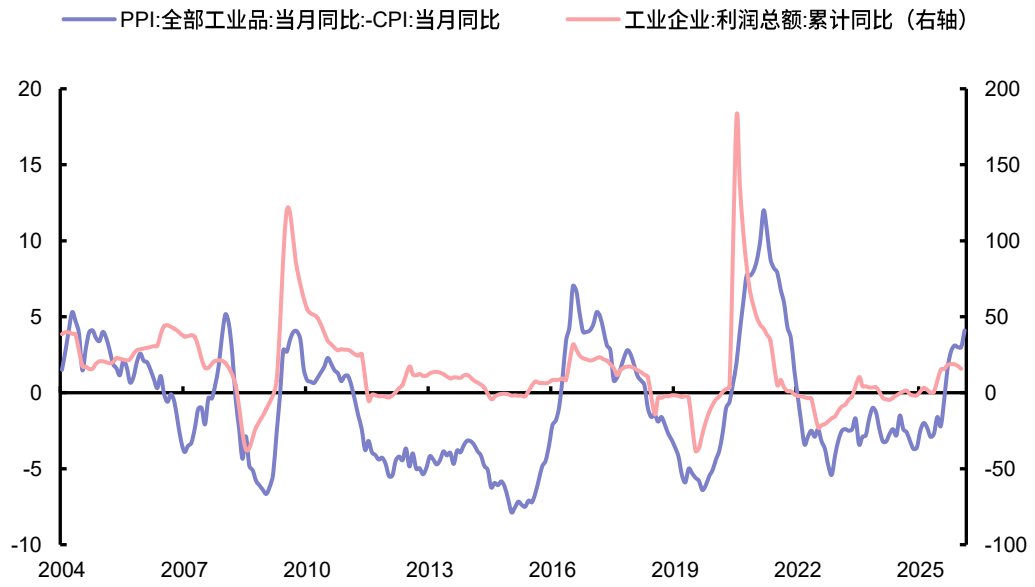
仅供内部参考，请勿外传！

图 1：CPI 及 PPI 同比（%）



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

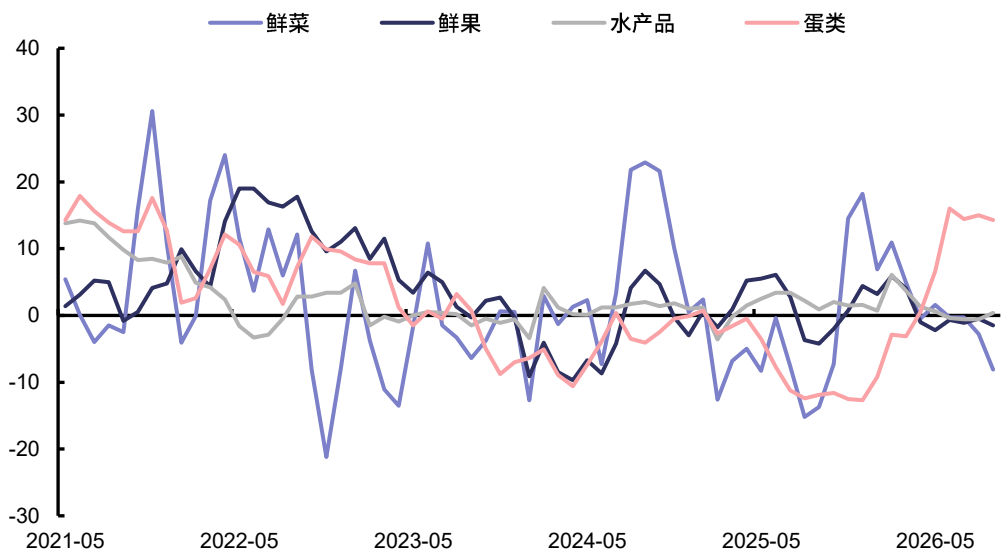
图 2：PPI-CPI “剪刀差”（%）



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

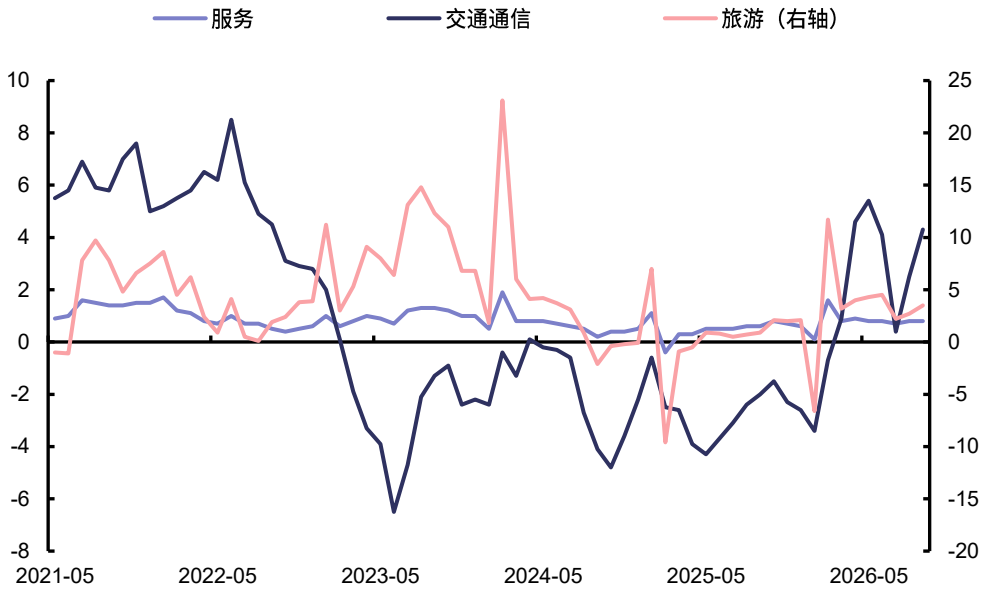
仅供内部参考，请勿外传！

图 3：CPI 食品类价格同比增速（%）



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

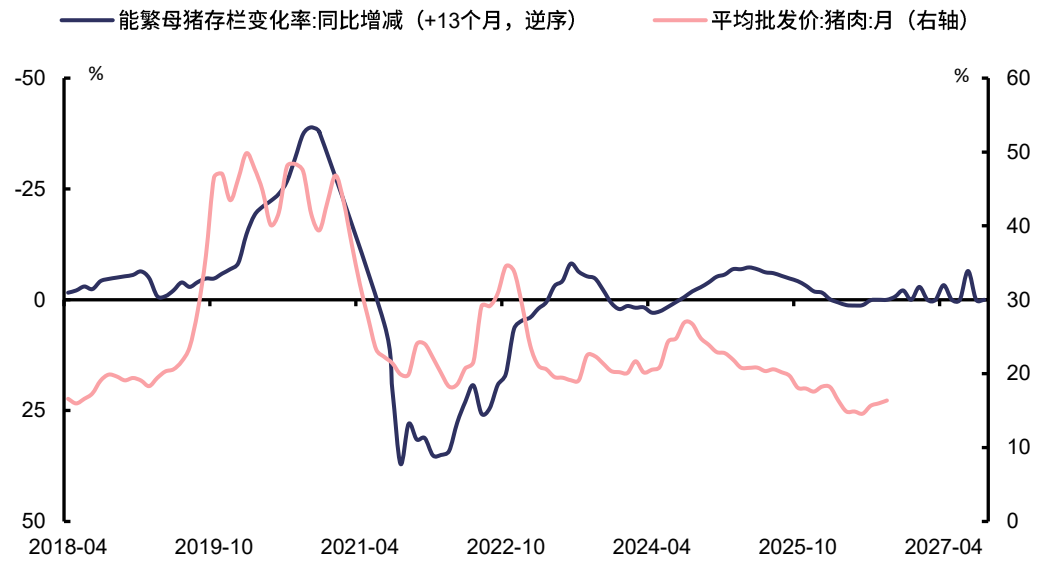
图 4：部分 CPI 非食品类价格同比增速（%）



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

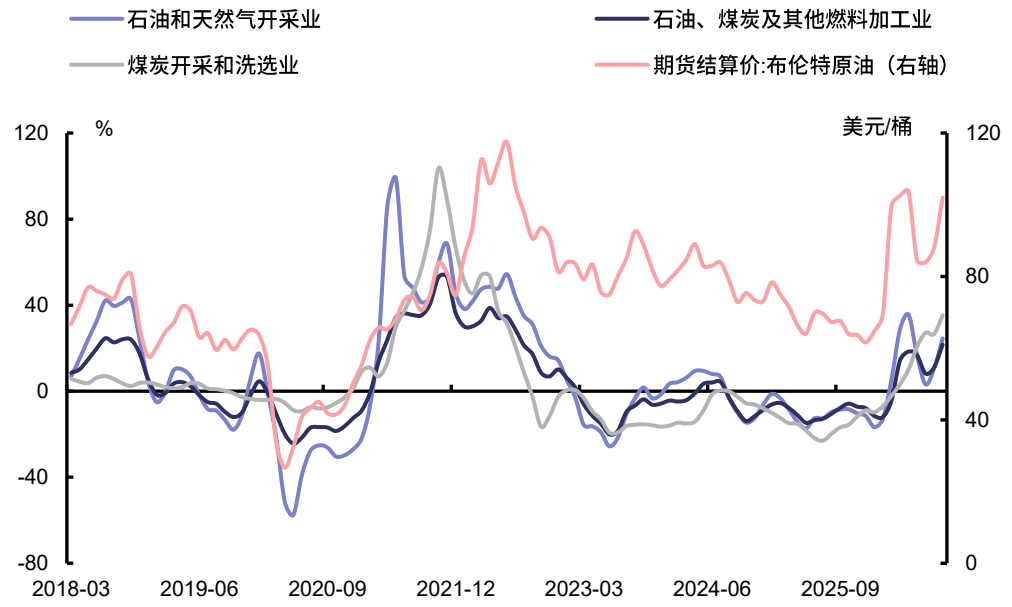
仅供内部参考，请勿外传！

图 5：猪肉供给及价格变化



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图 6：部分能源行业价格同比增速



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

仅供内部参考，请勿外传！

图 7：近 6 个月通胀数据表现

单位：%	2026-04	2026-05	2026-06	2026-07	2026-08	2026-09	较上月变化
核心CPI同比	1.2	1.1	1.0	0.9	1.0	1.0	0.0
CPI同比	1.2	1.2	1.0	0.5	0.8	0.9	0.1
预期值（Wind一致预期）	0.9	1.4	1.2	0.8	0.8	1.0	0.2
实际-预期（差值）	▲0.3	▼0.2	▼0.2	▼0.3	▲0.0	▼0.1	-0.1
CPI食品同比	-1.6	-1.7	-1.6	-1.5	-1.4	-1.7	-0.3
猪肉	-15.2	-16.1	-15.9	-13.3	-11.8	-10.0	1.8
鲜菜	-0.5	1.6	-0.3	-0.3	-2.8	-8.1	-5.3
鲜果	-1.0	-2.2	-0.7	-1.1	-0.5	-1.5	-1.0
水产品	1.3	0.6	-0.4	-0.6	-0.6	0.4	1.0
蛋类	0.5	6.6	16.0	14.4	15.0	14.3	-0.7
CPI食品环比	-1.6	-0.4	-0.4	0.0	0.4	0.4	0.0
CPI非食品同比	1.8	1.9	1.5	0.9	1.2	1.5	0.3
服务	0.9	0.8	0.8	0.7	0.8	0.8	0.0
交通通信	4.6	5.4	4.1	0.4	2.5	4.3	1.8
旅游	4.0	4.3	4.5	2.2	2.7	3.5	0.8
CPI非食品环比	0.7	-0.1	-0.3	-0.1	0.3	0.2	-0.1
PPI同比	2.8	3.9	4.1	3.5	3.8	5.0	1.2
预期值（Wind一致预期）	1.6	3.5	4.1	4.0	3.6	4.3	0.7
实际-预期（差值）	▲1.2	▲0.4	0.0	▼0.5	▲0.2	▲0.7	0.5
PPI生产资料同比	3.8	5.2	5.5	4.8	5.0	6.5	1.5
PPI生产资料环比	2.1	0.7	-0.3	-0.9	0.4	1.4	1.0
PPI生活资料同比	-1.0	-0.8	-0.9	-0.8	-0.5	-0.1	0.4
PPI生活资料环比	-0.1	0.0	-0.3	-0.1	0.2	0.1	-0.1
分行业同比涨幅前7：							0.0
煤炭采选	3.1	10.0	20.6	27.1	26.6	35.3	8.7
油气开采	28.6	35.7	16.8	3.2	10.5	24.5	14.0
油煤加工	14.2	18.4	16.7	8.2	11.1	21.6	10.5
有色采选	38.9	36.5	25.5	22.6	21.1	21.4	0.3
有色冶炼	22.5	24.0	23.4	20.2	20.8	21.4	0.6
化学纤维制造	5.4	8.5	7.4	8.4	9.6	12.3	2.7
化学原料及制品	8.9	12.7	11.3	9.1	9.1	12.1	3.0

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心



仅供内部参考，请勿外传！

广发固定收益研究小组

杜 渐 ：CFA，首席分析师，美国福德汉姆大学金融学硕士，十年债市工作经历。

余 淼 ：FRM，资深分析师，英国格拉斯哥大学硕士，九年债市工作经历。

汤庭恺 ：资深分析师，上海财经大学硕士，三年投行及租赁相关经验，3 年信用及产业研究经历。

王素芳 ：资深分析师，伦敦国王学院硕士，四年可转债研究经历。

刘 畅 ：资深分析师，南开大学硕士，四年利率策略及机构行为研究经历。

熊睿健 ：高级研究员，英国爱丁堡大学硕士，四年国债期货研究经历。

张 陆 ：高级研究员，美国哥伦比亚大学硕士，四年利率衍生品+多资产研究经历。

肖霖菁 ：研究员，香港中文大学（深圳）金融工程硕士，覆盖信用债 ETF、债券南向通方向。

分析师及联系人



杜渐

SAC 执证号：S0260526020003
SFC CE No. BXV349
dujian@gf.com.cn



刘畅

SAC 执证号：S0260526060004
fzliuchang@gf.com.cn

请注意，刘畅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。

仅供内部参考，请勿外传！

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。

仅供内部参考，请勿外传！

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。