下载日志已记录，仅供内部参考

PPI 超预期后：再度冲高回落

——2026 年 9 月通胀数据点评

报告发布日期 2026 年 10 月 15 日

证券分析师
刘姜枫 执业证书编号：S0860526010002
liujiangfeng@orientsec.com.cn
021-63326320
黄汝南 执业证书编号：S0860525120004
香港证监会牌照：BTB507
huangrunan@orientsec.com.cn
010-66210535
孙金霞 执业证书编号：S0860515070001
香港证监会牌照：BXO238
sunjinxia@orientsec.com.cn
021-63326320
陈至奕 执业证书编号：S0860519090001
香港证监会牌照：BUK982
chenzhiyi@orientsec.com.cn
021-63326320
孙国翔 执业证书编号：S0860523080009
香港证监会牌照：BXR433
sunguoxiang@orientsec.com.cn
021-63326320

联系人
邵睿思 执业证书编号：S0860126070043
shaoruisi@orientsec.com.cn
010-66210535

相关报告
通胀双顶的意义：——2026 年 8 月通胀数据点评 2026-09-09
PPI 进入回落通道：——2026 年 7 月通胀数据点评 2026-08-10

研究结论

市场预测误差的主因在于能源板块表现超预期，常用高频对 PPI 的拟合效果下降。10 月能化价格大概率进一步提升，未来一年看则逐渐见顶回落的概率更高。

- **CPI：能源与猪肉连月回升。**
  - ✓ 2026 年 9 月，CPI 同比 0.9%，前值 0.8%；环比 0.2%，前值 0.4%。
  - ✓ 拆分看， CPI 同比回升既有当月动能回升的原因，也受到基数回落的影响。
  - ✓ 同比来看：能源回升是主要拉动，猪肉也继续回升。
  - ✓ 环比来看：能源环比大幅提升构成主要的边际贡献。

- **PPI：能化板块上涨幅度超预期**
  - ✓ 2026 年 9 月，PPI 同比 5.0%，前值 3.8%；环比 1.2%，前值 0.4%。
  - ✓ 拆分看，PPI 同比回升，主要是当月贡献影响。
  - ✓ 同比来看：多数链条同比增速较前月进一步提升。
  - ✓ 环比来看：能化板块相较前月边际贡献明显提升。

- **PPI 超预期的解释。**市场预测误差的主因在于能源板块表现超预期，具体而言：一是原油运价的大幅回升和国内低价油库存的消耗使得 PPI 油化工链条表现强于布油价格表现；二是煤炭板块 PPI 走势强于焦煤和动力煤的经验表现。

- **短期 PPI 还能继续冲高。**滞后半个月看 10 月布油价格和油运价格仍在迅速上升，煤炭高频显示的价格环比也仍有提升，能化对 PPI 的贡献有望进一步提升；

- **双顶以后 PPI 持续回落的风险较高**。基数自然抬升熨平褶皱的力量势大力沉，要使得 2027 年 6 月油化工链条依然能保持 2026 年 9 月 14%左右的增速，2027 年 6 月布油期货月均价格应达到 130 美元/桶，而 2026 年最高月均价格约 105 美元/桶。

风险提示

灾难性气候频发，地缘局势演化，假设条件变化影响预测结果。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

目 录

一、CPI：能源与猪肉连月回升 4
二、PPI：能化板块上涨幅度超预期 6
三、PPI 超预期以后：再度冲高回落 8
风险提示 9

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表目录

图 1：历年同期 CPI 当月环比 4
图 2：CPI 同比回升，主要是当月贡献 4
图 3：CPI 同比的结构拆分：核心仍为主支撑，猪肉仍暂拖累 4
图 4：CPI 同比变化归因：猪肉和能源回升是主要拉动 4
图 5：CPI 环比的结构拆分：能源构成主要拉动 5
图 6：CPI 环比变化归因：能源环比回升是主要贡献 5
图 7：能源的同比支撑大幅继续回升，猪肉的拖累持续减轻 5
图 8：历年同期 PPI 当月环比对比 6
图 9：PPI 同比回升，主要是当月贡献 6
图 10：PPI 同比的结构拆分：有色、能源、电子是主要支撑 6
图 11：PPI 同比变化归因：黑色以外各链条都在回升 6
图 12：PPI 环比的结构拆分：油煤有色是三个主导链条 7
图 13：PPI 环比变化归因：上游环比走强，中下游走弱 7
图 14：PPI 同比支撑仍集中在上游链条 7
图 15：2026 年 9 月布油与 PPI 对应项目环比走势分叉 8
图 16：2026 年 9 月布油与 PPI 对应链条环比走势分叉 8
图 17：PPI 煤炭环比走势强于动力煤价格的表现 8
图 18：PPI 煤炭环比走势强于焦煤价格的表现 8
图 19：PPI 涨价行业个数始终没能大面积扩散 9
图 20：基数效应将逐步开始拖累 PPI 同比 9
图 21：PPI 的分链条预测 9

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

一、CPI：能源与猪肉连月回升

2026 年 9 月，CPI 同比 0.9%，较前值 0.8%回升 0.1 个百分点；环比 0.2%，前值 0.4%。

从基数与动能角度拆分，CPI 同比回升既有当月动能回升的原因，也受到基数回落的影响。

结构上，能源的同比拉动回升，我们把 CPI 拆分为猪肉、食品（猪肉以外）、能源、黄金、核心 CPI（除黄金以外）五个板块来看：

（1）从 CPI 同比增速的结构来看：

✓ **静态视角**，核心仍为主支撑，猪肉仍暂拖累；

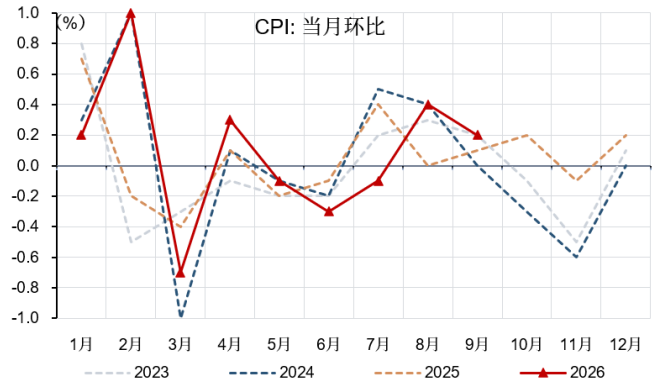
✓ **边际视角**，能源回升是主要拉动，猪肉也继续回升。

（2）从 CPI 环比增速的结构来看：

✓ **静态视角**，能源构成主要拉动；

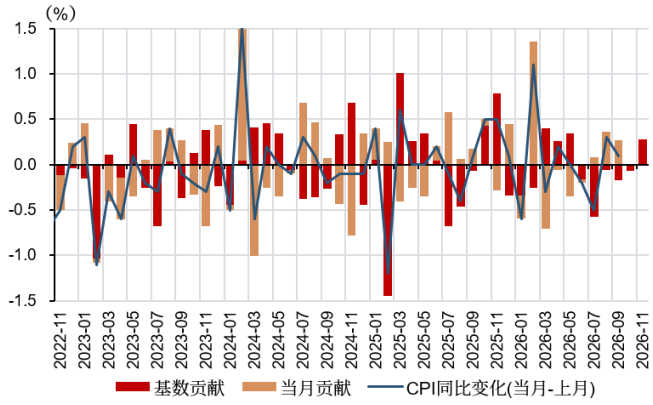
✓ **边际视角**，能源环比大幅提升构成主要的边际贡献。

图 1：历年同期 CPI 当月环比



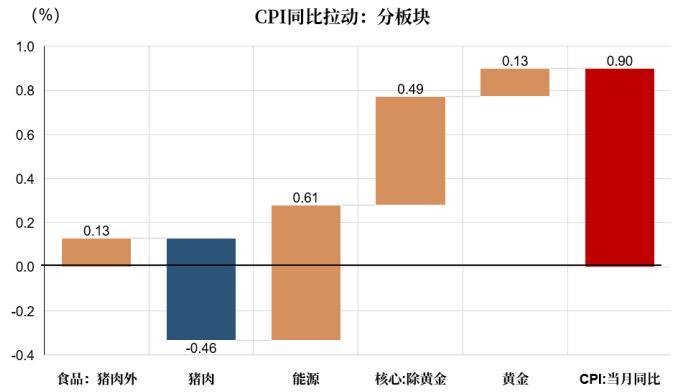
数据来源：Wind，东方证券研究

图 2：CPI 同比回升，主要是当月贡献



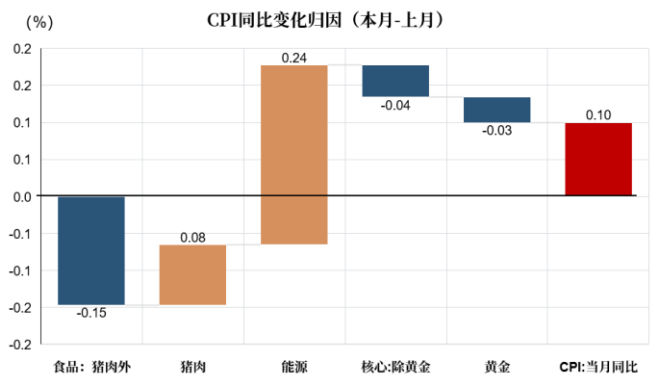
数据来源：Wind，东方证券研究

图 3：CPI 同比的结构拆分：核心仍为主支撑，猪肉仍暂拖累



数据来源：Wind，东方证券研究

图 4：CPI 同比变化归因：猪肉和能源回升是主要拉动

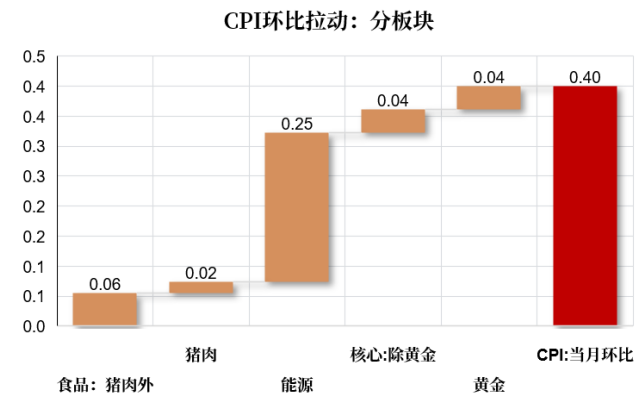


数据来源：Wind，东方证券研究

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

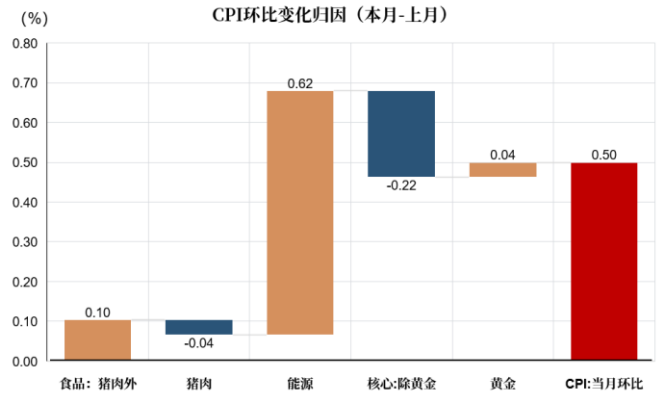
下载日志已记录，仅供内部参考

图 5：CPI 环比的结构拆分：能源构成主要拉动



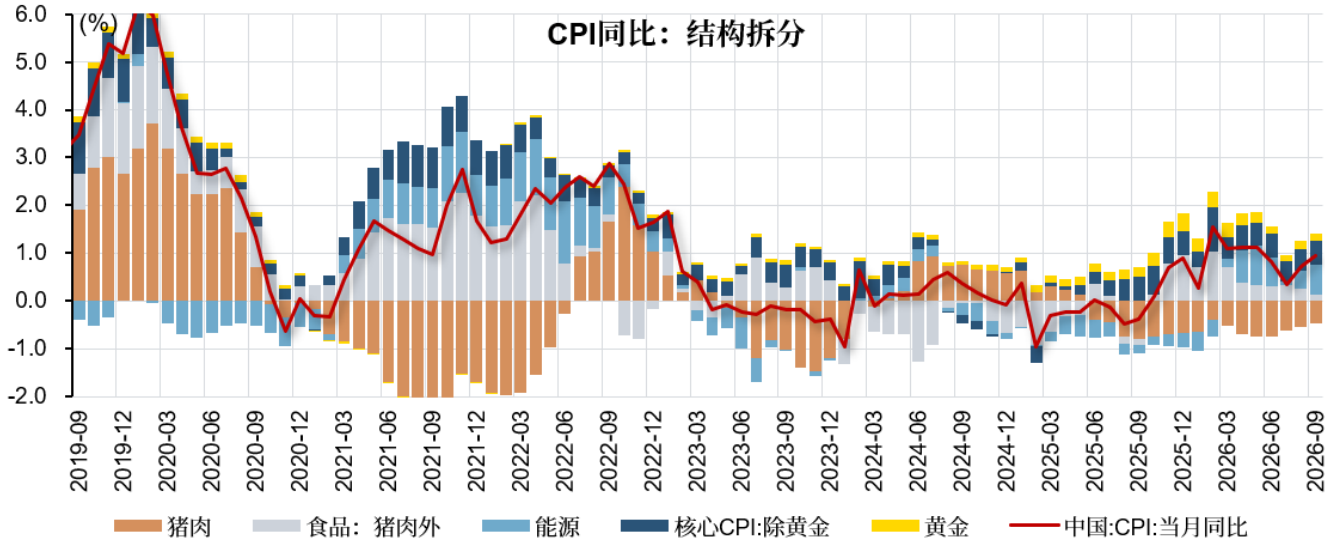
数据来源：Wind，东方证券研究

图 6：CPI 环比变化归因：能源环比回升是主要贡献



数据来源：Wind，东方证券研究

图 7：能源的同比支撑大幅继续回升，猪肉的拖累持续减轻



数据来源：Wind，东方证券研究

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

二、PPI：能化板块上涨幅度超预期

2026年9月，PPI同比5.0%，较前值3.8%进一步提升；环比1.2%，较前值0.4%显著回升。

从基数与动能角度拆分，PPI同比回升，主要是当月贡献影响。拆分各产业链角度：

（1）从PPI同比增速的结构来看：

✓ **静态视角**，有色、能源、电子仍是主要支撑，黑色建材、非耐用消费和公用事业仍为拖累；

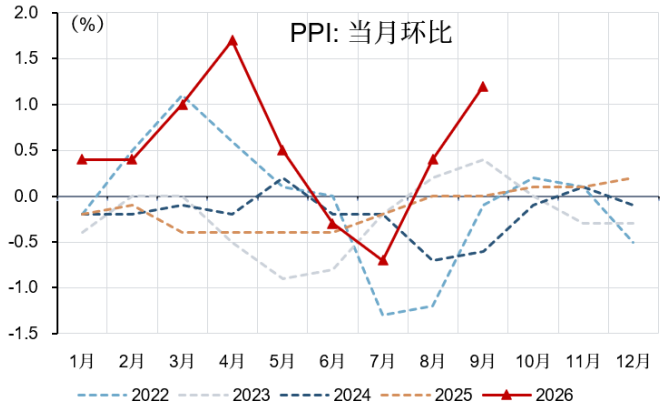
✓ **边际视角**，多数链条同比增速较前月进一步提升。

（2）从PPI环比增速的结构来看：

✓ **静态视角**，有色、能源、电子是主要支撑，黑色和非耐用消费继续拖累；

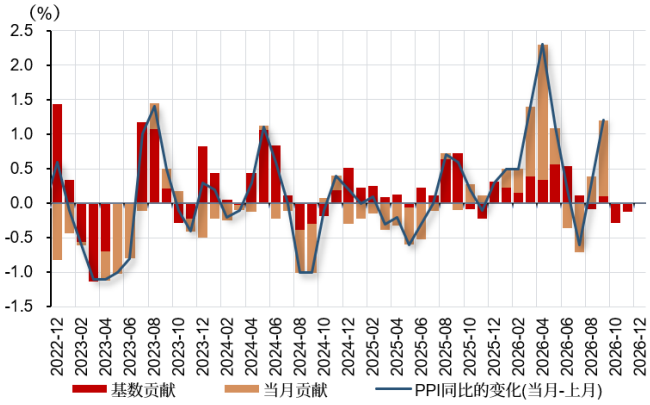
✓ **边际视角**，能化板块相较前月边际贡献明显提升。

图 8：历年同期PPI当月环比对比



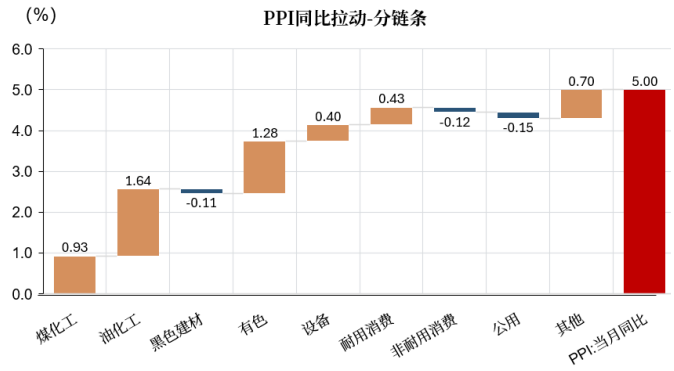
数据来源：Wind，东方证券研究

图 9：PPI同比回升，主要是当月贡献



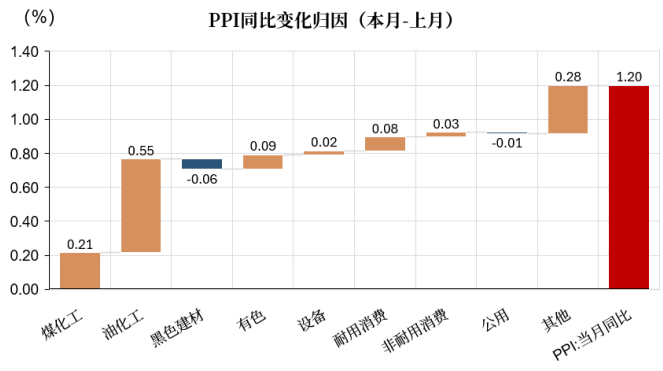
数据来源：Wind，东方证券研究

图 10：PPI同比的结构拆分：有色、能源、电子是主要支撑



数据来源：Wind，东方证券研究

图 11：PPI同比变化归因：黑色以外各链条都在回升

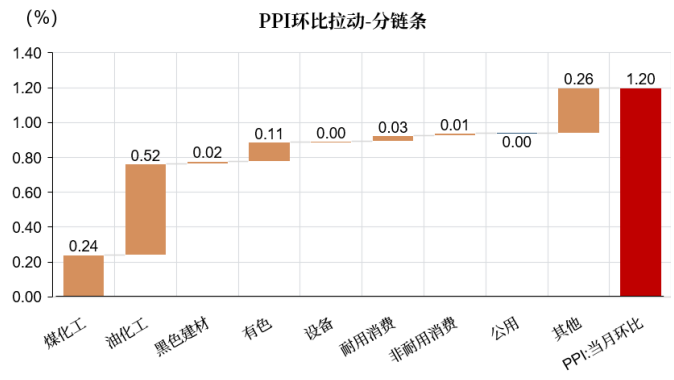


数据来源：Wind，东方证券研究

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

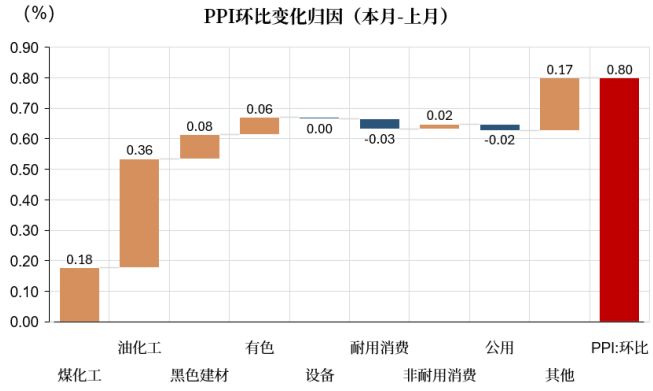
下载日志已记录，仅供内部参考

图 12：PPI 环比的结构拆分：油煤有色是三个主导链条



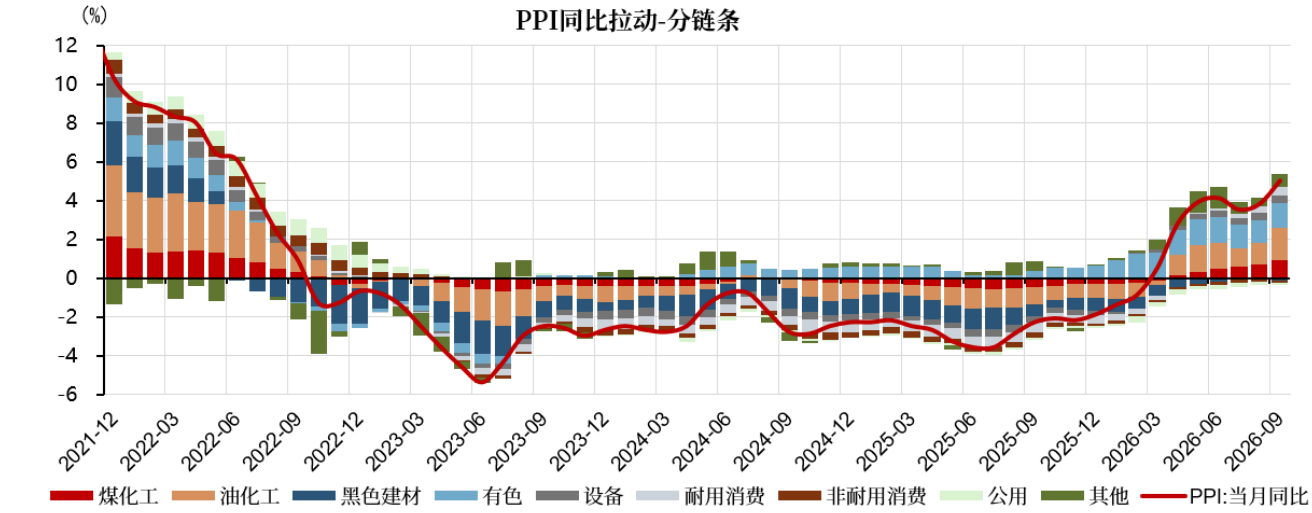
数据来源：Wind，东方证券研究

图 13：PPI 环比变化归因：上游环比走强，中下游走弱



数据来源：Wind，东方证券研究

图 14：PPI 同比支撑仍集中在上游链条



数据来源：Wind，东方证券研究

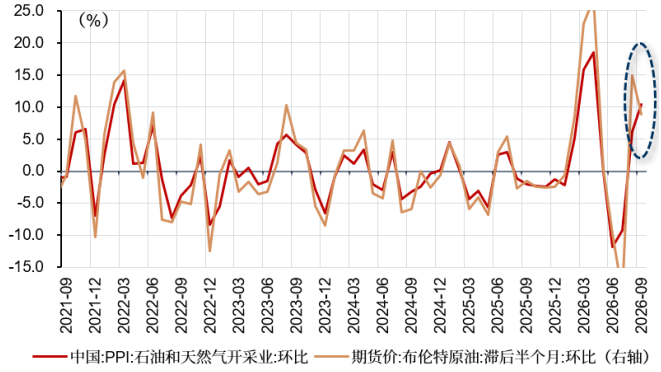
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

三、PPI 超预期以后：再度冲高回落

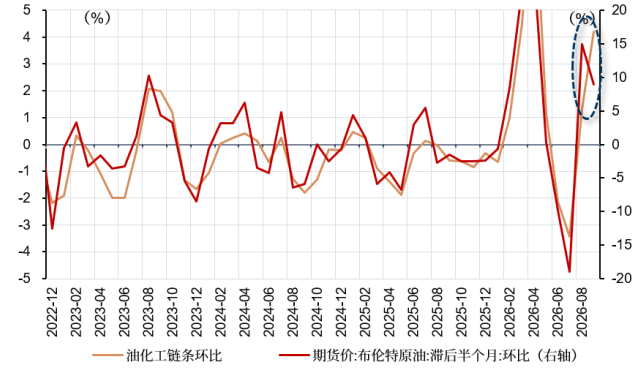
9 月 CPI 基本符合预期，但 PPI 走势超预期。市场预测误差的主因在于能源板块表现超预期，具体而言：一是原油运价的大幅回升和国内低价油库存的消耗使得 PPI 油化工链条表现强于布油期货价格的指示；二是煤炭板块 PPI 走势强于焦煤和动力煤的历史经验上指示的 PPI 表现，可能是 2026 年定价机制调整的影响。

图 15：2026 年 9 月布油与 PPI 对应项目环比走势分叉



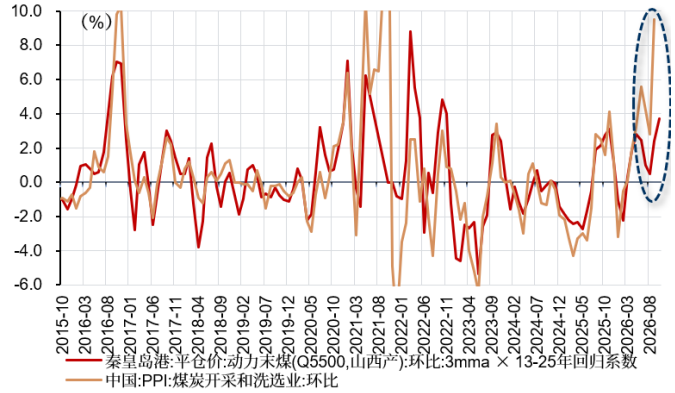
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 16：2026 年 9 月布油与 PPI 对应链条环比走势分叉



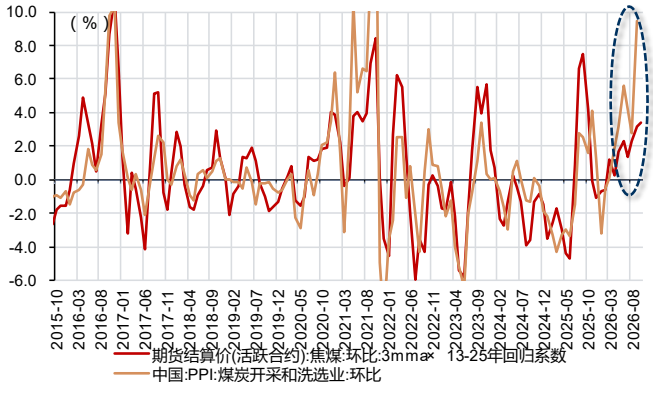
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 17：PPI 煤炭环比走势强于动力煤价格的表现



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 18：PPI 煤炭环比走势强于焦煤价格的表现



数据来源：Wind，东方证券研究所

往后看，PPI 基准情况下的走势格局后续十分清晰：在无国内政策和海外地缘扰动的情况下，已出现的涨价无法从上游扩散至下游，基数效应也将逐渐开始拖累 PPI 同比读数，使 PPI 增速预计在未来 12 个月总体回落。但不确定因素来自于国内稳增长政策的力度，和海外地缘局势的演化。

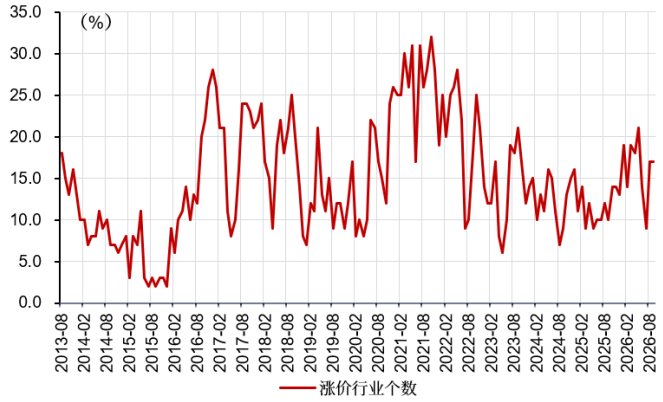
短期看，PPI 同比还能继续冲高。滞后半个月看 10 月布油价格和油运价格仍在迅速上升，煤炭高频显示的价格环比也仍有提升，能化对 PPI 的贡献有望进一步提升。而再往后则依赖对油价的假设，若预计 11 月油价能有所降温，则很大概率 10 月是全年 PPI 同比顶部。

中长期看，双顶以后 PPI 持续回落的风险较高。基数自然抬升熨平褶皱的力量势大力沉，**要使得 2027 年 6 月油化工链条依然能保持 2026 年 9 月 14%左右的增速，2027 年 6 月布油期货月均价格应达到 130 美元/桶**，而 2026 年最高月均价格约 105 美元/桶。这意味着在非极端假设下，能化板块 PPI 大概率会带动总体 PPI 回落。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

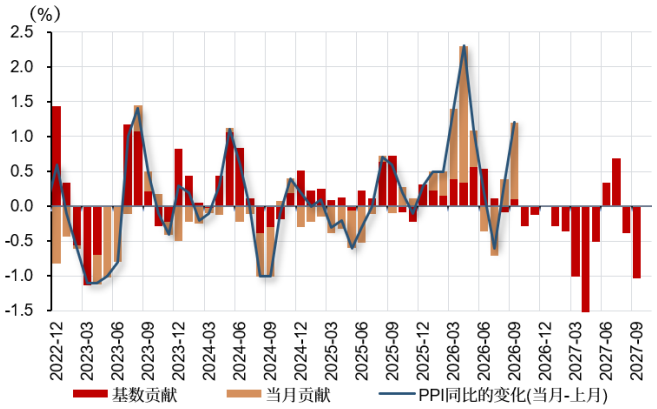
下载日志已记录，仅供内部参考

图 19：PPI 涨价行业个数始终没能大面积扩散



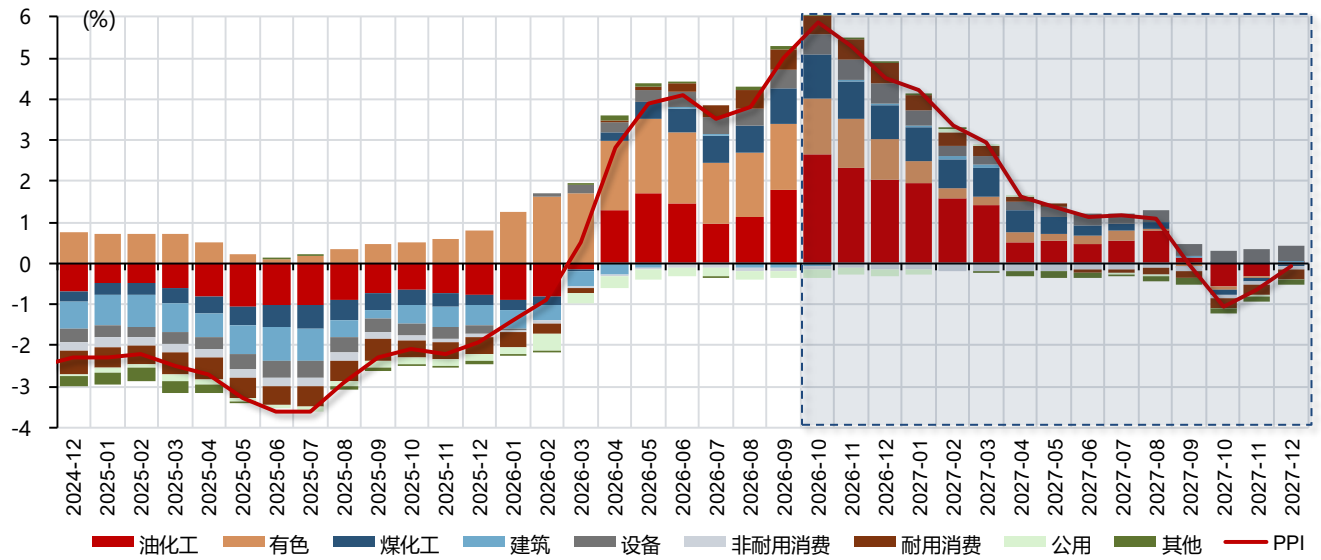
数据来源：Wind，东方证券研究

图 20：基数效应将逐步开始拖累 PPI 同比



数据来源：Wind，东方证券研究

图 21：PPI 的分链条预测



数据来源：Wind，东方证券研究；注：框定部分为预测值

风险提示

灾难性气候暂未纳入到预测模型，地缘局势演化的方向和程度难以预测，假设条件变化影响预测结果。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或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（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

东方证券 ORIENT SECURITIES

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。
东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。