

核心 CPI 降温骤然加速，拐点何时到来？

事件点评

CPI、PPI 点评（2024.9）

投资要点

- ◆ **9月总体 CPI 受油价拖累回落，核心 CPI 降温骤然加速则显示居民消费动能不足，PPI 跌幅进一步加深体现地产深度调整、加大力度化解地方债务背景下投资动能偏弱。**9月总体、核心 CPI 同比分别回落 0.2 个百分点至 0.4% 和 0.1%，其中后者连续第 3 个月下滑并有所加速，创 2021 年 3 月以来的阶段性新低。油价前期的连续低迷不仅直接对 CPI 形成拖累，而且还对核心 CPI 中的工业消费品价格形成渗透，此外核心 CPI 加速降温也体现出小规模财政补贴背景下商品消费仍显动能不足、服务消费从连续改善转为稳定增长的结构特征。PPI 跌幅再度扩大达 1 个百分点至 -2.8% 的年内低位，除部分因基数走高之外，地产投资持续低迷的同时地方债务化解加速，投资动能总体偏弱或是更主要的原因。
- ◆ **连续高温天气趋于消退，生鲜价格向正常季节性涨幅回归；猪肉供需基本均衡价格平稳，食品 CPI 环比涨幅合理。**9月食品 CPI 环比上涨 0.8%，基本回归季节性涨幅，同比上行 0.5 个百分点至 3.3%。随着前期连续高温天气趋于消退，鲜菜鲜果集中上市推动生鲜价格向正常涨幅回归，鲜菜、鲜果环比分别上涨 4.3% 和 2.1%，均仅小幅超出季节性涨幅 0.9 个百分点。随着生猪去产能的持续推进，当前国内猪肉供需基本均衡，价格趋于平稳，9月猪肉环比上涨 0.4%，小幅低于季节性涨幅 1.6 个百分点，同比涨幅小幅扩大至 16.2%。
- ◆ **核心 CPI 加速降温至 43 个月新低，财政小幅补贴的同时商品消费仍然低迷、服务消费从增速上行转为稳定增长、油价对工业品价格渗透是三大主要原因。**9月核心 CPI 同比再度下行 0.2 个百分点至 0.1%，较前月下行加速，已降至 2021 年 3 月以来的最低水平。商品消费方面，在食品涨幅扩大的同时，消费品 CPI 同比反而回落 0.2 个百分点至 0.5%，显示核心消费品价格降幅较大。尽管 9 月各地纷纷推出消费品国补落地措施，但一方面有些地区落地较晚，另一方面补贴力度相对有限，消费推升效果尚待进一步体现，9 月仅新能源汽车和燃油车价格同比跌幅小幅收窄至 -6.9% 和 -6.1%，家用器具和通信工具同比跌幅分别再度加深 0.2、0.7 个百分点至 -2.0% 和 -2.8%。尽管包含有中秋假期，服务 CPI 同比仍下行 0.3 个百分点至 0.2%，凸显旅游等服务消费从高速增长转为稳定增长，对服务价格的支撑作用边际弱化，其中飞机票、宾馆住宿同比分别下降 14.1% 和 5.6%，跌幅均有扩大；此外，房价下跌进一步向房租传导，9 月房租同比跌幅也再度扩大 0.1 个百分点至 -0.4%。
- ◆ **房地产持续深度调整，叠加地方化债力度加大，去杠杆深水区投资内需有所压制，煤炭冶金、原油石化两大产业链价格共同下跌导致 PPI 同比下探至年内新低。**我国 PPI 同时由原油——石化产业链、以及煤炭——冶金产业链“双轮驱动”，其中后者基本可形成国内供需闭环，对 PPI 影响程度更深，也构成与其他主要工业国不同的独特价格逻辑。随着连续高温天气消退，用电需求降低，煤价连续回落；同时房地产持续深度调整叠加地方化债力度加大，投资内需承压拖累钢价；9 月煤炭开采和黑色金属环比分别下跌 1.3% 和 3.3%，同比跌幅分别扩大 2.4、3.0 个百分点至 -2.5% 和 -11.2%。此外，国际原油价格持续回落，9 月石油和天然气开采环比再度下跌 3.2%，同比跌幅大幅扩大 6.8 个百分点至 -10.0%。原油石化和煤炭冶金产业链价格共同走弱导致 9 月 PPI 同比跌幅大幅加深 1.0 个百分点至 -2.8%，下探至年内新低。
- ◆ **消费是综合地产周期、债务周期、收入预期的慢变量，加速化债又是结构优化的核心要求，货币财政新一轮加码模式已经明朗，预计 CPI、PPI 或在 2025 年中附近有迎温和向上之拐点。**9 月核心 CPI 降温骤然加速，PPI 亦创年内新低，充分体现出在地产下行周期、加速化债周期、外部环境复杂化周期叠加的背景下，居民消费动能不足、投资需求承压的阶段性结构性特征。新一轮货币财政加码稳增长政策组合已经明朗（详细分析参见我们近期多篇报告），货币政策着力于支持性配合投放合理流动性、小幅降息缓解居民企业政府债务成本、做好地产风险与金融风险的隔离；财政政策则提出先化债、再收储、后扩张的三步走战略，突出强调了化债在经济结构优化升级过程中的核心重要性，对房地产市场的呵护主要表现在供给侧，中央扩张广义债务融资的优先去向亦是注资大行提升金融风险抵御能力。新一轮政策加码突出体现了着眼长期结构、稳定短期信心的全局考虑，预计消费需求改善和投资增速趋稳都将在未来一两年间循序渐进地展现效果，从而 CPI、PPI 同比预计均有望在 2025 年中附近迎温和向上之拐点。
- ◆ **风险提示：**投资消费内需恢复慢于预期风险。

分析师

秦泰

SAC 执业证书编号：S0910523080002

qintai@huajinsec.cn

报告联系人

周欣然

zhouxinran@huajinsec.cn

相关报告

先化债，再收储，后扩张——10.12 财政政策加码点评 2024.10.12

总结货币，展望财政——华金宏观·双循环周报（第 77 期） 2024.10.11

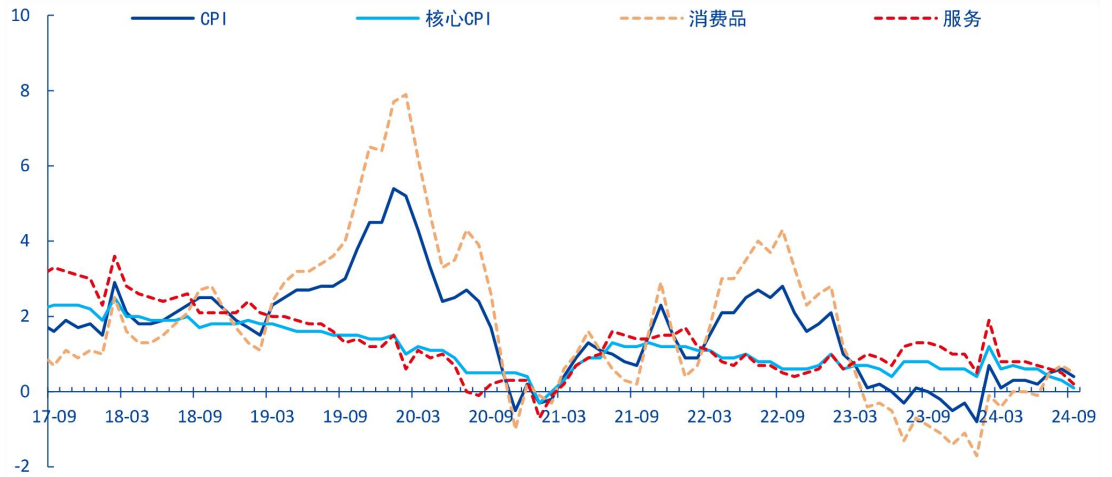
美国核心 CPI 强势挤压美联储降息空间——美国 CPI 点评（2024.9） 2024.10.10

国庆假期宏观综述：全球风云再起，市场影响几何？ 2024.10.6

企业信心开始升温，期待财政扩张消费——PMI 点评（2024.9） 2024.9.30

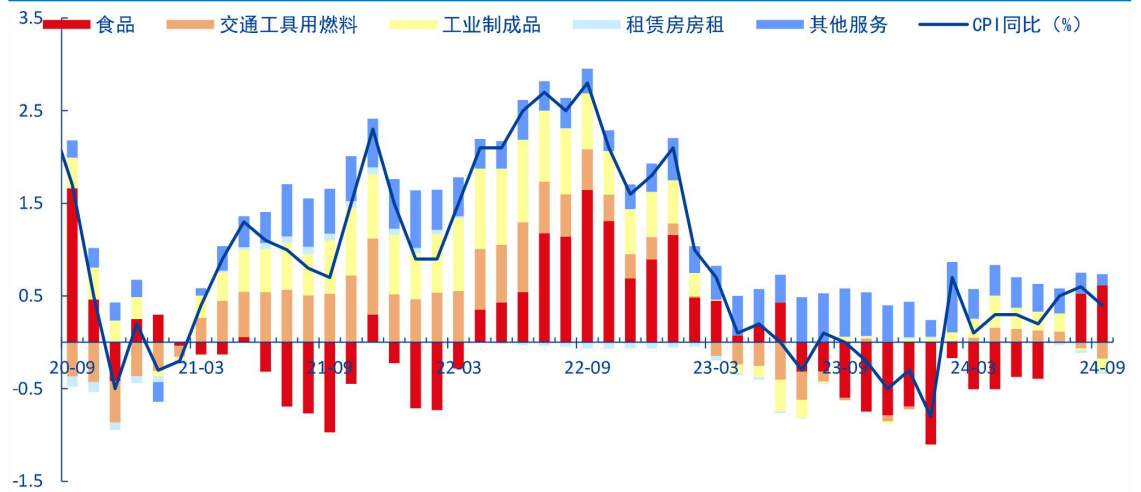


图 1: CPI、核心 CPI、消费品与服务 CPI 同比 (%)



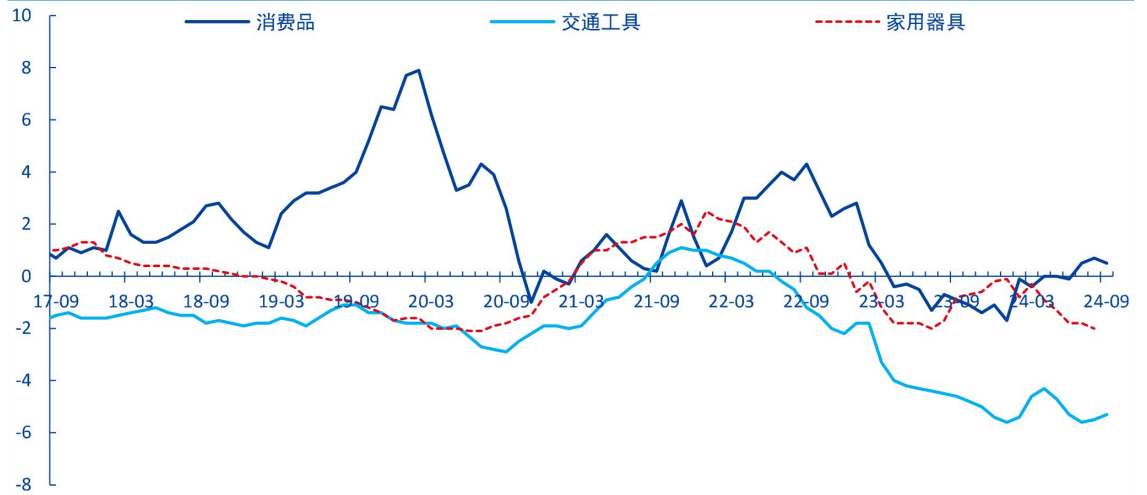
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 2: CPI 同比、预测及结构贡献 (%)



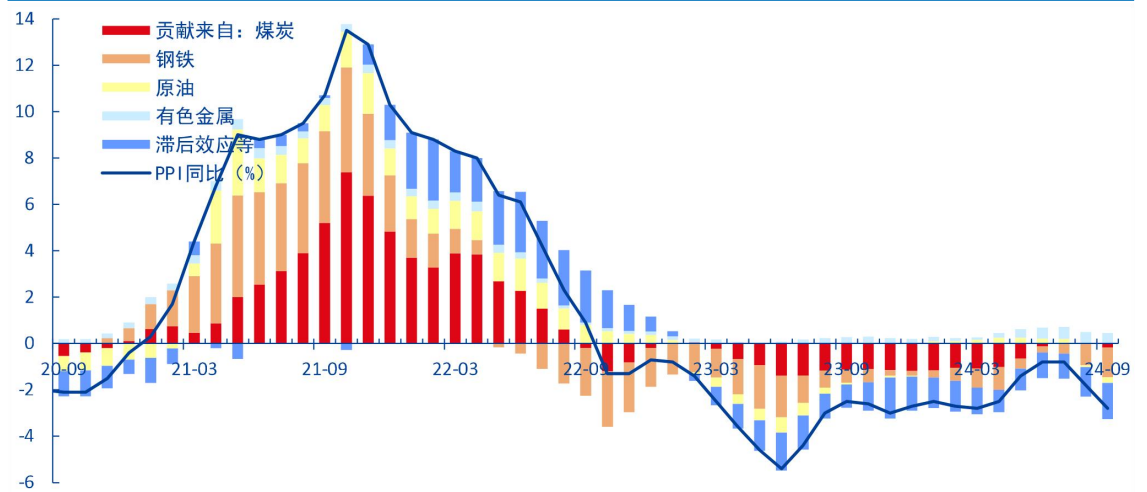
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 3: CPI 消费品、交通工具、家用器具同比 (%)



资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 4: PPI 同比及结构贡献 (%)



资料来源: CEIC, 华金证券研究所

分析师声明

秦泰声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn