仅供内部参考，请勿外传

财通证券 CAITONG SECURITIES

PPI 同比创年内新高

证券研究报告

宏观点评/ 2026.10.14

分析师 张伟
SAC 证书编号：S0160525060002
zhangwei04@ctsec.com

分析师 万琦
SAC 证书编号：S0160525090007
wanqi@ctsec.com

相关报告

1. 《欧债漩涡：法国财政的自救与困境》2026-10-12
2. 《如何理解 5500 亿元地方债限额？》2026-10-11
3. 《汇率如何影响出口？》 2026-10-10

核心观点

- **9 月 CPI 与 PPI 同比双双回升，上下游价格分化加剧，PPI 上行幅度显著超出市场预期。**9 月 CPI 同比上涨 0.9%、略低于市场一致预期，PPI 同比上涨 5.0%、创 2022 年 6 月以来新高且明显超预期，二者剪刀差持续走阔。国际大宗商品输入性涨价是共同驱动因素，但由于统计标的与传导机制差异，生产端对能源、工业原材料价格波动敏感度更高，上游成本向终端消费传导存在时滞且效应逐步稀释，形成“生产端偏强、消费端温和”的分化格局。
- **CPI 同比温和修复，能源项为核心拉动力，食品分项构成拖累。**环比层面，暑期出行旺季结束带动服务价格由涨转跌，工业消费品涨势随油价、金价回落边际放缓，食品价格整体弱于季节性，服装换季、电子品类形成小幅支撑。同比层面，汽油持续拉动 CPI 同比，食品价格同比下跌形成拖累，核心 CPI 同比持平于 1.0%，终端需求修复平缓下通胀缺乏大幅上行动力。
- **PPI 同比大幅超预期，能源产业链共振叠加传导弹性提升是核心动因。**上游采掘与原材料行业全面领涨，煤炭、石油开采及加工品环比涨幅居前，除国际油价外，冬季储煤需求释放推升煤价，形成额外上行支撑。复盘历史数据显示，本轮油价向国内能化 PPI 的传导弹性高于历史平均，且呈现“上涨弹性放大、下跌粘性增强”的非对称特征，叠加建材需求回暖、新兴产业支撑，共同推升 PPI 超预期上行。
- **展望后市，上下游价格分化格局大概率延续，整体通胀压力可控。**CPI 受终端需求制约，将维持温和回升态势；PPI 仍由上游成本主导，考虑到去年基数抬升与油价单边上行动能减弱，同比涨幅或逐步收敛，但若油价持续高位运行，PPI 年内高点存在后移可能。
- **风险提示：**国际大宗商品价格超预期波动；终端消费需求修复不及预期；基建及地产实物工作量释放不及预期。

图表目录

图 1: PPI 与 CPI 同比剪刀差走阔 3
图 2: CPI 分项同比及环比 4
图 3: 服务价格环比季节性走弱 4
图 4: 交通工具用燃料价格环比超季节性水平 5
图 5: 金饰品价格同比涨幅回落 5
图 6: 其他用品和服务价格环比弱于季节性 6
图 7: 通讯工具价格环比持续超季节性 6
图 8: 食品环比正增但弱于季节性水平 7
图 9: 鲜菜价格环比弱于季节性 7
图 10: 猪肉价格环比小幅正增 8
图 11: 蛋类价格环比基本符合季节性 8
图 12: 核心 CPI 同比持平前值 9
图 13: 筛选油价上涨月份原油相关行业 PPI 脉冲响应程度 10
图 14: 筛选油价下跌月份原油相关行业 PPI 脉冲响应程度 10
图 15: PPI 生产资料与生活资料同比差值走阔 11
图 16: PPI 分行业环比及同比 11
图 17: 国际油价与相关行业 PPI 环比 12

中国 9 月 CPI 同比上涨 0.9%，预期 1%，前值 0.8%。

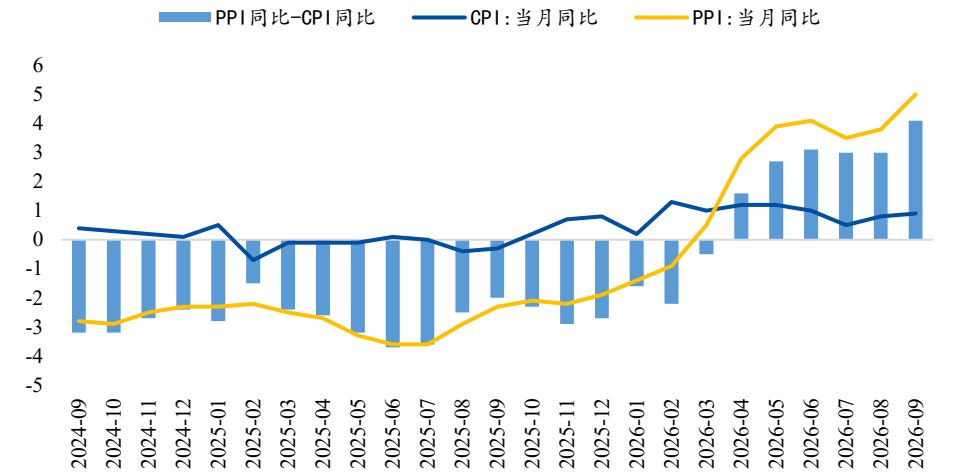
中国 9 月 PPI 同比上涨 5%，预期 4.3%，前值 3.8%。

9 月国内 CPI 与 PPI 同比涨幅双双走阔，二者均受到国际大宗商品价格上涨的输入性传导带动，能源与工业原材料价格波动是推升两者同比读数的共同驱动因素。

但二者上行力度呈现明显分化：PPI 同比加速上行的态势更为突出，本月同比涨幅突破 6 月 4.1%的阶段高点，上涨幅度显著超出市场预期；CPI 同比则延续温和回升格局，涨幅仅小幅扩大。

究其原因，核心在于两者价格监测的范围与传导机制存在差异。CPI 对应终端消费品价格，直接受居民消费季节性节奏、服务供需变化等因素影响，终端需求修复平缓叠加食品价格同比拖累，上游成本变动向消费端的传导存在时滞且效应被逐步稀释，因此整体走势相对温和。而 PPI 对应生产端工业品价格，对工业供需周期、国际大宗商品行情变动的敏感度更高，上游采掘与原材料行业价格波动弹性更大，国际能源、金属等大宗商品涨价直接沿产业链传导，因此 9 月上行节奏更快、涨幅更显著，也造成了上下游价格传导节奏的不均衡。

图1: PPI 与 CPI 同比剪刀差走阔

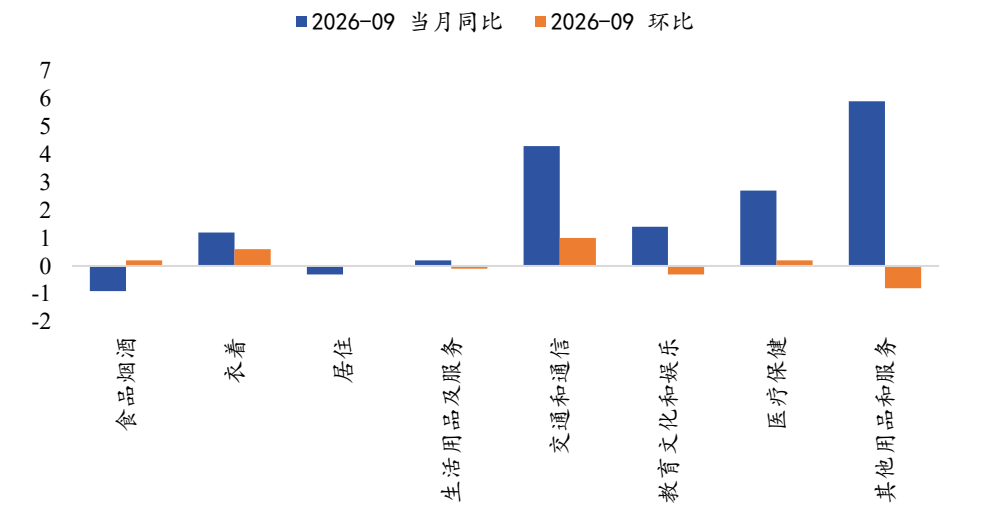


数据来源：Wind，财通证券研究所；单位：%

CPI 方面，环比涨幅收窄，源于出行服务价格回落、工业消费品涨势放缓，食品价格弱于季节性；同比涨幅扩大则主要由能源价格拉动，食品偏弱、服务总体平稳。9 月 CPI 环比 0.2%，前值 0.4%；CPI 同比 0.9%，前值 0.8%。

梳理各项对 9 月 CPI 环比、同比的影响百分点：环比层面，服务项下拉 CPI 环比 0.08 个百分点，其中出行类服务价格下拉 0.12 个百分点；工业消费品上拉 CPI 环比 0.22 个百分点，其中汽油与黄金饰品合计上拉 0.14 个百分点，电子设备合计上拉 0.04 个百分点，服装上拉 0.03 个百分点；食品项上拉 CPI 环比 0.06 个百分点。同比层面，汽油上拉 CPI 同比 0.47 个百分点；剔除能源的工业消费品上拉 0.39 个百分点，其中黄金饰品上拉 0.11 个百分点，电子设备合计上拉 0.23 个百分点；服务项上拉 CPI 同比 0.40 个百分点；食品项下拉 CPI 同比 0.29 个百分点。

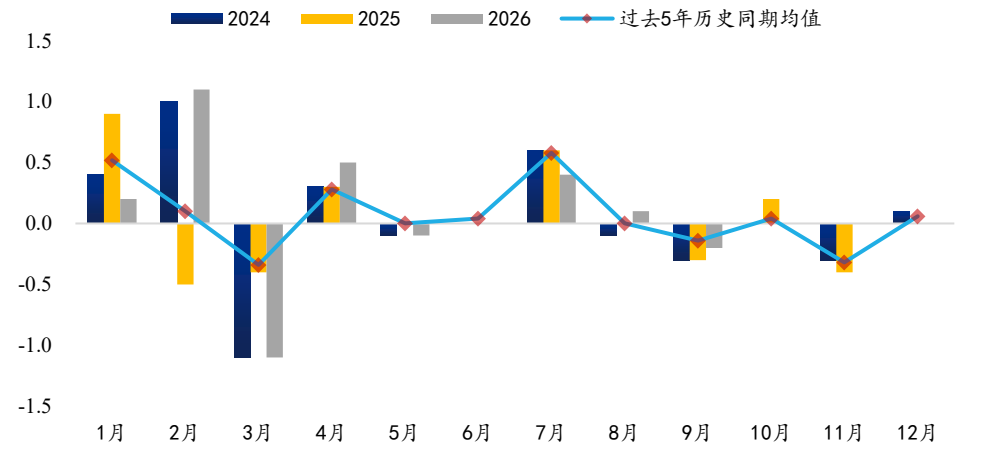
图2: CPI 分项同比及环比



数据来源：Wind，财通证券研究所；单位：%

具体而言，**暑期消费旺季结束，出行类服务需求回落，带动服务价格由涨转跌，是 CPI 环比涨幅收窄的核心原因。**9 月服务价格由上月上涨 0.1%转为下降 0.2%。出行链相关价格季节性调整，机票、宾馆住宿和旅行社收费价格分别环比下降 8.7%、7.0%和 6.0%。

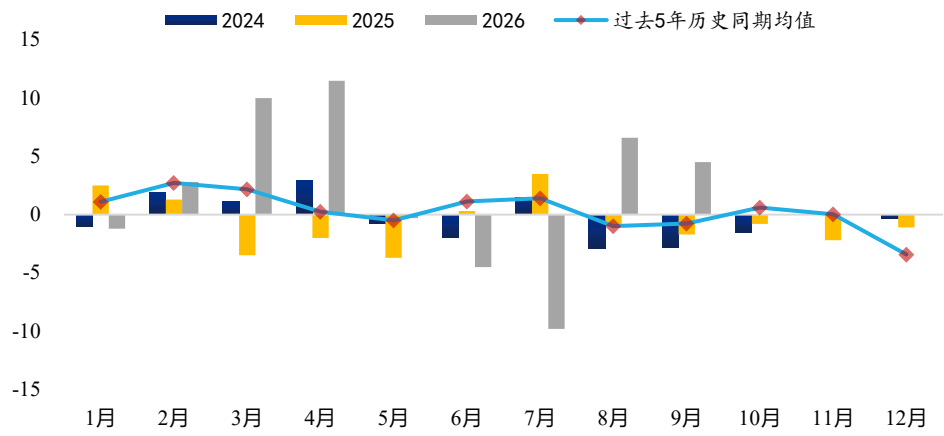
图3: 服务价格环比季节性走弱



数据来源：Wind，财通证券研究所；单位：%。

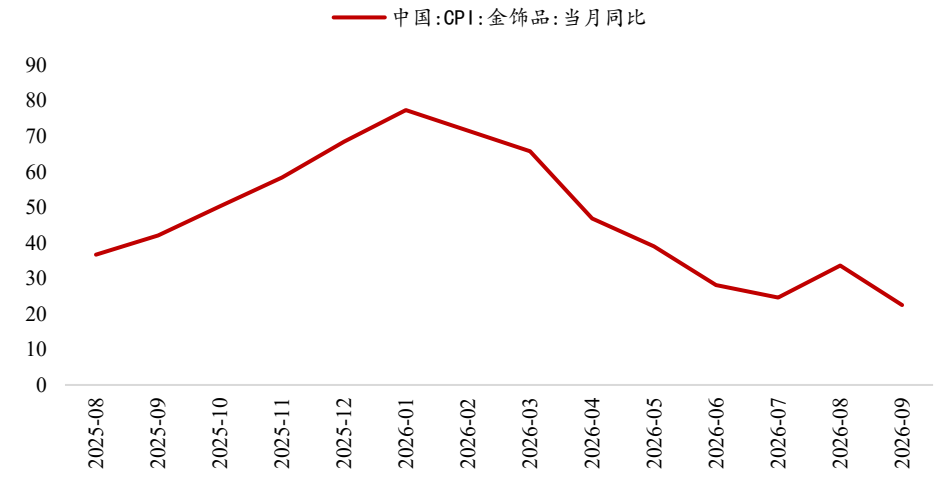
工业消费品涨势小幅放缓，外部因素贡献边际走弱。一是油价环比涨幅有所收窄，9 月国内汽油价格环比上涨 4.9%，涨幅比上月回落 2.3 个百分点，对比 9 月布伦特原油均价 117 美元/桶、环比大涨 28.5%，国内成品油涨幅偏弱，或体现国际原油向国内汽油价格传导存在滞后效应。二是金价对于环比贡献转负，黄金饰品价格由上月上涨 7.6%转为下降 2.1%，海外加息及货币政策收紧预期压制金价上行空间。

图4：交通工具用燃料价格环比超季节性水平



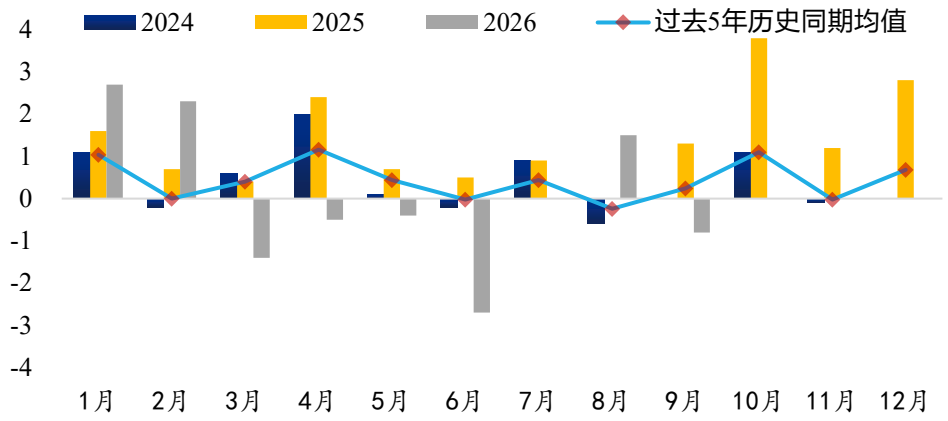
数据来源：Wind，财通证券研究所；单位：%。

图5：金饰品价格同比涨幅回落



数据来源：Wind，财通证券研究所；单位：%。

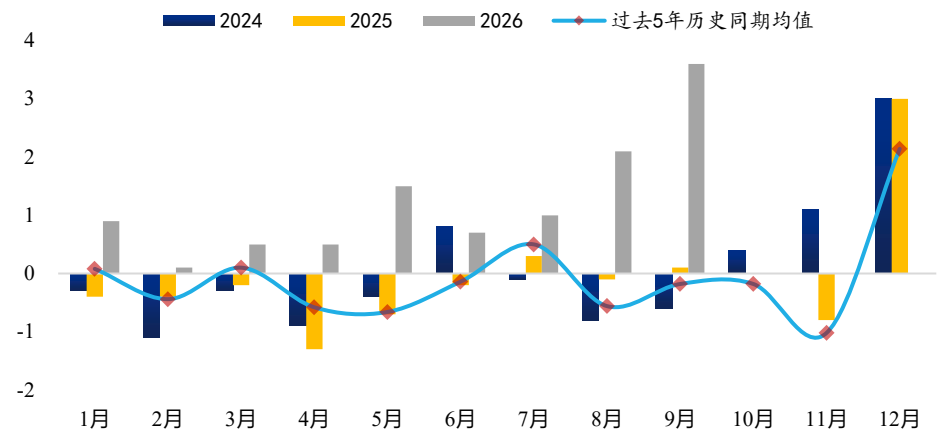
图6：其他用品和服务价格环比弱于季节性



数据来源：Wind，财通证券研究所；单位：%。

换季消费与电子品类形成小幅支撑。服装端受季节性消费切换驱动，秋季新款集中上市带动品类均价抬升，服装价格环比上涨 0.7%，拉动 CPI 环比约 0.03 个百分点，呈现典型的换季涨价特征。电子品类则主要受成本端传导推动，上游存储芯片价格上行、元器件成本抬升，叠加算力需求带动相关硬件需求向好，终端消费电子价格普涨，其中移动电话机、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%，四类产品合计拉动 CPI 环比约 0.04 个百分点，成本向终端传导的效应逐步显现。

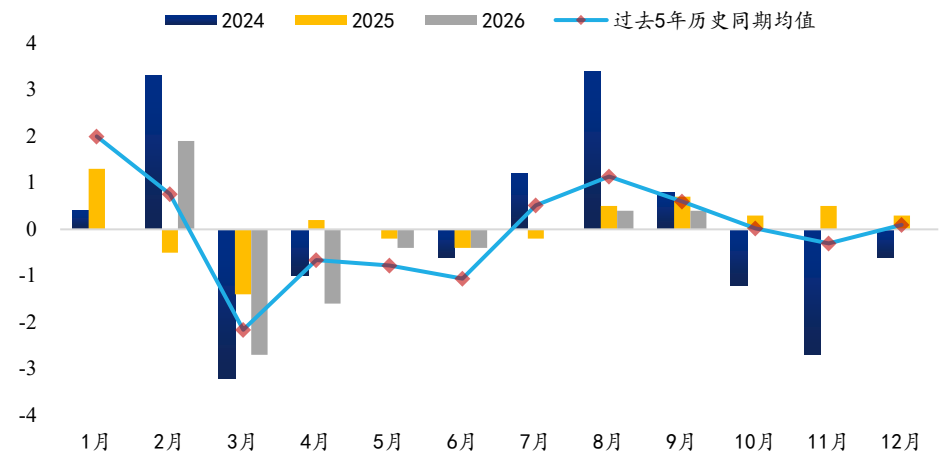
图7：通讯工具价格环比持续超季节性



数据来源：Wind，财通证券研究所；单位：%。

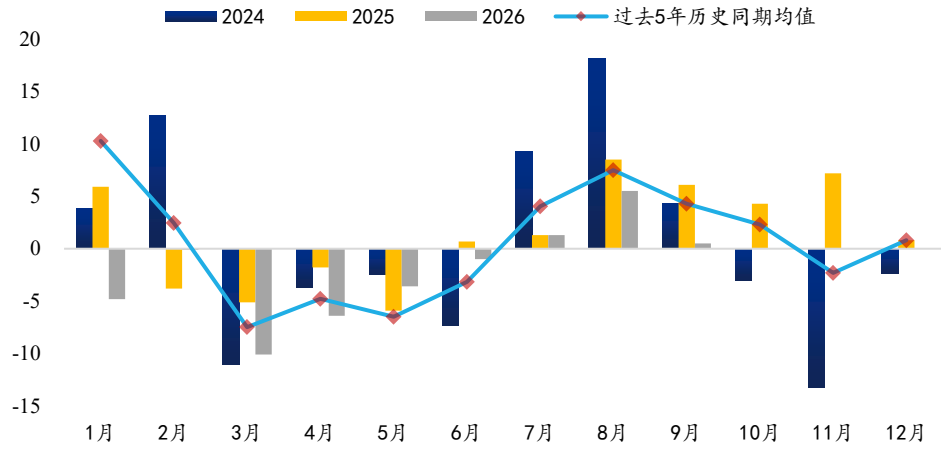
食品供给整体充裕，价格表现弱于季节性水平。环比上涨 0.4%，涨幅持平上月，低于季节性水平 0.8 个百分点。鲜菜、猪肉、蛋类和鲜果价格涨幅在 0.5%-2.0%之间，其中鲜菜价格环比明显弱于季节性，猪肉价格环比小幅超出季节性。前者源于供给端整体充裕，后者可能与上月基数偏低有关，目前生猪市场整体供应仍处于偏宽松格局，猪肉 CPI 同比也持续处于两位数负增区间。

图8：食品环比正增但弱于季节性水平



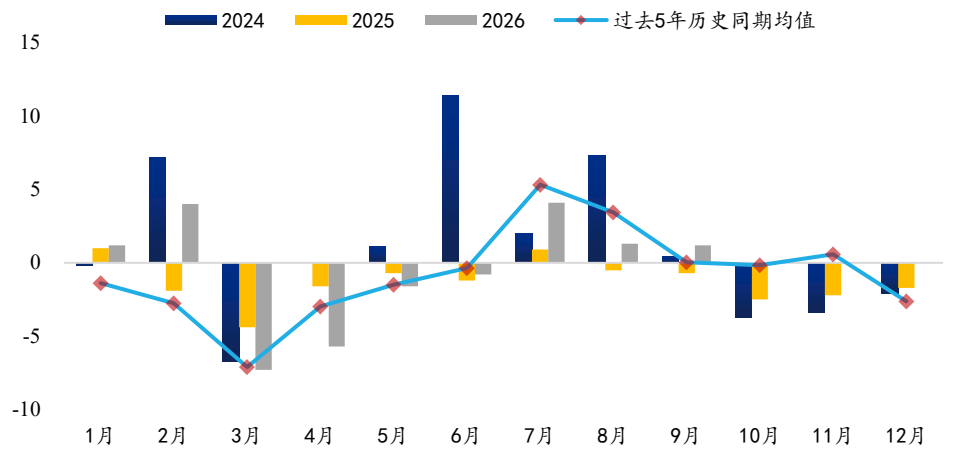
数据来源：Wind，财通证券研究所；单位：%。

图9：鲜菜价格环比弱于季节性



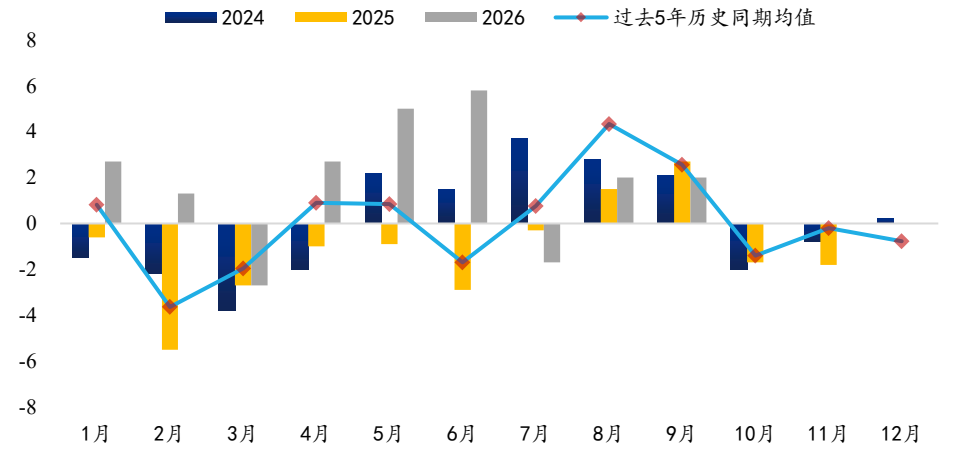
数据来源：Wind，财通证券研究所；单位：%。

图10：猪肉价格环比小幅正增



数据来源：Wind，财通证券研究所；单位：%。

图11：蛋类价格环比基本符合季节性

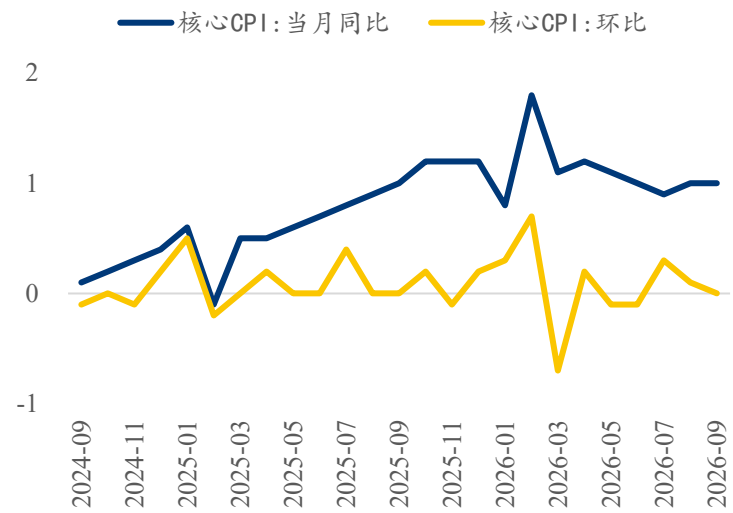


数据来源：Wind，财通证券研究所；单位：%。

同比方面，能源类价格抬升是 CPI 同比涨幅扩大的主要拉动力，食品价格同比偏弱形成拖累，服务及核心 CPI 价格则整体保持平稳。9 月汽油价格同比上涨 16.6%，涨幅扩大 7.3 个百分点，能源价格同比涨幅由 4.1%扩大至 7.3%。服务价格同比涨幅与上月相同，为 0.8%。食品价格同比下降 1.7%，降幅比上月扩大 0.3 个百分点。核心 CPI 同比 1.0%，前值 1.0%。

人在草木间
更多资料请加V1

图12: 核心 CPI 同比持平前值



数据来源：Wind，财通证券研究所；单位：%。

PPI 方面，环比上行受国际大宗商品涨价传导、冬季储煤需求释放、建材需求回暖及新兴产业需求等支撑；同比涨幅扩大主要由上游采掘与原材料行业拉动，部分下游消费制造行业价格仍同比下行。PPI 环比 1.2%，前值 0.4%；同比 5.0%（前值 3.8%），创年内新高，也是 2022 年 6 月以来的最高水平。

事实上，国际油价变动已在高频数据中充分反映，但 9 月 PPI 同比与市场预期仍出现较大偏离，我们认为可能与以下因素有关。

一是非油能源品提供了额外价格支撑。本月煤炭开采、煤炭加工行业价格同比与环比涨幅均位居工业大类前列，对整体 PPI 的拉动作用显著，成为超出油价预期之外的重要上行贡献项。

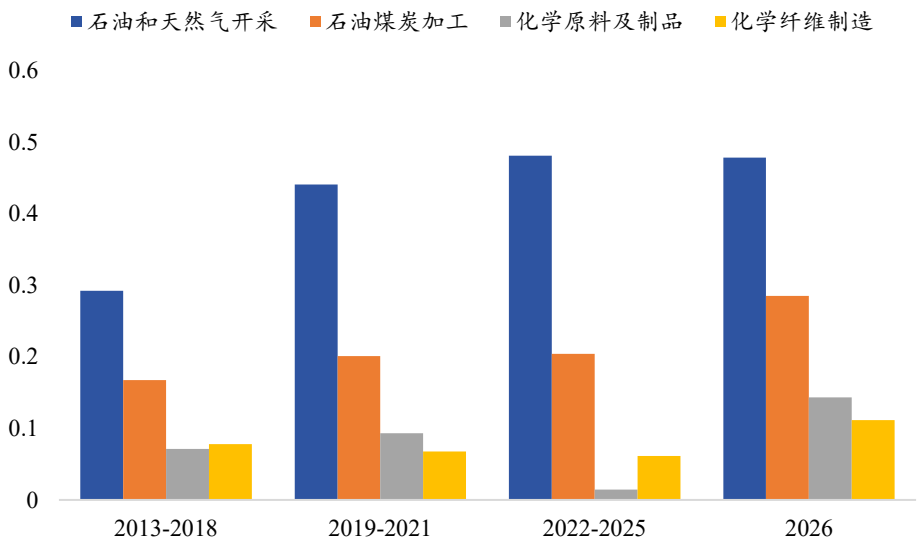
二是本轮国际油价向国内能化 PPI 的传导效应强于历史平均水平。我们对 2013 年 8 月以来的月度数据进行分阶段复盘，筛选布伦特原油现货价环比涨幅超 5%的月份，计算石油相关行业 PPI 平均环比涨幅与布伦特原油平均环比涨幅的比值，结果显示本轮周期中相关行业对油价上涨的响应敏感度明显更高。

这种传导弹性的提升，或与库存偏低位约束、前期被压抑的涨价需求释放以及运输成本的抬升等因素有关。

值得注意的是，在本轮油价变动周期的下跌阶段（筛选油价环比跌幅超 5%的月份），石油相关行业价格表现出更强的粘性，油价回调时行业价格的回撤幅度显著小于上涨时的弹性。

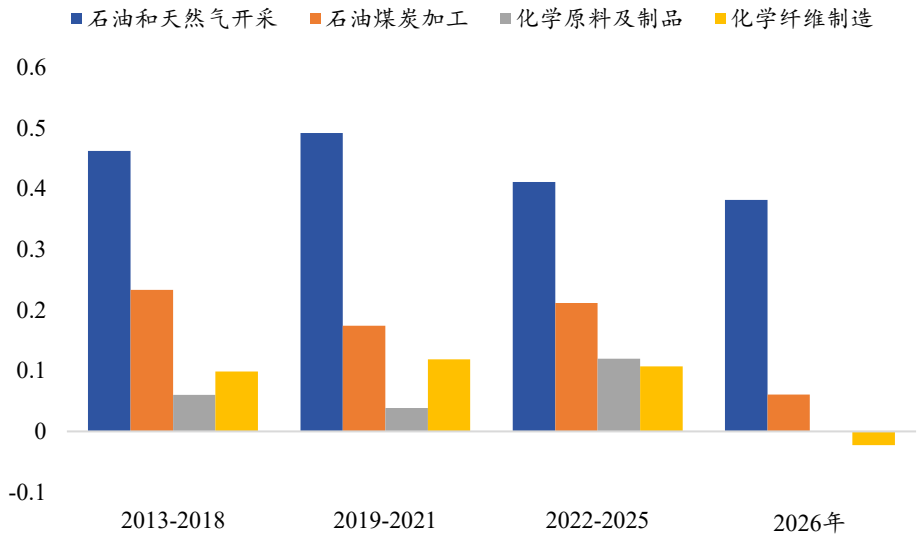
从理论上看，原油价格向下游传导天然存在时滞，下游行业价格跟随波动属于正常现象；但上述上涨弹性放大、下跌粘性增强的非对称特征表明，本轮油价上涨对 PPI 的拉动可能具备更强的尾部效应，其对工业价格的传导持续性有可能超出预期。

图13：筛选油价上涨月份原油相关行业 PPI 脉冲响应程度



数据来源：Wind，财通证券研究所；单位：%。

图14：筛选油价下跌月份原油相关行业 PPI 脉冲响应程度



数据来源：Wind，财通证券研究所；单位：%。

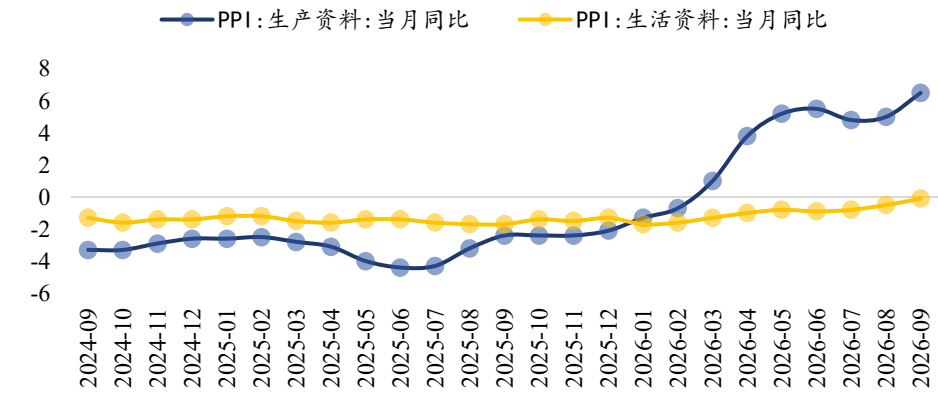
回到 9 月最新数据，结构上看：

国际大宗商品价格上行是核心驱动。国际油价以及有色商品涨价在国内 PPI 相关行业的价格上有所映射。本月石油开采、石油、煤炭及其他燃料加工分别环比上涨 14.5%、8.4%；有色金属冶炼及压延加工、有色金属矿采选则分别环比上涨 1.6%、1.5%。上游品种涨价沿产业链向下传导。本月精炼石油产品制造、有机化学原料制造价格分别环比上涨 7.4%和 5.4%。

季节性与结构性因素共同为 PPI 形成支撑。一是供暖季前置备煤需求集中释放，叠加供给端阶段性偏紧，推升煤炭产业链价格，煤炭开采和洗选业、煤炭加工业价格环比分别上涨 9.5%、13.6%。二是建材需求边际回暖，9 月户外施工条件季节性改善、施工窗口期打开，叠加政策性资金加速落地、上游原材料成本抬升，带动建材品类价格修复，非金属矿物制品业价格在连续环比下行后转为上涨 0.3%，黑色金属冶炼和压延加工业价格环比上涨 0.2%。三是新兴产业需求增长形成小幅支撑，电气机械和器材制造业、计算机通信和其他电子设备制造业价格均环比上涨 0.4%，两行业合计拉动 PPI 环比上涨约 0.07 个百分点。

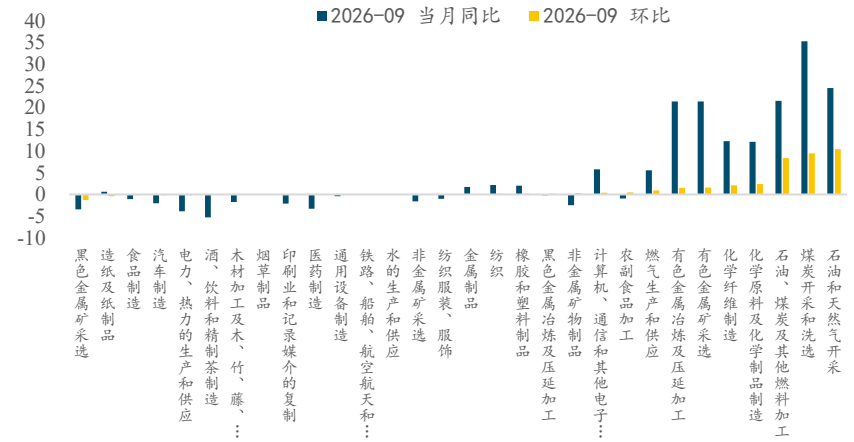
同比而言，上游采掘与原材料行业涨幅全面走阔，是 PPI 同比涨幅扩大的主要动力。其中煤炭开采和洗选业上涨 35.3%，石油和天然气开采业、石油煤炭及其他燃料加工业、化学原料和化学制品制造业分别上涨 24.5%、21.6%和 12.1%，有色金属矿采选业、有色金属冶炼和压延加工业均同比上涨 21.4%。相比而言，下游消费制造行业价格表现相对偏弱，酒饮料和精制茶制造业、汽车制造业等行业价格仍处于同比下行区间，上下游价格分化格局清晰。

图15: PPI 生产资料与生活资料同比差值走阔



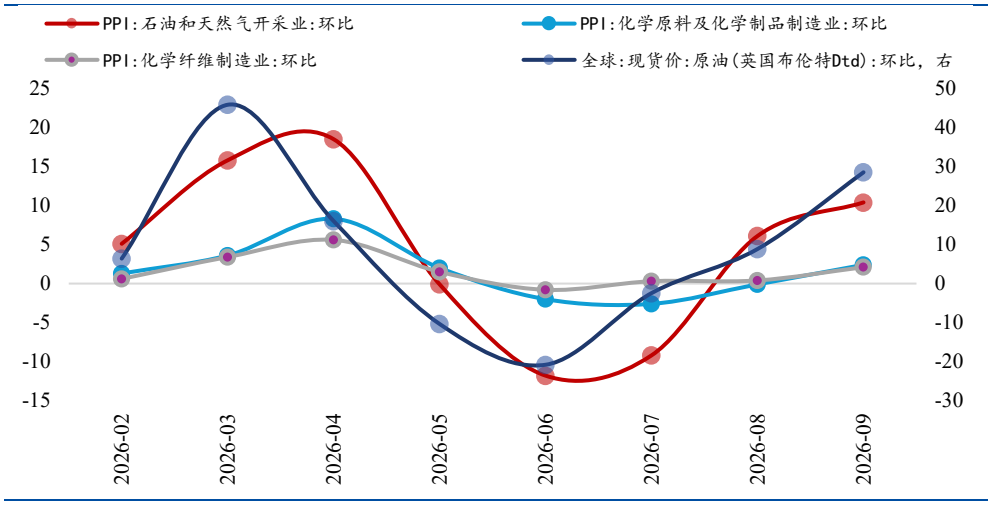
数据来源：Wind，财通证券研究所；单位：%。

图16: PPI 分行业环比及同比



数据来源：Wind，财通证券研究所；单位：%。

图17：国际油价与相关行业 PPI 环比



数据来源：Wind，财通证券研究所；单位：%。

展望后市，预计仍将呈现生产端价格偏强而消费端温和的分化格局，整体压力可控。

一方面年末消费与冬季需求可能对 CPI 形成小幅支撑，但缺乏集中消费脉冲，难以明显抬升涨幅。食品供给整体充足，恶劣天气或对鲜品价格造成短期扰动；能源价格震荡形成托底。受终端需求修复平缓制约，核心通胀缺乏持续上行动力，整体呈温和回升态势。

另一方面 PPI 预计仍由上游成本主导。新兴产业需求形成结构性支撑，另外考虑到全球需求端约束，国际油价在当前高位或难持续单边上行，叠加去年同期基数抬升，PPI 上涨动能或有所收敛，同比涨幅大概率自高位回落。但国际油价是影响后续走势的核心变量，若油价维持高位甚至进一步上行，年内 PPI 同比高点存在后移可能。

风险提示

国际大宗商品价格超预期波动。若地缘政治冲突升级、主要产油国产出收缩超预期，国际油价及工业金属价格可能维持高位甚至进一步上行，将持续通过输入性渠道推升国内 PPI 涨幅，同时上游成本压力持续向下传导，将挤压下游制造业盈利空间，加大工业生产修复的不确定性。

终端消费需求修复不及预期。若后续居民收入修复斜率偏慢、服务消费季节性回落延续，CPI 上行动能将持续受限，同时 PPI 向 CPI 的传导效率难以提升，上下游价格分化格局可能加剧。

基建及地产实物工作量释放不及预期。若后续房地产开工端修复斜率持续偏弱、基建项目资金转化为实物工作量的进度慢于预期，或抑制黑色金属、非金属矿物制品等中游工业品需求，可能反向传导至上游原材料环节，加剧工业价格的波动风险。

仅供内部参考，请勿外传

信息披露

● 分析师承诺

作者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，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也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。

● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

● 公司评级

以报告发布日后 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：
买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%～10%之间；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%～5%之间；
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；
无评级：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。
A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；中国香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

● 行业评级

以报告发布日后 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：
看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；
中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；
看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。
A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；中国香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

● 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。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。
本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。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邀请或向他人作出邀请。
本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。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。
本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。
本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。
本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；
本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。