输入性通胀持续，上下游分化加剧

——10 月通胀数据跟踪

2026 年 11 月 09 日

分析师： 于天旭
执业证书编号：S0270522110001
电话：17717422697
邮箱：yutx@wlzq.com.cn

- **事件**：10 月 CPI 同比由 0.9%回落至 0.7%，环比 0%，前值 0.2%；PPI 同比由 5%上行至 5.7%，环比 0.7%，前值 1.2%。
- **食品项跌幅加深，核心 CPI 同比下滑。**CPI 非食品项同、环比均与上月持平，核心 CPI、服务项、消费品同比均下跌，假期效应带动下，仅服务项环比转正。食品项同比增速回落，环比季节性下行。
- **供应端保持充裕，猪肉、水果和蔬菜价格下跌。**食品分项中，10 月猪肉价格环比转跌，同比跌幅收窄，当前猪价养殖户亏损压力加大，资金回笼需求又进一步推动出栏，供应端依然强于需求端。在政策引导和成本压力下，生猪产能持续去化，猪价有望逐步见底。水产品在季节性捕捞带动下，供给增加，价格回落。随着鲜菜上市，价格环比季节性回落，而水果也开始进入季节性上行通道，但两者价格同比持续下滑。
- **非食品项中，油价拉动燃油分项，内存涨价带动通信工具价格上行，耐用品价格走弱。**交通工具用燃料同比涨幅最大，内存涨价拉升了手机、电脑售价，相关行业价格同比上行。交通工具、家用器具等耐用品价格持续回落。国庆长假带动出行人数增长，环比季节性回升，但同比价格弱于去年同期。民生相关服务价格刚性持续，房租同比连续多月持平。
- **PPI 持续攀升，上下游价格分化加剧。**国际油价上行的影响持续，煤炭开采和加工、下游化工行业价格也持续上行，PPI 环比连续 3 个月正增。PPI-CPI 剪刀差走扩，加工工业-原材料工业剪刀差也持续走扩，价格传导仍不通畅，下游企业成本端压力加大。PPI 生产资料为主要拉动，生活资料同比增速持平。
- **能化产业链拉动持续，下游高端制造业价格小幅修复。**石油、天然气开采、煤炭开采和洗选业同比增速高位持续上行，能化产业链涨价逐步向下游化学原料和化纤制造业传导。黑色金属表现依然偏弱，财政资金托举基建，但地产拖累作用持续。下游高端制造、消费品制造业整体上行，但相对上游涨幅偏小。
- **价格传导持续受阻，年内 CPI 预期维持低位。**食品项拖累 10 月 CPI，核心通胀也表现偏弱，内需定价修复整体偏缓。石油、煤炭等行业带动 PPI 走高，随着油价走过第二轮高点，输入型通胀动能有望边际减弱。并且上下游行业分化压力下，下游企业在成本压力和需求偏弱约束下，价格难以大幅走高，PPI 缺乏持续走高的微观基础。
- **风险因素：**地缘政治风险发展超预期，大宗商品价格上行幅度超预期，居民消费需求疲弱。

相关研究

美国中期选举如何影响经济与市场
欧洲央行、日本央行“鹰派暂停”
政策传递稳汇率信号

正文目录

事件.....3
1、CPI 再度回落，食品项为主要拖累.....3
2、PPI 保持上行，传导路径受阻.....5
3、总结与展望.....7
4、风险提示.....7

图表 1: CPI 同比增速再度回落（%）.....3
图表 2: CPI 食品项环比季节性回落（%）.....3
图表 3: 核心 CPI、服务项同比下跌（%）.....3
图表 4: 10 月油价中枢高位震荡（元/吨）.....3
图表 5: 猪肉价格回落，牛羊肉窄幅震荡（元/公斤）.....4
图表 6: 能繁母猪同比持续去化（万头，%）.....4
图表 7: 蔬菜价格季节性下行（元/公斤）.....4
图表 8: 水果价格逐步进入上行通道（元/公斤）.....4
图表 9: CPI 燃料相关分项持续高位（%）.....5
图表 10: 租房持平，服务分项回落（%）.....5
图表 11: PPI 生产资料持续拉升（%）.....6
图表 12: 加工-原材料工业剪刀差持续走扩（%）.....6
图表 13: 能化产业链价格上行，黑色金属偏弱（%）.....6
图表 14: PPI-CPI 剪刀差持续走阔（%）.....6
图表 15: PPI 保持上行，M1 指标有所回落(%).....7
图表 16: 居民部门杠杆率同比持续下滑（%）.....7

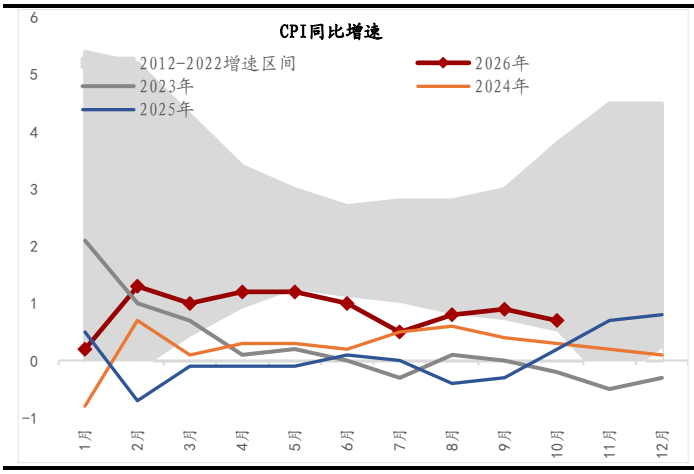
事件

2026年10月，CPI同比增速0.7%（市场预期0.83%），较上月回落0.2个百分点，环比增速0%，前值0.2%，1-10月CPI累计同比0.9%。PPI同比增速5.7%（市场预期5.37%），较上月上行0.7个百分点，环比增速0.7%，前值1.2%，1-10月PPI累计同比2.7%。

1、CPI再度回落，食品项为主要拖累

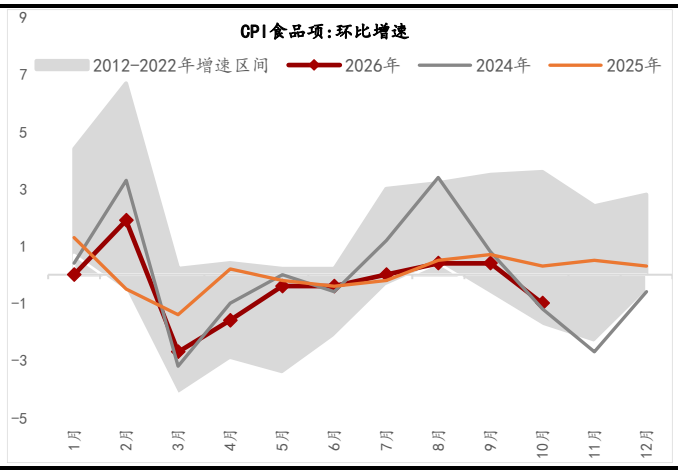
CPI同比放缓，食品项跌幅加深，环比季节性回落，非食品项同比增速持平。2026年10月，CPI同比再度回落0.2个百分点至0.7%，增速低于市场预期的0.83%，环比增速0%，前值为0.2%。CPI食品项同比增速由9月的-1.7%回落至-2.9%，环比由上月的0.4%下行至-1%；非食品项同比1.5%，与上月持平，环比持平于上月的0.2%。

图表1：CPI同比增速再度回落（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

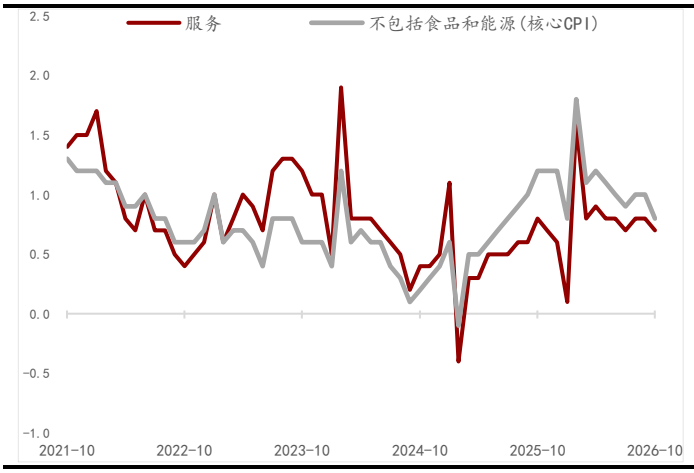
图表2：CPI食品项环比季节性回落（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

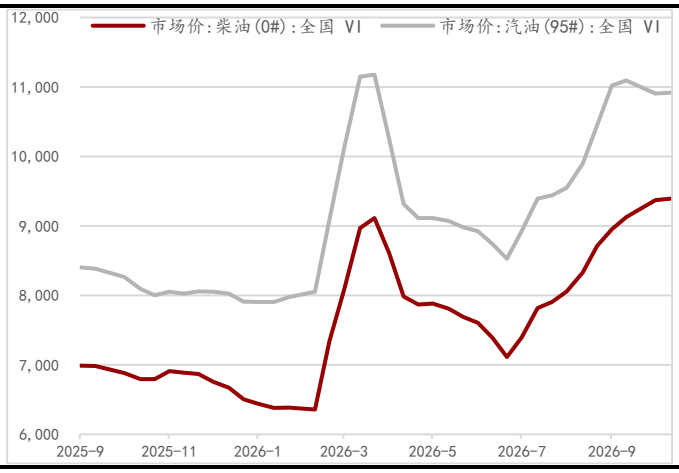
核心CPI、服务项、消费品同比均下跌，假期效应带动下，仅服务项环比转正。核心CPI同比增速回落0.2个百分点至0.8%，环比持平于0%，剔除油价高位和食品下跌的影响后，其他分项价格整体回落。CPI服务项同比较9月小幅回落0.1个百分点至0.7%，环比上行0.1%，前值-0.2%；消费品同比也回落0.1个百分点至0.7%，环比-0.1%，环比增速较上月回落0.6个百分点。

图表3：核心CPI、服务项同比下跌（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表4：10月油价中枢高位震荡（元/吨）

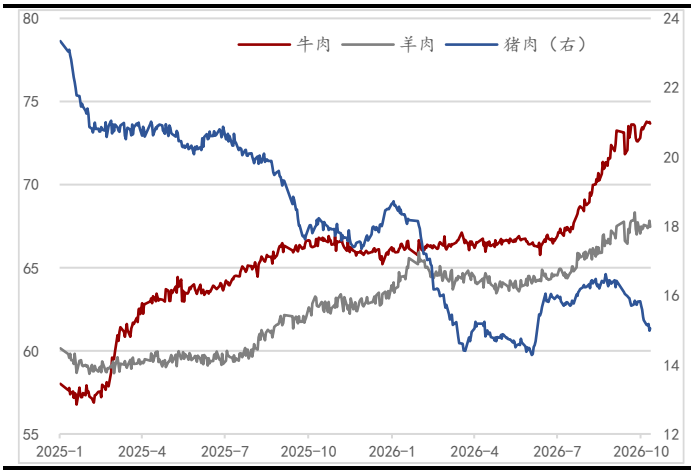


资料来源：Wind，万联证券研究所

供应端保持充裕，猪肉、水果和蔬菜价格下跌。10月猪肉价格环比转跌，同比跌幅收窄，但上行速度放缓。随着猪价下跌，养殖户亏损压力加大，资金回笼需求又进一步推动出栏，但成交不畅且出栏均重高位，供应端依然强于需求端。在政策引导和成本压力下，生猪产能持续去化，猪价有望逐步见底。水产品在季节性捕捞带动下，供给增加，价格回落。随着鲜菜上市，价格环比季节性回落，而水果也开始进入季节性上行通道，但两者价格同比持续下滑。

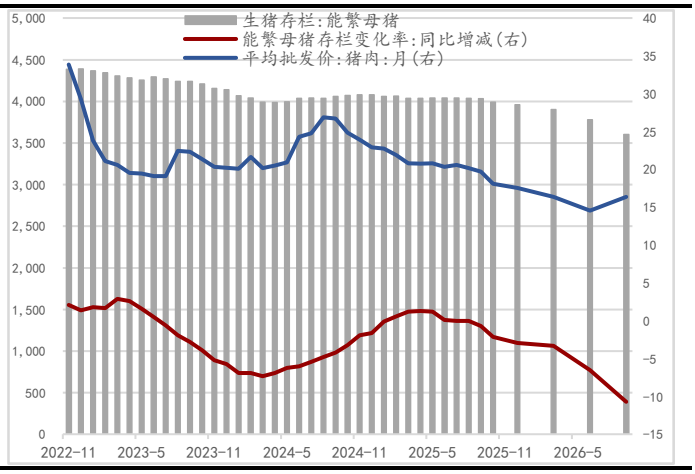
从CPI食品具体分项来看，10月，猪肉价格同比继续上行1.4个百分点至-8.6%，上行幅度有所放缓，环比增速由上月的1.2%小幅回落至-1%；猪肉的替代品牛、羊肉同比增速分别由上月的7.5%、6.4%变动为8.7%、5.8%，水产品同比由0.4%回落为-0.3%，蛋类同比增速回落4.2个百分点至10.1%，环比下行5.2%。鲜菜价格同比继续回落8.8个百分点至-16.9%，下降速度加快，环比下行5.8%；鲜果价格同比继续回落2.3个百分点至-3.8%，环比下行0.6%。粮食、食用油、烟草、酒类同比增速分别由9月的-0.6%、-1.1%、-0.8%、-3.1%变动为-0.5%、-1.1%、-0.7%、-3.1%。

图表5：猪肉价格回落，牛羊肉窄幅震荡（元/公斤）



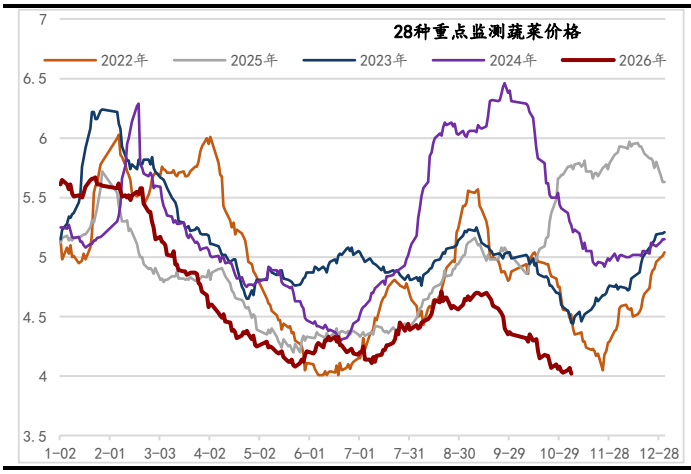
资料来源：Wind，万联证券研究所

图表6：能繁母猪同比持续去化（万头，%）



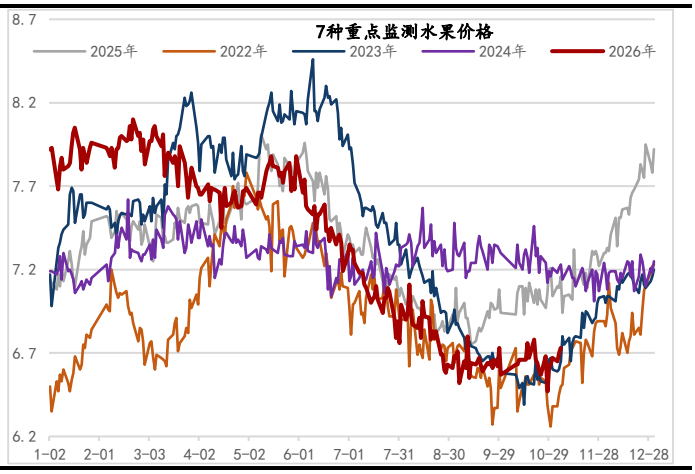
资料来源：Wind，万联证券研究所

图表7：蔬菜价格季节性下行（元/公斤）



资料来源：Wind，万联证券研究所

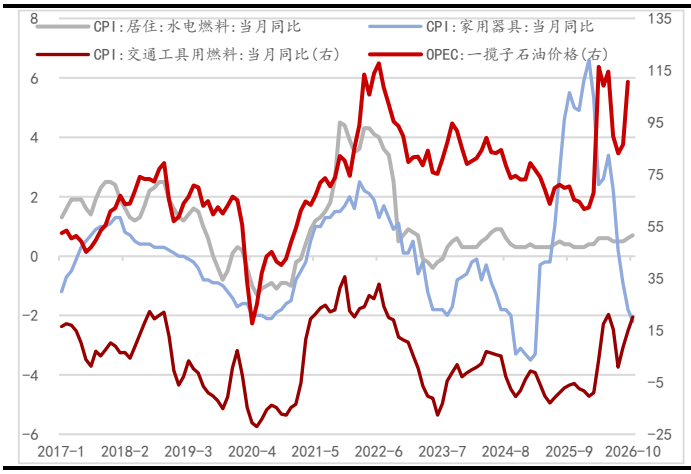
图表8：水果价格逐步进入上行通道（元/公斤）



资料来源：Wind，万联证券研究所

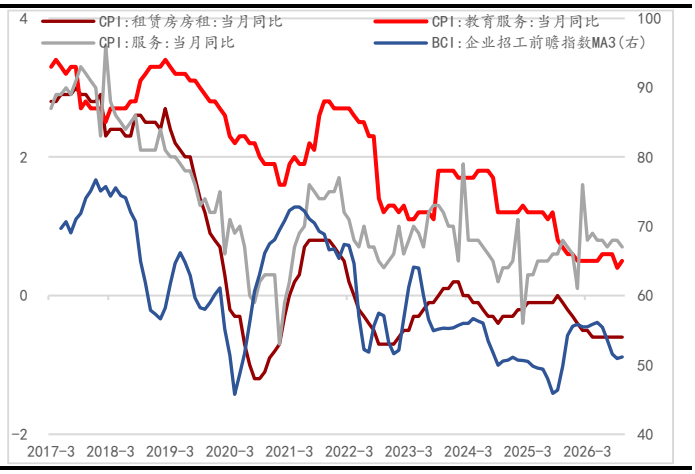
国际油价对燃油分项拉动作用持续，内存涨价带动通信工具价格持续上行，耐用品价格走弱，民生相关服务价格刚性持续。非食品项同环比增速均与上月持平，具体分项来看，交通工具用燃料同比增速上行5.3个百分点至20.2%，环比上行3.8%，前值为4.5%，国际油价上行带来的影响持续；水电燃料同比上行0.1个百分点至0.7%。耐用品消费价格回落，交通工具由上月的-1.7%继续回落至-1.9%，环比-0.2%，前值为-0.3%；家用器具同比回落0.4个百分点至-2.2%，环比-1.1%，前值为-0.2%，地产疲弱拖累下游相关行业价格。通信工具同比由上月的14.3%上行至16.1%，内存价格上涨拉升了手机、电脑售价。CPI服务同比较9月小幅回落0.1个百分点至0.7%，旅游同比增速由3.5%回落至3%，环比增速快速攀升至2.1%，国庆长假带动出行人数增长，环比季节性回升，但同比价格放缓，价格弱于去年同期。民生服务消费支出基本平稳，家庭服务同比回落0.1个百分点至1%，教育服务同比上行0.1个百分点至0.5%，医疗保健同比回落0.3个百分点至2.4%。房租价格同比与上月持平。

图表9：CPI燃料相关分项持续高位（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表10：租房持平，服务分项回落（%）



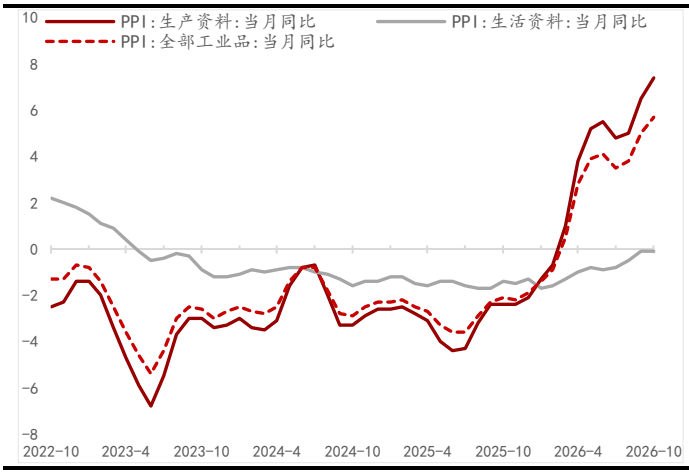
资料来源：Wind，万联证券研究所

2、PPI保持上行，传导路径受阻

PPI同比持续攀升，加工工业-原材料工业剪刀差走扩，上下游价格分化加剧。国际油价上行的影响持续，煤炭开采和加工、下游化工行业价格也持续攀升，PPI同比上行，环比连续3个月正增。PPI-CPI剪刀差持续走扩，生产者购进价格上行幅度大于出厂价格涨幅，价格传导仍不通畅，下游企业成本端压力加大。PPI生产资料为主要拉动，采掘工业高位继续上行，但上行速度放缓，原材料工业上行幅度明显大于下游加工工业。生活资料同比增速持平，仅食品类同比小幅上行，衣着、一般日用品、耐用消费品同比均小幅回落，环比增速转负，下游消费需求依然偏弱。

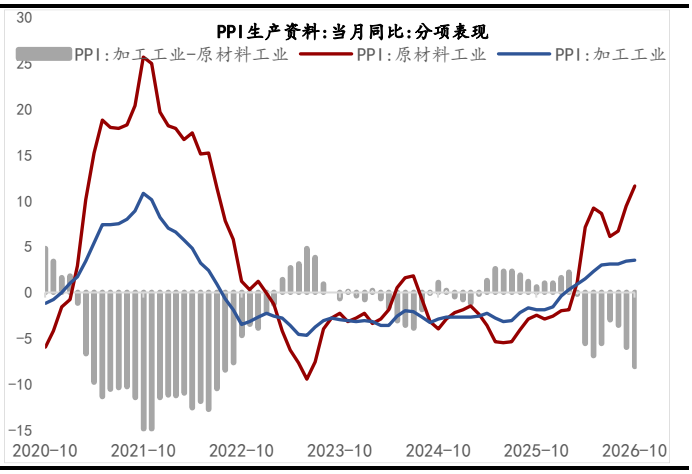
具体数据来看，PPI同比5.7%，较上月上行0.7个百分点，高于市场预期的5.37%，环比增速0.7%，前值1.2%。工业生产者购进价格（PPIRM）同比由6.9%上行至7.9%，环比1.1%。PPI生产资料同比上行0.9个百分点至7.4%，其中，采掘工业、原材料工业和加工工业同比分别由9月的25.4%、9.4%、3.4%上行至27.9%、11.6%和3.5%，采掘工业上行幅度相对最大。PPI生活资料同比与上月持平，环比增速-0.1%，前值0.1%；其中，食品类同比由-1.8%止跌至衣着、一般日用品、耐用消费品类同比分别由上月的-1.2%、-0.6%、1.6%下行至-1.3%、-0.7%、1.4%。

图表11：PPI生产资料持续拉升（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表12：加工-原材料工业剪刀差持续走扩（%）

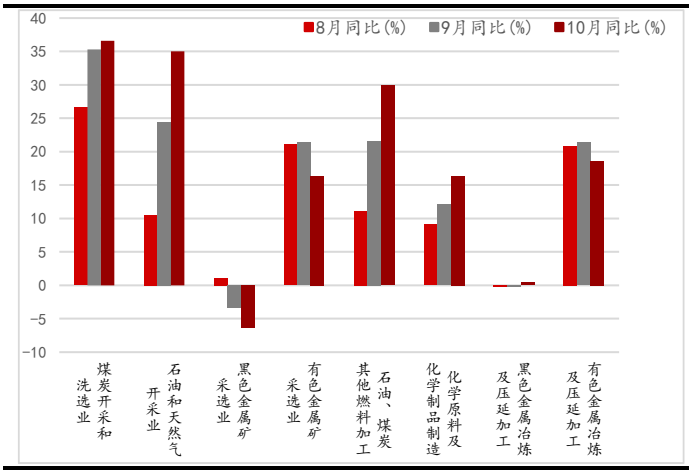


资料来源：Wind，万联证券研究所

国际油价上行给能化产业链带来明显拉动，黑色、有色金属产业链价格回落。采掘业分项表现分化，其中，石油和天然气开采业同比上行幅度最大，上涨10.5个百分点至35%，环比6%，前值为10.4%，国际油价环比涨幅放缓，但上行速度仍然偏快；煤炭开采和洗选业同比增速高位持续上行，黑色、有色金属矿采选业同比增速放缓。中游加工制造业同比增速多数上行，石油、煤炭及其他燃料加工业由21.6%大幅拉升至29.9%，化学原料及化学制品、化学纤维制造业分别上行4.3、3.7个百分点至16.4%、16%，能化产业链涨价逐步向下游传导。黑色金属加工同比由负转正，非金属矿物制品业跌幅收窄，财政资金投放提速给基建投资带来支撑，带动上游行业需求，但地产投资持续偏弱，仍给上游行业修复带来掣肘。

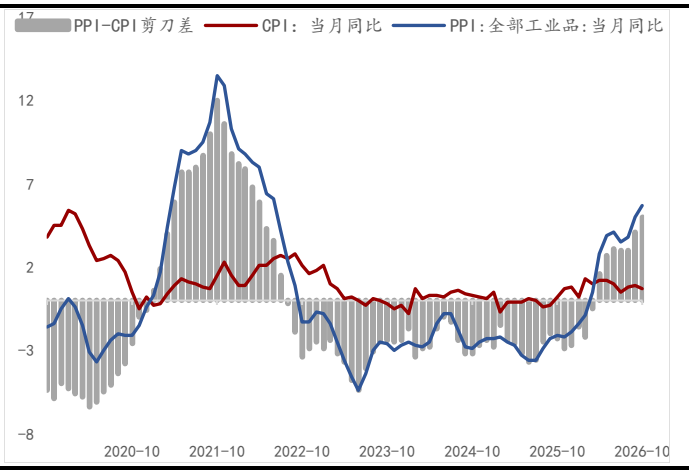
下游高端制造业价格小幅修复，相对上游价格涨幅偏小，消费品制造业价格小幅回温。下游汽车制造业同比增速由-2%上行至-1.8%，环比0%。铁路、船舶等运输设备制造业同比由0.1%小幅回升至0.2%，环比0%；计算机、通信等电子设备制造业同比上行0.1个百分点至5.9%，环比0.1%。电力、热力的生产和供应业同比由-3.9%上行至-3.8%，环比-0.2%，其中，水的生产和供应业同比持平，燃气生产和供应业受上游价格变动影响，同、环比上行。消费品制造业价格整体小幅上行，农副食品加工业上行0.5个百分点至-0.4%，增速持续修复，食品制造业、酒、饮料和精制茶制造业同比也小幅上行。

图表13：能化产业链价格上行，黑色金属偏弱（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表14：PPI-CPI剪刀差持续走阔（%）

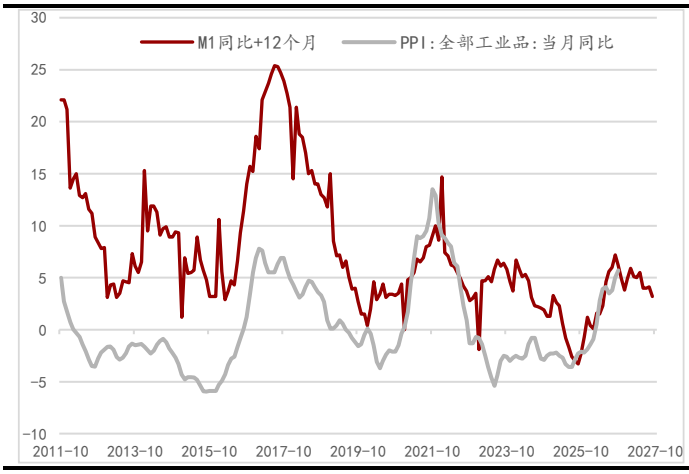


资料来源：Wind，万联证券研究所

3、总结与展望

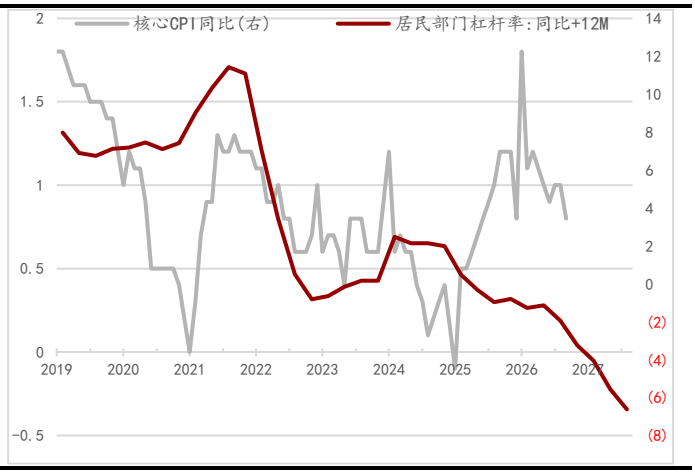
价格传导持续受阻，年内CPI预期维持低位。食品项拖累10月CPI，核心通胀也表现偏弱，内需定价修复整体偏缓。石油、煤炭等行业带动PPI走高，随着油价走过第二轮高点，输入型通胀动能有望边际减弱。并且上下游行业分化压力下，下游企业在成本压力和需求偏弱约束下，价格难以大幅走高，PPI缺乏持续走高的微观基础。

图表15：PPI保持上行，M1指标有所回落(%)



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表16：居民部门杠杆率同比持续下滑（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

4、风险提示

地缘政治风险发展超预期，大宗商品价格上行幅度超预期，居民消费需求疲弱。

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10％以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10％至-10％之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10％以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15％以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5％至15％；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5％至5％；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5％以上。
基准指数 ： 沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

免责条款

万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。
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客户。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。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。
市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司认为可靠且已公开的信息撰写，本公司力求但不保证这些信息的准确性及完整性，也不保证文中的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报告。分析师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。
本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的引起法律后果和造成我公司经济损失的概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所
上海浦东新区世纪大道 1528 号陆家嘴基金大厦
北京西城区平安里西大街 28 号中海国际中心
深圳福田区深南大道 2007 号金地中心
广州天河区珠江东路 11 号高德置地广场