

2024年10月13日

核心通胀延续弱势，期待政策见效

宏观研究团队

宏观经济点评

何宁（分析师）

hening@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

郭晓彬（联系人）

guoxiaobin@kysec.cn

证书编号：S0790123070017

事件：9月CPI同比+0.4%，预期+0.7%，前值+0.6%；PPI同比-2.8%，预期-2.5%，前值-1.8%。

● 农产品供给逐渐恢复，CPI同比有所回落

9月CPI同比较前值下降0.2个百分点至+0.4%，环比涨幅收窄，较前值下降0.4个百分点至0%。

1、供给逐渐恢复，农产品价格上涨放缓

9月CPI食品项环比涨幅收窄，较前值下降2.6个百分点至+0.8%。蔬菜方面，供给逐渐恢复，价格上行速度放缓，往后看，蔬菜供给将继续恢复，价格或将有所回落。猪肉方面，积压产能释放，猪肉价格环比涨幅收窄，往后看，前期生猪供给逐步消化，预计市场供给偏紧，猪肉价格整体或将维持在相对高位区间。

2、核心通胀延续弱势，期待消费支持政策见效

9月CPI非食品项环比降幅略有收窄，环比较前值上升0.1个百分点至-0.2%。我们将主要非食品细分项环比与季节性对比，观察各消费品类价格的中长期趋势性方向与短期边际变动。发现中长期看，价格相对较强劲的项目由出行娱乐消费向公共服务消费转换，公共服务消费偏必选属性，价格韧性来源或偏重于供给侧，出行娱乐消费偏可选属性，价格疲软来源或偏重于需求侧；短期看，9月核心CPI环比降幅略有收窄，环比较前值上升0.1个百分点至-0.1%，连续7个月弱于季节性（2016-2019，2021环比平均值），在已公布的细分项目中，除衣着、通信服务、邮递服务项，其他项目均弱于季节性。

9月服务CPI环比连续5个月弱于季节性。需要指出的是，9月服务CPI与核心CPI与季节性环比差距进一步拉大，服务CPI低于季节性0.48个百分点，核心CPI低于季节性0.35个百分点，9月CPI同比不及预期亦主要来源于核心CPI表现不及预期，期待后续增量消费支持政策见效，扭转价格脱位下行趋势。

● PPI同比降幅扩大，大宗品价格跌多涨少

9月PPI同比降幅扩大，同比较前值下降1个百分点至-2.8%，环比降幅收窄，环比较前值上升0.1个百分点至-0.6%。

能源方面，需求不及预期，石油链产品价格环比仍为负；需求回升有限，PPI煤炭开采和洗选业环比较前值回落。金属方面，去库表现良好，黑色金属冶炼压延环比降幅收窄；美联储大幅降息，有色金属矿冶炼压延环比降幅收窄；需求偏弱，非金属矿物制品业环比降幅扩大。

● 预计10月CPI同比回升、PPI同比回落

CPI方面，结合农产品批发价格指数等高频数据，我们预计10月CPI环比为0%左右，同比或在0.5%左右，再往后，猪价或将高位震荡，带动食品项回升，服务与实物消费或将平缓修复，核心通胀将温和回升，叠加低基数效应，CPI同比或将有所上升，预计2024年全年平均同比在0%-1%区间。PPI方面，结合CRB现货指数等高频数据，我们预计10月PPI环比有所回升，同比降幅扩大，再往后，海外需求整体偏弱，国际定价大宗商品价格难有大幅上涨，或将震荡偏弱运行，国内需求刺激政策或将逐步见效，但年内PPI同比或仍将承压，预计2024年全年平均同比接近-2%。

● **风险提示：**政策变化超预期，大宗商品价格波动超预期。

相关研究报告

《财政两大转折点——财政部发布会学习—宏观经济点评》-2024.10.12

《美联储11月降息或暂不受影响—美国9月CPI点评》-2024.10.11

《关注一揽子增量政策的落实加码—宏观周报》-2024.10.7

目 录

1、农产品供给逐渐恢复，CPI 同比有所回落	3
1.1、供给逐渐恢复，农产品价格上涨放缓	3
1.2、核心通胀延续弱势，期待消费支持政策见效	4
2、PPI 同比降幅扩大，大宗商品价格跌多涨少	5
2.1、多重复合指标显示，上下游产品价格均多有回落	5
2.2、大宗商品价格跌多涨少	5
3、后续通胀预测：10 月 CPI 同比回升、PPI 同比回落	6
3.1、CPI 预测：预计 10 月 CPI 同比有所回升	6
3.2、PPI 预测：预计 10 月 PPI 环比回升，同比回落	6
4、风险提示	7

图表目录

图 1：2024 年 9 月 CPI 同比涨幅有所收窄	3
图 2：2024 年 9 月食品 CPI 环比有所下降	3
图 3：近 12 个月主要非食品细分项目 CPI 环比变动较季节性变化	4
图 4：截至 2024 年 9 月，核心 CPI 环比连续 7 个月弱于季节性，且差距增大	5
图 5：截至 2024 年 9 月，服务 CPI 环比连续 5 个月弱于季节性，且差距增大	5
图 6：2024 年 9 月 PPI 同比降幅扩大	6
图 7：PPI 重点工业品价格环比多数为负	6
图 8：预计 10 月 CPI 同比略有回升	7
图 9：预计 10 月 CPI-PPI 同比剪刀差扩大	7

事件：9月CPI同比+0.4%，预期+0.7%，前值+0.6%；PPI同比-2.8%，预期-2.5%，前值-1.8%。

1、农产品供给逐渐恢复，CPI同比有所回落

9月CPI同比较前值下降0.2个百分点至+0.4%，环比涨幅收窄，较前值下降0.4个百分点至0%。

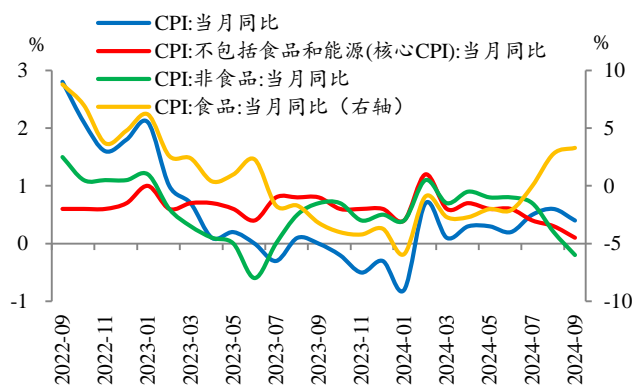
1.1、供给逐渐恢复，农产品价格上涨放缓

9月CPI食品项环比涨幅收窄，较前值下降2.6个百分点至+0.8%。鲜菜、鲜果、猪肉、蛋类环比涨幅均有所收窄。

蔬菜方面，极端天气减少，供给逐渐恢复，价格上行速度放缓，9月鲜菜CPI环比较前值下降13.8个百分点至+4.3%。往后看，蔬菜供给将继续恢复，价格或将有所回落。高频指标看，10月1日-10月12日的28种重点监测蔬菜平均批发价较9月平均价格环比上升0.7%。

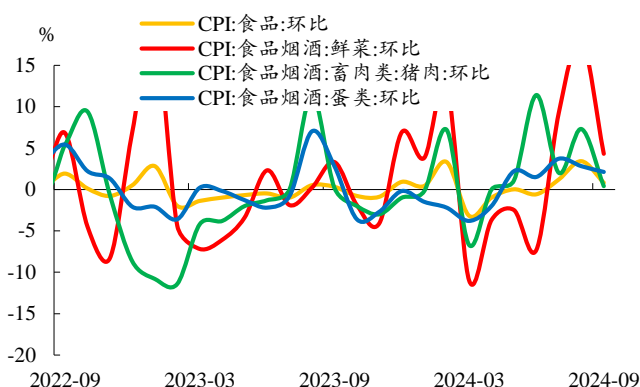
猪肉方面，积压产能释放，9月CPI猪肉环比较前值下降6.9个百分点至+0.4%。往后看，前期生猪供给逐步消化，预计市场供给偏紧，猪肉价格整体或将维持在相对高位区间。

图1：2024年9月CPI同比涨幅有所收窄



数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：2024年9月食品CPI环比有所下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2、核心通胀延续弱勢，期待消费支持政策见效

9月CPI非食品项环比降幅略有收窄，环比较前值上升0.1个百分点至-0.2%。分项看，服装、鞋类、教育服务环比回升相对明显。其中服装环比较前值上升1.0个百分点至0.8%，教育服务环比较前值上升0.9个百分点至0.9%。旅游、酒类等环比回落幅度较大。

将12个月内数据可得的主要非食品细分项目环比与季节性进行对比，观察各消费品类价格的中长期趋势性方向与短期边际变动。中长期看，价格具有韧性的项目由出行娱乐消费向公共服务消费转换：交通工具使用和维修、旅游项在近6月中环比不弱于季节性的次数占比较近12个月边际降低，通信服务、邮递服务、医疗服务项在近6月中环比不弱于季节性的次数占比较近12个月提升或持平。公共服务消费偏必选属性，价格韧性来源或偏重于供给侧，出行娱乐消费偏可选属性，价格疲软来源或偏重于需求侧。短期看，9月核心CPI环比降幅略有收窄，环比较前值上升0.1个百分点至-0.1%，连续7个月弱于季节性（2016-2019，2021环比平均值），在已公布的细分项目中，除衣着、通信服务、邮递服务项，其他项目均弱于季节性。

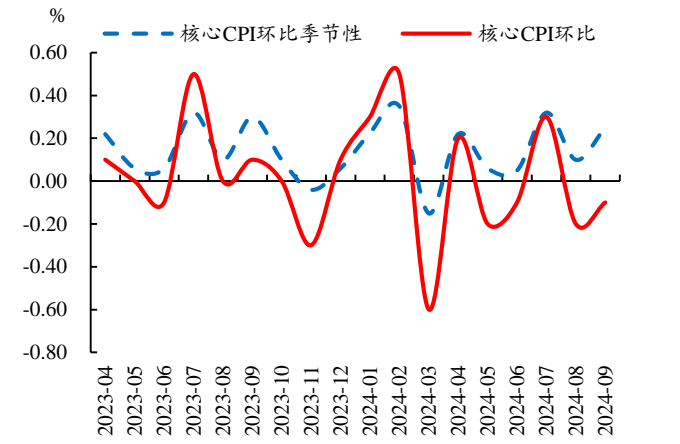
图3：近12个月主要非食品细分项目CPI环比变动较季节性变化

当月环比-季节性环比 (%)	2023-10	2023-11	2023-12	2024-01	2024-02	2024-03	2024-04	2024-05	2024-06	2024-07	2024-08	2024-09	近一年环比不弱于季节性比重	近半年环比不弱于季节性比重	近半年边际变化
核心CPI	-0.20	-0.26	0.04	0.08	0.15	-0.45	-0.02	-0.26	-0.15	-0.02	-0.30	-0.35	25%	0%	下
卷烟	0.08	0.00	-0.06	0.15	0.05	0.10	0.08	-0.02	-0.06	0.02	-0.08	-0.04	58%	33%	下
酒类	-0.48	-0.06	0.00	-0.20	-0.73	-0.15	0.03	-0.38	-0.78	-0.20	-0.35	-0.68	17%	17%	平
衣着	-0.31	0.16	0.11	0.05	0.23	0.08	-0.18	0.12	0.00	0.01	-0.06	0.01	75%	67%	下
家用器具	1.12	-0.84	0.32	0.35	0.08	-0.30	-0.25	-1.13	-0.98	0.20	-0.58	-0.08	42%	17%	下
交通工具	-0.22	-0.26	-0.50	-0.05	0.10	-0.50	-0.50	-0.65	-0.75	-0.48	-0.30	-0.10	8%	0%	下
通信工具	-0.16	-1.54	3.02	-0.08	-0.80	0.10	-0.68	0.02	1.13	0.18	-0.15	-0.60	42%	50%	上
中药	-0.10	-0.06	-0.28	-0.28	-0.08	-0.23	-0.15	-0.30	-0.58	-0.33	-0.38	-0.48	0%	0%	平
西药	-0.38	-0.24	-0.18	-0.30	-0.20	-0.43	0.55	-0.55	-0.40	-0.48	-0.48	-0.35	0%	0%	平
服务CPI	-0.10	-0.18	0.04	0.03	0.35	-0.65	0.03	-0.10	-0.13	-0.05	-0.25	-0.48	33%	17%	下
租赁房租	-0.10	-0.02	0.06	-0.03	-0.20	-0.43	-0.23	-0.18	-0.13	-0.23	-0.38	-0.28	8%	0%	下
家庭服务	-0.18	-0.12	-0.28	0.18	-3.78	2.15	-0.10	-0.08	-0.20	-0.25	-0.20	-0.20	17%	0%	下
交通工具使用和维修	0.02	-0.24	-0.12	-0.48	0.13	-0.25	-0.18	-0.10	-0.10	-0.03	-0.13	-0.08	17%	0%	下
通信服务	0.02	0.00	0.02	0.20	0.00	0.05	0.03	0.03	0.08	0.13	0.10	0.10	100%	100%	平
邮递服务	-0.20	-0.08	-0.06	-0.08	-0.85	0.38	0.13	-0.10	0.00	0.00	-0.10	0.00	42%	67%	上
教育服务	-0.12	-0.02	-0.02	-0.15	-0.15	-0.15	-0.05	-0.03	-0.05	-0.18	-0.08	-0.08	0%	0%	平
旅游	0.02	-2.78	-0.04	1.05	6.90	-6.98	0.30	-0.20	-1.28	2.25	-0.68	-3.35	42%	33%	下
医疗服务	-0.28	-0.10	-0.04	-0.05	0.48	0.10	0.25	0.05	-0.08	-0.33	-0.18	-0.03	33%	33%	平
居住	-0.20	-0.09	-0.07	-0.08	-0.08	-0.11	-0.09	-0.17	0.00	-0.16	-0.23	-0.34	8%	17%	上
生活用品及服务	-0.05	-0.14	0.61	0.78	-0.65	0.19	0.24	-0.71	-0.35	0.24	-0.74	0.01	50%	50%	平
教育文化娱乐	0.07	-0.37	0.07	0.08	0.38	-1.02	0.17	-0.05	-0.28	0.10	-0.12	-0.02	50%	33%	下
医疗保健	-0.27	-0.18	-0.08	-0.15	0.30	-0.04	0.01	-0.13	-0.14	-0.30	-0.23	-0.13	17%	17%	平
其他用品及服务	0.16	-0.38	0.42	0.25	-0.68	0.99	1.66	-0.08	-0.41	0.24	-0.78	-0.29	50%	33%	下

数据来源：Wind、开源证券研究所；注：1-3月季节性采用2016、2018-2019、2021环比平均值，4-12月季节性采用2016-2019，2021环比平均值，下同。

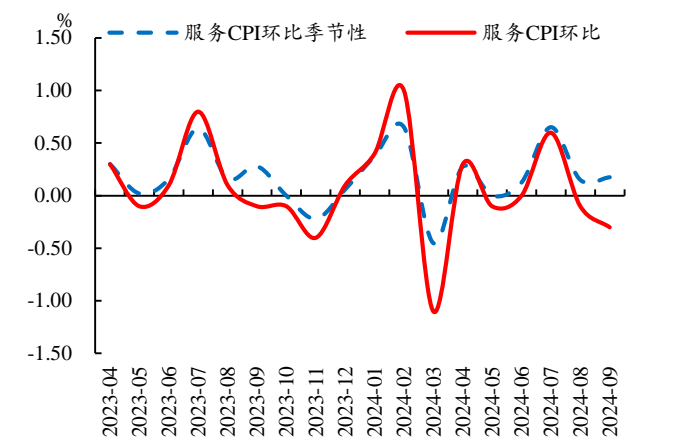
服务CPI、核心CPI与季节性环比差距增大，期待后续增量消费支持政策逐步见效。9月服务CPI环比较前值回落0.2个百分点至-0.3%，连续5个月弱于季节性。需要指出的是，9月服务CPI与核心CPI与季节性环比差距进一步拉大，服务CPI低于季节性0.48个百分点，核心CPI低于季节性0.35个百分点，9月CPI同比不及预期亦主要来源于核心CPI表现不及预期，期待后续增量消费支持政策见效，扭转价格脱位下行趋势。

图4: 截至2024年9月, 核心CPI环比连续7个月弱于季节性, 且差距增大



数据来源: Wind、开源证券研究所

图5: 截至2024年9月, 服务CPI环比连续5个月弱于季节性, 且差距增大



数据来源: Wind、开源证券研究所

2、PPI 同比降幅扩大, 大宗品价格跌多涨少

9月PPI同比降幅扩大, 同比较前值下降1个百分点至-2.8%, 环比降幅收窄, 环比较前值上升0.1个百分点至-0.6%。

2.1、多重复合指标显示, 上下游产品价格均多有回落

9月CPI-PPI同比剪刀差扩大, 较前值上升0.8个百分点至3.2%, PPI生活资料-生产资料同比增速差扩大, 较前值上升1.1个百分点至2.0%; 上游采掘工业、原材料工业、加工工业价格同比均回落, 下游食品、一般日用品、耐用品价格同比回落, 衣着价格同比回升。综合以上复合指标, 若以同比为衡量基准, 上下游产品价格均多有下降, 上游产品价格下落幅度高于下游。

2.2、大宗品价格跌多涨少

(1) 能源方面, 需求不及预期, 石油链产品价格环比仍为负, 需求回升有限, PPI煤炭开采和洗选业环比较前值回落。

需求不及预期, 原油价格延续回落。9月布伦特原油期货价格环比回落7.8%, 国内石油链产品价格环比由正转负, PPI石油和天然气开采业环比-3.2%, 前值-4.3%。

需求回升有限, 煤炭价格疲软, 9月PPI煤炭开采和洗选业环比较前值回落, 环比-1.3%, 前值-1.2%。

(2) 金属方面, 去库表现良好, 黑色金属冶炼压延环比降幅收窄, 美联储大幅降息, 有色金属矿冶炼压延环比降幅收窄; 需求偏弱, 非金属矿物制品业环比降幅扩大。

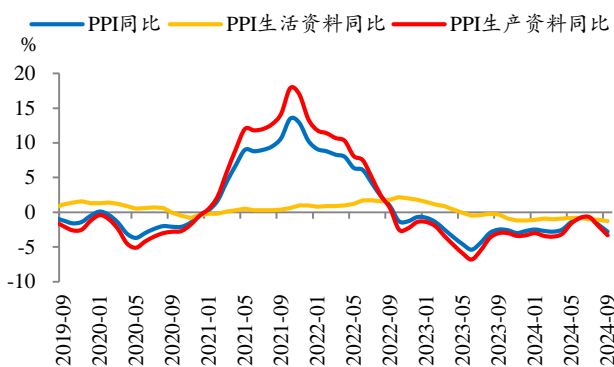
黑色方面, 去库表现良好, 螺纹钢价格下行幅度放缓, 9月螺纹钢价格环比下降1.8%, PPI黑色金属冶炼和压延加工业环比-3.3%, 前值-4.4%。

有色方面, 美联储大幅降息, 国际铜月均期货价环比上升2.0%, 铝月均期货价

环比上升1.8%，PPI有色金属冶炼及压延加工业环比-0.4%，前值-2.3%。

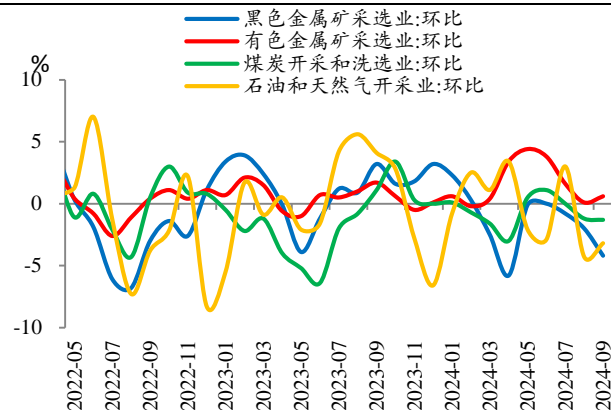
非金属矿方面，需求偏弱，9月水泥价格延续回落，PPI非金属矿物制品业环比-0.8%，前值-0.7%。

图6：2024年9月PPI同比降幅扩大



数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：PPI重点工业品价格环比多数为负



数据来源：Wind、开源证券研究所

3、后续通胀预测：10月CPI同比回升、PPI同比回落

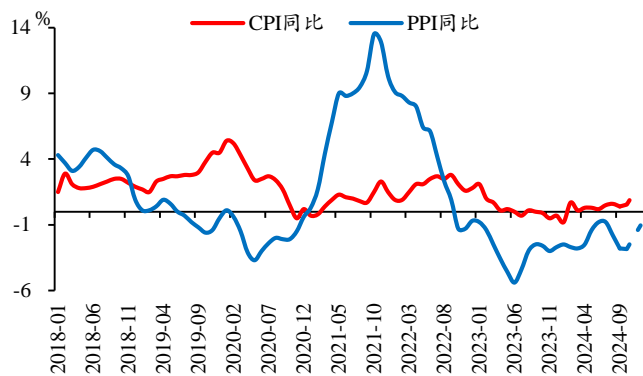
3.1、CPI预测：预计10月CPI同比有所回升

高频数据看，截至10月12日的农产品批发价格200指数环比上升0.7%，我们预计10月食品CPI环比有所回升；非食品按等于季节性（2016-2019、2021年同期均值）假设，考虑成品油价格的调整，我们预计10月CPI环比为0%左右，同比在0.5%左右，再往后，猪价或将高位震荡，带动食品项回升，服务与实物消费或将平缓修复，核心通胀将温和回升，叠加低基数效应，CPI同比或将有所上升，预计2024年全年平均同比在0%-1%区间。

3.2、PPI预测：预计10月PPI环比回升，同比回落

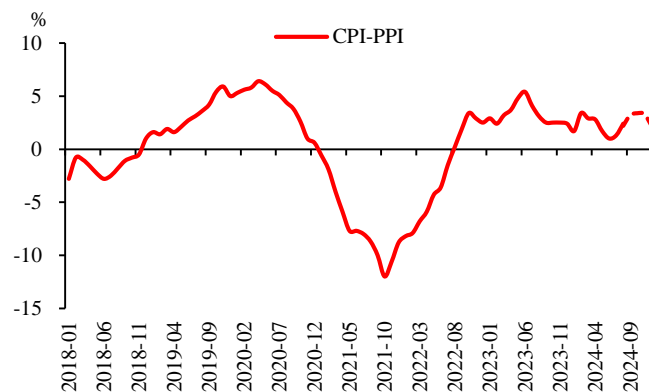
高频数据看，截至10月11日的CRB现货指数平均值环比回升0.6%，南华工业品指数平均值环比回升7.3%，我们预计10月PPI环比较前值回升，同比降幅扩大，再往后，海外需求整体偏弱，国际定价大宗商品价格难有大幅上涨，或将震荡偏弱运行，国内需求刺激政策或将逐步见效，但年内PPI同比或仍将承压，预计2024年全年平均同比接近-2%。

图8: 预计 10 月 CPI 同比略有回升



数据来源: Wind、开源证券研究所

图9: 预计 10 月 CPI-PPI 同比剪刀差扩大



数据来源: Wind、开源证券研究所

4、风险提示

政策变化超预期, 大宗商品价格波动超预期。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年8月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。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。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn