

宏观深度报告

中国物价运行：特征与趋向

证券分析师

钟正生	投资咨询资格编号 S1060520090001 ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn
张璐	投资咨询资格编号 S1060522100001 ZHANGLU150@pingan.com.cn
常艺馨	投资咨询资格编号 S1060522080003 CHANGYIXIN050@pingan.com.cn



平安观点：

- 2023年以来，中国经济处于低物价状态。宏观政策既需关注“量”的目标实现，也需更加重视“价”的合理增长。本报告聚焦低物价“缺口”的来源，结合食品、服务、商品分项变化，预判2024年下半年物价走势。
- 定位：价格增速缺口来源。**2024年上半年，中国GDP平减指数增速弱势运行，CPI和PPI的价格表现都低于历史均值。结构上，PPI增速的主要拖累在于内需定价的工业品，而CPI增速的拖累在于食品及核心商品价格。
- 1. 食品：拉动有望增强。**中性情形下，预计2024年三、四季度食品对CPI同比增速的拉动分别较二季度高0.53和0.88个百分点。**1) 猪肉：**从去化程度和节奏看，年内猪肉价格还将维持相对高位，预计牛羊肉等其他畜肉价格随猪肉抬升。**2) 蔬菜水果：**秋季天气逐步转凉，产量支撑不足，蔬菜价格回落的幅度往往有限，结合基数，预计年内蔬菜价格持续高于去年同期。水果价格变动滞后蔬菜3个月左右，下半年价格中枢或随蔬菜稳中有升。**3) 其他食品：**价格呈现20个月左右的周期性波动。以周期规律及当前所处位置推算，2024年年内其他食品价格有望逐步上行，对CPI增速的拖累减弱。
- 2. 服务：地产拖累较大。**中性情形下，预计2024年三、四季度服务对CPI同比增速的拉动分别较二季度回落0.09和0.05个百分点。下半年服务价格环比表现可能弱于季节性。**一方面**，房地产市场短期仍处“磨底”过程，以价换量的趋势难改，对服务价格的拖累还将持续显现。**另一方面**，居民收入及消费信心有待改善，将影响服务消费需求。**不过**，因财政税收减收压力增大，各地越发重视行政事业单位及国有资产运营收入的提升，价格补贴机制的梳理，公共服务相关价格仍有提升空间。
- 3. 商品：弱需求与冗余产能。**中性情形下，预计2024年三、四季度工业消费品对CPI的同比增速的拉动分别较二季度回落0.19和0.09个百分点。**首先**，7月以来大宗商品期货价格明显回落，将滞后影响现货价格及下游定价。**其次**，中下游行业所面临的产能过剩风险较大，但投资延续较快增长，过剩产能的化解仍需一定时间。**最后**，预计2024年下半年石油化和有色金属等全球定价的大宗商品价格震荡偏弱，对PPI的支撑减弱。
- 年内低物价或持续。**预计下半年CPI增速逐步回升，但PPI增速回落，GDP平减指数徘徊在相对低位。**1) CPI方面**，预计下半年食品价格增速回升，能够较好对冲商品和服务价格的回落压力。预计三、四季度CPI同比增速的中枢分别回升至0.5%和0.8%，全年CPI增速中枢约0.4%。**2) PPI方面**，中下游行业产能过剩的化解仍需时间，国内外大宗商品价格有回落压力，PPI环比或延续跌势。预计2024年三季度PPI同比增速的中枢持平于-1.8%，四季度降至-2.6%，全年PPI增速中枢约-2.1%。**3) GDP平减指数方面**，预计三、四季度GDP平减指数分别同比增长-0.7%和-0.9%，全年GDP平减指数同比增长-0.9%。

正文目录

一、	定位：价格增速缺口来源.....	4
二、	拆分：价格分项如何变化.....	7
	1、食品：拉动有望增强.....	7
	2、服务：房地产与收入拖累.....	11
	3、商品：弱需求与冗余产能.....	14
三、	结论：年内低物价或持续.....	16
四、	风险提示.....	16

图表目录

图表 1	2023 年以来，中国 GDP 平减指数同比增速较低	4
图表 2	2023 年 7 月以来，PPI 同比跌幅趋于收窄	5
图表 3	原材料和采矿板块对 PPI 同比增速的拖累减弱	5
图表 4	2023 年以来，不同类别原材料及矿物品价格中枢分化	5
图表 5	2023 年以来，中国 CPI 同比增速中枢下移	6
图表 6	2024 年以来，食品和核心 CPI 成为价格主要拖累	7
图表 7	2024 年以来，核心 CPI 三大分项均弱于历史均值	7
图表 8	食品分项中，畜肉类波动 CPI 的影响最为显著	7
图表 9	剔除畜肉及鲜菜鲜果，其他食品价格有筑底迹象	7
图表 10	自 2021 年 6 月起，本轮能繁母猪累计去化幅度达到 12.6%	8
图表 11	从能繁母猪存栏看，年内猪肉价格或维持相对高位	8
图表 12	牛羊肉等非猪畜肉的价格变化与猪肉较为接近	8
图表 13	2024 年一季度能繁母猪存栏仍在去化	9
图表 14	从期货看，市场预期 24 年四季度起生猪价格回落	9
图表 15	蔬菜种植面积在年初 1-2 月最低，5-6 月较高	9
图表 16	预计下半年蔬菜价格中枢高于去年同期	9
图表 17	蔬菜和水果价格波动的周期有一定相似性	10
图表 18	其他食品价格呈现较强的周期性，年内有望上行	10
图表 19	CPI 服务及房租分项受房价变化的影响，2024 年以来跌幅扩大	11
图表 20	部分劳动密集型服务价格周期与居住服务共振	12
图表 21	2024 年以来，70 大中城市二手住宅价格加速下跌	12
图表 22	服务价格受城镇居民收入的间接影响	12
图表 23	消费者信心和居民未来收入信心处于历史低位	12
图表 24	CPI 中的居民水电燃气价格上涨，与 PPI 背离	13
图表 25	2024 年以来运营商毛利稳中有升	13
图表 26	公共类服务价格受政策影响较大，2024 年以来跌幅收窄	13
图表 27	公共类服务价格受政策影响较大，2024 年以来跌幅收窄	14
图表 28	当前中下游行业固定资产周转率处历史偏低分位	14
图表 29	2023 年二季度以来，上游对中下游的价格传导不畅	14
图表 30	2024 年以来，CPI 家用器具价格同比增速反而回落	15
图表 31	2023 年以来，CPI 交通工具价格回落幅度较大	15
图表 32	2024 年下半年 CPI 及 PPI 增速预测	16

2023 年以来，中国 GDP 平减指数增速弱势运行，经济持续处于低物价状态。在此背景下，企业“增收不增利”，公共财政收入增速偏慢，消费者信心指数也有回落。宏观政策既需关注“量”的 GDP 增速目标实现，也有必要更加重视“价”的合理增长，以提升微观主体在经济增长中的“获得感”。

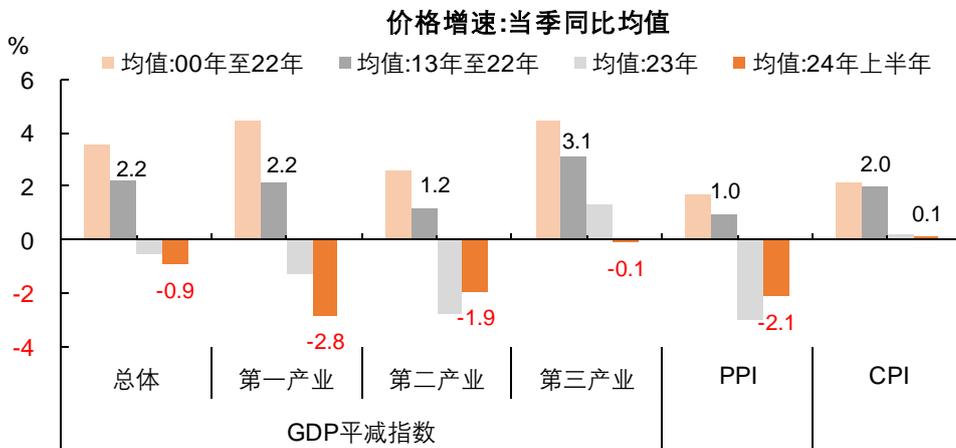
本篇报告中，我们首先对比中国当前的物价增速与历史均值，定位低物价“缺口”的来源——当前 PPI 增速的主要拖累在于内需定价的工业品，而 CPI 增速的主要拖累在于食品及核心商品价格。其次，观察和分析食品、服务、商品三大重要分项价格的影响因素。最后，综合各分项的变化，对 2024 年下半年的 CPI、PPI 和 GDP 平减指数的变化做出预判。我们预计，2024 年下半年中国价格的回升弹性仍然有限，GDP 平减指数较难回归正增长。

一、定位：价格增速缺口来源

2023 年以来，中国 GDP 平减指数增速弱势运行。中国 GDP 平减指数单季同比增速在 2023 年二季度降至-0.88%；截至 2024 年二季度，GDP 平减指数尚未摆脱负增长，已持续五个季度。从历史较长周期观察，中国 GDP 平减指数同比增速在 2000 年至 2022 年间的季度均值为 3.6%，在 2013 年至 2022 年间的季度均值为 2.2%，但 2023 年均值为-0.6%，2024 年上半年为-0.9%，均低于历史中枢，表明中国处于低物价状态。

与历史中枢相比较，当前中国为何处于低物价状态？从结构拆分，无论是 CPI 还是 PPI，以及国民经济的三大产业，2024 年上半年价格表现都低于历史均值。2024 年上半年，中国 GDP 平减指数同比增速为-0.9%，较历史均值（2013 年至 2022 年）的历史均值低 3.1 个百分点，其中第一产业、第二产业和第三产业的 GDP 平减指数分别较此前低 5.0、3.1 和 3.2 个百分点。从 PPI 工业品价格和 CPI 居民消费价格看，2024 年上半年，PPI 同比增速为-2.1%，较历史均值（2013 年至 2022 年）低 3.1 个百分点；CPI 同比增速为 0.1%，较历史均值（2013 年至 2022 年）低 1.9 个百分点。

图表1 2023 年以来，中国 GDP 平减指数同比增速较低



资料来源: Wind, 平安证券研究所

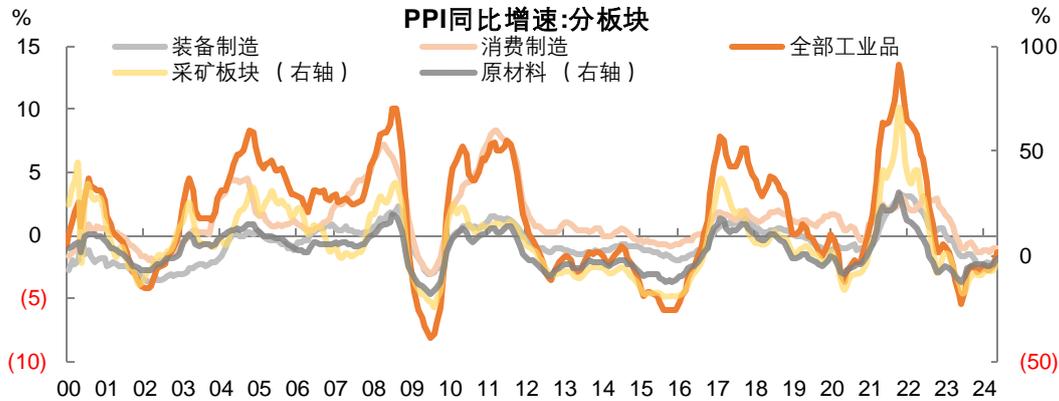
进一步地，中国 PPI 增速的主要拖累在于内需定价的工业品，而 CPI 增速的主要拖累在于食品及核心商品价格。

PPI 方面，2024 年 7 月中国 PPI 同比增速为-0.8%，较 2023 年 6 月跌幅收窄 4.6 个百分点。本轮（2023 年 7 月至 2024 年 7 月）PPI 同比增速的回升有三点特征。

第一，低基数是 PPI 增速回升的主要推动力量。拆分翘尾和新涨价因素看：1) 翘尾因素对 PPI 推升较强。在本轮 PPI 跌幅收窄过程中，翘尾因素的贡献达到 5.5 个百分点，源于 2022 年 7 月至 2023 年 7 月 PPI 环比增速的低迷表现。2) 新涨

价因素仍然拖累 PPI。对于 PPI 回升的合计拖累达到 0.9 个百分点。本轮 PPI 同比增速回升自 2023 年 7 月至 2024 年 7 月，共 13 个月，其中仅有 3 个月份 PPI 环比增速为正，1 个月份 PPI 环比持平，其余 9 个月份 PPI 环比均为负增长。

图表2 2023 年 7 月以来，PPI 同比跌幅趋于收窄

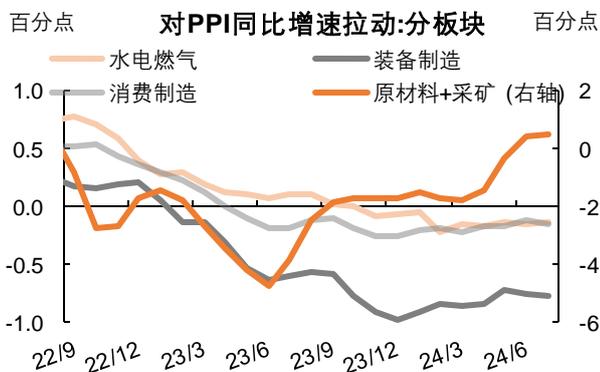


资料来源: Wind, 平安证券研究所

第二，PPI 增速回升主要得益于上游采矿和原材料行业，中下游行业的拖累仍大。拆分不同板块对 PPI 同比增速拉动的变化：**1) 上游采矿和原材料行业：**采矿和原材料行业在 2023 年 6 月对 PPI 同比增速的拖累达到 4.8 个百分点，到 2024 年 7 月转为拉动 0.5 个百分点，助力本轮 PPI 同比增速提升 5.2 个百分点。**2) 水电燃气行业：**水电燃气行业在 2023 年 6 月对 PPI 同比增速的拉动为 0.07 个百分点，2024 年 7 月转为拖累 PPI 同比增速 0.13 个百分点。水电燃气价格下跌对本轮 PPI 同比增速的拖累约 0.2 个百分点。**3) 中下游行业：**装备制造和消费制造行业在 2023 年 6 月对 PPI 同比增速的拖累约为 0.8 个百分点，到 2024 年 7 月拖累加大至 0.9 个百分点。

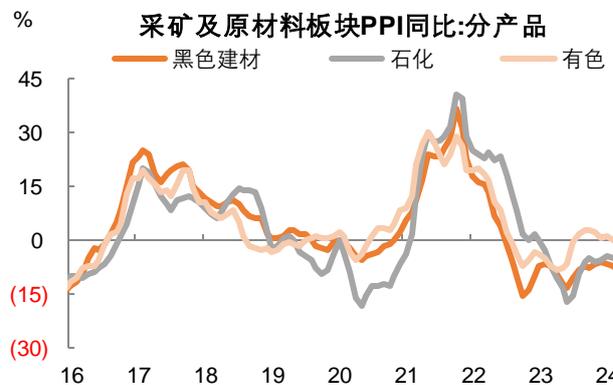
第三，上游行业中，国际定价的商品 PPI 同比正增长，外需对价格的拉动更强。进一步地，在采矿和原材料行业中拆分黑色建材（煤炭开采和洗选业、黑色金属矿采选业、黑色金属冶炼及压延加工业、非金属矿采选业、非金属矿物制品业）、石油化工（石油和天然气开采业、石油煤炭及其他燃料加工业、化学原料及化学制品制造业、化学纤维制造业）和有色金属（有色金属矿采选业、有色金属冶炼及压延加工业）三个主要产业链。2024 年 7 月，黑色建材、石油化工和有色金属产业链 PPI 同比增速分别较 2023 年 6 月提升 9.8 个百分点至-3.2%、提升 19.3 个百分点至 2.2%、提升 17.7 个百分点至 10.9%，可见，国际定价的有色金属和石油化工产品价格更快回升、同比已由负转正，价格表现强于内需定价的黑色建材类产品，输入性涨价的影响强于内需。

图表3 原材料和采矿板块对 PPI 同比增速的拖累减弱



资料来源: Wind, 平安证券研究所

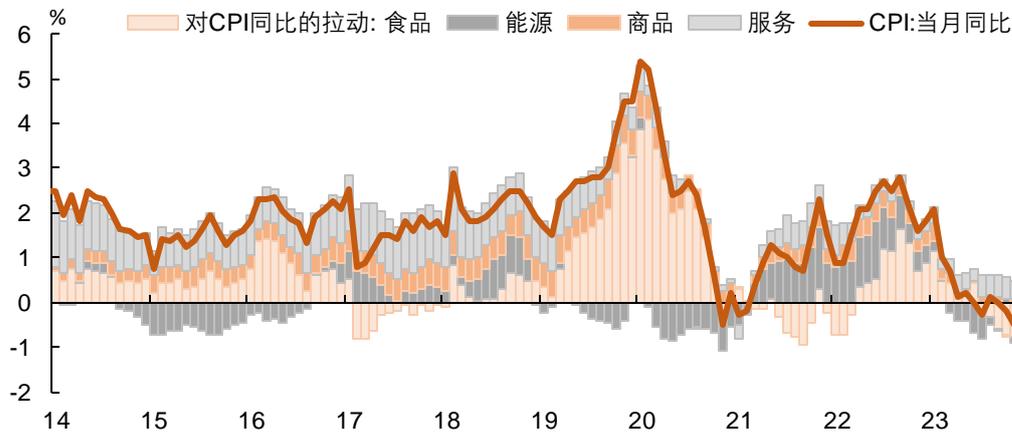
图表4 2023 年以来，不同类别原材料及矿物品价格中枢分化



资料来源: Wind, 平安证券研究所

CPI 方面，2023 年中国 CPI 增速中枢回落至 0.24%，2024 年前 7 个月仅 0.19%。然而，在疫情暴发前的 2014 至 2019 年间，我国 CPI 同比增速的中枢在 2% 左右。即便是 2020 至 2022 年疫情期间，CPI 同比增速的中枢仍有 1.8%。

图表5 2023 年以来，中国 CPI 同比增速中枢下移



资料来源: Wind, 平安证券研究所

拆分来看，我国 CPI 增速呈现几点特征：

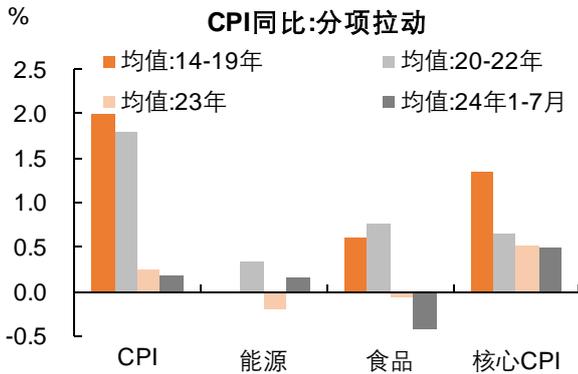
第一，核心 CPI 偏弱，是 CPI 低通胀的主要拖累。核心 CPI 在我国 CPI 中的占比超过 77%（本篇报告中，涉及 CPI 权重估算的部分详见前期报告《再议核心 CPI 上行风险-20230327》）。2024 年以来，我国核心 CPI 增速均值为 0.64%，低于疫情前（2014 至 2019 年）1.35% 的增速中枢。2024 年以来，**核心 CPI 对 CPI 同比增速的拉动较疫情前低 0.85 个百分点。**进一步地，将核心 CPI 分为三个部分：

- **1) 居民耐用品消费偏弱，拖累核心商品。**核心商品价格（在 CPI 中占比约 38%）在疫情前的平均增速约 1.1%，2024 年以来回落至 0.4%。2024 年以来，**核心商品对 CPI 的拉动较疫情前减少 0.28 个百分点**，受居民商品消费需求低迷的拖累。其中，交通工具（汽车）、家用器具（家电）等大件耐用品价格拖累较大，2023 年以来同比增速分别为 -5.1% 和 -0.8%，分别较疫情前低 3.6 和 0.7 个百分点。
- **2) 房地产市场调整，拖累居住服务。**居住服务价格（在 CPI 中占比约 23%）在疫情前平均增速约 1.78%，2024 年以来回落至 0.2%。2024 年以来，居住服务对 CPI 的直接拉动减少 0.36 个百分点。居住服务以租赁房房租、自有住房折算租金为主体，二者合计占比近 7 成，受房地产市场调整的拖累较大。
- **3) 服务（非居住）价格（在 CPI 中占比约 16%）**在疫情前平均增速 3.14%，2020 至 2022 年疫情期间仅有 1.36%，在 2023 年疫情防控优化后得以回升，2024 年以来均值约 1.88%。相较于疫情前，2024 年以来非居住服务对 CPI 的拉动减少 0.2 个百分点。

第二，食品价格下跌，对 CPI 由支撑转为拖累。食品在我国 CPI 中的占比接近 19%。2024 年以来，我国食品 CPI 增速均值为 -2.3%，低于疫情前（2014 至 2019 年）3.27% 的增速中枢，对 CPI 同比增速的拉动较疫情前低 1 个百分点。

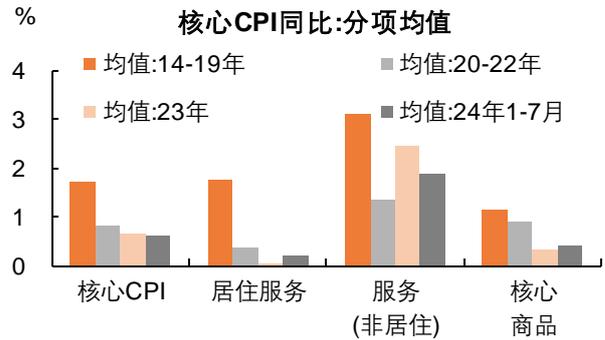
第三，能源价格形成支撑。能源在我国 CPI 中的占比接近 4%。以交通工具用燃料代表能源价格表现，2024 年以来我国能源 CPI 增速均值为 3.83%，而疫情前（2014 至 2019 年）的增速中枢为 -0.62%。能源对 CPI 同比增速的拉动较疫情前高 0.17 个百分点。

图表6 2024年以来，食品和核心CPI成为价格主要拖累



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表7 2024年以来，核心CPI三大分项均弱于历史均值



资料来源: Wind, 平安证券研究所

二、拆分：价格分项如何变化

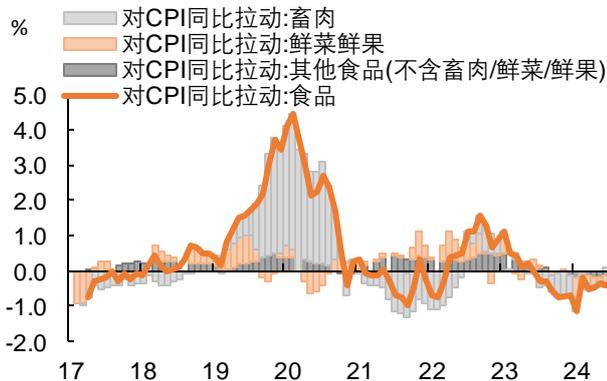
从食品（第一产业）、服务（第三产业）和商品（第二产业）三个大类出发，分解和预判 2024 年下半年各分项价格的影响因素，以及对物价总水平的影响。

1、食品：拉动有望增强

如何看待食品中各个分项对 CPI 增速的影响？不仅需要关注自身的价格波动，还要结合其在 CPI 总体中的占比。统计局月度公布的食物各分项对 CPI 的拉动，能够较好反映其中的变化。基于此，我们将食品对 CPI 的拉动拆分为三个部分：1) 畜肉类（以猪肉为主体，基本跟随猪周期）；2) 鲜菜鲜果（月度波动较大）；3) 其他食品（不含畜肉及鲜菜鲜果，主要包括粮食、食用油、水产品、鸡蛋等）。

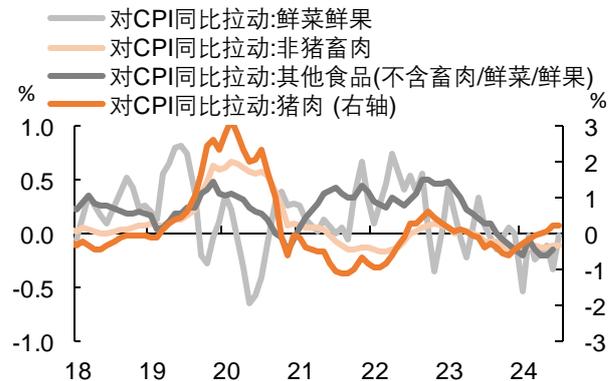
接下来，分别考察下半年食品中三类分项的变化及对 CPI 的影响。

图表8 食品分项中，畜肉类波动 CPI 的影响最为显著



资料来源: iFind, 平安证券研究所

图表9 剔除畜肉及鲜菜鲜果，其他食品价格有筑底迹象

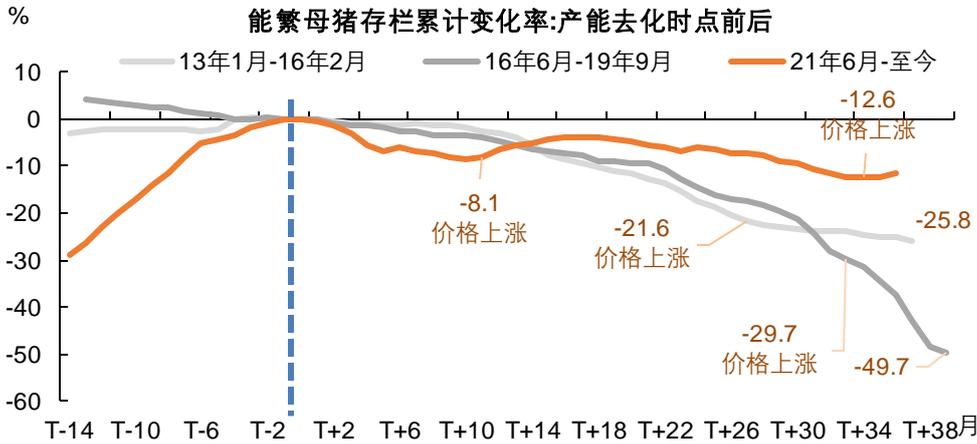


资料来源: iFind, 平安证券研究所

2024年4月以来，猪肉价格筑底回升。本轮猪肉价格的上涨，基本符合能繁母猪存栏量对猪肉价格1年左右的领先性。本轮猪周期的产能去化的过程较为波折，去化程度相对有限。以农业农村部官方数据看，第一阶段的能繁母猪去库存起始于

2021年6月，但在2022年5月至12月中断（期间投机情绪抬头，压栏及二次育肥现象较多，猪肉供需缺口短暂放大，猪肉价格快涨快跌，产业端补栏能繁母猪扩张产能），2023年1月去库存再次启动。截至2024年4月，按农业农村部口径，本轮能繁母猪存量累积降幅约为12.6%，去化时间达到34个月，但程度低于前两轮猪周期（上轮2016年7月至2019年9月共去化39个月，下降幅度约49.7%；上上轮2016年7月至2016年2月去化37个月，下降幅度约25.7%）。

图表10 自2021年6月起，本轮能繁母猪累计去化幅度达到12.6%



资料来源: iFind, 平安证券研究所

从去化程度和节奏看，2024年年内猪肉价格有望维持相对高位。中性情况下，预计2024年三季度、四季度的猪肉批发价分别为26元/千克和28元/千克。考虑到当前猪肉价格在CPI同比中的占比约1.2%，预计猪肉价格对CPI同比增速的拉动将较第二季度的0.09%提升至第三季度的0.19%和四季度的0.27%，成为下半年CPI抬升的一个推动力量。

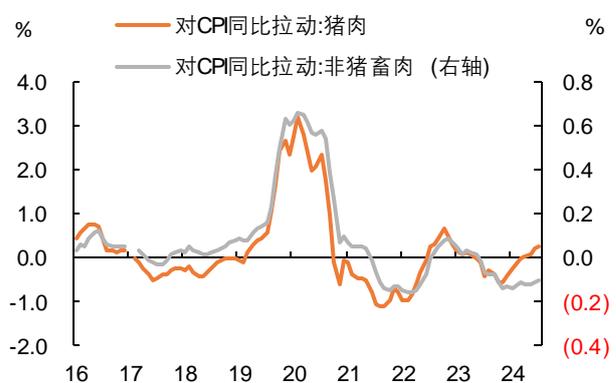
作为替代品，牛羊肉等畜肉（不含猪肉）价格的走势与猪肉较为接近，但其占比相对有限，对CPI变化的影响幅度较猪肉更小。2016年以来的回归结果表明，猪肉价格对CPI的拉动每提升1个百分点，不含猪肉的畜肉价格对CPI的拉动将同比提升0.2个百分点。中性情形下，我们预计畜肉价格对CPI同比增速的拉动将自第二季度的-0.02%升至第三季度的0.10%和四季度的0.20%。

图表11 从能繁母猪存栏看，年内猪肉价格或维持相对高位



资料来源: iFind, 平安证券研究所

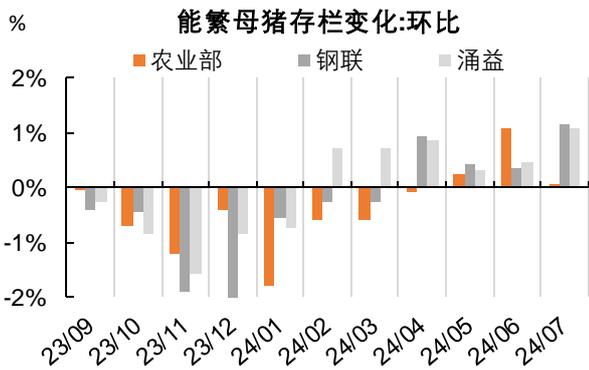
图表12 牛羊肉等非猪畜肉的价格变化与猪肉较为接近



资料来源: iFind, 平安证券研究所

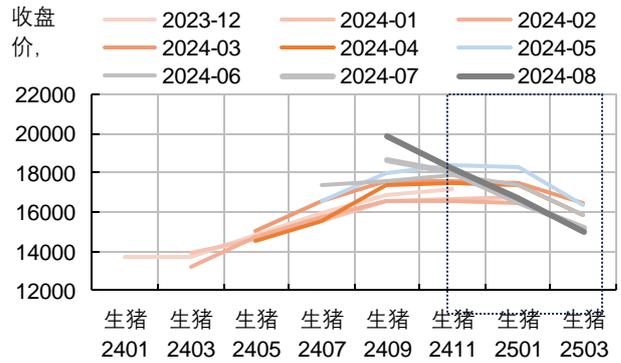
猪肉价格的拐点可能出现在 2024 年四季度或 2025 年年初。1) 2024 年二季度起, 能繁母猪存栏数量已经由降转升。农业农村部调研的能繁母猪存栏数据自 2024 年 5 月开始环比上行, 涌益和钢联统计的能繁母猪存栏分别自 2024 年 2 月和 2024 年 4 月便开始抬升, 意味着 2025 年年初猪肉供给规模有望增加。2) 从生猪期货合约的价格看, 截至 8 月末收盘, 2024 年 11 月交割的生猪合约较 2024 年 9 月交割的合约价格低 8.1%; 而 2025 年 1 月和 2025 年 3 月交割的合约分别较 2024 年 9 月合约价格低 15.9% 和 24.5%, 体现出商品市场对远期猪肉价格的悲观预期。

图表 13 2024 年一季度能繁母猪存栏仍在去化



资料来源: iFind, 农业农村部, 钢联, 涌益咨询, 平安证券研究所

图表 14 从期货看, 市场预期 24 年四季度起生猪价格回落

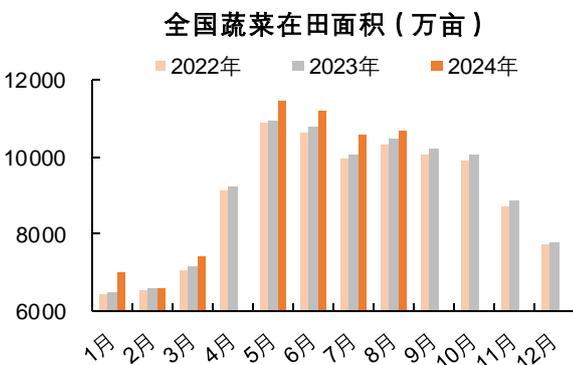


资料来源: iFind, 平安证券研究所

蔬菜市场价格往往呈现“双峰双谷型”周期性波动特征。1) 从 11 月开始, 随着气温的迅速下降, 蔬菜生长受到限制, 导致菜价进入年度的第一个上涨期, 并在次年的 2 月至 3 月达到全年的第一个高点。2) 春季天气回暖, 蔬菜季节性收获期到来, 价格开始逐步下降, 在 6 月达到低点。3) 进入 7、8 月份, 炎热的“三伏天”和自然灾害的高发期, 如台风和暴雨, 使得蔬菜容易腐烂, 供应减少, 菜价因此形成全年的第二个高点。4) 之后, 随着秋季蔬菜的收获, 价格再次下降, 到 11 月达到阶段性的低点, 然后开始新一轮的上涨周期。

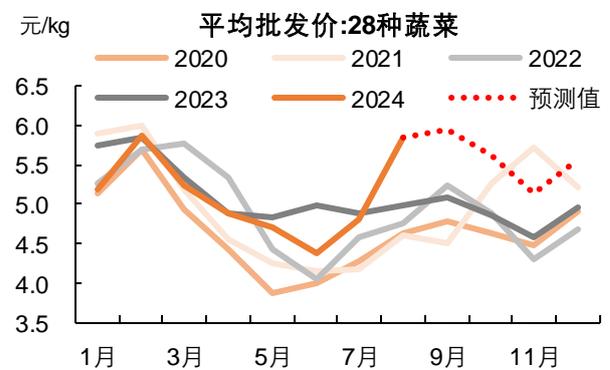
2024 年以来, 蔬菜价格波动幅度变大。据农业农村部统计, 5 月份全国蔬菜在田面积同比增 1.3%, 6 月全国蔬菜在田面积同比增 1.1%, 蔬菜产量增加较多, 地头价波动下行。进入夏季后, 我国北方等河南和山东蔬菜产区普遍遭遇大暴雨, 导致很多蔬菜被迫减产; 南方地区又逢高温, 不利于蔬菜生长和运输, 使 7 月初至 8 月上旬蔬菜价格较快上涨。8 月下旬, 蔬菜价格小幅回落, 但其绝对水平仍较去年同期高 18%。

图表 15 蔬菜种植面积在年初 1-2 月最低, 5-6 月较高



资料来源: 农业农村部, 平安证券研究所

图表 16 预计下半年蔬菜价格中枢高于去年同期

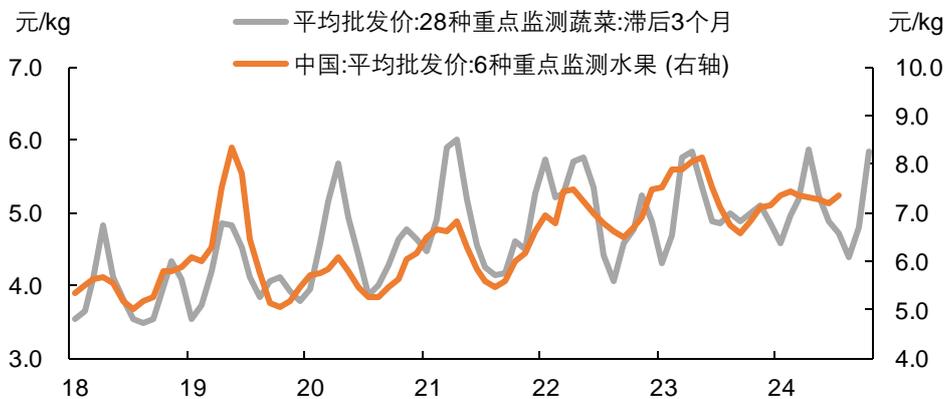


资料来源: iFind, 平安证券研究所

我们预计，2024 年年内蔬菜价格中枢仍高于去年同期，将对 CPI 同比形成持续支撑。一方面，因天气逐步转凉，产量支撑不足，秋季蔬菜价格回落的幅度往往有限，多数年份蔬菜价格在 11 月份前后的第二次波谷往往高于 5、6 月份的第一次波谷。另一方面，2023 年蔬菜价格的波动幅度较往年更小，且中枢偏低，形成低基数。结合蔬菜价格的环比波动的历史规律，预计 2024 年三季度和四季度 28 种蔬菜价格的中枢分别处于 5.5 元/kg 和 5.4 元/kg 附近，分别较去年同期增 10.7% 和 13.3%，较二季度的-5% 明显提升。水果与蔬菜价格变化的周期规律较为相似，二者有一定替代效应。从历史规律看，水果价格变动滞后蔬菜 3 个月左右，下半年价格中枢或跟随蔬菜稳中有升。

我们依据国家统计局 2016 年以来的数据，以线性回归方法测算，28 种蔬菜平均批发价的同比增速每提升 1 个百分点，鲜蔬价格对 CPI 同比增速的拉动将提升 0.19 个百分点；鲜蔬价格对 CPI 同比增速的拉动每提升 1 个百分点，滞后 3 个月的水果价格对 CPI 同比增速的拉动将提升 0.3 个百分点。中性情形下，预计 2024 年三季度和四季度鲜蔬对 CPI 增速的拉动将达到 0.28% 和 0.33%，分别较二季度高 0.3 个百分点和 0.35 个百分点；预计 2024 年三季度和四季度鲜果对 CPI 增速的拉动将达到-0.17% 和-0.07%，分别较二季度提升 0.02 和 0.12 个百分点。

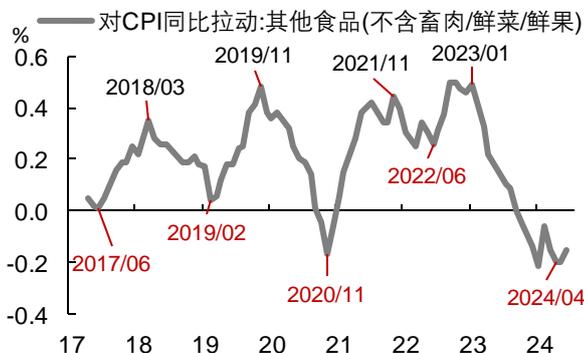
图表 17 蔬菜和水果价格波动的周期有一定相似性



资料来源: iFind, 平安证券研究所

在畜肉及鲜菜鲜果之外，其他食品价格的波动呈现较强的周期性特征。其他食品主要包括粮食、食用油、水产品、鸡蛋等，价格基本呈现 20 个月左右的周期性波动。回顾过去 4 轮周期，其他食品价格平均上行时间超过 9 个月，平均下行时长约 11 个月。其他食品价格在 2024 年初至 4 月份磨底，但 5 月以来已有回升迹象，以周期规律推算，2024 年年内其他食品价格有望逐步上行。中性情形下，假设其他食品价格对 CPI 同比的拉动在四季度升至-0.1%，四季度回归零值附近，分别较二季度高 0.1 个百分点和 0.2 个百分点。

图表 18 其他食品价格呈现较强的周期性，年内有望上行



序号	开始时间	结束时间	持续时长	上行 (月)	下行 (月)
1	2017 年 7 月	2019 年 2 月	1 年 8 个月	9	11
2	2019 年 3 月	2020 年 11 月	1 年 9 个月	9	12
3	2020 年 12 月	2022 年 6 月	1 年 7 个月	12	7
4	2022 年 7 月	2024 年 4 月	1 年 10 个月	7	15
5	2024 年 5 月	?			
平均			1 年 8.5 个月	9.25	11.25

资料来源: iFind, 平安证券研究所

综合以上三个食品相关分项，中性情形下，预计 2024 年三季度、四季度食品价格对 CPI 同比增速的拉动分别为 0.11% 和 0.46%，分别较二季度高出 0.53 和 0.88 个百分点。

2、服务：房地产与收入拖累

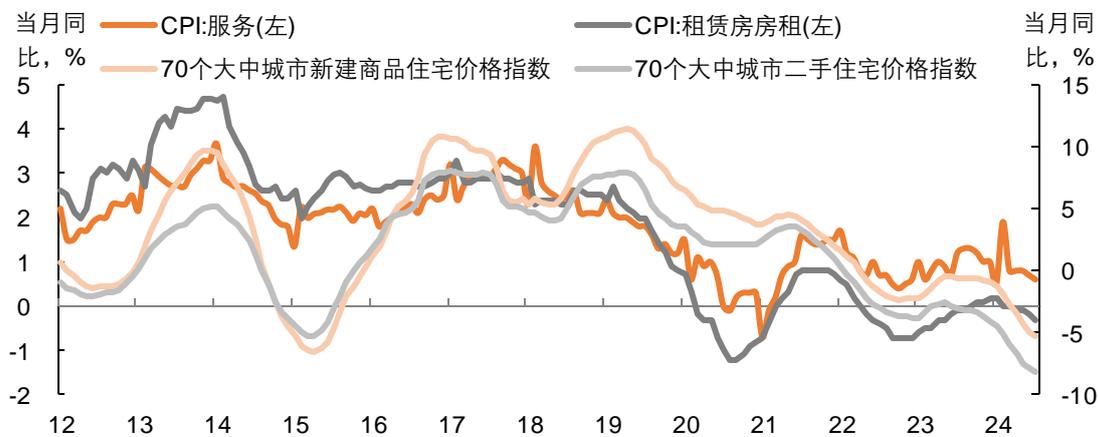
CPI 中服务相关的项目相对分散和多元，既包括居住服务，又包括公共服务（包括教育、医疗、通信、邮递等），接触性服务（饮食、文化娱乐、家庭服务、交通工具使用和维修等）及其他服务类别。

展望 2024 年下半年，预计 CPI 服务价格环比表现略弱于季节性。

一方面，房地产市场短期仍处于“磨底”过程，以价换量的趋势难改，对服务价格的拖累还将持续显现。房地产周期对服务价格有核心影响，因其直接影响居住服务价格，还通过劳动者的工资和生活成本，间接影响劳动密集型服务业价格水平，存在“房租-劳动力成本-服务业价格”的传导路径。2014 年以来，家庭服务、教育服务、交通工具使用及维修等价格与居住服务的价格波动周期呈现共振。2021 年下半年起，房地产周期进入下行阶段，国家统计局公布的 70 大中城市商品房价格指数在 2021 年 9 月至 2022 年末趋于回落，疫情防控优化后价格短暂反弹，2023 年 6 月起再度回落。2024 年 4 月至 7 月，70 大中城市新建住宅价格指数月均环比回落 0.65%，二手住宅价格指数月均环比回落 0.9%，对服务价格形成拖累。

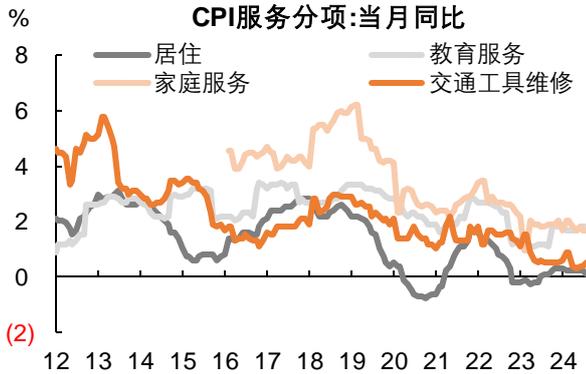
另一方面，居民收入及消费信心有待改善。居民收入和消费者信心影响服务消费需求，与 CPI 服务价格的走势具备一定相似性。2024 年二季度，城镇居民收入单季度同比增长 3.69%，为 2023 年以来最低值；二季度央行城镇储户调查中，近四季度居民未来收入信心指数均值 46.75，为有统计以来最低点。国家统计局公布的中国消费者信心指数自 2024 年 4 月起回落，2024 年 7 月降至 86.0，处于历史次低点（仅高于 2022 年 11 月）。

图表 19 CPI 服务及房租分项受房价变化的影响，2024 年以来跌幅扩大



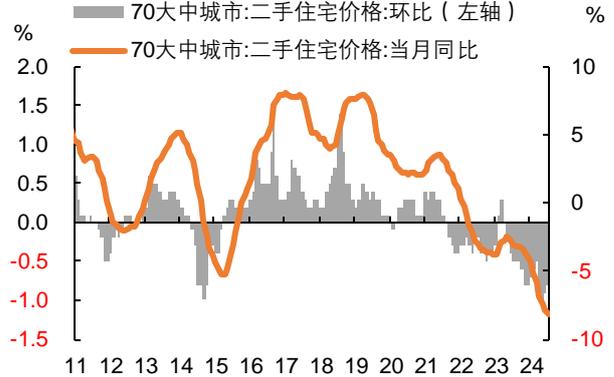
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表20 部分劳动密集型服务价格周期与居住服务共振



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表21 2024年以来, 70大中城市二手住宅价格加速下跌



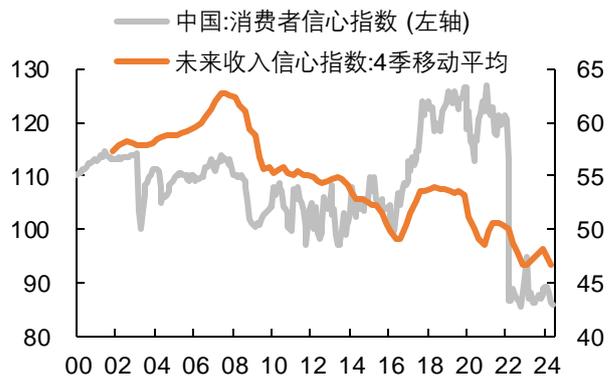
资料来源: wind, 平安证券研究所

图表22 服务价格受城镇居民收入的间接影响



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表23 消费者信心和居民未来收入信心处于历史低位



资料来源: Wind, 平安证券研究所

不过, 公共服务相关价格具备上涨基础。医疗、通信、教育、铁路客运、水电燃气供应等行业具备一定公共属性, 价格受政策变化的影响较大。在 2017 年至 2019 年间, 医改推进使医疗服务价格先升后降, “提速降费” 政策促使通信服务价格较快回落, 减税降费推进也曾影响邮递服务价格。近年来, 受房地产市场调整影响, 财政税收减收压力增大, 各地越发重视行政事业单位及国有资产运营收入的提升, 价格补贴机制的梳理, 公共服务相关价格仍有提升空间。例如:

- 1) 2024 年 5 月 9 日, 广州市中心城区自来水价格改革方案听证会举行, 讨论调整广州市中心城区供水服务区域内的自来水价格¹。过半代表支持其中的方案一 (实现居民生活用水保本微利、其他用水合理盈利), 以此价格调整后, 居民生活用水第一阶梯的平均供水价格将达到 3.6 元/方, 较现行价格提升 0.62 元/方 (+31.3%)。
- 2) 2023 年国家发改委出台《关于建立健全天然气上下游价格联动机制的指导意见》(发改价格〔2023〕682 号), 各省市纷纷开启或加快价格联动改革。据界面新闻不完全统计, 《意见》出台后超过 130 个市县发布了联动机制文件或者通知。自 2024 年 3 月 16 日起, 深圳管道天然气居民销售第一、二、三档价格分别上调 10%、9%、6%。
- 3) 5 月 2 日, 武广铁路客运专线有限责任公司、沪昆铁路客运专线浙江有限责任公司、沪昆铁路客运专线江西有限责任公司、沪昆铁路客运专线湖南有限责任公司、沪杭铁路客运专线股份有限公司、杭甬铁路客运专线股份有限公司分别在铁路

¹ https://www.thepaper.cn/newsDetail_forward_27323440

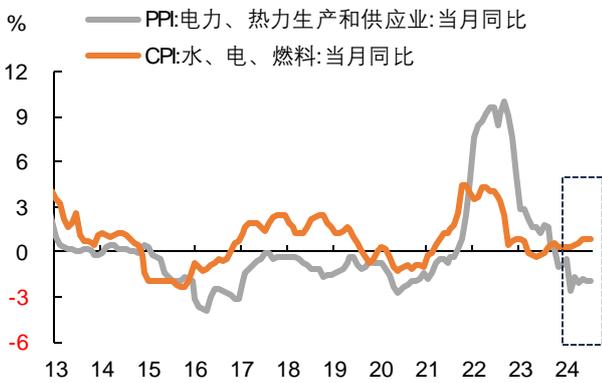
12306 网站和相关车站发布了动车组票价优化调整公告。据国铁集团回应²，京广高铁武汉至广州南、杭甬高铁杭州东至宁波、沪昆高铁上海虹桥至长沙南的二等座公布票价分别较现行票价调升 19%、20%、20%。

4) 2024 年以来，通信服务价格环比趋于稳定，同比跌幅逐步收窄。从上市企业 2024 年半年报看，中国移动和中国联通销售毛利率均较 2023 年末稳中有升。

5) 医疗改革趋向于逐步提升医疗服务价格，降低药品及耗材价格。2022 年 8 月 27 日，国家卫生健康委体制改革司司长许树强在全国卫生发展高峰会议提出，要逐步提高医疗服务收入（不含药品、耗材、检查、化验收入）占医疗收入的比例，大型高水平公立医院力争到“十四五”期末达到 40%左右，力争到“十五五”期末达到 60%左右。据《2022 年度全国三级公立医院绩效考核国家监测分析情况》，2022 年全国共 2817 家三级公立医院医疗服务收入占医疗收入的比例为 28.7%，较 2019 年提升 1.6 个百分点。

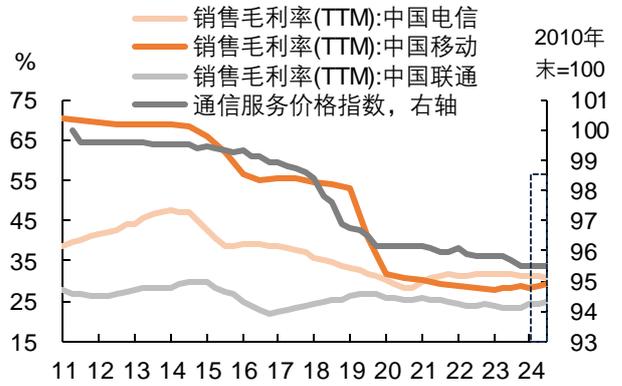
综合以上三个方面，结合翘尾因素，预计 2024 年三季度和四季度 CPI 服务分项的同比增速分别为 0.5%和 0.6%，分别较二季度回落 0.3 和 0.2 个百分点；对应地，预计 2024 年三季度和四季度服务分项对 CPI 同比的拉动分别为 0.21%和 0.25%，分别较二季度回落 0.09 和 0.05 个百分点。

图表 24 CPI 中的居民水电燃气价格上涨，与 PPI 背离



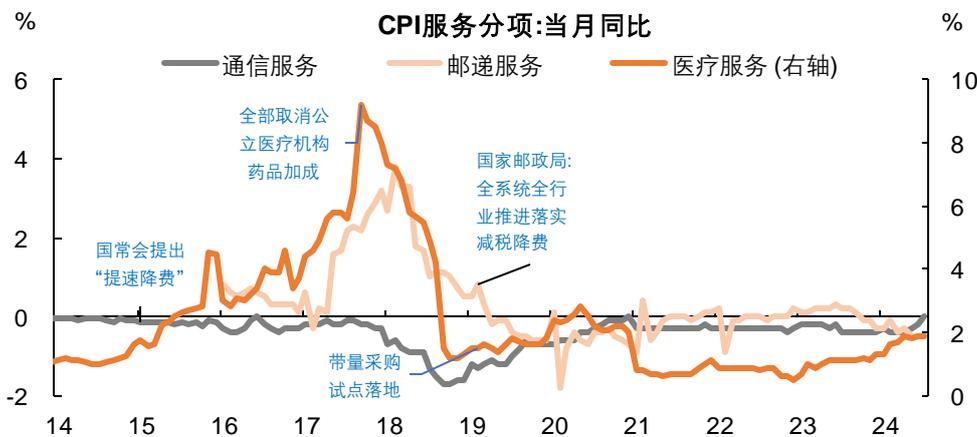
资料来源: iFind, 平安证券研究所

图表 25 2024 年以来运营商毛利稳中有升



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表 26 公共类服务价格受政策影响较大，2024 年以来跌幅收窄



资料来源: Wind, 平安证券研究所

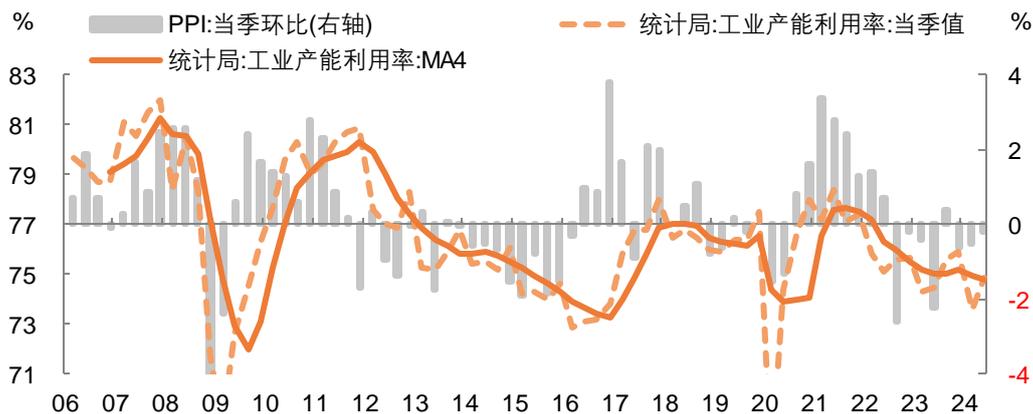
² <https://new.qq.com/rain/a/20240507A025ES00>

3、商品：弱需求与冗余产能

在核心 CPI 中剔除服务项目后，另有不含能源的工业消费品项目，其在 CPI 中的占比约 38%，其走势与 PPI，尤其是生活资料 PPI 的滞后传导相关。具体包括：衣着、生活用品（家具及室内装饰品、家用器具、家用纺织品、家庭日用杂品、个人护理用品）、交通工具、通信工具、医疗器具及药品、其他用品等。

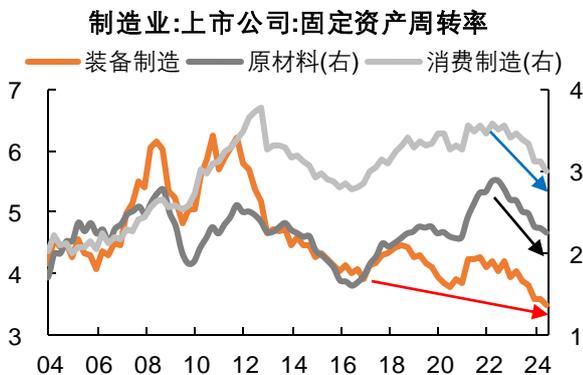
从历史规律看，当工业企业产能利用率自低位回落时（类似于 2008 年末至 2009 年初，2013 年初至 2015 年末，2019 年，2022 年四季度至今），PPI 环比增速大多出现负增长。**2022 年下半年以来，工业产能利用水平不足。**截至 2024 年上半年，统计局公布的工业企业产能利用率近四季度均值为 74.8%，处 2006 年以来的 20% 历史分位；据 iFind 上市公司财务报表数据，2024 年上半年上市制造业企业固定资产周转率为 291.5%，较 2022 年一季度低 62.5 个百分点，处于 2006 年以来的 23% 分位。**在本轮产能周期，中下游行业所面临的产能过剩风险更大，居民工业消费品价格产生拖累。**据 iFind 上市公司财务报表数据，分板块看，截至 2024 年上半年，中下游装备制造、消费制造板块上市企业固定资产周转率分别处于 2015 年以来的 0% 和 24% 分位，而上游采矿和原材料行业固定资产周转率尚处于 2015 年以来的 78% 和 51% 分位，产能过剩风险并不突出。**因产能利用格局存在较大差异，2023 年下半年以来，工业上游价格的恢复并未对中下游行业价格产生带动。**2005 年以来的回归结果表明，上游行业 PPI 同比增速每提升 1 个百分点，将带动中下游行业 PPI 增速上行 0.12 个百分点。2023 年下半年以来，上游采矿和原材料行业 PPI 自低位明显回升，同比增速从 2023 年 6 月的-13% 升至 2024 年 7 月的 1.3%；但同期中下游消费和装备制造行业 PPI 反而回落，同比增速从 2023 年 6 月的-1.5% 降至 2024 年 7 月的-1.7%。

图表 27 公共类服务价格受政策影响较大，2024 年以来跌幅收窄



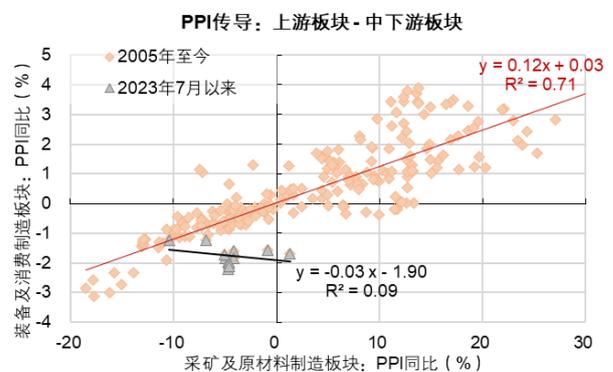
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表 28 当前中下游行业固定资产周转率处历史偏低分位



资料来源: Wind, iFind, 平安证券研究所

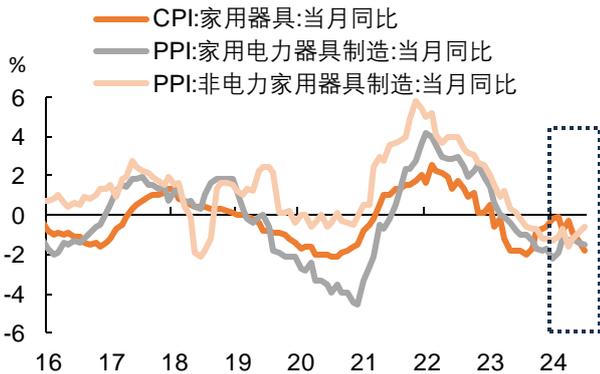
图表 29 2023 年二季度以来，上游对中下游的价格传导不畅



资料来源: Wind, 平安证券研究所

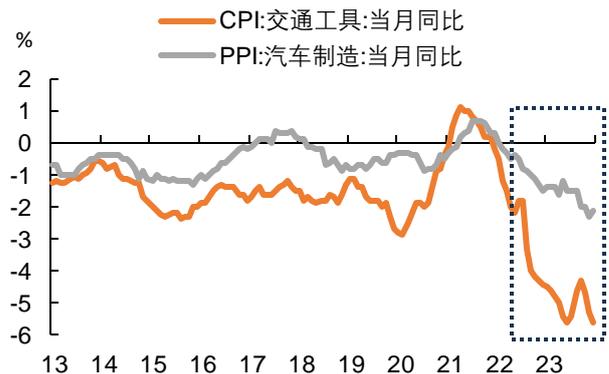
另一方面，居民消费呈分化与下沉趋势，制约“PPI 出厂价格 - CPI 零售价格”的传导。国家统计局住户调查结果显示，按五等分的低收入户收入在 2023 年增长 7.1%，远超中等收入户 5.2% 的增速。相对于农村居民，城镇居民消费和收入增速的回落压力更大。2024 年二季度，城镇居民收入单季度同比增长 3.7%，较同期农村居民增速低 2.1 个百分点；城镇居民消费支出单季度同比增长 4.4%，较同期农村居民增速低 1.4 个百分点。对比相似分项的 PPI 和 CPI 增速，部分行业 CPI 零售价格的表现弱于 PPI 出厂价格。2024 年以来，CPI 家用器具价格同比增速趋于回落，但同期 PPI 家用电力器具制造、非电力家用器具制造价格同比增速均有回升。截至 2024 年 7 月，CPI 中的交通工具价格同比增速为-5.6%，而同期 PPI 汽车制造业价格同比增速-2.1%，二者增速的差值达到 3.5 个百分点的较极端水平。

图表30 2024 年以来，CPI 家用器具价格同比增速反而回落



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表31 2023 年以来，CPI 交通工具价格回落幅度较大



资料来源: Wind, 平安证券研究所

展望 2024 年下半年，我们认为，工业品价格和消费品价格的同比增速仍有回落压力。

首先，从高频数据看，大宗商品价格已有明显回落。据 Wind 数据，2024 年下半年以来（截至 9 月 9 日），南华工业品指数累计下跌 14.0%；南华黑色指数、南华玻璃指数和布伦特原油表现更弱，累计跌幅分别达到 16.44%、31.23% 和 15.72%。大宗商品期货价格环比下跌，将滞后影响现货价格及下游定价，拖累 PPI 环比表现。

其次，中下游行业过剩产能的化解仍需一定时间。2024 年前 7 个月，国家统计局公布的制造业投资累计同比增长 9.3%，统计局解读表示，消费品制造业投资增长 15.8%，装备制造业投资增长 10.7%，投资增速高于同期的工业增加值增速。可见，中下游行业投资扩产仍在较快进行，将带来远期的新增产能投放。

最后，预计 2024 年下半年石油化工和有色金属等全球定价的大宗商品价格震荡偏弱，对 PPI 的支撑将会减弱。据国家统计局数据，2024 年 1 月至 7 月，PPI 价格变动的新影响约为-0.9 个百分点，但同期石油化工和有色金属（以国家统计局公布的规模以上工业企业分行业营收占比加权）对 PPI 环比增速的拉动合计达到 0.5 个百分点，在一定程度上对冲了其他板块的价格回落压力。2024 年下半年，全球增长前景不确定性提升。美国方面，7 月以来，美国就业数据呈现降温，新增非农就业人数下滑，失业率上升，申请失业金人数增加；美国 ISM 制造业 PMI 在 7 月及 8 月均低于市场预期，已连续第五个月位于 50% 下方。中国方面，国家统计局公布的制造业 PMI 在 2024 年 3 月达到阶段性顶部后趋于回落，8 月降至 49.1%，已连续第四个月处于 50 以下。市场原油和铜的需求及价格的预期已然走弱。8 月欧佩克月报预计 2024 年全球原油需求增速为 211 万桶/日，较此前下调 14 万桶/日；预计 2025 年全球原油需求增速为 178 万桶/日，较此前下调 7 万桶/日。IEA 月报虽维持 2024 年石油需求的预期不变，却将下调 2025 年石油需求增速 13 万桶/日。9 月 3 日，高盛将 2025 年铜价预估下调至每吨 10,100 美元（较此前下调近 5000 美元/吨），对铜价触及 12,000 美元时间的预估从之前的 2024 年底推迟至 2025 年之后；该行还将 2025 年铝价预测从每吨 2,850 美元下调至 2,540 美元。

不过，若地缘政治冲突进一步升级，欧佩克+超预期减产，或矿业出现罢工等风险事件扰动，大宗商品价格存在阶段性上行风险。以原油为例，当前欧佩克+“自愿减产”，维持供需紧平衡。6 月 2 日“欧佩克+”会议上，8 个主要产油国决定，

将 2023 年 11 月宣布的日均 220 万桶的自愿减产措施延长至今年 9 月底，之后将视市场情况逐步回撤部分减产力度。同时，8 国将把去年 4 月宣布的日均 165 万桶的自愿减产措施延长至 2025 年底。

综合以上分析，我们预计，中性情形下，2024 年三季度和四季度 PPI 同比增速分别为-1.8%和-2.6%，分别较二季度的同比增速回落 0.2 和 1.0 个百分点；预计 2024 年三季度和四季度工业消费品对 CPI 的同比增速的拉动分别为 0.2%和 0.1%，较二季度分别回落 0.19 和 0.09 个百分点。

三、结论：年内低物价或持续

结合我们对价格分项的拆解，预计 2024 年下半年 CPI 同比增速逐步回升，但 PPI 增速存在回落压力。CPI 方面，预计下半年食品价格增速回升，能够较好对冲商品和服务价格的回落压力。预计 2024 年三季度、四季度 CPI 同比增速的中枢分别回升至 0.5%和 0.8%，全年 CPI 增速中枢约 0.4%。PPI 方面，中下游行业产能过剩的化解仍需一定时间，国内外大宗商品价格也有回落压力，PPI 环比或延续跌势。预计 2024 年三季度 PPI 同比增速的中枢回落至-1.8%，四季度降至-2.6%，全年 PPI 增速中枢约-2.1%。

预计 2024 年年内低物价或将持续，下半年 GDP 平减指数难以回归正增长。从我们对 CPI 和 PPI 增速的预测出发，预计 2024 年三季度、四季度 GDP 平减指数分别同比增长-0.7%和-0.9%，2024 年全年 GDP 平减指数约-0.9%。

图表32 2024 年下半年 CPI 及 PPI 增速预测

单位, %	GDP 平减指数	PPI: 同比	CPI: 同比	对 CPI 同比增速的拉动:非食品			对 CPI 同比增速的拉动:食品				
				小计	服务	商品	小计	鲜菜	鲜果	畜肉	其他食品
24 年 Q1	-1.1	-2.7	0.0	0.61	0.42	0.19	-0.61	-0.09	-0.17	-0.21	-0.14
24 年 Q2	-0.7	-1.6	0.3	0.69	0.30	0.39	-0.42	-0.02	-0.19	-0.02	-0.18
24 年 Q3 E	-0.7	-1.8	0.5	0.40	0.21	0.20	0.11	0.28	-0.17	0.10	-0.10
24 年 Q4 E	-0.9	-2.6	0.8	0.34	0.25	0.10	0.46	0.33	-0.07	0.20	0.00
2024 年 E	-0.9	-2.1	0.4	0.5	0.3	0.2	-0.1	0.1	-0.2	0.0	-0.1

资料来源: Wind, iFind, 平安证券研究所; 注: 部分数字经四舍五入, 加总后存在差异

四、风险提示

- 1、海外经济下行超预期，或中美经贸冲突急剧升温，使中国外需超预期下滑。
- 2、房地产市场调整压力超预期，或相关政策效果不及预期，拖累服务价格。
- 3、生猪存栏实际去化情况与各方调研数据存在较大差异，价格超预期变化。
- 4、地缘局势变化超预期，引发国际大宗商品价格剧烈变动等。

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2024 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区益田路 5023 号平安金融
融中心 B 座 25 层

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 26 楼

北京

北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼
丽泽平安金融中心 B 座 25 层