下载日志已记录，仅供内部参考

宏观研究

深度报告

证券研究报告

财达证券 CAIDA SECURITIES

2026 年 10 月 14 日

CPI 深度分析框架：如何拆解？如何预测？

证券分析师

解运亮 首席经济学家

S0400526080001

xieyunliang@cdzq.com

研报摘要：

- **判断 CPI 的核心影响因素。**CPI 涵盖八个一级分项、268 个基本分类，品类多且产业分散，需聚焦核心变量。筛选时需综合考虑两点，一是波动，二是权重。从结果来看，畜肉、鲜菜、鲜果、交通通信、医疗保健这五项是分析 CPI 的关键变量。

- **CPI 近月预测方法：“高频+环比”法。**第一步，对食品项二级分类的环比值进行预测，重点食品项可借助有效高频指标跟踪。第二步，交通通信中的交通工具用燃料、居住中的水电燃料均受国际油价影响，依据油价预判这两个分项。第三步，其余分项采用“环比均值法”预测，并做春节因素调整。第四步，对各项的预测结果加权平均得到 CPI 的环比预测值。

- **CPI 远月预测方法：基于“猪周期”与原油价格。**猪周期源于猪肉供需变化引起的价格循环。能繁母猪存栏量领先出栏约 10 个月，可据此构建模型预测猪肉价格。相较于猪肉价格基本由国内决定，原油作为全球最重要的大宗商品，其价格与全球经济息息相关。原油价格分析主要考虑供给、需求、地缘政治三个因素的影响。

- **案例分析。**2026 年 9 月 CPI 同比继续小幅回升至 0.9%，但结构上呈现分化明显、冷热不均的特征。简言之，CPI 的回升主要系由国际油价回升贡献，剔除油价，CPI 上涨动能仍然偏弱。预计四季度核心 CPI 平稳，但考虑猪价有望企稳回升、油价可能持续处于高位，整体 CPI 可能延续温和回升态势。

- **风险因素：**增量政策落地低于预期，地缘政治风险突发等。

下载日志已记录，仅供内部参考

目录

1．CPI 的定义与编制方法 4
2．CPI 核心影响因素判断 11
3．CPI 近月预测方法 13
4．CPI 远月预测方法 19
4.1 基于猪周期的猪肉价格预测 19
4.2 原油价格预测 23
5．PPI 与 CPI：“双链条”传导机制 26
6．案例分析 29
风险因素 31

下载日志已记录，仅供内部参考

图表目录

图 1：CPI 分项 4
图 2：CPI 八大分项 2025 年基期权重 5
图 3：CPI 编制的工作流程 7
图 4：CPI 环比与同比计算公式 8
图 5：CPI 自有住房与 CPI 租赁房租的走势一致性较强 10
图 6：CPI 翘尾因素与新涨价因素 11
图 7：2020 年以来食品烟酒及在外餐饮项对 CPI 影响较为明显 12
图 8：CPI 各分项对 CPI 整体的影响力 12
图 9：猪肉批发价格与 CPI 猪肉项同步性较高 14
图 10：原油价格对 CPI 交通工具用燃料项影响较大 15
图 11：原油价格对 CPI 水电燃料项的影响 15
图 12：医疗保健项近两年的环比变化较为稳定 16
图 13：医疗保健项 2016 年起涨幅加快，2019 年后放慢 16
图 14：CPI 衣着每年 3 月和 9 月出现上涨 17
图 15：CPI 旅游每逢春节和暑假都会上涨 18
图 16：我国猪肉消费保持稳定 20
图 17：猪周期流程 20
图 18：生猪养殖流程与时长 21
图 19：历史上的猪周期 22
图 20：能繁母猪领先猪肉价格 10 个月 22
图 21：生猪养殖盈利与猪周期底部判断 23
图 22：欧佩克原油和凝析油产量占比 24
图 23：原油需求与全球经济增长关系密切 25
图 24：中国、印度为首的新兴国家构成原油增量需求 25
图 25：2012 年以来，CPI 与 PPI 的走势明显背离 27
图 26：PPI 生产资料和 PPI 生活资料相关性不高 28
图 27：猪肉价格与 PPI 走势差别较大 29
图 28：布伦特原油价格走势 30

表 1：2026 年 CPI 一级分类和部分二级分类的权重 6
表 2：2026 年 CPI 基期轮换具体内容 9
表 3：CPI 食品项的高频数据 13

下载日志已记录，仅供内部参考

1．CPI 的定义与编制方法

居民消费价格指数（Consumer Price Index 缩写：CPI）是反映城乡居民家庭购买并用于日常生活消费的一篮子商品和服务项目价格水平随时间而变动的相对数。居民消费价格水平的变动率在一定程度上反映了通货膨胀（或紧缩）的程度。编制居民消费价格指数的目的，是了解全国各地价格变动的基本情况，分析研究价格变动对社会经济和居民生活的影响，满足各级政府制定政策和计划、进行宏观调控的需要，以及为国民经济核算提供参考依据。

CPI 数据的编制主要分为四步：

第一步是确定“商品篮子”。CPI 不是用全部商品和服务项目编制的，而是用部分重要的商品和服务项目来编制的。具体来看，统计部门会抽选一组一定时期内居民经常消费的、对居民生活影响相对较大的、有代表性的、固定数量的商品和服务作为“商品篮子”，来衡量 CPI 的变化。目前，我国“篮子”分为食品烟酒及在外餐饮、衣着、居住、生活用品及服务、交通和通信、教育文化娱乐、医疗保健、其他用品和服务等 8 大类、268 个基本分类。

图 1：CPI 分项

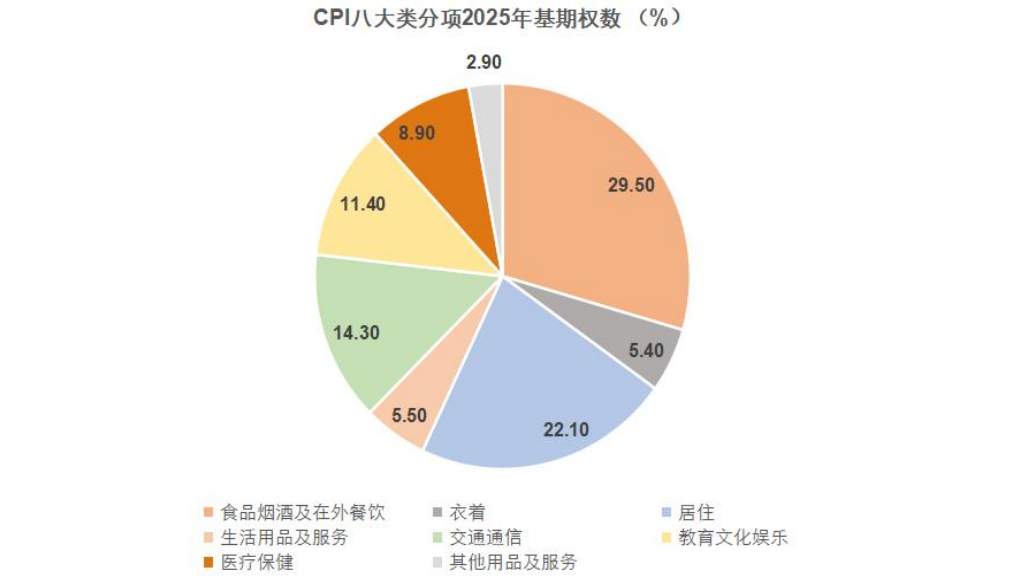


资料来源：iFind，财达证券研究

下载日志已记录，仅供内部参考

第二步是确定各类商品的权重。由于每一种商品的支出金额在总支出的占比不同，即使是不同商品的价格发生相同涨幅时，它们对居民支出的影响也会有明显差异。因此统计部门需要对“篮子”中的商品赋予权重。权重是每一种商品或服务项目在居民所有消费商品和服务总支出中所占的比重，也是反映各项目的价格变动对总指数变动影响程度的指标。2026 年 2 月 11 日，国家统计局发布了以 2025 年为新基期的 CPI 数据，同时首次正式公布了 CPI 各主要分项的权重。

图 2：CPI 八大分项 2025 年基期权重



资料来源：iFind，财达证券研究

不过，统计局目前仅公布了 CPI 八大类及部分分类权数。因此，对于其他细分的权重，仍需通过其他途径推算。统计局每个月发布的通胀数据通稿中，会公布一些分项对于 CPI 的拉动，这也是我们推算权重的线索。基于公式，某一分项对 CPI 同比（环比）的拉动率=该分项同比（环比）增速 X 权重，我们能够算出该分项的权重。比如 2026 年 6 月通稿中提到，“畜肉类价格下降 7.3%，影响 CPI 下降约 0.30 个百分点”，据此可以判断畜肉类的权重为 4.11%（0.30%/7.3%）。我们结合 2026 年统计局的通稿与统计局公布的 CPI 八大类及部分分类权数，估算了 CPI 一级分类和部分二级分类的权重。

下载日志已记录，仅供内部参考

表 1：2026 年 CPI 一级分类和部分二级分类的权重

一级分类		二级分类	
项目	权重（%）	项目	权重（%）
食品烟酒及在外餐饮	29.5	粮食	1.2
		鲜菜	1.7
		畜肉类	4.2
		猪肉	1.9
		水产品	1.7
		蛋类	0.6
		鲜果	1.9
		奶类	1.2
		其他	15.2
衣着	5.4		
居住	22.1		
生活用品及服务	5.5		
交通通信	14.3		
教育文化娱乐	11.4		
医疗保健	8.9		
其他用品及服务	2.9		

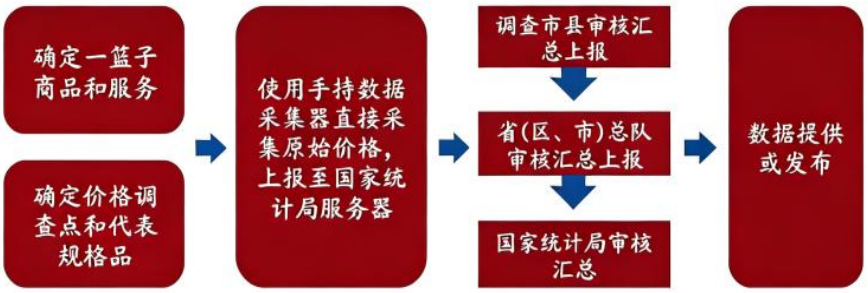
资料来源：统计局，财达证券研究

第三步，搜集原始价格数据。调查方法层面，各市、县调查队选择经营品种齐全、销售额大的商场（店）、超市、农贸市场、服务网点作为价格调查点，按照“定人、定点、定时”的原则，直接派人到调查网点或从互联网采集原始价格。统计局资料显示，2025 年基期（2026 年起编制发布）通胀数据来源于全国 31 个省（区、市）约 500 个市县、约 12 万家价格调查点，调查规格品约 62 万种，调查覆盖范围进一步扩大。

调查频率层面，对于与居民生活密切相关、价格变动比较频繁的商品，每 5 天调查一次价格，如大米、面粉、蔬菜等；一般性商品（服务）每月调查 2 次价格，如服装、衣着材料等；部分服务项目每月调查 3 次价格，如飞机票、旅游等，每次预先采集一旬的预售价格；由国家或地方统一定价的一些商品(服务)或价格相对稳定的商品(服务)，每月调查一次价格，例如水、电、燃料等。采集员在完成价格采集后，直接上报至国家统计局服务器。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 3：CPI 编制的工作流程



资料来源：iFind，财达证券研究

第四步是根据调查数据计算 CPI 的环比、同比变化。

CPI 环比=（商品篮子中的各项在 t 的价格 X 基期的消费量）/（商品篮子中的各项在 t-1 的价格 X 基期的消费量）

CPI 同比=（商品篮子中的各项在 t 的价格 X 基期的消费量）/（商品篮子中的各项在 t-12 的价格 X 基期的消费量）

公式中的 t 代表月份，基期由国家统计局决定。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 4：CPI 环比与同比计算公式

环比价格变化：

$$H_t = \frac{\sum P_t Q_0}{\sum P_{t-1} Q_0}$$

t和$t-1$分别表示报告期和前一期　　P_t表示报告期价格
P_{t-1}表示前一期价格　　Q_0 表示基期消费量

同比价格变化：

$$T_t = \frac{\sum P_t Q_0}{\sum P_{t-12} Q_0}$$

$t-12$表示报告期t的上年同月　　P_{t-12}表示去年同期价格

资料来源：iFind，财达证券研究

为了使 CPI 更及时准确地反映居民消费结构的新变化和物价的实际变动，我国统计制度规定每五年进行一次基期轮换。最新一轮更换是在 2026 年，即 2026 年开始编制和发布以 2025 年为基期的价格指数。基期轮换分别对“固定篮子”中商品和服务的范围、分类方法和权重进行调整，使 CPI 调查所涉及到的商品和服务更具有代表性，更接近居民消费结构。

本轮基期参考联合国《按目的划分的个人消费支出分类（COICOP）2018》和我国《居民消费支出分类 2013》，在对部分分类删减、合并、拆分的基础上，新增了住房安防设备、老年用品、洗碗机、车用电力、摄影服务、互联网医疗服务、医疗美容服务等反映消费新内容的商品和服务分类。此外，根据调查实际涵盖的内容，将“食品烟酒”类别名称修改为“食品烟酒及在外餐饮”。据国家统计局测算，本次基期轮换对 CPI 各月同比指数的影响平均约为 0.06 个百分点。

下载日志已记录，仅供内部参考

表 2：2026 年 CPI 基期轮换具体内容

调整方面	调整内容
分类	调整后的调查分类目录大类保持不变，仍为8个大类，基本分类从262个增加至268个，在对部分消费项目删减、合并的基础上，增加了外卖、母婴护理服务、新能源小汽车、可穿戴智能设备、网约车费用等新兴商品和服务。
权重调整方法	从住户收支与生活状况调查中获取到最新的居民消费支出数据，结合2020年开展的权数专项调查结果和相关行政记录，并参照当前国际做法，剔除了非洲猪瘟、新冠疫情等对居民消费支出的异常影响，对各分类权数进行了重新测算
权重变化	分类权数总体较前一轮基期变动不大。食品烟酒、衣着、教育文化娱乐、其他用品及服务权数约比上轮分别下降了1.2、1.7、0.5和0.4个百分点，居住、交通通信、医疗保健权数约比上轮分别上升了2.1、0.9和0.9个百分点，生活用品及服务权数变动不大。

资料来源：统计局，财达证券研究

关于 CPI 的构成，有一个经常被提出的问题，**CPI 为什么没有直接包括购房价格?**

根据统计局的解释，之所以没有将商品房价格直接纳入 CPI 统计，原因在于：一是 CPI 的统计口径必须与国际上通行国民经济核算体系中的消费分类相一致，CPI 只反映与居民即期消费密切相关的消费品及服务项目的价格变动，购买商品房属于投资行为，不属于消费行为，所以现行 CPI 不能直接反映商品房价格的变动。二是商品房购买与当期消费不同步，购买支出与当期实际住房消费不对等。商品房购买是一种在短期内集中支付大量货币的行为，但所购商品房却用于今后几十年的消费。

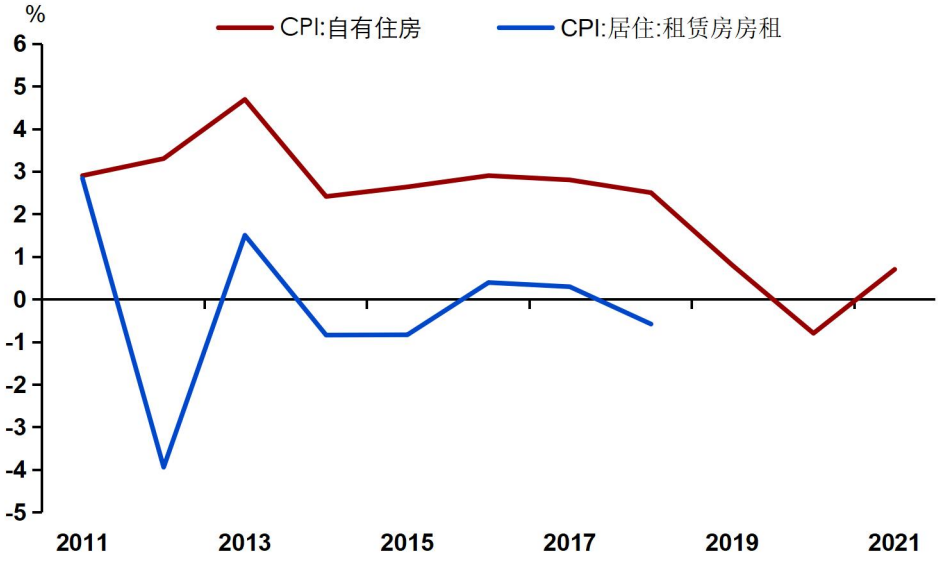


虽然 CPI 没有把购房价计算在内，但并不是说 CPI 和房价没有关系。因为 CPI 中的居住类包括了建房及装修材料、住房租金、自有住房等方面，而这几方面的价格变动与房地产价格有密切的相关性。其中装修材料、住房租金等分项的价格变化较为直观，但自有住房的内涵较为复杂，在国际上有成本法、虚拟租金法、获取法等多种计入方法。目前我国对自有住房的统计采用的是“虚拟租金法”，即“利用租用可比大小、位置、质量和类型的房屋所支付的租金来核算居民自有住房服务

下载日志已记录，仅供内部参考

价值的方法”。数据可得的 2013—2018 年 CPI 自有住房与 CPI 租赁房租的走势一致性较强。

图 5：CPI 自有住房与 CPI 租赁房租的走势一致性较强



资料来源：iFind，财达证券研究

另一个问题是在有关 CPI 的新闻稿件中，经常会出现“翘尾因素”或“翘尾影响”一词。什么是“翘尾因素”或“翘尾影响”？

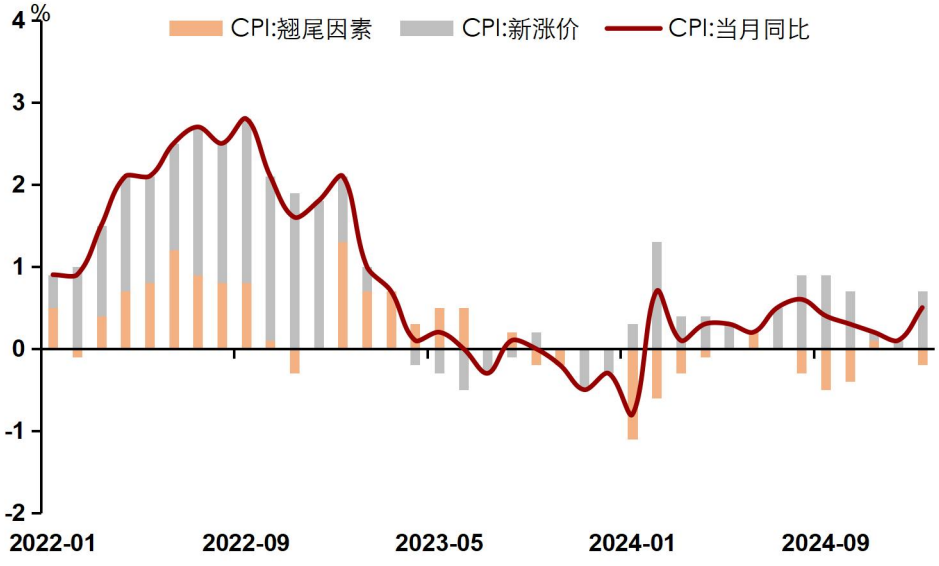
“翘尾因素”或“翘尾影响”是指上年价格上涨（下降）对本年同比价格指数的滞后（延伸）影响。首先，CPI 同比可由过去 12 个月的 CPI 环比累乘得，用公式表示即为

$$\left(1+CPI_{t,同比}\right)=\prod_{t-11}^{t}\left(1+CPI_{t,环比}\right)$$

在计算同比价格指数过程中，上年商品价格上涨（下降）会对下一年价格指数产生影响。上年调价幅度愈大，时间愈晚，翘尾影响就会愈加明显。CPI 同比中的另一部分是今年的价格变动，即新涨价因素，反映的是今年商品和服务的价格变化。举个例子：2024 年 10 月 CPI 同比上涨 0.3%。翘尾因素指的是 2023 年 11 月至 12 月间的价格变动，值为-0.4%;新涨价因素则是 2024 年 1 月至 10 月的价格变动，为 0.7%。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 6：CPI 翘尾因素与新涨价因素



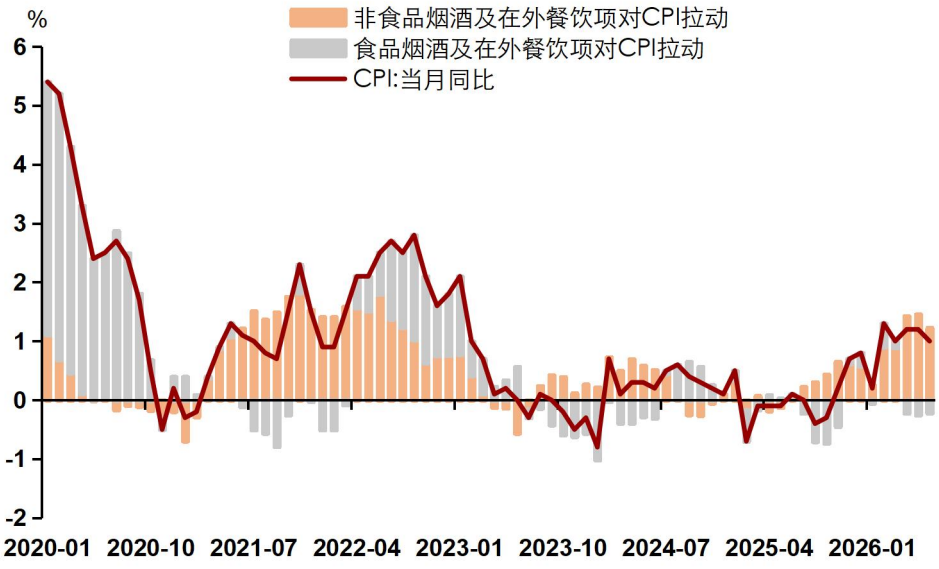
资料来源：iFind，财达证券研究

2．CPI 核心影响因素判断

由于 CPI 分项较多且产业分散，我们需要找出影响 CPI 的核心因素，着重分析。筛选这些因素需要综合考虑两点，一是波动，二是权重。波动越高的分项越容易对 CPI 整体走势造成影响，而权重大的分项即使波动较低，也足以拉动 CPI。通过对 CPI 的同比变化进行拆分，我们发现 2016 年以来食品烟酒及在外餐饮项对 CPI 变化的影响较为明显，相较之下非食品烟酒及在外餐饮项对 CPI 的拉动作用更为稳定。鉴于此，我们把食品烟酒及在外餐饮的二级分项拿出来和其他一级分项一同比较。方法上，我们使用各项标准差与权重的乘积，以同时兼顾两个标准。

下载日志已记录，仅供内部参考

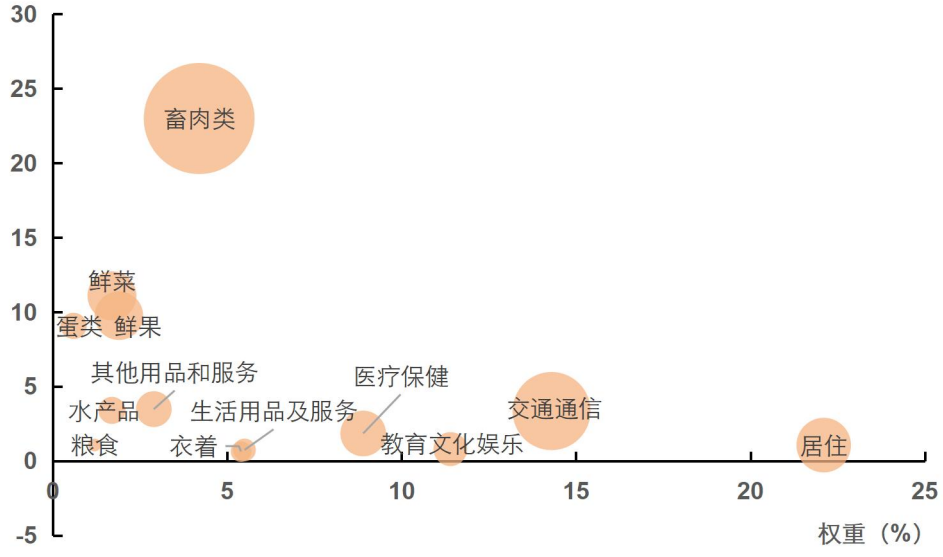
图 7：2020 年以来食品烟酒及在外餐饮项对 CPI 影响较为明显



资料来源：iFind，财达证券研究

从结果来看，畜肉、鲜菜、鲜果、交通通信、医疗保健这五项是分析 CPI 的关键变量。其中畜肉类的重要性远高于其他分项，其权重和波动率都处于较高水平。鲜菜、鲜果的权重低但波动高。与之相比，交通通信、医疗保健较为稳定，但权重较高。

图 8：CPI 各分项对 CPI 整体的影响力



资料来源：iFind，财达证券研究

注释：气泡的大小代表该项标准差与权重之积

下载日志已记录，仅供内部参考

3．CPI 近月预测方法

近月 CPI 预测我们采用“高频+环比”法，再用环比推同比。具体如下：

第一步，对食品项的二级分类环比数据进行预测，并对预测结果加权平均得到食品项的环比预测值。

CPI 中的重点食品项，即畜肉、鲜菜、鲜果，均可使用有效的高频指标帮助跟踪。例如农业部公布的全国猪肉平均批发价格的环比走势，能够较好地刻画 CPI 猪肉的变化。这里还需要注意的是畜肉类 CPI 有猪肉、牛肉、羊肉 3 个基础分类，我们需要通过 3 种畜肉的 CPI 环比数据作为解释变量（猪肉权重已知），构建回归方程对 CPI 畜肉进行拟合，得出牛肉、羊肉的权重。

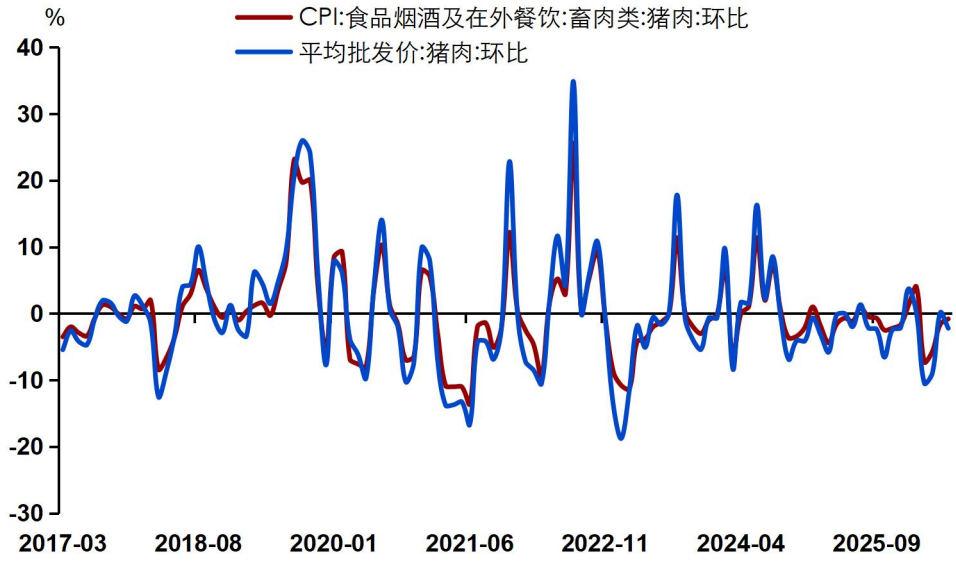
表 3：CPI 食品项的高频数据

食品项	高频数据
猪肉	农业部猪肉平均批发价格
羊肉	农业部羊肉平均批发价格
牛肉	农业部牛肉平均批发价格
鲜果	农业部 6种重点监测水果平均批发价
鲜菜	农业部 28 种重点监测蔬菜平均批发价

资料来源：iFind，财达证券研究

下载日志已记录，仅供内部参考

图 9：猪肉批发价格与 CPI 猪肉项同步性较高



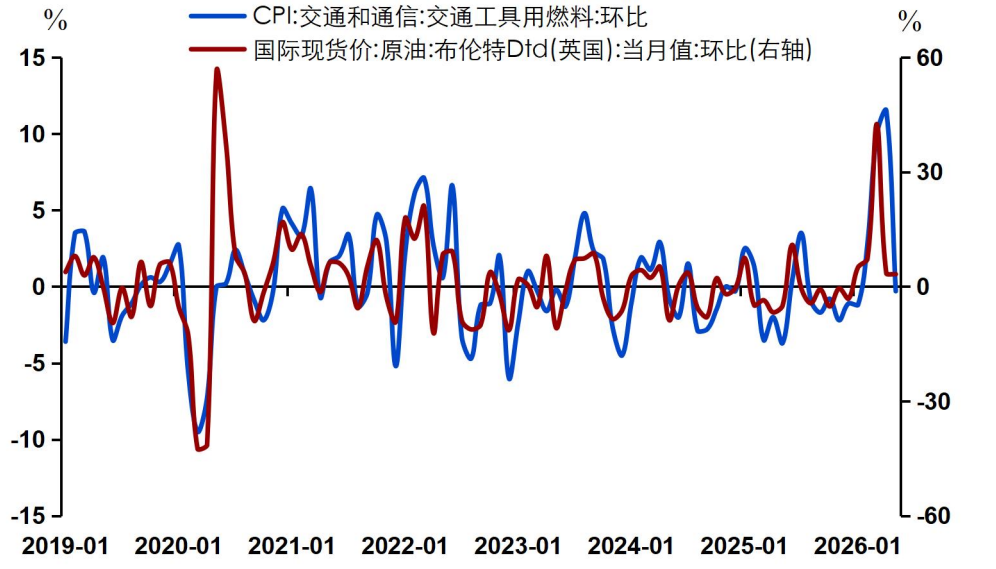
资料来源：iFind，财达证券研究

交通通信 CPI 的主要波动来源于交通工具用燃料项（2025 年基期后已更名为“交通工具用能源”），而该项主要受到国际原油价格的影响。交通通信 CPI 目前公布了 6 个基础分类数据：1）小汽车，2）交通工具用燃料（能源），3）交通工具使用和维修，4）通信工具，5）通信服务，6）邮递服务。其中交通工具用燃料的波动率远高于其他分项，说明交通通信 CPI 的主要波动来源于该项。而交通工具用燃料主要受到原油价格的影响，历史数据显示布伦特原油现货价格与 CPI 交通工具用燃料走势一致性较强。

2025 年是我国 CPI 新一轮基期轮换之年，国家统计局于 2026 年 2 月 11 日正式发布以 2025 年为新基期的 CPI 数据。本轮基期调整中，交通通信大类的权重由 2021 年的 11.33%上调至 14.3%。根据统计局 2026 年 7 月公布的通胀数据，“受国际原油价格变动影响，上半年国内能源价格同比由一季度下降 2.5%转为上涨 3.0%，对 CPI 的影响由下拉约 0.17 个百分点转为上拉约 0.21 个百分点”，据此可推算出 CPI 中“能源”类综合权重约为 7.0%。其中，交通工具用能源作为交通通信大类下的重要分项，权重较上一轮基期也有所提升，约为 3.5%。

下载日志已记录，仅供内部参考

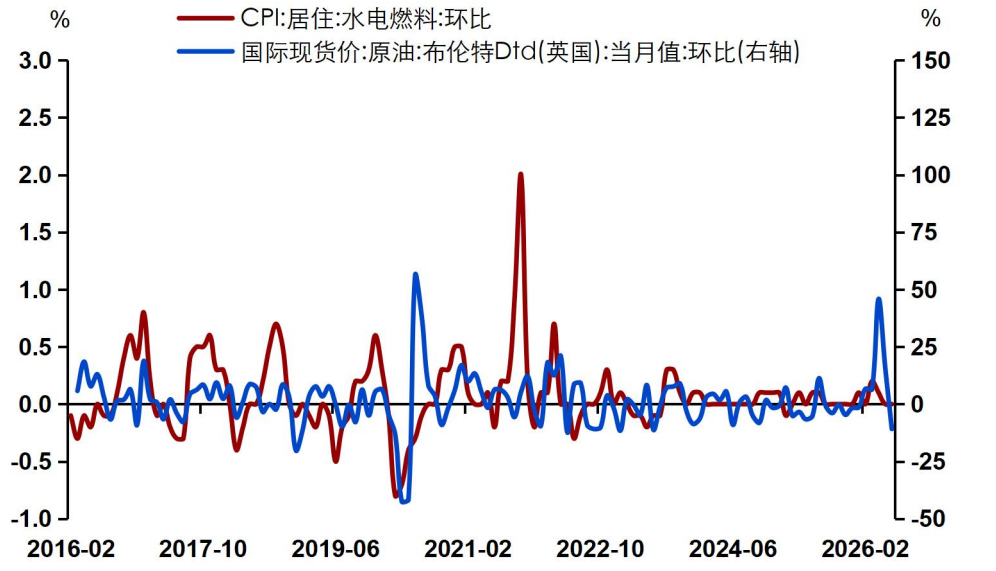
图 10：原油价格对 CPI 交通工具用燃料项影响较大



资料来源：iFind，财达证券研究

交通燃料以外，原油对于 CPI 的影响还体现在居住项中的水电燃料上。水电燃料在 CPI 中的占比约为 8.1%。

图 11：原油价格对 CPI 水电燃料项的影响



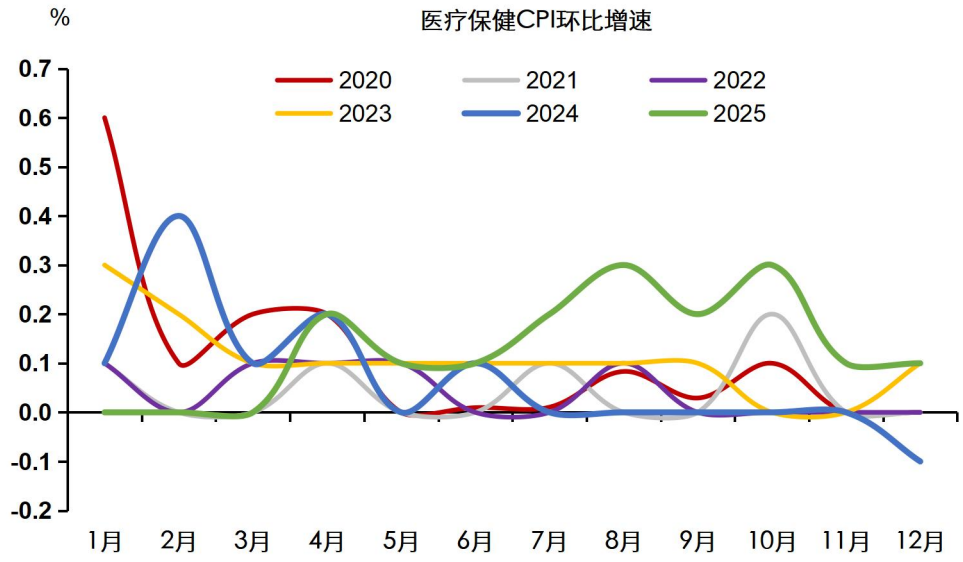
资料来源：iFind，财达证券研究

医疗保健项近两年的环比变化较为稳定，且不存在明显的季节性。我们采用 2020 以来的均值 0.09%作为环比预测值。从长期来看，政策变化对于医疗保健领域的价格有较强的影响力，在分析时也需要密切关注。典型的如 2016-2017 年的医改，提出“提高体现医务人员技术劳务价值的医疗服务项目价格”，各地调整了公立医院医疗服务的价格，

下载日志已记录，仅供内部参考

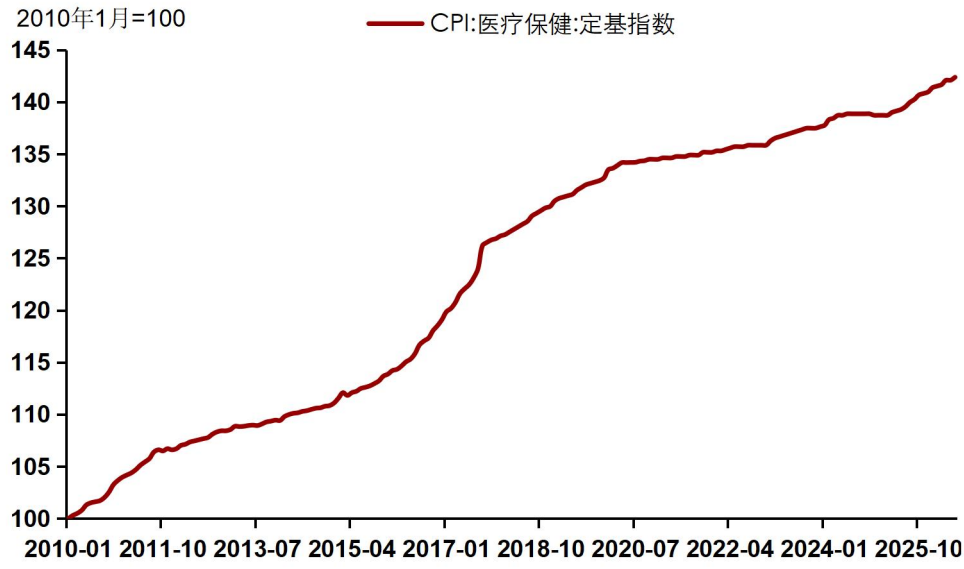
医事服务费有所提高，导致医疗服务 CPI 涨幅加快。但 2019 年之后增速又明显放缓，我们推测可能与药品集采政策推进有关。

图 12：医疗保健项近两年的环比变化较为稳定



资料来源：iFind，财达证券研究

图 13：医疗保健项 2016 年起涨幅加快，2019 年后放慢



资料来源：iFind，财达证券研究

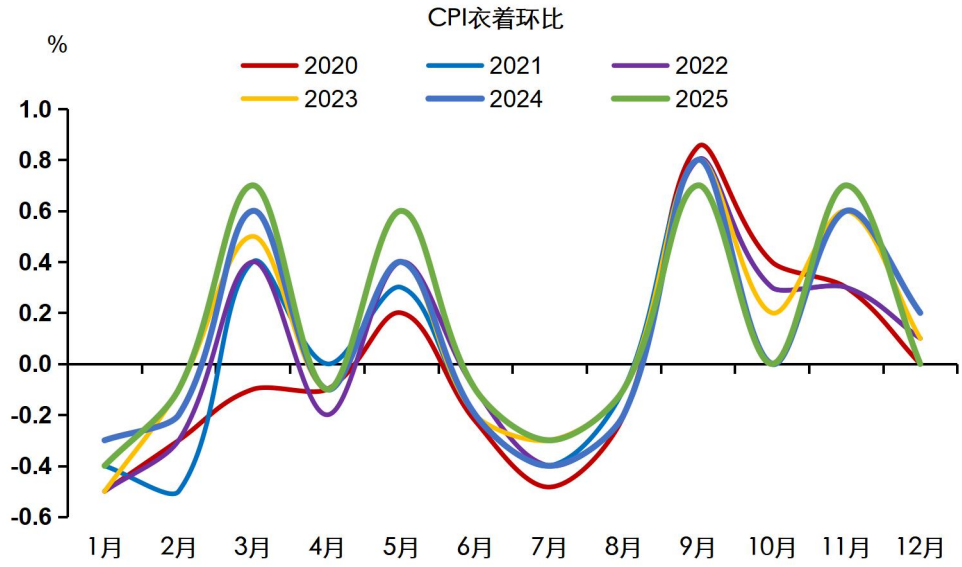
至于其他分项，我们使用“环比均值法”进行预测，并根据春节因素调整。CPI 的多个分项都具有较为明显的季节性规律。例如，CPI 衣着由于其周期性换季打折、上新的特征，环比每年 3 月和 9 月会出现大幅的增长；CPI 旅游每逢春节和暑假都会上涨。其实，CPI 食品中

下载日志已记录，仅供内部参考

的分项也表现出显著的季节性规律，如蔬菜受气候因素影响较大，7 月至 9 月降水量增大，极端天气频发，还有 12 月至 1 月天气严寒，均会导致蔬菜供给减少，运输成本增加，推动蔬菜价格环比上行；而每年 1 月或 2 月，春节效应又会从需求端拉动多个食品项，包括猪肉、鲜菜、鲜果价格环比上涨。

值得关注的是，上面的例子均表明，春节对 CPI 的变动有着深远的影响，而每年春节的月份不尽相同，因此对 CPI 分项做环比均值法时，要根据春节错位的情况进行调整。具体预测时，我们选取过去五年数据的环比均值。

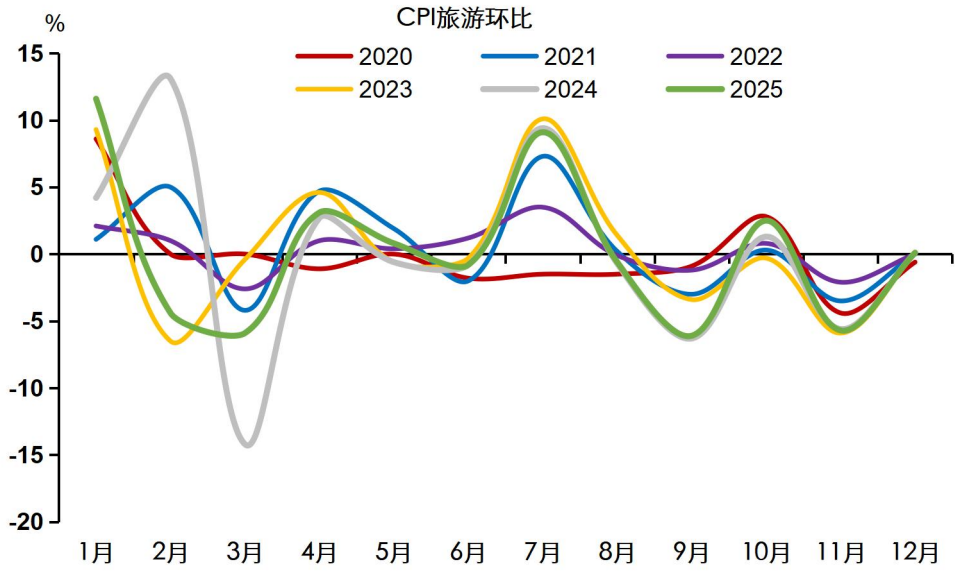
图 14：CPI 衣着每年 3 月和 9 月出现上涨



资料来源：iFind，财达证券研究

下载日志已记录，仅供内部参考

图 15：CPI 旅游每逢春节和暑假都会上涨



资料来源：iFind，财达证券研究

我们利用“高频+环比”法对 2019 年 1 月至今的 CPI 数据进行计算，并与实际值对比。CPI 食品项的拟合程度非常出色，CPI 整体的拟合效果虽然略逊于食品项，但准度处于较高水平，说明我们的预测方法十分有效。

下载日志已记录，仅供内部参考

4．CPI 远月预测方法

CPI 远月预测上，我们基于猪肉价格与原油价格预测 CPI 的走势。由于在远月预测中缺少高频指标的辅助，我们重点分析猪肉价格和原油价格这两个关键因素。其他在近月预测中采用高频指标法拟合的分项，在远月预测中则利用环比均值法预测。

4.1 基于猪周期的猪肉价格预测

猪周期的本质是猪肉供求关系变化带来价格的周期性波动。我国是世界最大的猪肉消费国，占世界猪肉消费总量的一半以上。需求方面，我国猪肉消费整体保持稳定，人均消费量在 2013—2020 年约为 20 千克，2021 年以来上升至 25—31 千克区间。但供给波动幅度较大，导致猪肉价格经常发生剧烈波动。

近年来，在几轮猪周期与环保禁养政策趋严等因素的影响下，猪肉产能持续调整优化，生猪养殖行业集中度有所提升。公开资料显示，2024 年我国生猪出栏量居前的五家企业（牧原股份、温氏股份、新希望、双胞胎、正邦科技）合计出栏量约为 1.4 亿头，占全国生猪总出栏量的份额约为 20%。当猪肉价格上涨时，养猪利润增加，养殖户积极性提高，便会开始补栏仔猪和母猪扩大规模。随着生猪出栏越来越多，猪价逐步由涨转跌，养殖户减少生产规模，致使价格重新上升，并进入新一轮周期。

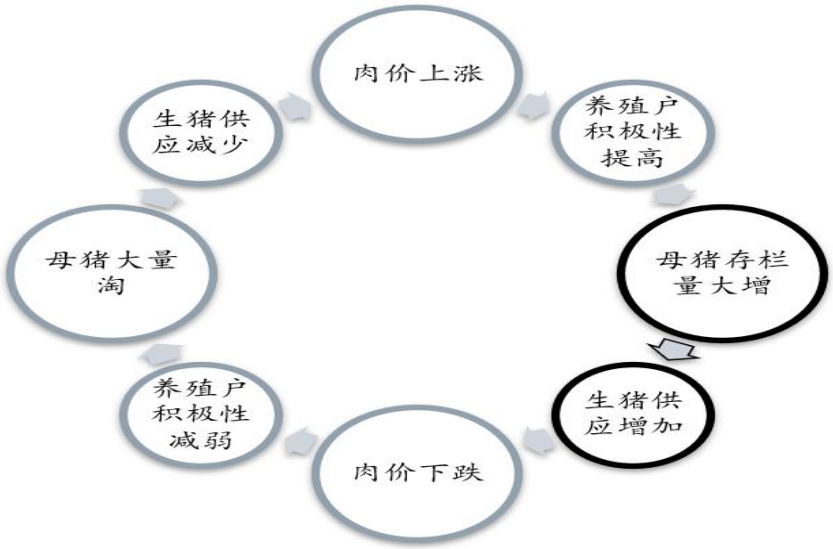
下载日志已记录，仅供内部参考

图 16：我国猪肉消费保持稳定



资料来源：iFind，财达证券研究

图 17：猪周期流程



资料来源：财达证券整理研究

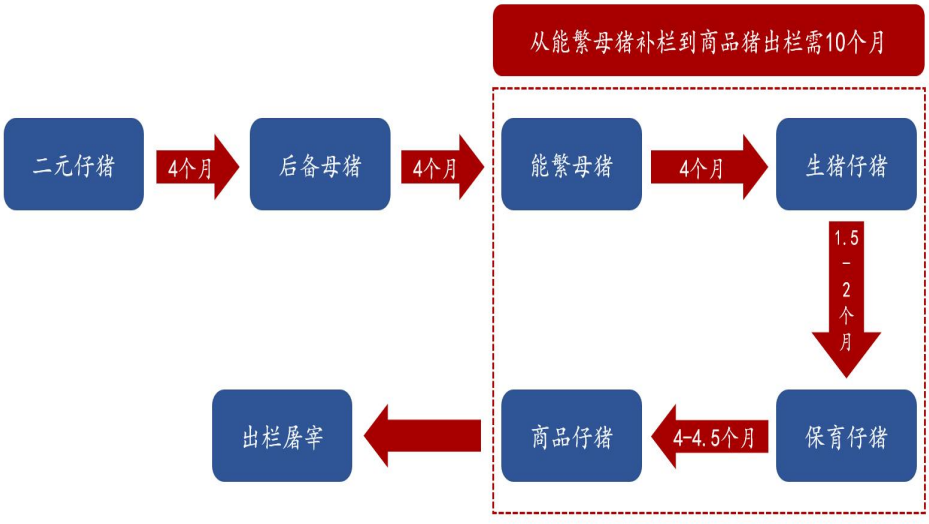
猪肉的供给时滞决定了周期长度。根据生猪养殖过程，从母猪怀孕到肉猪长成出栏的养殖过程需 10 个月。也就是说，当养殖户做出能繁母猪补栏的产能扩张决策后，最快需要 10 个月的时间才能传导至供给端（生猪出栏）。再加上从养殖到市场价格之间的传导也存在一定的时滞，一轮完整的猪周期长期在 3—5 年之间。

下载日志已记录，仅供内部参考

从 2006 年开始，我国已经走完了完整的四轮猪周期：2006 年 7 月至 2010 年 6 月 (48 个月)、2010 年 7 月至 2014 年 4 月 (46 个月)、2014 年 5 月至 2018 年 5 月（49 个月）、2018 年 6 月至 2022 年 4 月（46 个月）。2022 年 4 月起，猪价进入新一轮上行周期，10 月触及年内高点后快速回落，此后持续下跌至今。我们认为，2022 年 4 月至今，我们正处于第五轮猪周期。

本轮猪周期呈现“上行短、下行长”的非对称形态。本轮周期上行阶段仅持续约 6 个月，远低于历史上行周期 16—28 个月的常规跨度。究其原因，2022 年下半年猪价快速冲高后，养殖端压栏惜售与二次育肥行为加剧了短期供需错配，随后规模场集中出栏导致供给过剩，价格急转直下。我们认为，这种“上行快、下行长”的非对称形态，可能成为猪周期演进的新特征。随着生猪养殖规模化程度的持续提升，产能调整的缓冲能力增强，未来猪周期的波动幅度或趋于收窄，但运行节奏可能更加复杂多变。

图 18：生猪养殖流程与时长



资料来源：财达证券整理研究

下载日志已记录，仅供内部参考

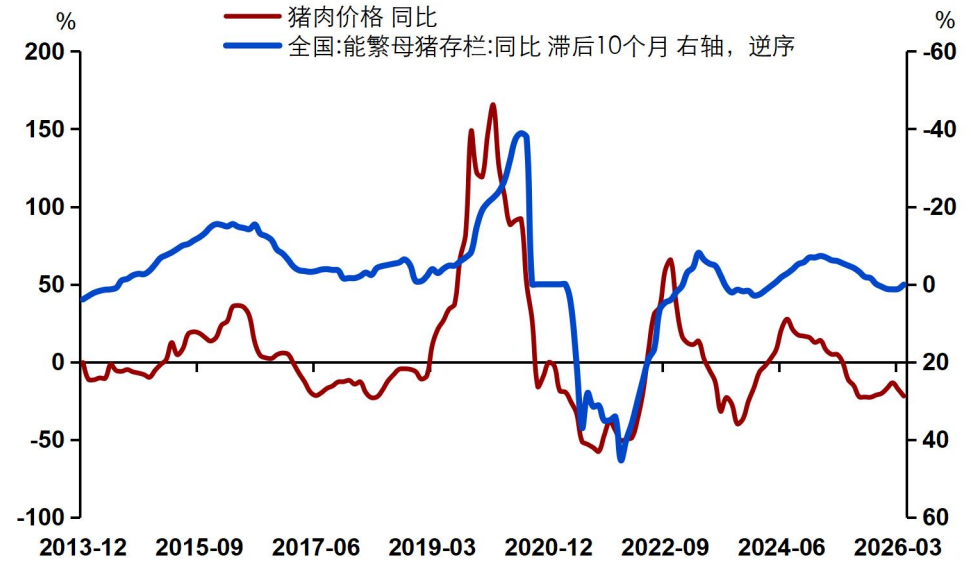
图 19：历史上的猪周期



资料来源：iFind，财达证券研究

从产能视角，生猪出栏量是猪肉价格的同步指标，能繁母猪存栏是猪肉价格的领先指标。生猪出栏决定了猪肉的产量，因此猪肉出栏量和猪肉价格走势相反。能繁母猪存栏领先猪肉出栏约 10 个月，是猪肉产能的衡量指标，因此也与猪肉价格关系密切。历史数据显示，猪肉价格同比与滞后 10 个月的能繁母猪存栏同比走势负相关。我们可以结合猪价每年春节与淡旺季的季节性特征，以及猪肉的供给趋势，构建模型预测猪肉价格。

图 20：能繁母猪领先猪肉价格 10 个月



资料来源：iFind，财达证券研究

下载日志已记录，仅供内部参考

我们也可以从盈利视角判断猪周期开启的时点。在猪周期的下行阶段，行业出现大面积亏损将降低养殖户的积极性，导致养殖企业缩减产能、散养户退出市场。产能加速出清有助于供需关系改善，支撑猪肉价格企稳并开启下一轮上行周期。回顾 2010 年以来的四轮猪周期，养殖行业分别出现了两次、三次、三次的亏损之后，下行周期才得以结束。

图 21：生猪养殖盈利与猪周期底部判断



资料来源：iFind，财达证券研究

4.2 原油价格预测

相较于猪肉价格基本由国内决定，原油作为全球最重要的大宗商品，其价格与全球经济息息相关。

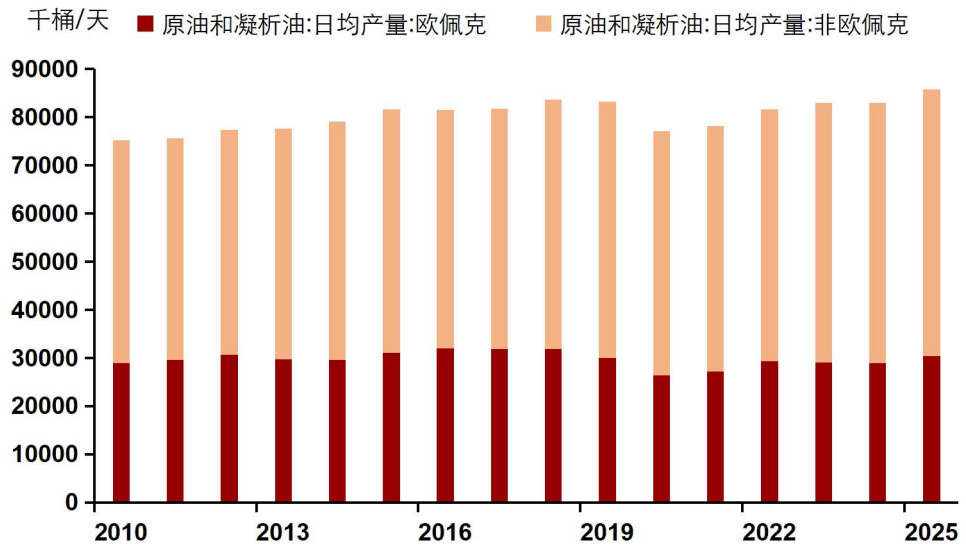
原油价格分析主要考虑供给、需求、地缘政治三个因素的影响。

先看供给，原油的供给可分为 OPEC（欧佩克）国家和非 OPEC 国家。OPEC 现有 12 个成员国，其中沙特原油产量规模居首位。2010—2025 年，全球原油与凝析油总产量持续增长，非欧佩克产量增量尤为突出，使得欧佩克产量在全球总产量中的占比呈回落态势，近年占比大致维持在 35%附近。为了确保成员国获得稳定的收入，OPEC 经常会通过联合增产或者减产来调节油价。非 OPEC 方面，美国、俄罗斯的原油产量较大。2010 年美国页岩油技术革命性突破之后，美国产量

下载日志已记录，仅供内部参考

占比大幅提升，2025 年美国页岩油产量已达 969 万桶/日，推动美国原油产量接近 1370 万桶/日，占全球原油总产量的五分之一以上。而美国的原油产量比较容易受到飓风等极端天气的影响。

图 22：欧佩克原油和凝析油产量占比

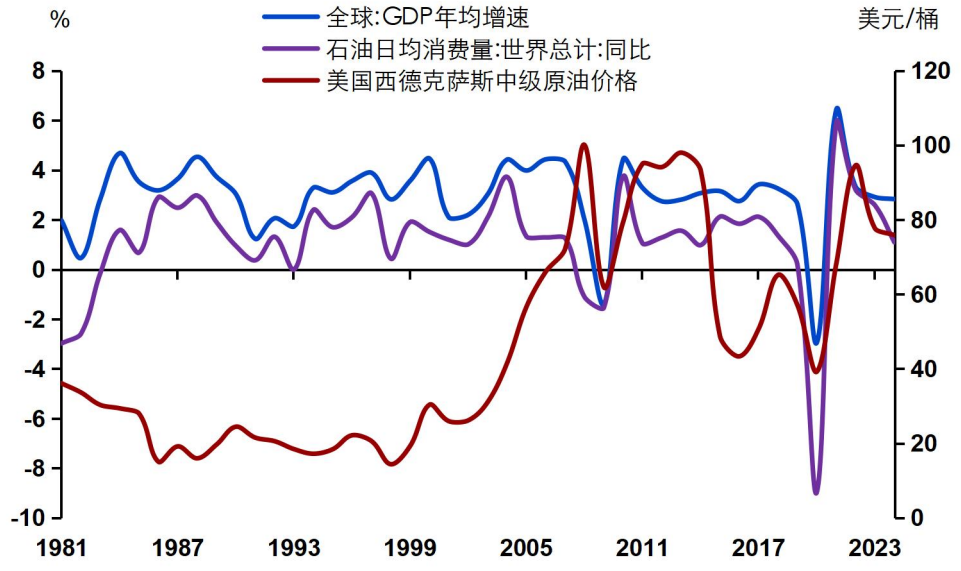


资料来源：iFind，财达证券研究

原油的需求端分为美国、欧洲等 OECD 国家地区构成的存量需求，与中国、印度为首的新兴国家增量需求。由于原油及其加工品在工业的广泛应用，其需求与全球经济增长关系密切。经济增速上行刺激需求进而推升油价，经济下行需求疲软油价回落。从长期来看，原油需求的走势与全球经济增长有明显的正相关性。

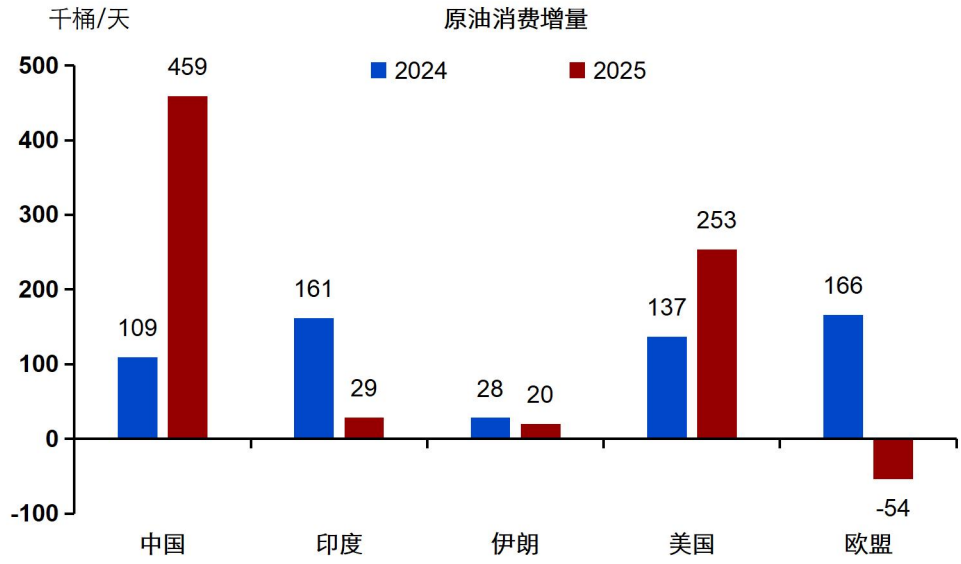
下载日志已记录，仅供内部参考

图 23：原油需求与全球经济增长关系密切



资料来源：iFind，财达证券研究

图 24：中国、印度为首的新兴国家构成原油增量需求



资料来源：iFind，财达证券研究

地缘政治局势发生动荡也对油价有较大甚至极大影响。地缘政治因素可能会通过抑制全球原油供给来影响全球油价。例如，2022 年俄乌冲突爆发后，国际油价一度飙升至 130 美元/桶左右，此后西方持续加码对俄罗斯的能源制裁，深刻改变了国际能源贸易格局。2024 年 4 月，以色列对伊朗驻叙利亚大使馆发动袭击，伊朗随后首次直接袭击以色列境内目标，市场担忧中东冲突扩大，布伦特原油价格一度突破 91 美元/桶。2024 年，胡塞武装持续袭击红海航线，导致多家航运公司和

下载日志已记录，仅供内部参考

石油巨头暂停红海运输并绕行好望角，改变了贸易流向、延长了运输周期，对油价形成短期支撑。2025 年 6 月，以色列与伊朗再度爆发冲突，引发国际油价急涨急跌，布伦特原油一度突破 80 美元/桶。进入 2026 年，中东局势持续紧张，霍尔木兹海峡安全局势恶化，叠加俄乌战事等地缘政治不确定性，国际油价波动风险进一步上升。

5．PPI 与 CPI：“双链条”传导机制

从产业链的位置来看，PPI 对 CPI 存在传导机制。PPI（工业生产者出厂价格指数）是反映工业企业产品出厂价格变动趋势和变动程度的指数，而 CPI 反映一篮子消费品的价格变化。PPI 影响 CPI 的渠道其一是通过“生产资料 PPI—生活资料 PPI—CPI”这一链条，即中上游涨价，推升下游成本，进而推动下游商品价格上升。其二是直接反映在油价相关的分项，即交通工具用燃料、水电燃料。

另一方面，CPI 也能引导 PPI 的变动。当终端需求旺盛时，CPI 会率先上升，并带动 PPI，即由下至上的“需求拉动型”传导。由于本文主要聚焦于 CPI 的变化，因此对该传导类型不继续深入探讨。从历史数据来看，2012 年以前 PPI 和 CPI 保持较高的关联性。孙坚强,崔小梅,蔡玉梅（2016）在《PPI 和 CPI 的非线性传导:产业链与价格预期机制》一文中使用 2001 年至 2013 年的物价数据，对 PPI 和 CPI 的传导机制进行实证检验，结果显示 PPI 对 CPI 存在向下推动传导，CPI 对 PPI 存在反馈(反向)传导，印证了以上理论。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 25：2012 年以来，CPI 与 PPI 的走势明显背离

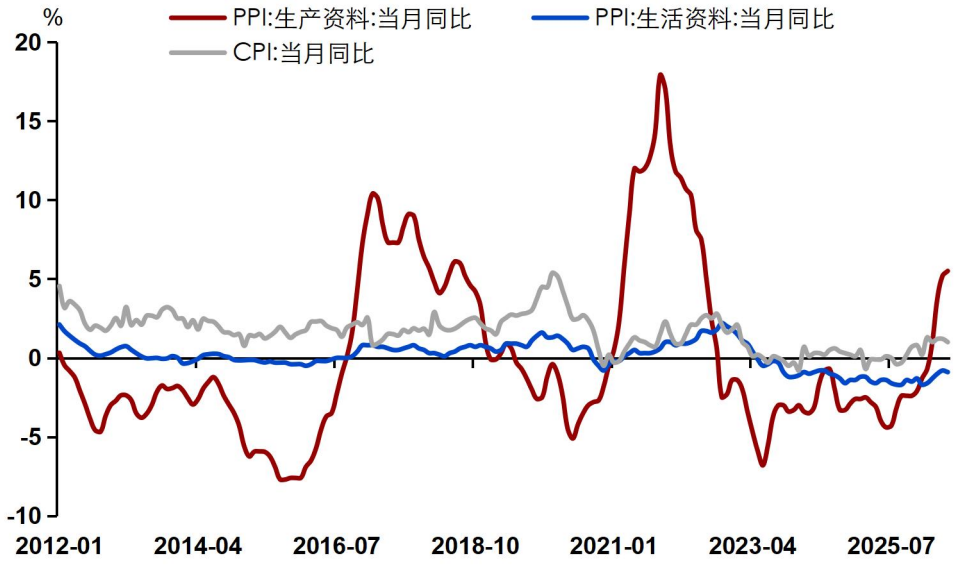


资料来源：iFind，财达证券研究

但 2012 年至今，PPI 和 CPI 的走势出现了多次背离，主要原因在于两者的核心波动因素不同。PPI 分项中，PPI 生产资料对 PPI 走势有着决定性的影响。2012 年以来，供给端的政策约束主导了 PPI 的走势，如 2016 年的供给侧改革，以及 2021 年以来的能耗双控、环保限产等，制约了上游采掘以及中游原材料行业的产量，导致煤炭、钢铁、有色等大宗商品产量大幅下降，带动 PPI 同比明显上升。同一时间，PPI 生产资料对 PPI 生活资料的传导不畅，使得 PPI 向 CPI 的整体传导效果较弱。前文我们提到，CPI 的核心影响因素是食品，尤其是畜肉中的猪肉。猪价周期性的变化引起了 CPI 与 PPI 的走势明显背离。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 26：PPI 生产资料和 PPI 生活资料相关性不高



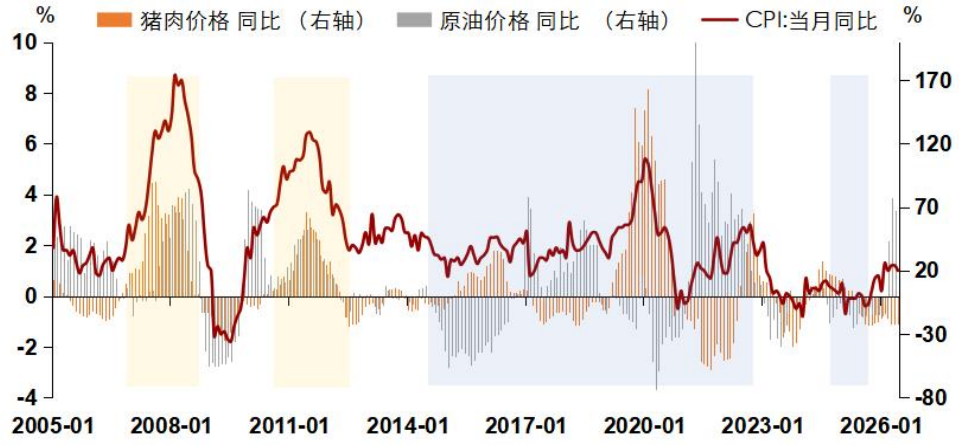
资料来源：iFind，财达证券研究

2005 年至 2012 年，我国经历了两轮“猪油共振”，即猪肉价格和原油价格同时向上。在“猪油共振”发生的时间段，CPI 同比读数往往会冲高。而 2012 年之后，猪肉价格与原油价格在大部分时间呈现相反的走势。

通胀作为央行货币政策多重目标中重要的一项，其走势受到政策端的重点关注。2009 年一季度《货币政策执行报告》的《正确认识价格指数》专栏中明确指出，“衡量一个国家通货膨胀的指标有 CPI、PPI 和 GDP 缩减（平减）指数等，其中最常用的是 CPI。CPI 用于衡量居民日常消费商品和服务的价格变动幅度，是货币政策决策参考的重要指标”。在通胀压力走高，例如 CPI 受到“猪油共振”等因素的推动，或通胀预期抬升时，一定程度上可能会对货币政策形成掣肘。从央行的操作上可以发现，2007 年、2010 年通胀高企，货币政策也随之收紧。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 27：猪肉价格与 PPI 走势差别较大



资料来源：iFind，财达证券研究

注释：蓝色阴影为“猪油对冲”，黄色阴影为“猪油共振”

6．案例分析

2026 年 9 月份，CPI 同比上涨 0.9%，环比上涨 0.2%。1—9 月平均，CPI 较上年同期上涨 0.9%。分月看，1、2 月份受春节错月等因素影响，CPI 同比波动较大，分别上涨 0.2%和 1.3%；3—6 月份涨幅总体稳定，保持在 1.0%—1.2%之间；7-9 月份，CPI 同比自 0.5%回升至 0.9%。扣除食品和能源价格的核心 CPI 同比涨幅持平于 1.0%，已连续数月维持该水平。

整体来看，在 8 月份 CPI 同比回升的基础上，9 月继续小幅回升，但结构上呈现分化明显、冷热不均的特征。与历史环比季节性水平对比，交通通信涨幅远超季节性均值，构成 CPI 上行的核心拉动；食品烟酒及在外餐饮、衣着、生活用品及服务、其他用品及服务等项涨幅显著低于季节性均值，形成主要拖累；居住、教育文化娱乐、医疗保健基本符合季节性规律，未对整体走势形成明显扰动。

国际油价触底反弹，交通通信项为强拉动。受地缘局势扰动、原油供给端预期收紧影响，国际原油价格在经历二季度大幅回落后，7 月

下载日志已记录，仅供内部参考

以来再度迎来上涨，9 月持续处于高位，国内成品油价格随之上调，推动交通工具用燃料价格环比大幅上涨。受此带动，8-9 月交通通信项环比涨幅均显著高于过去五年同期季节性均值，成为近两月 CPI 回升的核心拉动项。核心 CPI 仍处于温和区间，终端需求对价格的拉动偏弱，消费修复的持续性仍需政策落地见效和就业收入预期改善的支撑。

图 28：布伦特原油价格走势



资料来源：iFind，财达证券研究

一言以蔽之，近两个月 CPI 的回升主要系由国际油价回升贡献，剔除油价，CPI 上涨动能仍然偏弱。往后看，能繁母猪存栏去化效应逐步累积，叠加冬季消费旺季到来，猪价有望企稳回升；国际油价受地缘局势扰动可能持续处于高位，需警惕“猪油共振”推升 CPI。同时，“十五五”相关政策落地见效有望实质性提振消费，但政策传导存在时滞，短期核心 CPI 表现或仍偏温和。综合判断，预计四季度核心 CPI 平稳，整体 CPI 延续温和回升态势。

下载日志已记录，仅供内部参考

风险因素

增量政策落地低于预期，地缘政治风险突发等。

下载日志已记录，仅供内部参考

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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。

股票投资评级说明

【市场指数评级】	看多——未来 6 个月内上证综指上升幅度达到或超过 20% 看平——未来 6 个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间 看空——未来 6 个月内上证综指下跌幅度达到或超过 20%
【行业指数评级】	超配——未来 6 个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过 10% 标配——未来 6 个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间 低配——未来 6 个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%
【公司股票评级】	买入——未来 6 个月内股价相对强于上证指数达到或超过 15% 增持——未来 6 个月内股价相对强于上证指数在 5%—15%之间 中性——未来 6 个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间 减持——未来 6 个月内股价相对弱于上证指数 5%—15%之间 卖出——未来 6 个月内股价相对弱于上证指数达到或超过 15%

法律声明和免责条款

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料，但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表财达证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士，但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务，本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“财达证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

财达证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。